



Strateji Raporu Güncelleme

Strateji Raporu - Özet

1. Mart ayı ortasında döviz kurunda yaşanan yukarı yönlü hareket, enflasyon beklentilerine yönelik dinamiklerin yeniden gözden geçirilmesine neden oldu. Türkiye’de döviz kurunun enflasyona geçiş etkisi literatürde tartışılmaya devam etmekle birlikte, bu etkinin **kısa vadeli ve belirli sektörler üzerinde sınırlı olmasını kalmasını bekliyoruz.**

2. Kurun enflasyona geçiş etkisine ek olarak, enflasyon beklentilerini etkileyen diğer bir kanal ise yaşanan don olayı nedeniyle tarım ürünlerinde yaşanacak gelişmeler olacaktır. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki düşüş, yukarıda belirttiğimiz kalemlerin enflasyon üzerindeki baskısını bir miktar azaltacaktır. **Bu gelişmeler çerçevesinde, Aralık ayında yayımladığımız strateji raporunda %28,60 olarak belirttiğimiz yıl sonu enflasyon tahminimizi %30,20’ye, %32 olarak belirttiğimiz yıl sonu bir hafta vadeli repo faiz oranı tahminimizi %35 seviyesine revize ediyoruz. Yıl sonu için 14.100 olan BIST 100 endeks tahminimizde herhangi bir revizyona gitmiyoruz.**

3. Yurt içi piyasalarda yılın ilk çeyreğinde devam eden **yüksek faiz oranları** ve **değerli TL talep üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor.** Öte yandan, küresel ölçekte Trump’ın **tarifelere yönelik söylemleri, ihracat pazarları üzerinde belirsizlikleri artırıyor.** Dolar endeksinin (DXY) sert değer kaybının ardından Euro/Dolar paritesinde yaşanan sert yükselişin, i birinci çeyrekte ihracat ağırlıklı çalışan sektör ve şirketlerin finansal sonuçları üzerinde sınırlı olumlu katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz.

4. **Havacılık sektöründe** mevsimsellik nedeniyle bir önceki çeyreğe göre ivme kaybı yaşanırken, yıllık bazda küresel ve yurt içi havacılık sektöründe güçlü görünümün devam etmesi, artan yolcu sayısı ve akaryakıt maliyetlerindeki düşüş, ciroyu destekliyor. **Sağlık sektöründe** Ocak ayında yaşanan güçlü hasta trafiğine ek olarak, Türk Tabipler Birliği (TTB) kat sayılarındaki artış, tamamlayıcı sağlık sigorta segmentindeki devam eden büyüme trendi, kapasite artışları ve etkin fiyatlandırma stratejisi, birinci çeyrekte finansal performans üzerinde etkili olabilir. **Perakende sektöründe,** asgari ücret artış oranının beklentilerle uyumlu olması ve Ramazan ile bayram etkisi finansal sonuçlar üzerinde olumlu katkı sağlamasına rağmen, rekabet kurulu cezası ve sektördeki artan rekabet koşulları marjlar üzerinde baskı oluşturabilir. Öte yandan, **telekom sektöründe** TÜFE’ye göre fiyat ayarlamalarının gecikmeli etkisi ve güçlü ARPU büyümesinin devam etmesini bekliyoruz.



- **Mart ayı ortasında döviz kurunda yaşanan yukarı yönlü hareket, enflasyon beklentilerine yönelik dinamiklerin yeniden gözden geçirilmesine neden olmuştur. Türkiye’de döviz kurunun enflasyona geçiş etkisi literatürde tartışılmaya devam etmekle birlikte, bu etkinin kısa vadeli ve belirli sektörler üzerinde sınırlı olmasını bekliyoruz.** Hâlihazırda toplam talebin geçmiş ortalamaların altında seyrettiği beyaz eşya, mobilya ve bazı elektronik ürünler gibi dayanıklı tüketim mallarında kur geçiş etkisinin sınırlı kalacağını öngörüyoruz. Buna karşın, kurun fiyatlara geçiş etkisinin daha belirgin şekilde otomobil, yedek parça ve tüketicinin talep gösterdiği cep telefonu başta olmak üzere bazı zorunlu tüketim mallarında görülmesini bekliyoruz.
- Kurun enflasyona geçiş etkisine ek olarak, enflasyon beklentilerini etkileyen diğer bir kanal ise yaşanan don olayı nedeniyle tarım ürünlerinde yaşanacak gelişmeler olacaktır. Taze sebze ve meyve fiyatlarındaki artış potansiyeli, enflasyon oranında yukarı yönlü itici bir güç oluşturabilir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki düşüş, yukarıda belirttiğimiz kalemlerin enflasyon üzerindeki baskısını bir miktar azaltacaktır. Tüm bu gelişmeler çerçevesinde, **Aralık ayında yayımladığımız strateji raporunda %28,60 olarak belirttiğimiz yıl sonu enflasyon tahminimizi %30,20 seviyesine revize ediyoruz.**
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Mart ayında gerçekleştirdiği ara toplantı sonrası gecelik faiz oranını %46 seviyesine yükselterek repo ihalelerine ara vermişti. Nisan ayı toplantısında ise teknik bir ayarlamayla 1 hafta vadeli repo faiz oranını %46’ya, gecelik faiz oranını ise %49 seviyesine yükseltti. Yukarıda belirttiğimiz nedenler ve azalan rezerv görünümü nedeniyle TCMB’nin uyguladığı sıkılaştırma önlemlerinin geçici olduğunu değerlendiriyoruz. **Kurun enflasyona geçiş etkisinin Haziran ayından itibaren azalmaya başlayacağı ve dezenflasyon sürecinin yeniden ön plana çıkacağı beklentisiyle, Temmuz ayında 300 baz puanlık bir faiz indirimiyle indirim sürecinin başlayacağını öngörüyoruz. Bu nedenle, Aralık ayında %32 olarak belirttiğimiz yıl sonu bir hafta vadeli repo faiz oranı tahminimizi %35 seviyesine revize ediyoruz.**
- TCMB’nin Nisan ayında gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantı metninde şahin bir ton benimsemesinin ardından, önümüzdeki toplantılarda bu söylemin daha yumuşayacağını ve piyasaların yeniden faiz indirimi sürecine hazırlanmasına yönelik adımlar atıldığını öngörüyoruz. Mart ayında yaşanan oynaklık nedeniyle, kısa vadede BIST 100 endeksinde yatay bir bant aralığında işlemler gerçekleşebilir. Bu bağlamda, perakende sektörü başta olmak üzere defansif sektörler, savunma sanayi hisseleri ve enflasyon muhasebesinden daha az etkilenen sağlık sektörü gibi alanlarda kalınabileceğini düşünüyoruz. **Yıl sonu için 14.100 olan BIST 100 endeks tahminimizde herhangi bir revizyona gitmiyoruz.**



- Sağlık ve perakende sektörü defansif yapısıyla bu çeyrekte ön planda.

IÇ25 finansal sonuçları 21 Nisan'da başladı.

Borsa İstanbul'da IÇ25 bilanço dönemi 21 Nisan'da Türkiye Sigorta <TURSG TI> ile başladı. Finans dışı sektörde ilk sonuçları 24 Nisan'da Tav Havalimanları <TAVHL TI> ile almaya başlayacağız. Borsa İstanbul'da birinci çeyrek finansallarının son açıklanma tarihleri; konsolide olmayan şirketler için 30 Nisan, konsolide olan şirketler için 12 Mayıs olarak belirlendi.

Talepte ivme kaybı, alım gücündeki dalgalanmalar, değerli TL, yüksek faiz ortamı ve enflasyon muhasebesi finansal sonuçlar üzerinde etkili oluyor.

Yurt içi piyasalarda yılın ilk çeyreğinde devam eden yüksek faiz oranları ve değerli TL, talep üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor. Öte yandan, küresel ölçekte Trump'ın tarifelere yönelik söylemleri, ihracat pazarları üzerinde belirsizlikleri artırıyor. Dolar endeksinin (DXY) sert değer kaybının ardından Euro/Dolar paritesinde yaşanan sert yükselişin, birinci çeyrekte ihracat ağırlıklı çalışan sektör ve şirketlerin finansal sonuçları üzerinde sınırlı olumlu katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Asgari ücret artışına paralel ve/veya üzerinde gerçekleşen fiyat artışları sonrasında Ocak'ta tüketici fiyat endeksinde (TÜFE), yaşanan aylık sert yükseliş nedeniyle enflasyon muhasebesi etkilerinin IÇ25'te bir önceki çeyreğe göre belirgin hissedilebileceğini düşünüyoruz.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Aralık'ta başladığı faiz indirim döngüsüne Mart'ta ara verirken, son dönemde yaşanan gelişmeler ardından Nisan PPK toplantısında 350 baz puan faiz artırımına gitti. 2025'e başlarken, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, faiz indirim döngüsüyle birlikte şirketlerin borçlanma maliyetlerinde ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde (WACC) yaşanacak düşüşün şirket değerlemelerinde yukarı yönlü revizyonları beraberinde getirebileceğini düşünüyorduk. Mart ayında yaşanan döviz piyasalarındaki volatilitenin enflasyona gecikmeli etkisi, risk primindeki yükseliş ve rezervlerdeki kayıplarla bu stratejimizin en az bir çeyrek dönem ötelendiğini düşünüyoruz.



I Ç25 Bilanço Beklentilerimiz



Havacılık sektöründe mevsimsellik nedeniyle bir önceki çeyreğe göre ivme kaybı yaşanırken, yıllık bazda küresel ve yurt içi havacılık sektöründe güçlü görünümün devam etmesi, artan yolcu sayısı ve akaryakıt maliyetlerindeki düşüş, ciroyu destekliyor. **Sağlık sektöründe** Ocak ayında yaşanan güçlü hasta trafiğine ek olarak, Türk Tabipler Birliği (TTB) kat sayılarındaki artış, tamamlayıcı sağlık sigorta segmentindeki devam eden büyüme trendi, kapasite artışları ve etkin fiyatlama stratejisi, birinci çeyrekte finansal performans üzerinde etkili olabilir. **Perakende sektöründe**, asgari ücret artış oranının beklentilerle uyumlu olması ve Ramazan ile bayram etkisi finansal sonuçlar üzerinde olumlu katkı sağlamasına rağmen, rekabet kurulu cezası ve sektördeki artan rekabet koşulları marjlar üzerinde baskı oluşturabilir. Öte yandan, **telekom sektöründe** TÜFE'ye göre fiyat ayarlamalarının gecikmeli etkisi ve güçlü ARPU büyümesinin devam etmesini bekliyoruz.

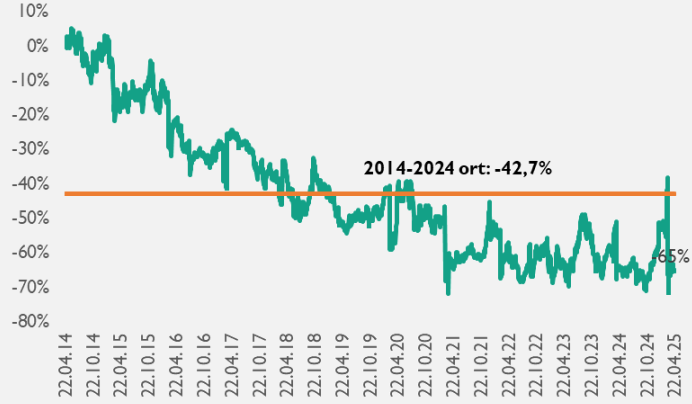
Zayıf sonuçlar açıklamasını beklediğimiz sektörler.

Demir – Çelik sektöründe Çin'e ilişkin devam eden belirsizlikler ve zayıf talep, fiyatlar üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor. **Beyaz eşya sektöründe** küresel ve yurt içi piyasalardaki talep zayıflığı ve güçlü TL, satışlar üzerinde baskı oluştururken, Euro/Dolar paritesindeki yukarı yönlü hareket tek seferlik gelir katkısı sağlayabilir. **Otomotiv sektöründe** fiyat baskısının karlılık ve marjları baskılayabileceğini düşünüyoruz.

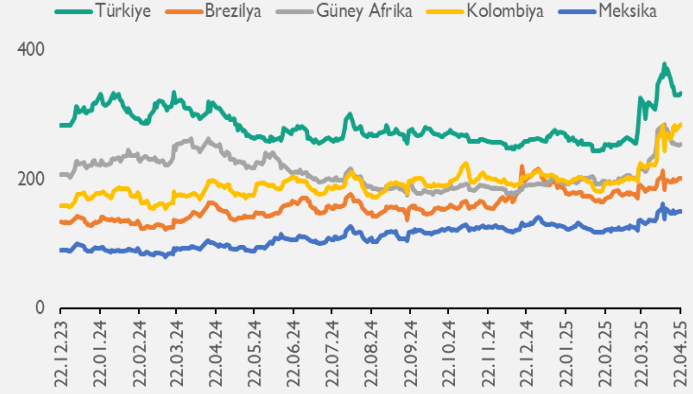


Grafikler

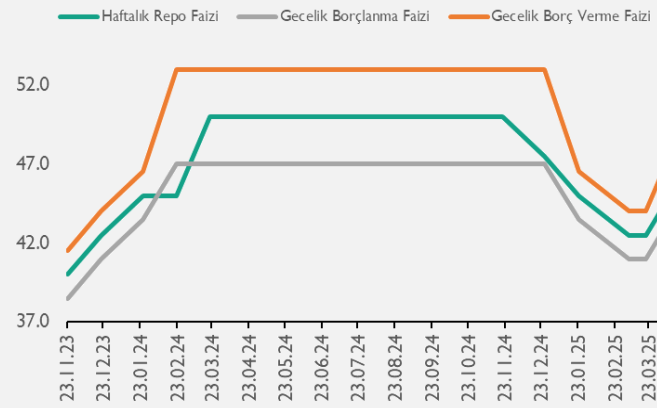
Grafik 1: MSCI EM & BIST 100 İskonto Oranı (%)



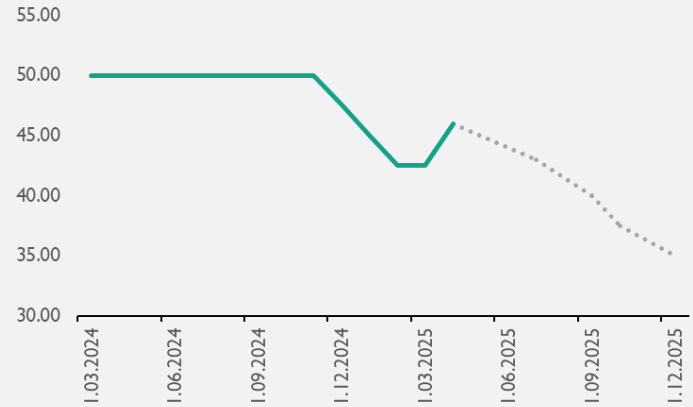
Grafik 2: TR ve Benzerleri Risk Primi (CDS)



Grafik 3: TCMB Faiz Koridoru



Grafik 4: TCMB Faiz Projeksiyonumuz



Kuveyt Türk Yatırım Makroekonomik Tahminlerimiz

2025 Yıl Sonuna İlişkin Tahminlerimizde Revizyon	Aralık	Nisan (Yeni)
Enflasyon Oranı (Yıl Sonu)	28,60%	30,20%
GSYH (Milyar TL)	62,315	62,315
GSYH (Milyar Dolar)	1,542	1,542
GSYH Büyüme	3,10%	3,10%
Cari Denge (Milyar Dolar)	-24,5	-24,5
Cari Denge / GSYH	1,60%	1,60%
TCMB 1 Hafta Repo Faiz Oranı	32%	35%
Gösterge Tahvili (Yıl Sonu)	-	-
USD/TRY (Yıl Sonu)	44,8	44,8

IÇ25 Bilanço Tahminlerimiz

milyon TL			IÇ25T			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksel Değişim (%)			Yorum
Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Tahmini Açıklanma Tarihi	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	Hasılat	FAVÖK	Net Kar	
EREGL*	USD	9.May	52,749	3,489	301	6%	-54%	-95%	-4%	32%	-89%	Ton Başı FAVÖK oranında hafif toparlanma bekliyoruz. HRC Fiyatlarında zayıf görünüm bilanço üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor. Geçtiğimiz yıl deprem nedeniyle elde edilen sigorta gelirinin bu dönem olmaması nedeniyle net karda önemli düşüş göreceğiz.
THYAO*	USD	28.Nis	178,015	13,920	2,678	21%	-10%	-61%	-8%	-50%	-89%	IÇ25'te AKK %4.3 ve ÜYK'nın yıllık %4.4 artmasıyla yolcu doluluk oranı %80.6 oldu. Birim yolcu gelirlerinde düşüş beklentimiz ve kargo gelirlerinde yatay görünümün etkisiyle yıllık ve çeyreklik dönemde düşüş bekliyoruz.
HTTBT*	USD	Mayıs İkinci Hafta	342	116	63	58%	76%	41%	0%	-24%	-25%	Düşük sezona rağmen, partner kazanımları sayesinde artan yolcu sayısı ve ADS gelirlerinin katkısıyla net satış gelirinin USD bazında %35 büyümesini öngörüyoruz.
PGSUS*	EUR	Mayıs İlk Hafta	22,608	1,243	-4,185	30%	5%	a.d.	-19%	-81%	a.d.	IÇ25'te AKK %14 ve yolcu sayısı yıllık %12 arttı.Güçlü trafik sonuçlarının etkisiyle net satış gelirinde EUR bazlı çift haneli büyüme öngörümüze rağmen, artan personel maliyetleri, hava koşulları, Ramazan ve Paskalya gibi takvim etkilerinden kaynaklı operasyonel karlılık baskı altında kalabilir.
ALBRK*	TL	8.May			856			39%			-48%	Bankanın yıllık bazda net kar rakamında büyüme devam ediyor. 7.3 milyar TL'lik karşılıkların tamamının geri çevrilmesi halinde 8.156 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.
BIMAS	TL	8.May	147,858	6,772	3,286	3%	10%	-39%	4%	-12%	-23%	Enflasyon muhasebesinin etkisini bu çeyrekte de göstermesini bekliyoruz. Marjlarda hafif toparlanma var mağaza büyüme oranının son beş yılın ortalamasına yakın olmasını ön görüyoruz.
LKMNH	TL	Mayıs İkinci Hafta	852	156	99	0%	-11%	-4%	6%	-19%	-5%	Hasta trafiğinde yaşanan zayıflamaya rağmen etkin fiyatlama stratejisi operasyonel performansta etkili olabilir. Ayrıca TTB kat sayı artışının net satış gelirini desteklemesini bekliyoruz.
MPARK	TL	6-7 Mayıs	11,433	2,850	969	4%	1%	2%	0%	-3%	-4%	Ramazan etkisiyle hasta trafiğinde yaşanan zayıflamaya rağmen, güçlü Ocak ayı performansı, TTB kat sayılarında yapılan %20'lik zam ve etkin fiyatlama stratejisi sayesinde reel anlamda büyümenin devam etmesini bekliyoruz.
TUPRS	TL	29.Nis	170,800	7,640	4	-25%	-41%	-99%	-11%	-14%	-100%	Rafineri marjlarında bir önceki çeyreğe göre toparlanma yaşanırken, kur hareketinde kaynaklı tek seferlik finansman gideri ve enflasyon muhasebesi etkisi net kar üzerinde baskı oluşturabilir.

* TMS - 29 hariç finansal sonuçları temsil etmektedir.

** THYAO FAVÖK tahmini şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir. Şirket hesaplamalarına göre FAVÖK'ün IÇ25 19.728 milyon TL olmasını bekliyoruz.

***Değişimler reel olarak hesaplanmıştır.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Ubeyde Safvan Erbaş
Kıdemli Uzman

Çimento, Demir - Çelik, Tekstil

Muhammet Çakmak
Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Eren Bozdoğan
Uzman

Otomotiv, Giyim, Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

TEŞEKKÜRLER