

2025 HAZİRAN AYI STRATEJİ RAPORU

İÇİNDEKİLER

- 1- HAZİRAN AYINA GENEL BAKIŞ – SAYFA 4
- 2- MAYIS AYI EKONOMİ ÖZETİ – SAYFA 5
 - TÜRKİYE – SAYFA 5
 - ASYA-PASİFİK – SAYFA 10
 - AVRUPA – SAYFA 9
 - ABD – SAYFA 12
- 3- HAZİRAN AYI BEKLENTİLERİ – SAYFA 13
 - TÜRKİYE – SAYFA 13
 - ASYA-PASİFİK – SAYFA 14
 - AVRUPA – SAYFA 15
 - ABD – SAYFA 16
 - EMTİA – SAYFA 17
- 4- MAKROEKONOMİK TAHMİNLER – SAYFA 18
- 5- BORSA İSTANBUL MAYIS AYI ÖZETİ VE HAZİRAN AYI BEKLENTİLERİ – SAYFA 19
 - GENEL DEĞERLENDİRME – SAYFA 19
 - SEKTÖREL DEĞERLENDİRME – SAYFA 21
- 6- MODEL PORTFÖY – SAYFA 30
- 7- EKONOMİK TAKVİM – SAYFA 33

GRAFİKLER

- Grafik-1: TCMB Politika Faizleri – Sayfa 5
- Grafik-2: Döviz Kurları – Sayfa 7
- Grafik-3: CDS – Sayfa 7
- Grafik-4: TÜFE – Sayfa 8
- Grafik-5: TÜFE Ana Eğilim – Sayfa 8
- Grafik-6: Resmi Rezerv Varlıkları – Sayfa 9
- Grafik-7: Net Rezervler – Sayfa 9
- Grafik-8: Net Fonlama – Sayfa 10
- Grafik-9: Euro Bölgesi Cari Hesap – Sayfa 12
- Grafik-10: TÜFE Ana Eğilim – Sayfa 12
- Grafik-11: Büyüme Tahminleri – Sayfa 13
- Grafik-12: GSYİH Verisi – Sayfa 13
- Grafik-13: Japonya Devlet Tahvili – Sayfa 15
- Grafik-14: Euro Bölgesi GSYİH – Sayfa 16
- Grafik-15: ABD TÜFE – Sayfa 17
- Grafik-16: Merkez Bankalarının Altın Alımları – Sayfa 18
- Grafik-17: Altın Pozisyonlanmaları – Sayfa 18
- Grafik-18: MSCI Getiriler – Sayfa 20
- Grafik-19: Hisse Senedi İstatistikleri – Sayfa 21
- Grafik-20: BİST 100 Grafiği – Sayfa 21
- Grafik-21: Toplam Yolcu Trafiği – Yıllık – Sayfa 25
- Grafik-22: Toplam Yolcu Trafiği – Aylık – Sayfa 25
- Grafik-23: Prim Üretimleri – Sayfa 26
- Grafik-24: PTF – Sayfa 27
- Grafik-25: PMI – Sayfa 29

TABLÖLAR

Tablo-1: Tahmin Güncelleme Kaynakları – Sayfa 5

Tablo-2: Altın Pozisyonlanmaları – Sayfa 17

Tablo-3: Makroekonomik Tahminler – Sayfa 18

Tablo-4: ODMD İstatistikleri – Sayfa 22

Tablo-5: GYO NAD İstatistikleri – Sayfa 23

Tablo-6: Global Havacılık Sektörü – Sayfa 24

Tablo-7: Elektrik Tüketimi – Sayfa 26

Tablo-8: Model Portföy – Sayfa 31

Tablo-9: Aylık Ekonomik Takvim – Sayfa 33

HAZİRAN AYINA GENEL BAKIŞ

Mayıs ayı boyunca küresel piyasalar gümrük tarifleri konusunda Trump'ın bitmeyen çıkışlarıyla belli bir bant aralığında dalgalanmaya devam ederken ABD ile Çin arasında yeniden başlayan görüşmeler risk iştahının olumlu bölgede kalmasına yardımcı oldu. Diğer taraftan başta Rusya-Ukrayna olmak üzere jeopolitik risklerde azalama eğilimi öne çıksa da henüz bu cephede net bir sonuç alınabilmiş değil. İçeride ise, TCMB faiz artırımı sonrası bozulan algı, gelen ek makro ihtiyati tedbirler, merkez bankasını faiz artırımına iten siyasi gerginlik ortamının henüz yatışmamış olması gibi nedenlerle 9000 puan seviyesinin altına kadar gerileyen endeks zaman zaman yukarı yönlü tepkiler vermeye çalışsa da Mayıs ayı boyunca yatırımcıların sabrını zorlayan zayıf ve dalgalı bir süreç sahne oldu.

Mart ayında yaşanan siyasi şok sonrası agresif şekilde hisse pozisyonlarını azaltan yabancıların, Nisan ayı ortasından itibaren, 9000 seviyesine yaklaştıkça tekrar alıcı tarafta olması endeksin söz konusu seviye etrafında yeni bir taban oluşturma çabasını destekledi. 9000 puan etrafında sağlanan bu tutunma, beklentilerden düşük gelen enflasyonun desteğiyle Haziran ayına endeksin güçlü bir tepkiyle başlamasını sağladı. Beklendiği gibi tepkinin öncülüğünü bankacılık endeksi yaparken bu aşamadan sonra yaşanan tepki yükselişinin yeni bir trende dönüşü dönüşmeyeceği ve ne kadar genele yayılabileceği sorularına cevap aramaya çalışacağız. Bu noktada Haziran ayı ortasında gerçekleşecek TCMB toplantısından gelecek karar ve açıklamalar endeksin seyri açısından belirleyici olacak. BİST-100 açısından Haziran ayı için ana şablonu şu şekilde özetlemek mümkün;

- 9400 üstü görece güvenli trade ve kv mal taşıma bölgesi
- 9400 altı temkinli trade ve kademeli mal toplama bölgesi
- 10000-10200 güçlü direnç ve orta vadeli trend değişim bölgesi
- 8600-8800 uzun vadeli ana destek noktası

Büyük resimde ise, 10000-10200 bandı aşılanı kadar kontrolsüz risk almak yerine dengeli bir varlık dağılımını korumakla birlikte yavaş yavaş hisse senedi ağırlığını artırmak için fırsat aradığımız bir döneme girdiğimiz kanısındayız. Bununla birlikte yüksek kalmaya devam eden faiz ve kısmen devam eden siyasi tedirginlik havası nedeniyle, risk-getiri dengesinde, risk cephesinin halen yatırım temasında öncelikli olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. **Sektörel bazda baktığımızda, 1Ç25 döneminin ardından 2.çeyrek bilanço döneminde güçlü performans beklediğimiz sektörler arasında havacılık, çimento, gyo, telekomünikasyon, enerji ve gıda perakende öne çıkmaktadır.**

Makro cepheye döndüğümüzde, Mayıs ayı verileri sınırlı da olsa sektörel toparlanmalara işaret etse de yüksek faiz ortamının şirketleri yıpratmaya devam ettiğini ve artan faaliyet giderlerinin karlılığı baskılamaya **2.çeyrek için de devam edeceğini söylemek mümkün.**

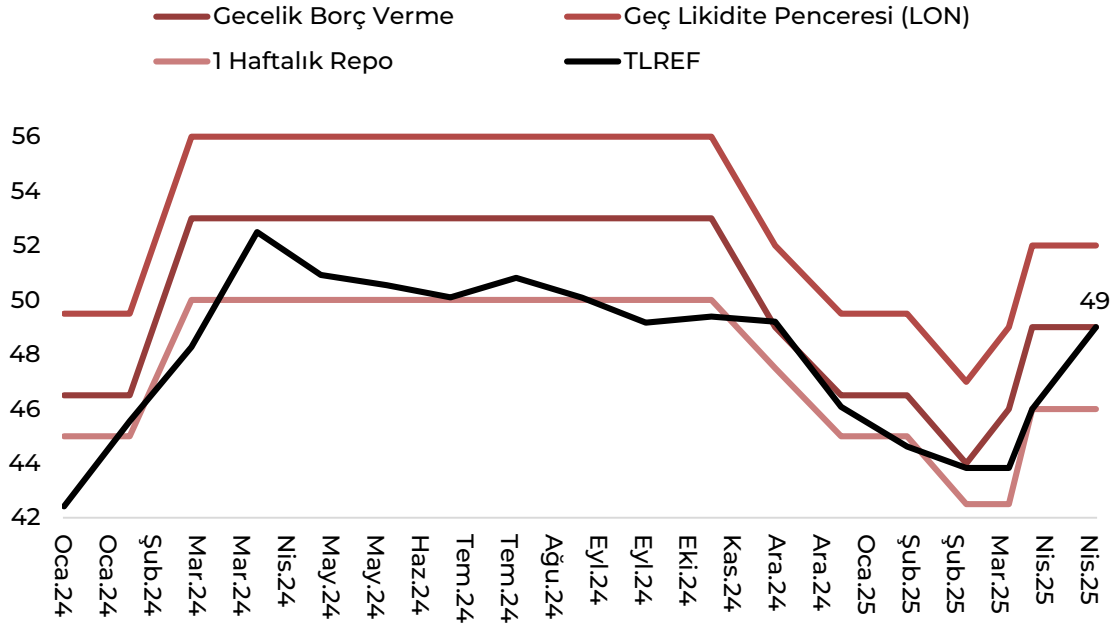
Diğer taraftan TCMB'nin, son 2 yıldır olduğu gibi proaktif tutumunu korurken yaşanan çalkantıda süreci başarılı şekilde yönettiğini söyleyebiliriz. Mayıs ayında beklentinin oldukça altında gelen enflasyon verisi de bu durumu bir kere daha teyit etmiş oldu. Aylık gelen %1.53 enflasyon verisiyle birlikte Haziran PPK'da, koridor ayarlaması ve fonlamada normale dönüşün yanında, **100bp indirimle birlikte faiz indirim döngüsünün başlama ihtimalinin de ortaya çıktığını düşünüyoruz.**

TÜRKİYE

Mayıs ayı ana gündemi enflasyonda

Proaktif davranışlarıyla para politikasını sıkı tutmaya ve bu çerçevede makroekonomik dengeleri sağlamaya çalışan TCMB'nin attığı tedbirlerin etkisinin kısmen olsa dahi görülmeye başlandığı bir ayı tamamladık. Politika faizi toplantısı Mayıs ayında yoktu ancak enflasyon raporunun yanı sıra ay içerisinde alınan aksiyonlar süreci destekledi.

Grafik-1: TCMB Politika Faizleri (seviye, toplantı bazında, %, TLREF Mukayese)



TCMB, para piyasası çerçevesinde aldığı aksiyonlarla TLREF'in %49 olan Gecelik Borç Verme faizinde tutmayı başardı. Bu durum doğal olarak likidite fazlasının erimesine neden oldu. Piyasa faizleri büyük bir ölçüde politika faizini yansıttığı bir dönemden geçtik.

Enflasyon raporunda TCMB sürprize gitmedi

22 Mayıs günü gerçekleştirilen TCMB 2.Çeyrek Enflasyon Raporu Sunumu Toplantısında TCMB sürprize gitmeyerek beklentilerini tüm çerçevede korudu. Bunun ana nedeni eğilim serisi beklentime paralel işleyecek ve çıktı açıklarında belirli unsurlarla belirsizlikleri elimine edeceğim mesajı idi.

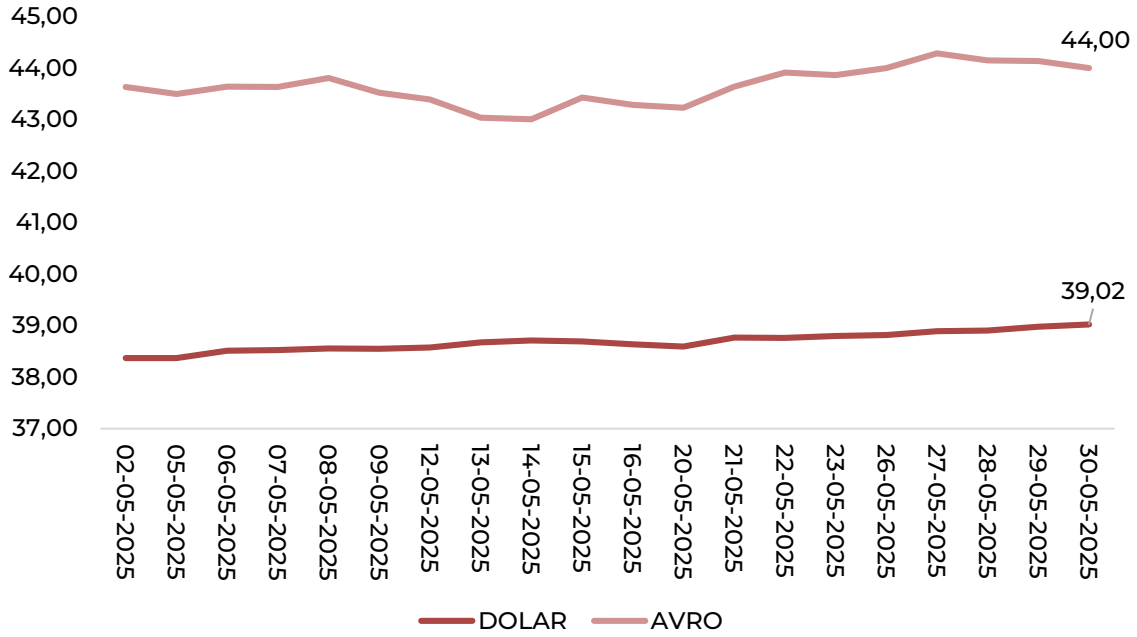
Tablo-1: Tahmin Güncelleme Kaynakları (seviye, %)

	2025
Enflasyon Raporu 2025-I Yıl Sonu Tahmini	24
Enflasyon Raporu 2025-II Yıl Sonu Tahmini	24
ER 2025-I Dönemine Göre Tahmin Güncellemesi	0
Tahmin Güncelleme Kaynakları	
Gıda Fiyatları	+0,5
Çıktı Açığı	+0,3
TL Cinsi İthalat Fiyatları	+0,1
Başlangıç Koşulları/Ana Eğilim	+0,1
Yönetilen ve Yönlendirilen Fiyatlar	-1,0

Dövizde TÜFE altı getiriler gözlemliyoruz

Döviz kurlarında Mayıs sonuna doğru güçlenen dolar çerçevesinde dolar yönünde artışlar gözlemlense de çok sürprize açık bir sonuç görmedik diyebiliriz. Ortalama kur nezdinde 38,02 TL'den 38,69 TL'ye yükselen dolar; 42,65 TL'den 43,66 TL'ye yükselen avro kuru gözlemliyoruz. Spot getiri nezdinde dolar avroyu geçse de her iki kur TÜFE'yi geçemedi. Nisan ayına kadar TÜFE üzerinde kalmaya devam eden avro son alınan aksiyonlarla TÜFE'nin yanı sıra dolarında altında kaldığı bir Mayıs ayı tamamladı. Doların getirisi %1,70 olurken avronun getirisi yalnızca %0,83 ile çok sınırlı kaldı.

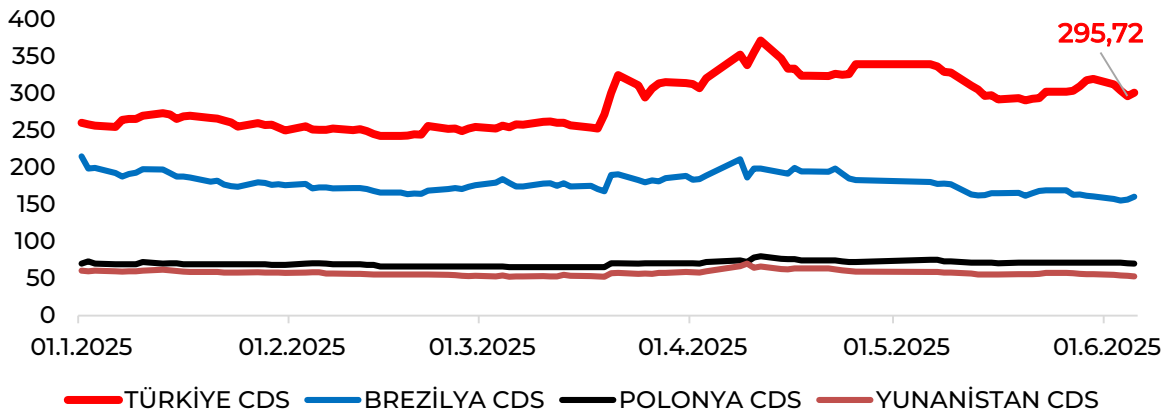
Grafik-2: Döviz Kurları (açık günler, alış, seviye, TL)



CDS dalgalanmalar sınırlandı

CDS tarafında Mart'tan bu yana evrilen yukarı yönlü hareketin Nisan ayında global piyasalarda yaşanan gelişmelerin de ilave etkisiyle daha hızlı bir şekilde yukarıya yöneldiğini gördük. Mayıs ayında görece dengeli olsa da dalgalanma varlığının sürdüğünü ancak sınırlandığını gözlemlemekteyiz. 30 Mayıs itibariyle CDS 318 seviyesinden kapandı.

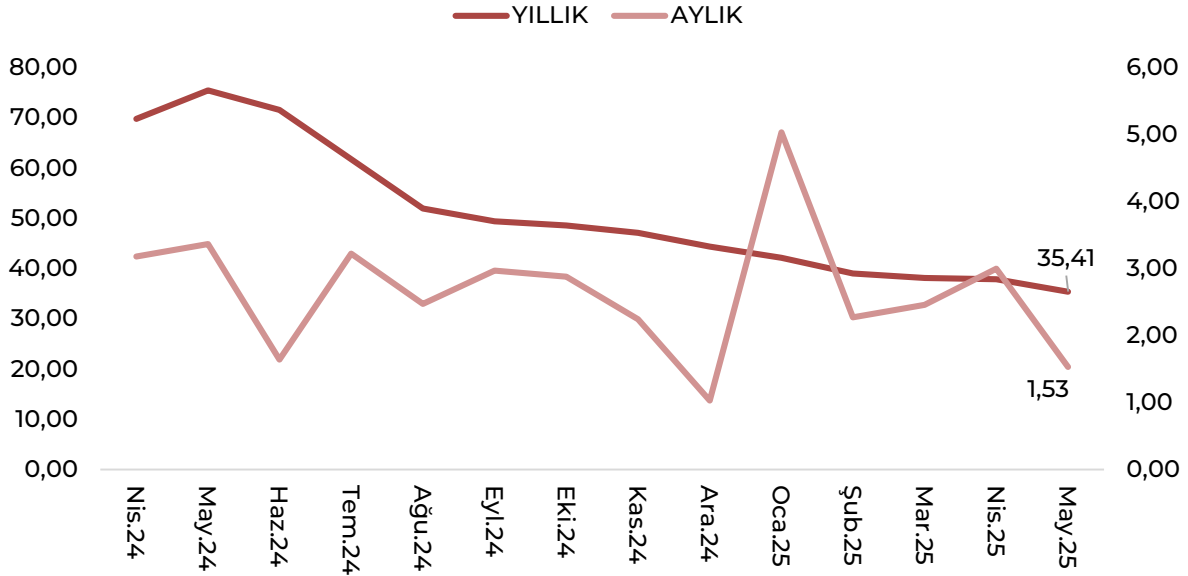
Grafik-3: CDS (5Y, seviye, güncel)



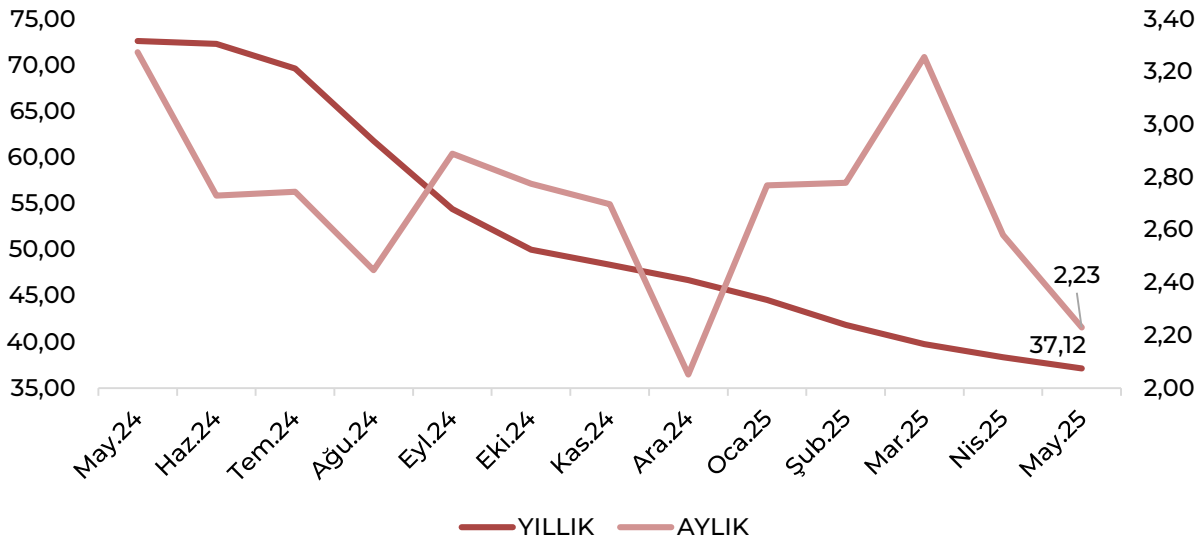
Enflasyonda dengelenme çabası izliyoruz

TÜFE nezdinde TCMB'nin proaktif davranışlarıyla birlikte iyimser görünüme tekrardan dönmüş olduk. Gıda fiyatlarının beklenenden daha az artması ve TÜİK nezdinde verinin negatife dönmesiyle birlikte TÜFE nezdinde aylık verilerde %2 altını gördüğümüz bir veriyi takip etmiş olduk. Bu sene TÜFE özelinde %32'lik beklentimizi korurken Mayıs ayı TÜFE verisinde TCMB'nin patika olarak sunduğu %1,6'nın da altında gelen bir enflasyon olduğunu belirtmek isteriz.

Grafik-4: TÜFE (aylık ve yıllık, seviye, %, 2003=100)



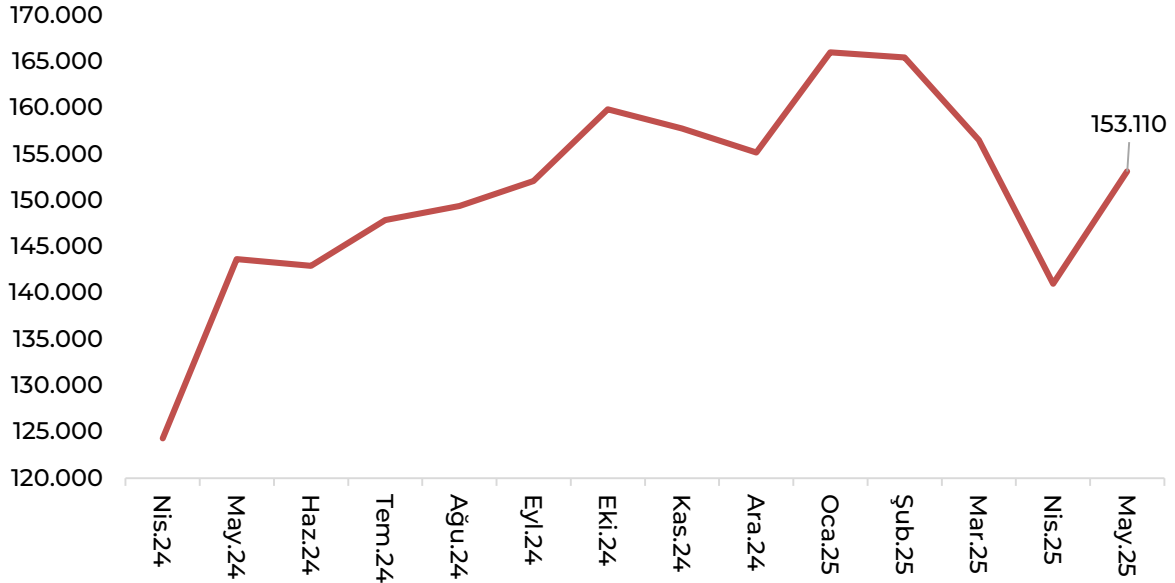
Grafik-5: TÜFE Ana Eğilim (aylık ve yıllık, seviye, %, 2003=100)



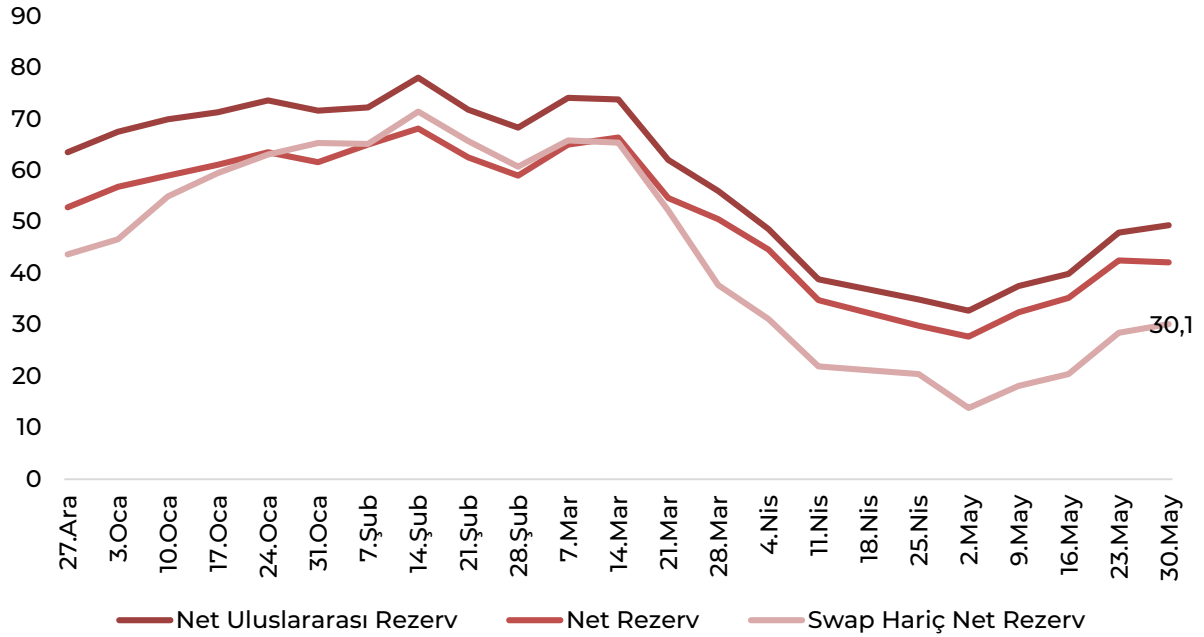
Resmi rezervlerde toparlanma çabası izliyoruz

19 Mart sonrasında rezervlerdeki düşüş ivmesinin alınan tedbirlerle kısmen sona erdiğini gözlemliyoruz. Resmi rezerv varlıklarında 12 milyar dolarlık artışla 153,2 milyar dolar seviyesine ulaştık. Swap hariç net rezervlerde ise 30,1 milyar dolar seviyesine ulaştık. Henüz tamamen rezervleri tamamladık demek mümkün değil ancak önemli bir kısmını elde ettik diyebiliriz. TCMB özelinde net tarafta tekrardan eski seviyelere geri dönmek önemseniyor.

Grafik-6: Resmi Rezerv Varlıkları (milyon ABD doları, seviye)



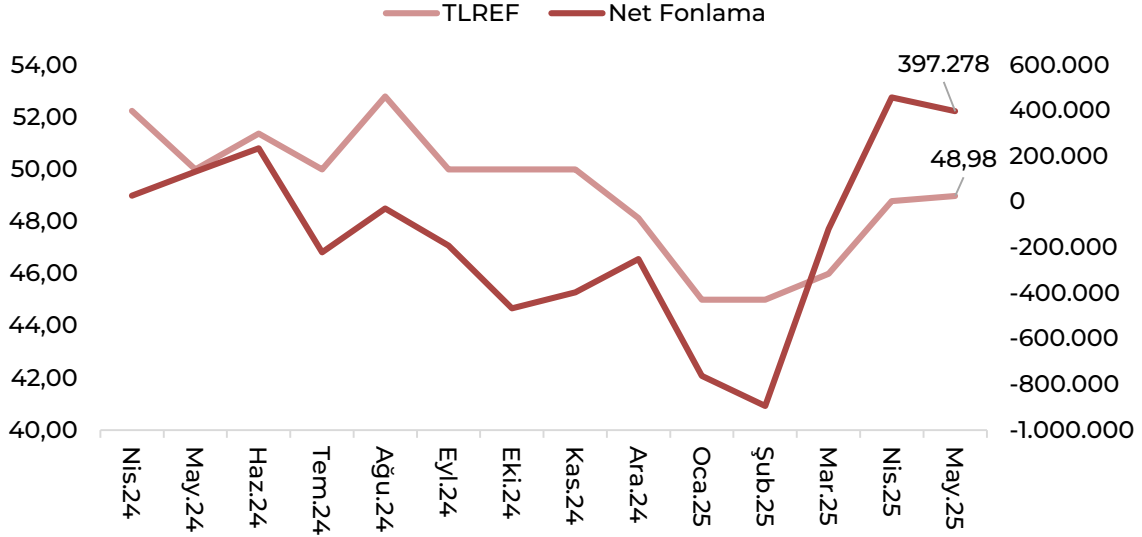
Grafik-7: Net Rezervler (milyon ABD doları, seviye)



Likidite kuru kalmaya devam ediyor

TCMB burada proaktif başarısının karşılığını aldığı bir ayı tamamladı diyebiliriz. Proaktif davranışla likidite eksiği sınırlı miktarda azalmış olsa da TLREF tamamen Gecelik Borç Verme Faizi olan %49'a yakınsamış görünüyor.

Grafik-8: Net Fonlama (milyon TL, TLREF ile mukayeseli, seviye, %)



ASYA-PASİFİK

Tarifeler ışığında karmakarışık seyir

Asya-Pasifik bölgesi zaten kendi içerisinde yoğun gündeme sahipken üzerine de tarife gündemi gelince risk iştahı sınırlanan bir Nisan ayının ardından Mayıs ayında da bunun sürdüğünü gözlemledik. Gelen ekonomik veriler tarifelerden hızlı bir şekilde en çok olumsuz etkilenen bölgenin Asya-Pasifik olduğunu gördük.

Japonya'dan tehlikeli açıklamalar

Japonya Başbakanı İşiba'nın 19 Mayıs 2025 günü yaptığı açıklamada "Mali durumumuz Yunanistan'dan daha kötü durumda" diyerek mali yapıda açıkça tarife ve güncel ekonomik koşulların net olumsuz etki ettiğini gösterdi. Bu durum uzun vadeli süper tahvillerde tarihi seviyelere ulaşılmasına neden oldu. Henüz bu açıklamayı tersine düzelten bir açıklama gelmemesi de riskli varlıkları baskılamaya devam ediyor.

Çin'den gevşeme sinyalleri geldi

Çin Merkez Bankası (PBoC), beklenenin aksine gecikmeden ekonomik aktiviteyi desteklemek amacıyla faizlerde ve zorunlu karşılık oranlarında indirim gitti. 8 Mayıs'tan itibaren 1 hafta vadeli RRR denilen ters repo faiz oranını %1,5'tan %1,4'e çekerken bankaların zorunlu karşılık oranını 50 baz puan aşağıya çekti. Bu hafif gibi görülen aksiyon finansal sisteme 139 milyar dolarlık likidite sağladı. 20 Mayıs 2025 günü ise LPR oranlarını aşağıya çekti. Bu çerçevede faizleri 1 yıllıkta %3,1'den %3'e 5 yıllıkta %3,6'dan %3,5'a geri çekti. Fitch Ratings'in 29 Mayıs günü yayınladığı raporda faizi bir miktar daha düşürebileceğini değerlendirdi. Ekonomik aktivite için PBoC, polibütrodan aldığı desteği tamamiyle kullanabileceğini değerlendirmekteyiz.

Pasifik'te gevşeme yapısı sürüyor

Tarifelerden kısmen daha az etkilenmesi beklenen Pasifik bölgesinden gelen mesajlar etkinin bir miktar fazla olacağı yönünde görülünce büyümeye etki edeceği için RBA ve RBNZ (Avustralya ve Yeni Zelanda Merkez Bankası) nezdinde aksiyonlar hızlıca alındı. 20 Mayıs günü yapılan toplantıda Avustralya Merkez Bankası (RBA) faizi 25 baz puan indirerek %3,85'e 28 Mayıs günü ise Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) faizi 25 baz puan çekerek %3,25 seviyesine indirdi. Yeni Zelanda, Avustralya'ya nazaran daha hızlı faiz indiriyor. Bunun ana nedeni Nisan ayı TÜFE ile birlikte Avustralya'da görece fiyatlar genel seviyesinin bir miktar daha yüksek kalmasıdır diyebiliriz. Her 2-3 toplantıda bir faiz indirme ve bekle-gör politikası bir miktar daha fazla görebiliriz. Yeni Zelanda nezdinde daha fazla gevşeme sinyalini RBNZ'den aldık. 2025 son çeyrekte %2,92 seviyesine çekilmesi beklenmekle birlikte en az bir 30 baz puanlık daha faiz indirimi beklemek mümkün olacak.

Jeopolitik belirsizlikler sürüyor

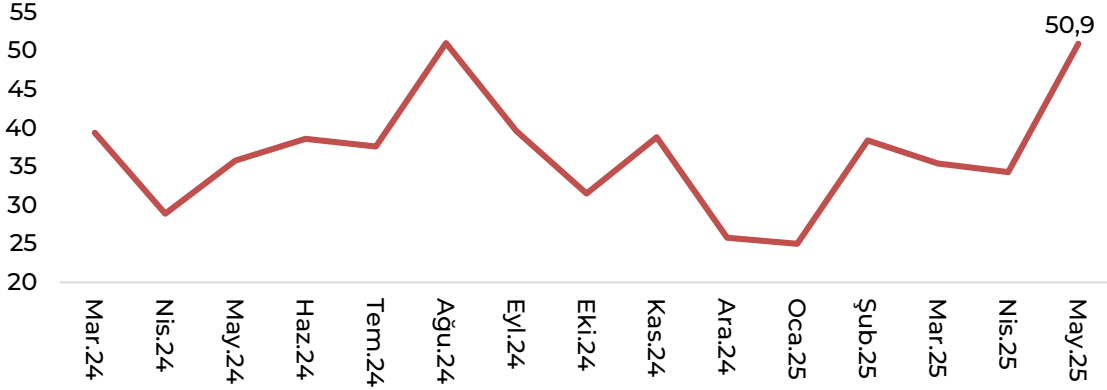
Mayıs ayı içerisinde günlerce Hindistan-Pakistan Savaşını yakından takip ettik. Beklenenden hızlı sona erdi. 30 Mayıs'a kadar barış çizgisine çekilerek silahların susturulduğunu gözlemlememiz küresel piyasalara etkisi sınırlı miktarda kaldı. Siyasi bakımdan belirli ülkelere boykot uygulama anlayışı Hindistan nezdinde meydana gelirken özellikle Türkiye'ye yapılan boykotlar takip edildi. Çelebi Hava Servisinin faaliyet izni iptal edilirken şirketin gelirlerinde %35 civarında etki ettiği öğrenildi. Boykot kararları savaştan daha fazla etki gösteriyor.

AVRUPA

Tarifelerden ataletsiz sıyrılmaya çalışan yer: Avrupa

Avrupa, tarifelerden olumlu etkilenmeye çalışıyor. Cari hesap verisinde özellikle atalet varlığı değil pazarın kısmen de olsa içe yönelmesi ve farklı yönlendirmelerle birlikte cari denge ciddi şekilde pozitif seviyelere ulaştı. 20 Ağustos 2024'ten bu yana 20 Ağustos seviyesini de aşarak tarihi seviyelere ulaştık.

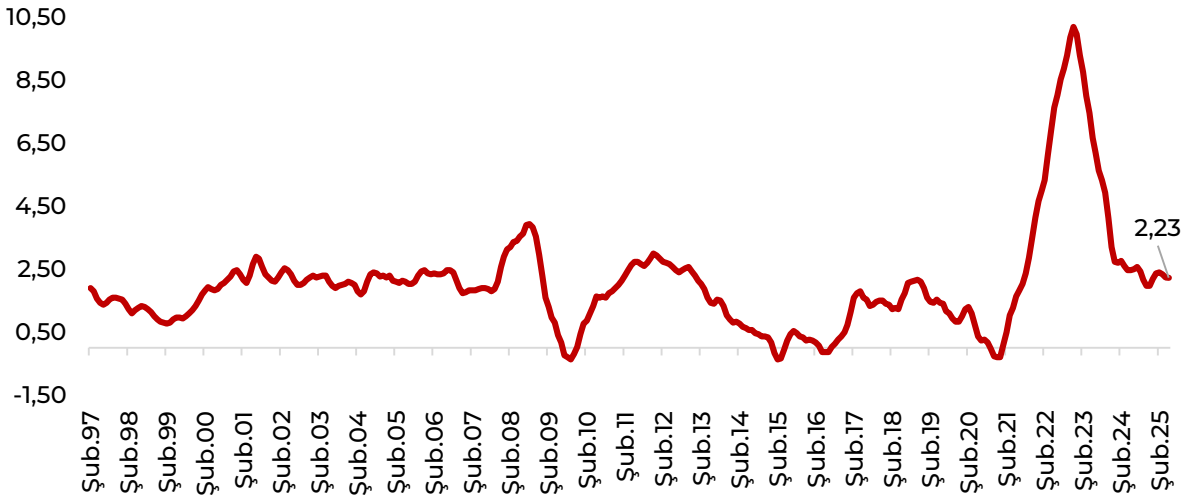
Grafik-9: Cari Hesap (milyar avro, seviye)



ECB'nin eli globale nazaran daha rahat kalmaya devam ediyor.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), enflasyonun %2'li seviyelere yakın seyretmeye devam etmesi nedeniyle faiz indirmede veyahüt aksiyon almada görece çok daha rahat davranış sergileyebiliyor. Bu çerçevede ECB'nin Haziran toplantısında da indirim aksiyonu almasında herhangi bir engel olmadığını görmekteyiz.

Grafik-10: TÜFE Ana Eğilim (seviye, yıllık, %)



ABD

Globalde ön planda ABD

ABD Başkanı Trump, gündemi şekillendirmeye devam ediyor. Ekonomik, jeopolitik ve siyasi anlamda her şekilde gündem yaratmayı sürdürüyor. Trump nezdinde tarifelere ilişkin yargı ayarlaması yapılsa da tekrardan temyize gidilerek sürecin durdurulması tarifelerin bir süre daha gündemimizde kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Tarife belirsizliği var olsa da gelen veriler şimdilik beklentileri pozitif yönlendirdi

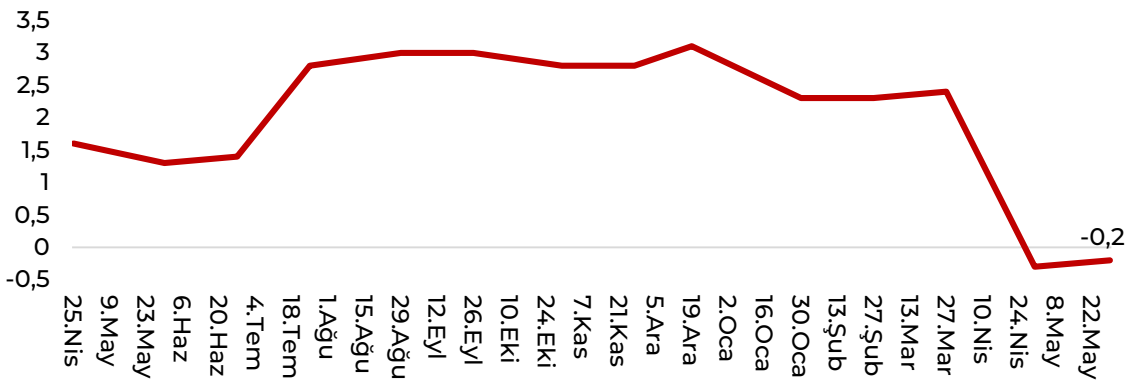
ABD ekonomisinin tarifelerden olumsuz etkileneceği süreçlere dair gecikmeler izliyoruz. FED üyelerinden gelen açıklamalar tarifelerin henüz etki göstermediği ilerleyen dönemde devam etmesi halinde mutlak etki göstereceğini tahmin ediyoruz. Gelen ekonomik aktivite verileri şimdilik tarife etkilerinin hemen etki göstermeyeceği ama gecikmeli olarak etkiyi mutlaka göstereceği olarak gözlemlemekteyiz.

Grafik-11: Büyüme Tahminleri (FED Atlanta, dönemsel, seviye, %)



Gelen öncü veriler ABD ekonomisinin bir miktarda olsa 2025 1.çeyrekte daralacağı yönünde diyebiliriz. Hızlı miktarda daralma olmasa bile ivme kaybının hızlı olduğu açıkça ortada olduğu gözlemleniyor.

Grafik-12: GSYİH Verisi (Öncüler bazında, dönemsel, seviye, %)



HAZİRAN AYINDA NE BEKLİYORUZ? TÜRKİYE

Haziran ayında ana gündem: 19 Haziran 2025 PPK Toplantısı

Enflasyon raporu döneminde TCMB'nin görece iyi bir sınav verdiğini belirtmek isteriz. Özellikle ekonomi yönetimi bakımından TCMB'nin gösterdiği proaktif davranışlar birçok hususun önüne geçerek sözel iletişimi destekleyici unsurlar takip edildi. Gelen dengeli ama aylık bazda ana eğilimi yukarıya iten enflasyon verisinin ardından alınan aksiyonlar çerçevesinde enflasyon ana eğiliminin aşağı yönlü kademeli şekilde iteleneceğini gözlemliyoruz.

3 Haziran 2025 günü yayınlanacak olan TÜFE verisinde %2 altı üstü anlayışı oluşmuş görünüyor. TÜFE eğer %2 altında gelirse TCMB ilk olarak koridor bazında aksiyon alabilir ve sınırlı miktarda (100 baz puan) aşağıya yönlendirebilir. %2 üstü gelirse Temmuz ayına odaklanacağını belirtmek isteriz. Özellikle zirai don etkisiyle yukarıda kalan gıda fiyatları ve yapışık konut fiyatları çerçevesinde sonuçların ne olacağını gözetmek gerekiyor. Mevsimsellikten arındırılmış TÜFE verisi ve Mayıs Ayı Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporundan gelecek sonuçları önemsiyoruz.

Sözel iletişime ihtiyaç hep var. TCMB, 19 Haziran günü yapacağı toplantıda mutlaka geleceğe yönelik satır aralarında mesaj vermeye çalışacaktır. Ancak unutmayın ki 2025 itibarıyla TCMB veriler bazında bekle-gör toplantı bazında politika alacağını biliyoruz. Bu nedenle, TCMB'nin kilit noktalarda mesaj verebileceğini biliyoruz.

Siyasi belirsizlik özelinde önemli derecede artış var

Senaryo veya gerçekleşme bazlı Türkiye nezdinde siyasi belirsizliklerin önceki aylara nazaran tekrardan arttığını gözlemliyoruz. Bu durum doğal olarak riskli varlıklara önemli bir baskı unsuru oluyor. Hükümet ve siyasi partiler özelinde meydana gelen iddialar doğal olarak farklı gündemler farklı senaryoların oluşmasına neden olduğunu gözlemliyoruz.

Özellikle yıl boyunca Anayasa Değişikliği konusunu da gündemimize alarak şekilleri ivmelendirmek ve yönlendirmek gerekiyor. Anayasanın kabul yöntemine ilişkin belirsizlikler de sürüyor.

Potansiyel Destek: PKK'nın feshi

12 Mayıs 2025 günü PKK kendini feshetme kararı aldı. Bu çerçevede ana gruplardan birisi olan PKK'nın feshi gelecek dönemde kredi derecelendirme kuruluşları nezdinde pozitif etkenler arasına girebileceğini değerlendirmekteyiz. Sürecin ne miktarda uzun olup olmayacağını da ayrıca önemsedığımızı vurgulamak isteriz.

Potansiyel Risk: Suriye hükümeti

Son dönemde yapısal bakımdan ayrışmalar Suriye özelinde de sürüyor. Suriye geçiş hükümeti birleştirici algı yaratsa da farklı unsurlar önemli bir etki yaratıyor. İsrail'in Golan tepesi tarafında aksiyon alışı SDG'nin dün ile bugün yaptığı açıklamalar nezdinde uyuşmazlıklar oluşması doğal olarak hükümet nezdinde risklerin arttığını simgeliyor.

Türkiye özelinde 20 Mayıs günü gerçekleşen ABD-Suriye-Türkiye üçlü çalışma zirvesinden olumlu mesajlar gelmemesinin ardından ABD Dışişleri Bakanı Rubio'dan "hükümet düşebilir" açıklaması da geleceğe yönelik önemli bir risk taşıyor.

ASYA-PASİFİK

Potansiyel Risk: ABD-İran-İsrail

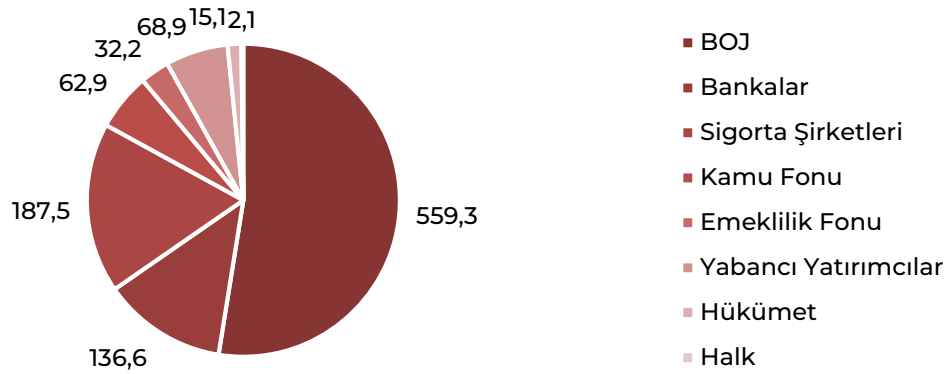
İran Dışişleri Bakanı Erakçi, 1 Haziran 2025 günü yaptığı açıklamada Umman aracılığıyla ABD'nin nükleer teklifinin taraflarına iletiliği paylaşıldı. En kısa sürede cevap verilecek ancak Dini Lider Hamaney'den gelen açıklamalar "ABD ile anlaşma konusunda ümitli değilim" demesinin ardından risklerin canlanma potansiyelinin önceki aylara nazaran daha farklı olduğu gözlemleniyor.

Suudi Arabistan Prensi Selman'dan gelen özellikle "keskin bir mesaj" niteliğindeki bildirim de bu durumun ne kadar ciddi olduğunu gösteriyor. ABD ile İran anlaşamazsa İsrail saldırısı riskinin net bir şekilde doğacağı vurgulandı. Selman'dan özellikle Trump'ın tahmin edilemez yaklaşımı endişe verici beyanatları da sürecin ne miktarda riskli olduğunu gösteriyor.

Tahvil piyasasında baskı sürüyor

Japonya başta olmak üzere birçok gelişmiş ülke tahvil piyasasında uzun vadeli getirilerde kayda değer bir yükseliş gösterdi. Özellikle mali durumuna dair gelen açıklamalar önemli bir etki yarattı. Tahvil alımlarında Japonya Merkez Bankası (BoJ) nezdinde daralma iştahının devamlılığı temel likidite kaynağının hızla çekilmesine neden oldu. Gelecek dönemde sadece MB politikaları veyahut hükümet yetkililerinden gelen açıklamalar değil siyasi beklentiler, bütçe dengeleri ve dış ilişkilerdeki tansiyona paralel şekilde yeniden şekillenme söz konusu olacak.

Grafik-13: Japonya Devlet Tahvili Dağılımı (seviye, yen)



Önemli tarihler kapıda

Japonya nezdinde faiz oranı kararı 17 Haziran 2025, Çin nezdinde ise 20 Haziran 2025 günü alınacak. Japonya'nın faizleri yıl içerisinde %1 seviyesine çekeceğini tahmin etsek dahi güncel gelişmeler gecikmeli davranışların süreceğini gösteriyor. Çin nezdinde gevşemenin kademeli olarak devam edeceğini takip edeceğiz.

Potansiyel Destek: Hindistan-Pakistan Savaşı

Hindistan-Pakistan Savaşı nezdinde barış pozisyonuna çekilmeyi olumlu karşılıyoruz. Sürecin belirsizlik seviyesinden çıkış göstermesi bölge barışı için önemli bir destek gösterebilir.

AVRUPA

Veri yoğunluğuna erken başlıyoruz

Euro Bölgesi nezdinde faiz kararı hemen ay başında 5 Haziran 2025 günü alındı. Faiz nezdinde 25'er baz puan indirimin ardından gelecek dönemde faiz indirme patikasının yılsonuna kadar maksimum ilave 50 baz puan daha olabileceğini tahmin ederek nötr seviyeye yılsonuna kadar ulaşacağını hesaplamaktayız.

PMI'larda toparlanma eğilimi

Avrupa bölgesinde özellikle PMI verileri 50 seviyesinin altında kalsa da dönemsel etkileşim ve yeni sipariş aktiviteleri ile imalat PMI nezdinde olumlu ivmelenme gözlemleniyor. Ekonomik aktiviteye dair destekleyici unsurları gözlemlemek gerekiyor. GSYİH özelinde ekonomik aktivite beklentiye paralel gelmesinin ardından sonuçları takip etmek gerekiyor.

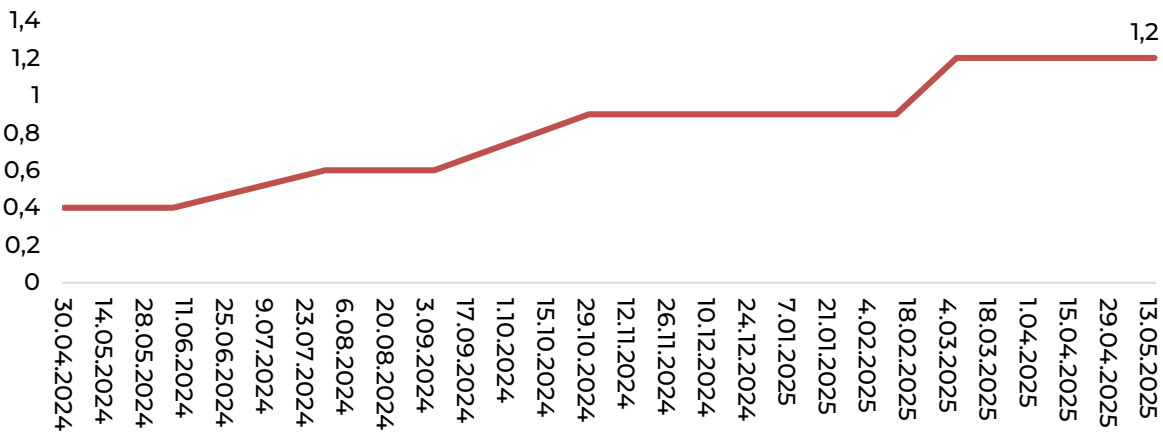
İngiltere'de yanlış giden bazı hususlar var

Euro Bölgesine paralel şekilde gevşeme çabası gösteren İngiltere'de özellikle yeni hükümet çerçevesinde yapısal gelişim arayışları sürüyor. Bütçe programlamasında yaşanan zorlukların ardından yapılan ücret artışları enflasyonun Euro Bölgesine nazaran daha yapışık kaldığını gösteriyor. Nisan ayı TÜFE verisinde beklenti üstü gelen sonuçlar acaba hükümet ve ekonomi yönetiminin yanlış sonuçlar mı elde ettiğini gösteriyor. 19 Haziran 2025 günü BoE Faiz Kararından gelecek mesajlar önem arz ediyor olacak.

2.çeyreğe yönelik veriler gelmeye devam edecek

9 Haziran ve sonrasında ekonomik veriler çerçevesinde 12 Haziran'da İngiltere Sanayi Üretimi ve GSYİH, 13 Haziran'da Euro Bölgesi Sanayi Üretimi, 17 Haziran'da Euro Bölgesi ve Almanya ZEW verileri 2.Çeyrek ekonomik aktiviteler için önem arz ediyor olacak. Ekonomik aktivite özelinde görece yukarı yönlü eğilim var olduğunu belirtmek isteriz.

Grafik-14: Euro Bölgesi GSYİH (Öncüler bazında, dönemsel, seviye, %)



ABD

Tarifelere yargı ayarlaması

28 Mayıs 2025 günü ABD Federal Ticaret Mahkemesi, ABD Başkanı Trump'ın küresel gümrük vergileri uygulama yetkisi aştığına hükmederek Trump'ın ticaret politikalarına yönelik yargıdan önemli bir engelleme kararı alınmış oldu. 29 Mayıs 2025 günü ise Washington'daki Federal Temyiz Mahkemesinden gelen kararla süreç engellenerek şimdilik tarife engelleme kararı durduruldu. Durdurulmasının ardından tarifelerin yeniden yürürlükte olduğu vurgulandı.

Tarifeler kalmaya devam edecek mi etmeyecek mi?

ABD özelinde tarifelerin kalıp kalmayacağını net bir şekilde açıklamakta fayda var. ABD Ticaret Bakanı Lutnick'in özellikle 1 Haziran 2025 günü yaptığı açıklamada "tarifeler kalmaya devam edecek" açıklaması doğal olarak tarifelerin Trump hükümeti süresince gündemimizde var olmaya devam edeceğini gösteriyor

Önemli Gelişme: ABD-Çin ve ABD-Japonya ticaret müzakereleri

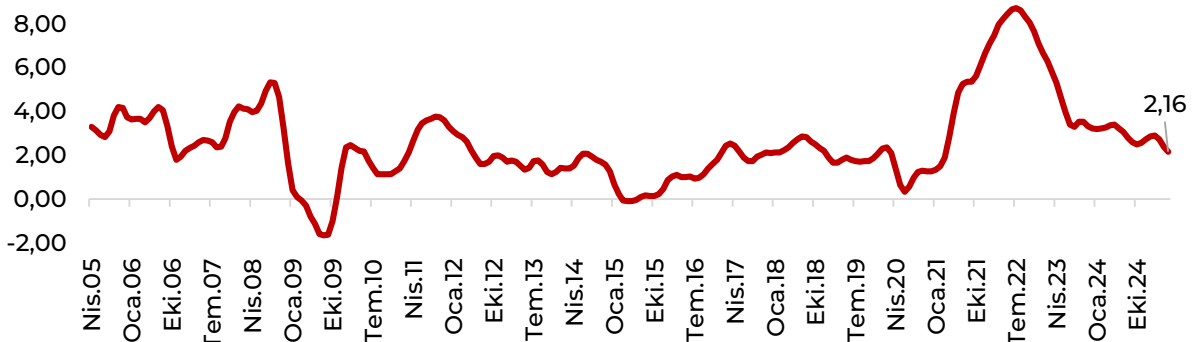
Ticaret müzakereleri her ne kadar küresel piyasaları sınırlı miktarda desteklese de müzakerelerin sadece sınırlı anlaşmalar ve söylemlerle kaldığını gözlemliyoruz. ABD-Çin tarafında özellikle ABD Dışişleri Bakanı Rubio ve ABD Hazine Bakanı Bessent'tan gelen açıklamalar artık heyetler bazında bu sürecin çözülemeyeceği yönünde olduğunu belirtmek isteriz. Bu durum doğal olarak gelecek dönemde potansiyel bir risk olarak karşımıza çıkabilir. Şi-Trump görüşmesi olup olmayacağı merak konusu diyebiliriz.

Çin'e nazaran müzakerelerden daha mecbur kalan Japonya'da görüşme iştahı daha fazla görünüyor. Mali yapıda bozulma da bunun gereksinimini artırdığını gözlemliyoruz. Ancak henüz ABD tarafından Çin kadar önemsendiklerini söyleyemediğimizi belirtmek isteriz. Haziran ayında bu taraftan gelecek aksiyonları da önemsiyoruz.

FED'in eli çok zorda

Karışık gelen ekonomik veriler çerçevesinde her ne kadar dengeli TÜFE dengeli PCE verisi oluşsa da güncel ekonomik aktivite FED Faiz Kararının nasıl şekilleneceği konusunda belirsizlikler var. Terminal taraması yaptığımızda 18 Haziran 2025 günü gerçekleşecek toplantıya dair beklenti %95,4 oranında faizin sabit kalacağı yönünde görünüyor. 30 Temmuz özelinde sabit beklentisi %73,7 iken faiz indirim beklentisinin net bir şekilde faizlerin 25 baz puan indirileceği tarih 17 Eylül 2025'te görünüyor. Enflasyonda görece ana eğilim aşağı yönlü olsa da geleceğe yönelik beklentiler risklerin arttığı yönünde olduğu görünüyor.

Grafik-15: ABD TÜFE (LABOR, ana eğilim, seviye, %)



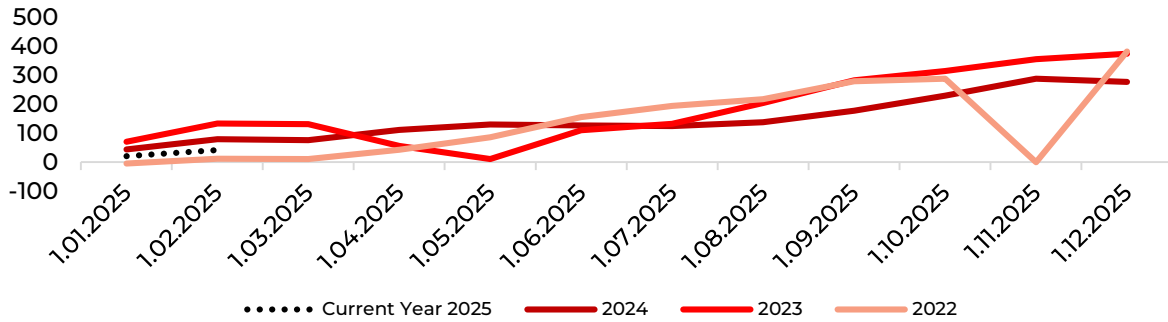
EMTİA

ALTIN

2025'e 2.600 \$ seviyelerinden başlayan ons altın, küresel belirsizlikler, artan jeopolitik riskler ve merkez bankalarının güçlü alımlarıyla 3.500 \$ seviyelerine kadar yükselmiştir. Özellikle merkez bankalarının net kümülatif alımlarında görülen istikrarlı artış, bu yükselişi yapısal olarak desteklemektedir.

Son dönemde ABD-Çin tarifelerine ilişkin yumuşama beklentisiyle sınırlı bir geri çekilme görülse de, merkez bankalarının talebi altının uzun vadeli güvenli liman temasını canlı tutmaktadır. Yabancı kurumlar da yılsonu için 3.250-3.500 \$ bandında hedef fiyatlarını koruyarak bu görünümü teyit etmekte olduğunu izliyoruz. Risk iştahının azalarak devam ettiğini gözlemlese de 3000\$ üzerinde kalıcı seyir sürüyor.

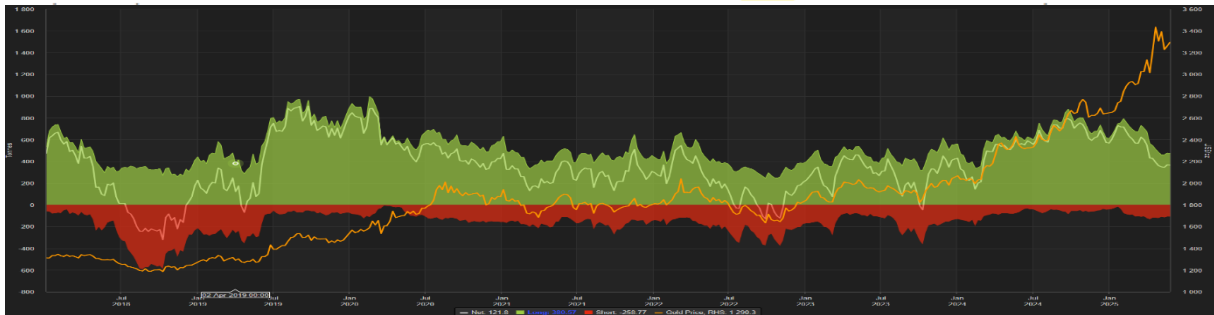
Grafik-16: Merkez Bankalarının Altın Alımları (kümülatif, ton cinsinden)



Altın özelinde Mayıs ayının ilk haftası yaşanan tarifelerle ilgili olumlu haber akışlarının gelmesinin ardından Altın'da aşağı yönlü hareketlere paralel pozisyonlarda da küçülmeler ve kapanmalar görmüştük. Piyasa tariflerle ilgili belirsizliğin ortadan kalkmaması ve sürmesinin devam etmesi sonucu yeniden normalleşme sürecine girdiğini fakat pozisyonlarda küçülmelerin devamını izlemiştik. Son hafta verisine baktığımızda kapanan long pozisyonların hafif de olsa tekrar açıldığını fakat spreading yani volatilité bazlı pozisyonlarda kapanmaların devamını görmekteyiz. Piyasanın yeni normallerinde haber akışı kaynaklı volatilitenin azaldığını izlemekteyiz. Yılı 3000-3500\$ bandında kapatmasını beklediğimiz ons altında bizler de ana yönün hala yukarı olduğunu ve volatilitenin azalmasını beklemekteyiz.

Tablo-2/Grafik-17: Altın Pozisyonlanmaları

GOLD - COMMODITY EXCHANGE INC.														Code-088691	
Disaggregated Commitments of Traders - Futures Only, June 03, 2025															
		Reportable Positions										Nonreportable Positions			
		Producer/Merchant/													
	Open	Processor/User		Swap Dealers			Managed Money				Other Reportables				
	Interest	Long	Short	Long	Short	Spreading	Long	Short	Spreading	Long	Short	Spreading	Long	Short	
:(CONTRACTS OF 100 TROY OUNCES)															
Positions															
All	415,941:	14,319	62,427	40,187	212,905	16,399	159,966	36,384	33,129	87,016	22,693	12,929:	51,996	19,075	
Old	415,941:	14,319	62,427	40,187	212,905	16,399	159,966	36,384	33,129	87,016	22,693	12,929:	51,996	19,075	
Other:	0:	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0:	0	0	
Changes in Commitments from:															
May 27, 2025															
	-21,597:	-1,616	300	831	12,154	-15,819	12,464	-302	-13,185	431	-524	-158:	-4,545	-4,063	



MAKROEKONOMİK TAHMİNLER

Tablo-3: Makroekonomik Tahminler

Makroekonomik Tahminler	2025	2026	2027	2028	2029	2030
TÜFE - Yılsonu	32%	22%	18%	20%	13%	11%
GSYİH - Yıllık	3%	3,5%	4%	2,9%	3,3%	4%
Politika Faizi - TCMB	35%	25%	21%	23%	16%	14%
Dolar/TL - Yılsonu	42	45	52	60	61	70
Euro/TL - Yılsonu	45	49	56	65	67	74
Cari Denge - milyar\$ - Yılsonu	-20	-28	-34	-30	-33	-36
İşsizlik Oranı - Arındırılmış	9,20%	10%	10,5%	10,0%	10,5%	10,5%
Bütçe Dengesi - trilyon TL	-2,2	-2,7	-3,2	-4	-4,14	-4,76

Baz senaryoda:

- 1- TCMB'nin reel faiz politikasının sürdürüleceği,
- 2- Türkiye'nin yıllara sari büyümesinin seçim yılı haricinde devam edeceği,
- 3- Döviz kuru nezdinde TL reel değerlenmenin azalarak süreceği,
- 4- Yumuşak iniş amaçlı bir miktar daha işsizlik oranının artırılacağı,
- 5- Bütçe dengesinde özellikle dengeli artışlar olsa da 2028'de bunun seçim kaynaklı bir miktar daha hızlanabileceği,
- 6- Hükümet değişimi olsun ve/veya olmasın serilerinin tekte indirgendiği senaryo birleşimi kurulmuştur.

P.S: 2026 ve sonrası veriler medyan sonuçlardır

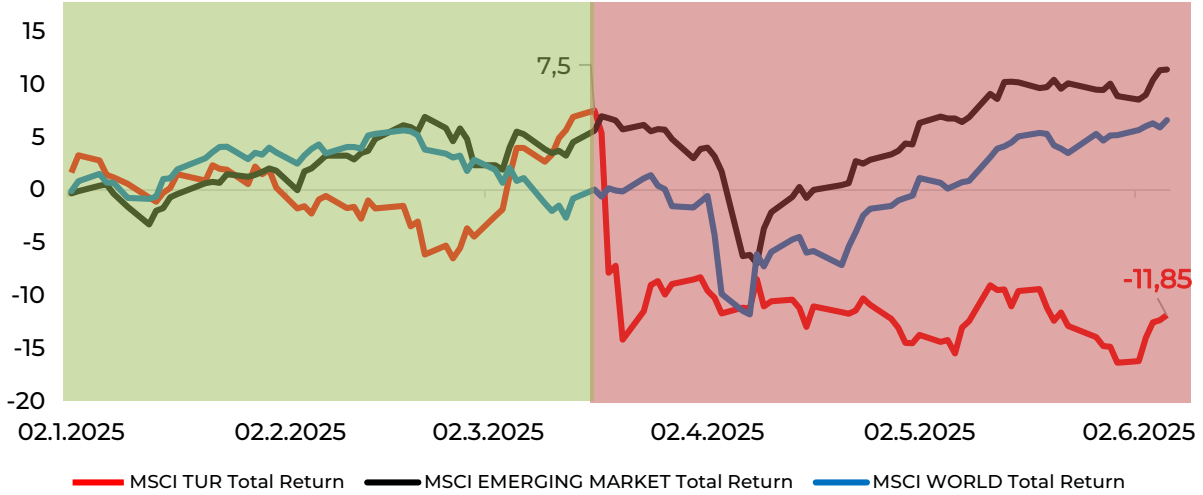
BORSA İSTANBUL

Bitmeyen Tarife Krizi, Dinmeyen İç Sorunlar: Mayıs Yine Hüsrana

Küresel piyasalarda tarifelerden kaynaklanan volatilitenin azalarak da olsa sürdüğünü görmekteyiz. Mayıs ayının başında tarifelerle ilgili olumlu haber akışlarına, iç dinamiklerimiz dolayısıyla eşlik edememekle birlikte, küreselde yeniden canlanan belirsizlik ortamının risk iştahını daralttığını gözlemliyoruz. İç tarafta ise siyasi haber akışlarının negatif etkisini ve yüksek faiz ortamının alternatif ürünleri daha cazip kıldığı koşulların devam ettiğini görmekteydik fakat gelen enflasyon verisinin durumu kısa ve orta vade için değiştirmesini beklemekteyiz.

1 Haziran'da açıklanan %2,83'lük İTO enflasyonu sonrası, 3 Haziran'da %2 beklentisinin çok altında gelen %1,53 Mayıs ayı enflasyon verisi, bankacılık sektörü önderliğinde risk iştahının artmasına yol açtı. Mayıs ayı enflasyonunda alt kırılımlara baktığımızda, gıda ve haberleşme sektörlerinin düşüş eğiliminde olması, verinin beklentilerin altında gelmesinde önemli katkılar sağladı. Gelen veriyi riskli varlıklar için pozitif değerlendirmekteyiz. TCMB'nin enflasyon raporu toplantısındaki beklentilere uyumlu ilerlemesinin de önemini vurgulamak isteriz. 19 Haziran 2025 TCMB faiz kararı için, rezerv miktarını da göz önünde bulundurarak, faiz koridorunda bir güncelleme ile 100 baz puanlık faiz indiriminin gerçekleşeceğini beklemekteyiz.

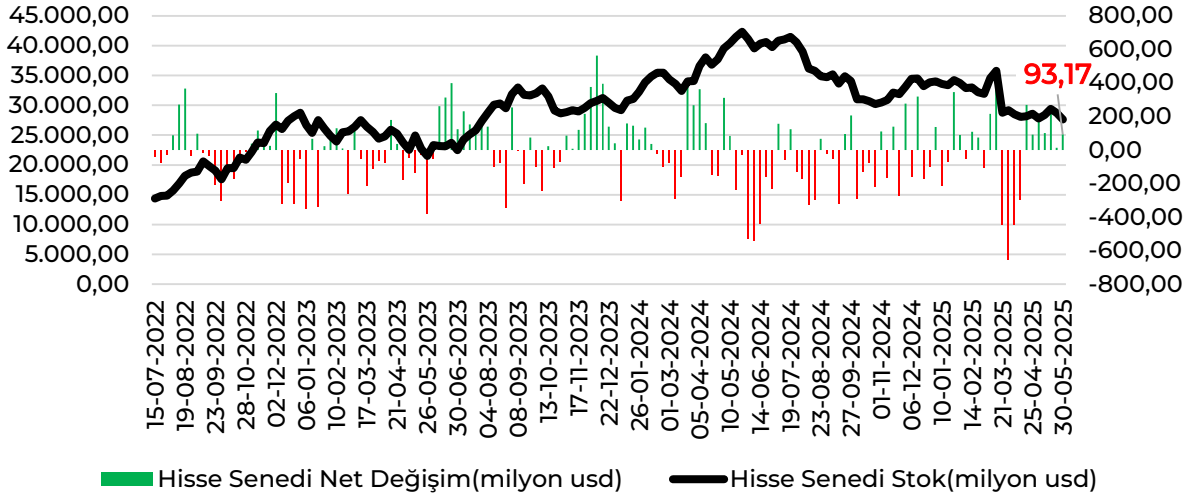
Grafik-18: MSCI Getiriler (seviye, %)



MSCI TUR endeksinde baktığımızda yılbaşından bu yana küresel gerilimin tırmandığı ve risk iştahının azaldığı ortamda 18 Mart'a kadar \$ bazlı %7'ye yakın getiri sağlayarak MSCI WORLD ve MSCI EMERGING MARKET endekslerine göre en iyi performansı sağlarken 18 Mart sürecinden sonra ise hızlı bir düşüşle beraber %7.5 getiriden yılbaşından bu güne kadar %12 negatif getiri bölgesine geldiğimizi görmekteyiz. 18 Mart sonrası \$ bazlı getiri kaybı %19.35 olarak görmekteyiz. Yılbaşından bu güne kadar MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi \$ bazlı %11.40 getiri sağlarken MSCI Dünya endeksi ise %6.61 getiri sağlamıştır. Önümüzdeki dönemde piyasayı etkileyecek şok niteliğinde ek bir siyasi ya da küresel haber akışı olmaması durumunda negatif getiri bölgesinden çıkacağımızı düşünmekteyiz.

BİST100 endeksine baktığımızda, 9000 seviyesinin altında gerçekleşen fiyatlamalar ve dolar bazında 200 haftalık gibi önemli ortalamaların altında gelen kapanış sonrası, Mayıs enflasyonu ile beraber yakalanan ivmenin herhangi bir siyasi ya da küresel negatif haber akışı olmaması durumunda devam etmesini beklemekteyiz.

Grafik-19: Hisse Senedi İstatistikleri (seviye, milyon ABD doları)



Mayıs ayı boyunca risk iştahı hem küresel tarafta hem de iç tarafta devam ederken yabancı yatırımcı nezdindeki işlemlere baktığımızda 30 Mayıs haftasında 93.1m \$ net alış gerçekleştirirken 7 hafta üst üste giriş yaptıklarını ve toplam 988m \$ alış gerçekleştirdiklerini görmekteyiz. Önümüzdeki hafta verilerine baktığımızda ek bir siyasi gelişme ya da küresel şok haber akışı gerçekleşmemesi durumunda alışların devam etmesini beklemekteyiz.

Grafik-20: BİST 100 (teknik)



SEKTÖREL GÖRÜNÜM

BANKACILIK SEKTÖRÜ

Bankacılık sektörü Nisan ayı verileri BDDK tarafından yayınlandı. Buna göre:

Gruplar bazında incelemek gerekirse net karlarda:

- Sektör aydan aya %51 net kar daralırken yıllık bazda %56 oranında net karını artırdı.
- Kamu tarafında özellikle TÜFEKS'in yanı sıra ticari gelirlerin de etkisiyle yıllık net kar %587 oranında artarken aydan aya %81 oranında daralma kaydedildi.
- Yerli özel tarafında temettü gelirlerin etkisiyle yıllık %280 artan net kar izlenirken aydan aya net kar %54 oranında daraldı
- Yabancı özel tarafında hizmet gelirlerinin güçlü kalmasıyla sınırlı miktarda net kar artışı kaydedilerek yıllık %18 artış oluşurken aydan aya hizmet gelirlerinin baz etkisiyle baskılanmasının ardından %13 daralma kaydedildi.
- Kalkınma ve yatırım bankacılığında güçlü kalan net faiz geliri ve bankacılık hizmet gelirleri çerçevesinde yıllık %33 oranında artarken aydan aya temettü gelirlerinin sonlanması ve diğer faaliyet gelirlerinin azalmasıyla %16 oranında azalış kaydedildi.
- Katılım bankacılığı özelinde net faiz gelirlerinde kar payının dönemsellik etkisiyle azalma görüldüğünden diğer gelirlerde özellikle bankacılık hizmet grubunda güçlü artışa rağmen yıllık %26 aydan aya %57 azalma izlendi.

Net faiz gelirleri özelinde görece portföy yapısıyla diri kalan GARAN; kalkınma ve yatırım bankalarında net kar daralmasının aydan aya görece sınırlı kalması nedeniyle TSKB pozitif ayrışabilir. İlaveten bankacılık tarafında kamu bankacılığının yıllık bazda pozitif ayrışmasını önemsiyoruz. HALKB özelinde yüksek TÜFEKS değerlemesi, VAKBN özelinde karşılık çözünme aksiyonları finansalları destekleyen unsurlar olabilir. ALBRK nezdinde olumsuz olsa da 1.çeyrekte 7 milyar TL'lik karşılık çözme aksiyonu senedeki olumsuzlukları görece kompanse edebilir. Özel sektör bankacılığı bakımından gelen veriler AKBNK, ISCTR, YKBNK nezdinde süreç görece yatay baskılanıyor diyebiliriz. Yumuşak iniş koşullarında YKBNK'nın beklenti yapısıyla AKBNK ve ISCTR'dan daha hızlı şekilde beklentilerine erişeceğini tahmin ediyoruz.

Marbaş Menkul Değerler olarak:

- 7 milyar TL karşılık çözünmesi ve ilerleyen çeyreklerde ayrıştırmalı finansallar etkisiyle ALBRK özelinde 11,97 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi,
- Dönemden yararlanmayı sürdürmesi nedeniyle TSKB özelinde 20,14 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi
- Sektörün en konservatif bankası olması nedeniyle YKBNK özelinde 36,12 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi korumayı sürdürüyoruz.

Bankacılık özelinde özellikle veri setinin Mayıs ayı verisi gelmesiyle birlikte Haziran sonunda büyük oranda oluşacağını tahmin etmekle birlikte net faiz marjı genişlemelerinde tekrardan görece 2024 4.çeyreğe doğru evrilen geçici yapı var olduğunu izliyoruz. Faiz indirim sürecine dönülmesi her ne kadar olumlu etki edecek olsa da bankacılık üzerinde alınan tedbirlerin kaldırılma durumu var olmadıkça faiz indiriminin etkisi gecikmeli yansıyabileceğini hatırlatmak isteriz.

OTOMOTİV SEKTÖRÜ

Otomotiv sektörü, zayıf geçen 2025 yılı ilk çeyreğinin ardından Nisan ve Mayıs aylarında toparlanma sinyalleri vermeye başladığını görmekteyiz. Güçlü geçen Nisan ayının ardından, Mayıs verileri incelendiğinde binek + hafif ticari araç pazarı 2024 Mayıs ayına göre %7,4 büyürken, yalnızca hafif ticari araç pazarındaki %12,8'lik artış dikkat çekmektedir.

Kümülatif olarak değerlendirildiğinde, 2025 Ocak-Mayıs döneminde toplam pazar geçen yılın aynı dönemine göre %3,7 artarak 489.366 adede ulaşmıştır. Bu artışı sınırlı pozitif olarak değerlendiriyoruz. Özellikle hafif ticari araç segmentinin binek araçlara kıyasla görece daha iyi performans göstermesini pozitif bulmaktayız.

Motor tipleri bazında ise elektrikli ve hibrit araçlara olan dönüşümün hız kesmeden devam ettiği gözlemlenmektedir. Mayıs 2025 itibarıyla elektrikli araçların toplam pazardaki payı %15,2'ye, hibrit araçların payı ise %27,7'ye ulaşmıştır. Hem dönüşümün hız kesmemesi, hem Avrupa pazarında gözlenen sınırlı toparlanma, hem de Nisan-Mayıs döneminde iç pazardaki görece güçlü seyir sektör görünümünü sınırlı pozitif kılmaktadır. Ancak, talep tarafında henüz tam bir toparlanmaya ulaşılmadığını ve yüksek faiz ortamının baskıladığı marjların sektör üzerinde baskı oluşturmaya devam ettiğini gözlemlemekteyiz.

Şirket bazlı ayrışmalara bakıldığında ise, Mayıs ayında öne çıkan markanın Stellantis etkisiyle TOASO olduğunu söyleyebiliriz. FROTO ve DOAS sınırlı daralma gösterirken, TOASO'nun Mayıs 2025'te %24'lük artış sergilemesi pozitif karşılanmaktadır. Her ne kadar TOASO'nun yılın ilk beş ayında %27 daralma yaşadığı görülse de, şirket özelinde en kötünün fiyatlandığını düşünmekteyiz. DOAS özelinde ise 2025 Ocak-Mayıs araç satış rakamlarına baktığımızda (Scania hariç) geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %6.9 artışı sınırlı pozitif bulsak da Çin'in sektör dominasyonu sonrasında özellikle DOAS özelinde araç portföyündeki araç satışlarının yakından takip edilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

FROTO özelinde ise ticari araç tarafında pozitif ayrışmasına ek olarak Kocaeli ili araç ihracat rakamlarına baktığımızda güçlü büyüme ve araç portföyünde yeni tanıtılan 5 yeni elektrikli araçla beraber 2024 yılına kıyasla %10 büyümeye yıllık 700-760bin araç satışıyla birlikte hedeflerinin gerçekleştireceğini ve yılın ikinci yarısıyla birlikte daha iyi operasyonel performans beklemekteyiz.

Tablo-4: ODMD İstatistikleri (seviye, adet)

YIL	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK	TOPLAM
2010	20,095	31,172	51,769	54,946	59,377	60,896	61,345	61,764	63,814	73,404	73,962	148,369	760,913
2011	44,892	58,663	78,403	77,695	80,646	81,573	63,044	58,406	60,129	69,421	63,657	127,910	864,439
2012	29,545	41,324	64,884	62,949	70,863	71,067	62,304	58,148	69,629	59,938	71,710	115,400	777,761
2013	35,523	48,307	68,774	73,575	81,468	74,096	71,596	65,043	67,963	58,014	79,301	129,718	853,378
2014	32,670	35,021	47,581	53,305	58,121	60,163	59,907	60,199	66,531	66,573	80,621	146,989	767,681
2015	34,615	55,331	83,302	91,602	81,542	86,158	83,836	82,577	64,025	64,255	84,601	156,173	968,017
2016	32,713	52,825	82,948	84,887	93,904	91,540	58,533	71,556	67,593	83,000	122,309	141,912	983,720
2017	35,323	46,965	73,802	75,988	85,422	83,658	82,297	72,536	71,352	91,752	100,859	136,240	956,194
2018	35,076	47,009	76,345	71,126	72,755	51,037	52,734	34,346	23,028	21,571	58,204	77,706	620,937
2019	14,373	24,875	49,221	30,971	33,016	42,688	17,927	26,246	41,992	49,075	58,176	90,500	479,060
2020	27,273	47,122	50,008	26,457	32,235	70,973	87,401	61,533	90,619	94,733	80,141	104,293	772,788
2021	43,728	58,504	96,428	61,488	54,734	79,819	47,849	58,454	57,141	56,746	60,216	62,243	737,350
2022	38,131	49,652	64,267	60,035	65,167	80,652	52,206	48,336	62,084	65,222	82,311	115,220	783,283
2023	50,894	81,148	103,929	97,679	111,556	112,163	113,959	89,454	96,793	101,367	115,040	158,653	1,232,635
2024	79,701	105,990	109,828	75,919	100,305	106,238	94,037	90,134	87,740	97,274	121,094	170,249	1,238,509
2025	68,654	90,730	116,900	105,352	107,730								489,366
10Yıllık Ort.	39,183	56,942	79,008	67,615	73,064	80,493	69,078	63,517	66,237	72,500	88,295	121,319	877,249

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Konut Fiyat Endeksi'ne baktığımız zaman Ocak 2020'den bu yana düzenli artış eğiliminde olduğunu görmekteyiz. 2025 Nisan ayında bir önceki aya göre %1.5 artış göstererek 176.4 seviyelerinde olduğunu söyleyebiliriz. Buna ek olarak 4 büyük şehirdeki konut fiyat endeksi değişimine baktığımız zaman İstanbul haricinin ortalamanın üzerinde olduğunu görmekteyiz. Ankara ve İzmir'de Nisan ayı verilerine baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre ortalama %2.5 artış görürken İstanbul'daki artış %0.2 ile paralel seyir izlemiştir. Konut satışlarında ise Nisan verilerine baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %56.6 artış gösterdiğini görmekteyiz. 2025 Ocak-Nisan döneminde ise %27.9 artış gözlemlemekteyiz. Toplam konut satışlarının %70'ini ikinci el satışlar oluşturmaktadır. Konut satışları artmaya devam ederken ilk el satışlar 2025 Ocak-Nisan döneminde %31.6 artarken ipotekli satışlar ise %99.4 artış göstermesini yüksek faiz ortamının yaratmış olduğu ilk el satışlarda kısa süreli talep daralması ve zorlu makroekonomik koşullara bağlamaktayız.

Endekse baktığımızda yükselişin hafif eğilimle yukarı yönlü devam etmesini beklemekteyiz. Gayrimenkul sektöründe önümüzdeki dönemde talep sınırlı kalsa da, Türkiye'de nüfus artışının devamı ve konut ihtiyacının sürmesi, kentsel dönüşüm projelerindeki artış ve gelecek kampanyalarla beraber canlanma beklemekteyiz. Sektöre dair bir diğer hikayelerden birisi ise sektörün özellikle Orta Doğu ülkelerinde proje geliştirme potansiyeline ek olarak Suriye'nin yeniden inşası olduğunu düşünmekteyiz. Haftalık NAD iskontosu tablomuza göre GYO sektörünün ortalama %70 bandında iskonto barındırdığını düşünmekteyiz. Portföy seçiminde görece daha defansif olunması adına seçim yaparken GYO portföylerinde ek olarak kira geliri olan şirketlerin seçilmesini daha makul buluyoruz.

Tablo-5: GYO Nad İstatistikleri (seviye) (Bknz. Marbaş GYO NAD Raporu)

Şirket Adı	KOD	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto
Sinpaş GMYO*	SNGYO	66.125.160.869	79.350.193.043	-81,20%
Halk GMYO	HLGYO	36.606.458.690	48.320.525.471	-79,51%
Özak GMYO	OZKGY	54.537.795.751	71.989.890.391	-78,91%
Özderici GMYO	OZGYO	5.099.968.546	6.731.958.481	-75,97%
Emlak Konut GMYO	EKGYO	168.085.782.000	230.277.521.340	-74,49%
Vakıf GMYO	VKGYO	19.736.643.963	26.052.370.031	-74,31%
Kızılbük GMYO	KZBGY	24.703.704.291	42.799.167.684	-70,00%
Reysaş GMYO	RYGYO	66.338.239.143	87.566.475.669	-68,73%
Alarko GMYO	ALGYO	14.873.012.421	16.843.686.567	-67,78%
İş GMYO	ISGYO	39.790.759.334	45.063.034.946	-67,68%
Servet GMYO*	SRVGY	19.928.711.786	26.305.899.558	-66,64%
Pasifik GMYO	PSGYO	19.300.896.069	25.477.182.811	-66,09%
Rönesans GMYO**	RGYAS	2.201.947.746	2.906.571.025	-65,30%
Akiş GMYO	AKSGY	34.839.523.925	39.455.760.845	-61,32%
Torunlar GMYO	TRGYO	104.316.412.000	137.697.663.840	-55,70%
Avrupakonut GMYO	AVPGY	35.819.340.981	40.565.403.661	-45,32%
Yeni Gimat GMYO	YGGYO	15.759.680.670	20.802.778.484	-3,19%
Panora GMYO	PAGYO	11.811.558.504	15.591.257.225	1,52%
Batı Ege GMYO	BEGYO	5.273.424.964	5.972.153.772	14,50%
Ziraat GMYO	ZRGYO	60.337.105.447	68.331.771.919	64,99%
Egeyapı GMYO	EGEGY	836.121.995	946.908.159	335,95%

HAVACILIK SEKTÖRÜ

Havacılık sektöründe sektörel verilere baktığımız zaman toplam yolcu trafiği 1Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2.4 artış gösterirken faaliyetlerde bir bozulma görmezken artan faaliyet giderlerinin (ağırlıklı personel gideri) getirmiş olduğu karlılıkta baskı ile geçen bir çeyrek izlemiştik. Nisan verilerine baktığımızda ise Geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %6.1 güçlü artış gösterdiğini izledik. 2025 Ocak- Nisan trafiği ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %3.5 artış göstererek operasyonel bozulmanın aksine güçlü seyrini korumaktadır.

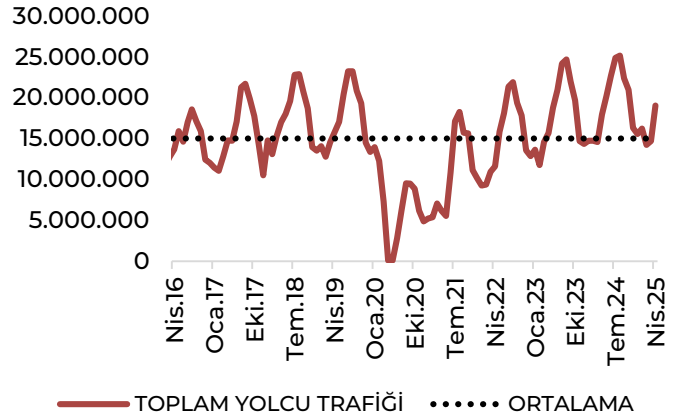
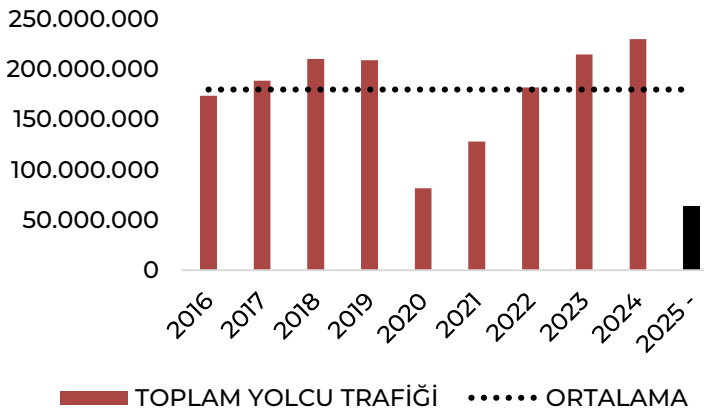
Tablo-6: Global Havacılık Sektörü (seviye)

Global Havacılık Sektörü	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Segment Yolcu Sayısı (milyon)	4.560	1.779	2.304	3.452	4.426	4.779	4.988
O-D Yolcu Sayısı (milyon)	3.974	1.570	2.017	2.962	3.792	4.100	4.291
RPK(milyar)	8.688	2.974	3.623	5.973	8.171	9.037	9.565
% değişim	4,1%	-65,8%	21,8%	64,9%	26,8%	10,6%	5,8%
Uçuş Sayısı (milyon)	37,50	19,70	24,20	29,50	35,50	37,40	38,30
% değişim	-0,8%	-47,5%	22,8%	21,9%	20,3%	5,2%	2,6%
ASK YoY %	3,4%	-56,6%	18,7%	40,1%	31,1%	8,8%	5,2%
Yolcu Doluluk Oranı	82,6%	65,2%	66,9%	78,7%	82,2%	83,5%	84,0%

Kaynak: IATA

Global tarafta ise sektöre baktığımızda hem makroekonomik zorluklar hem de tarife savaşlarının etkisiyle birlikte trafik verilerinde büyüme sürse de yavaşlandığı bir dönemin içerisinde olduğumuzu söyleyebiliriz. 2025 yılının tamamı için geçtiğimiz yıla göre %4 trafik büyümesi beklenirken 2025 yılı için 0.5pt artışla %84 kapasite oranıyla rekor beklenmektedir. Uçak sayıları ve destinasyonlar artarken global gelişmelerden kaynaklı talep yönlü hafif zayıflamanın etkisini 2024 yılı sonunda %8 büyüme beklerken aşağı yönlü revizeyle beraber %5.8'e revize edilen RPK (ücretli yolcu sayısı x uçulan km) ile görmekteyiz. Özetle sektörde büyüme hafif de olsa yavaşlama gösterse de THYAO ve PGSUS'da sektör üzeri büyüme gördüğümüz için Pazar kazanımı ve büyüme devamlılığı açısından pozitif yorumlamaktayız.

Grafik-21-22: Toplam Yolcu Trafiği (adet, seviye)



THYAO için Nisan verilerine baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre toplam yolcu sayısında %5.6 artış görürken kargo operasyonlarında ise %5.5 artış görmekteyiz. 2025 Ocak-Nisan döneminde ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla toplam yolcu sayısı %3.3 artarken iç hatlar %2.7 daralırken büyümenin kaynağı %6.6 ile dış hatlar olmuştur.

PGSUS için Nisan verilerine baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre toplam yolcu sayısı %18.8 ile güçlü artarken dış hatlar büyümesi %25 olarak gerçekleşmiştir. 2025 Ocak-Nisan döneminde ise toplam trafik %14 artarken yolcu doluluk oranı 1.2pt azalışla %84.4 olarak gerçekleşmiştir.

TAVHL için toplam ziyaretçi sayısı 2025 Nisan ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %8 artarken iç hatlar ziyaretçi sayısı yatay kalırken dış hatlar ziyaretçi sayısı %13 artış göstermiştir. 2025 Ocak-Nisan döneminde ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %6 büyüme görmekteyiz.

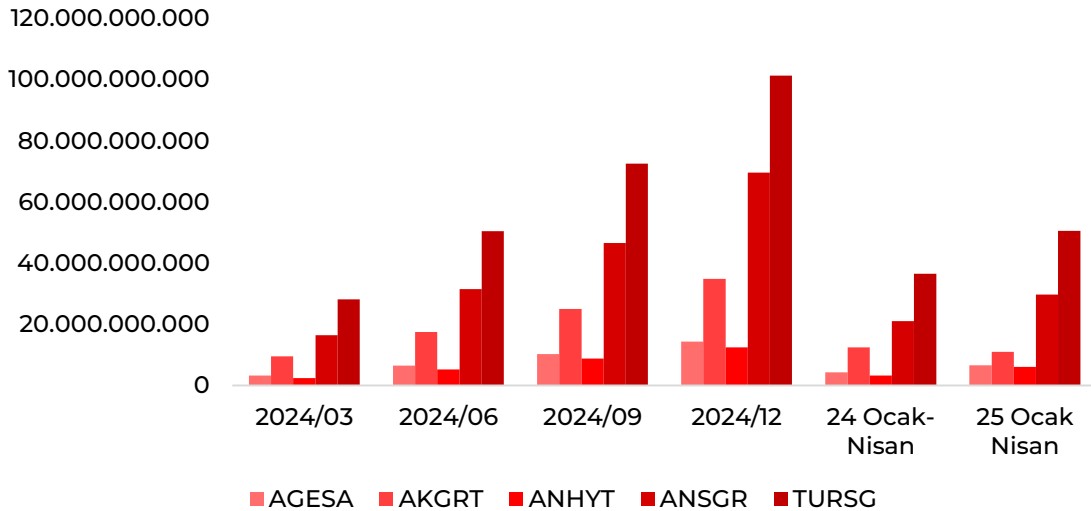
Sonuç olarak global büyümenin üzerinde büyümeyi gözeterek daha güçlü bir 2.çeyrek beklemekteyiz. TAVHL için ise Antalya etkisini önümüzdeki dönemde daha fazla göreceğimizi söyleyebiliriz.

SİGORTACILIK VE EMEKLİLİK

Sigortacılık özelinde TÜFE özelinde prim üretimleri gelmeye devam ediyor. Fon büyüklük artışlarının süre gelmesinin ardından net mali gelirler tarafındaki operasyonel çalışmalar çerçevesinde karlılıkların devam edeceğini değerlendiriyoruz. Özellikle prim üretimi bakımından yüksek baz etkisinin Haziran ayından itibaren görülecek oluyor oluşu bir stres testine tabii tutsa da şirketlerin üzerine koyarak devam edeceği kanaatindeyiz.

Yumuşak iniş koşulları çerçevesinde ana faaliyet gelirlerinin ön plana çıkışının 2025 3.çeyrekte hızlanacağı yatırım gelirlerinin ise destekleme moduna döneceğini değerlendiriyoruz. Sektör özelinde ANHYT'ı 181,78 TL; TURSG 15,93 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımızda yer vermeyi sürdürmekteyiz.

Grafik-23: Prim Üretimleri (çeyreklik, seviye, TL)



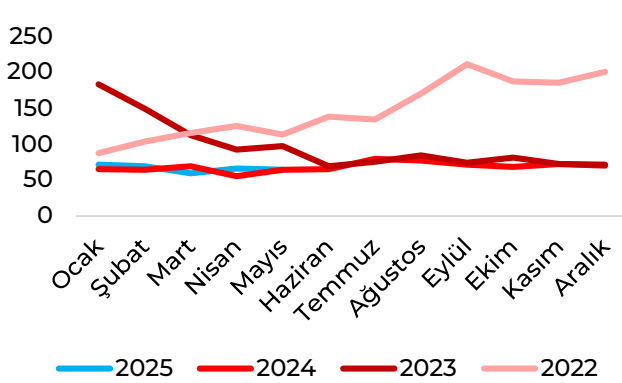
ENERJİ

1Q25 itibariyle elektrik tüketimine baktığımızda %3 artış görürken 1.çeyrek sonrası süreçte Nisan ayında %6.7'lik artış sonrasında 2025 Mayıs ayı elektrik tüketimine baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %1.8'lik azalış görmekteyiz. 2025 Ocak-Mayıs toplamında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2.9 artış görmekteyiz. 2025 Nisan- Mayıs toplamında ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2.2'lik artış görmekteyiz. Yüksek faiz ortamının getirmiş olduğu daralan iş hacmine karşın tüketimde artış meydana gelmesinin sebebini geçtiğimiz yıllara göre görece daha sert geçen mevsim geçişine bağlamaktayız.

Üretimde artış görürken YEKDEM harici elektrik piyasa fiyatlarına (PTF) baktığımızda 1Q25'de ortalama fiyat 66.3\$ olurken geçtiğimiz yıla paralel gerçekleşmiştir. 2025 Ocak-Mayıs ortalama fiyat 65.8\$ gerçekleşirken geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %3.8 artış görmekteyiz. 2025 Nisan-Mayıs fiyatlarında ise elektrik tavan fiyatlarının 3400 TL 'ye çıkması sonrasında ortama fiyatlar 65\$ seviyesinde gerçekleşirken geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %9.2'lik artışı pozitif değerlendirmekteyiz.

Grafik-24: PTF (seviye, \$)

Tablo-7: Elektrik Tüketimi (seviye, MWh)



Toplam Elektrik Tüketimi MWh	2024	2025 %
OCAK	28,921,742.23	29,842,003.07 3,2%
ŞUBAT	26,498,920.60	27,854,173.99 5,1%
MART	27,557,761.48	27,743,332.12 0,7%
NİSAN	24,060,283.58	25,673,349.79 6,7%
MAYIS	27,588,201.00	27,089,229.00 -1,8%
1.ÇEYREK TOPLAM	82,979,424.31	85,439,509.18 3,0%
5 AYLIK TOPLAM	134,025,909.89	137,902,087.97 2,9%

Türkiye'nin kurulu gücüne baktığımızda 1Q25 döneminde 117.885 MW olurken Mayıs güncel verileriyle birlikte %1'lik 1182 MW kurulu güç artışı meydana geldiğini görmekteyiz. Bu artışın Türkiye'nin yenilenebilir enerji dönüşümü programı dahilinde gerçekleştiğini ve kurulu gücün çok büyük kısmının yenilenebilir enerjiden geldiğini (ağırlıklı RES) görmekteyiz. Toplam üretimin %57'sine yakınının yenilenebilir enerjiden geldiğini görmekteyiz bu rakam 2024 Mayıs ayında ise bu oran %56'lara yakın gerçekleşmiştir. Santral bazlı baktığımızda rüzgar kapasitesinde istikrarlı büyüme olsa da hava koşulları sebebiyle üretimde azalma gördük. Doğal gaz üretiminde ise %6.1 azalış görmekteyiz. Görece sert geçen kış ayı sonucu hidroelektrik santrallerinde de toparlanmayı pozitif değerlendiriyoruz.

Şirket bazlı takip ettiğimiz 2025 Nisan – Mayıs üretim verilerine baktığımızda dikkatimizi çekenler ise ;

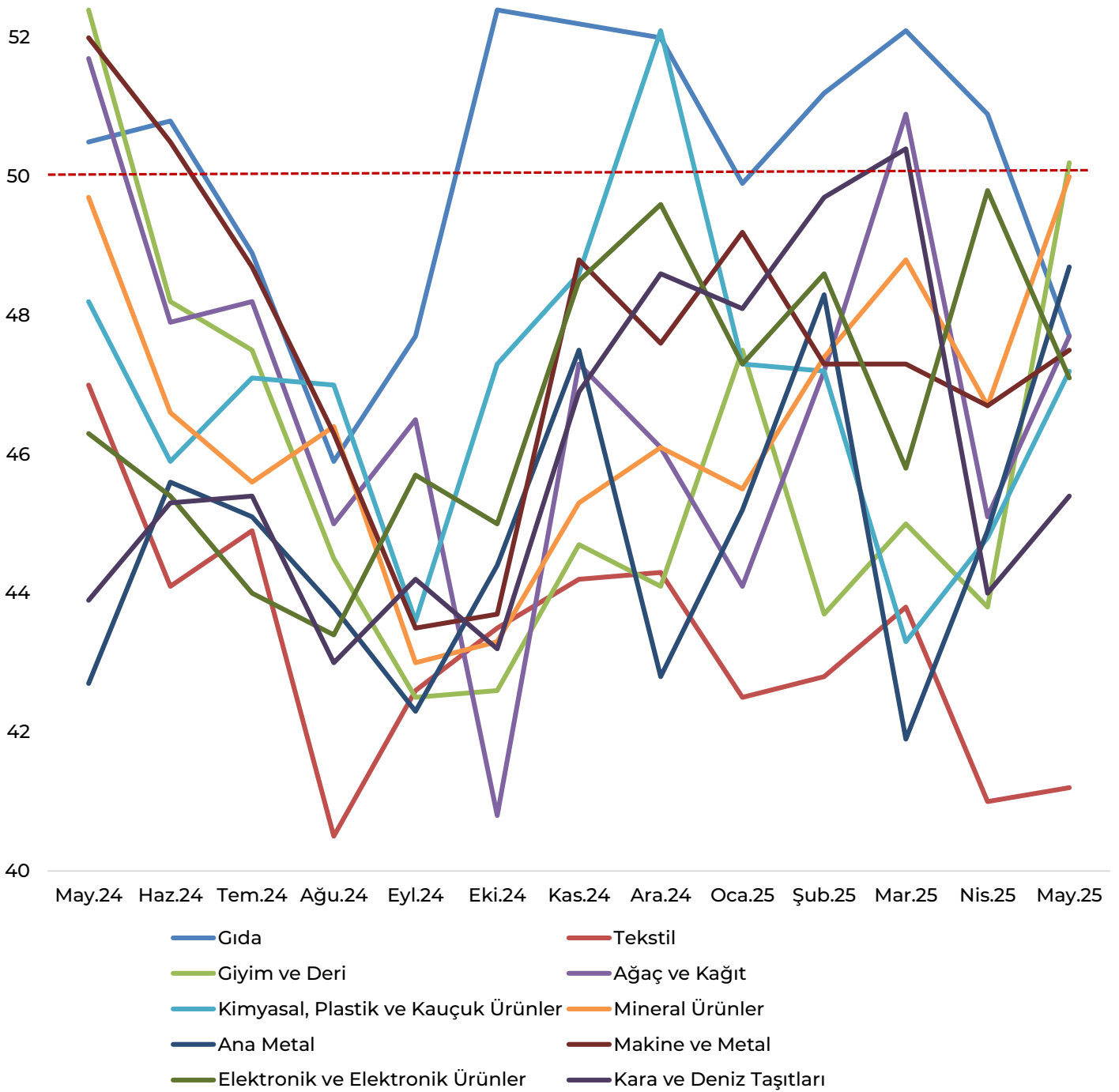
- AKENR 2025 Nisan- Mayıs üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %31 artış göstermiştir.
- AKSEN 2025 Nisan – Mayıs üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %501 artış göstermiştir.
- CANTE 2025 Nisan – Mayıs üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %120 artış göstermiştir.
- TATEN 2025 Nisan – Mayıs üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %40 artış göstermiştir.
- CATES 2025 Nisan – Mayıs üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %43 artış göstermiştir.
- ALARK 2025 Nisan – Mayıs üretimi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %10 artış göstermiştir.

NOT: AKSEN ve CANTE'de baz etkisi görürken AKSEN için sadece Türkiye'deki santraller alınmıştır.

SANAYİ

Sanayi sektörleri PMI verilerine baktığımızda iç dinamikler ve zorlu makroekonomik koşulların getirmiş olduğu faktörler sebebiyle gerilemeye devam ettiğini görmekteyiz. Sektörlere kısaca bakmak gerekirse ;

Grafik-25: PMI (Sektörel, 50 eşik değer)



GIDA sektörünün enflasyonist etkiyle beraber güçlü seyrin devam ettiğini fakat eğilimin zayıfladığını görmekteydik. Geçmiş verilere baktığımızda son 8 aydan bu yana ilk defa yavaşlama kaydedildiğini izledik. Talep yönlü daralmanın etkilerini en defansif sektörler arasında olan GIDA sektöründe de gözlemlemekteyiz. Gıda sektörü genelinde daralmayı izlese de GIDA sektörünün hala defansif konumunun devam ettiğini ve mutlaka portföylerde seçici olmak koşuluyla pozisyon alınması gerektiğini düşünmekteyiz.

ANA METAL SANAYİ ise Nisan ayına kadar en zayıf performans gösteren sektörlerin başında geldiğini fakat Mayıs verilerine baktığımızda üretimde düşüşün yavaşladığını ve istihdamda artış gözlemlemekteyiz. Aylık baktığımızda Mayıs itibarıyla en yüksek artış ve toparlanma gösteren ANA METAL SANAYİ için toparlanma çabasını pozitif bulsak da yüksek faiz ortamı ve küresel piyasalardaki dalgalanma ve emtia fiyatlarına baktığımızda dönüşün henüz gerçekleşmediğini düşünmekteyiz. GİYİM VE DERİ sektöründe de ANA METAL SANAYİ gibi yılbaşından bu güne kadar yüksek faiz ortamı ve artan faaliyet giderlerinin oluşturduğu olumsuz koşullarda en kötü performans gösteren sektörlerden birisi olduğunu izlemekteydik. Mayıs verilerine baktığımızda ise önemli bir toparlanma görsek de henüz sektör için erken olduğunu görmekteyiz. Özellikle emsal ülkelerdeki üretim maliyetlerinin Türkiye'nin neredeyse yarısı kadar olduğunu varsayarsak üretim tarafında faaliyet gösteren şirketler için 2025 yılının güncel koşullar altında zorlu geçmeye devam etmesini beklemekteyiz. Mayıs bülteninde de belirttiğimiz gibi zorlu makroekonomik koşullar altında şirketlerin Pazar payı koruma tarafında strateji geliştirip yılı ve süreci hasarsız atlatma çabası içerisinde olduklarını söyleyebiliriz. Giyim sektörü içerisinde 21 OCAK 2025 tarihinde araştırma kapsamına aldığımız MAVİ 'yi 69.20 TL hedef fiyatla beğenmeye devam ediyoruz.

KİMYASAL, PLASTİK VE KAUÇUK ÜRÜNLER grubunda Mayıs itibarıyla daralmanın hız kestiğini diğer sektörlerde olduğu gibi burada da görmekteyiz. Yeni siparişlerde iç dinamiklerden kaynaklı daralma yavaşlasa da devam ettiğini ancak ihracat tarafında ise 2 aydır artış göstermesini sınırlı pozitif değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde girdi maliyetlerindeki azalış sonucu karlılıkta hafif de olsa potansiyel toparlanma beklessek de devam eden ticaret savaşları belirsizliği, Çin'in düşük fiyat politikasıyla pazarda önemli yer edinmesi, arz fazlası ve küresel iç hacmindeki sınırlı da olsa devamı sonrasında baskının 2025 yılı boyunca devam etmesini beklemekteyiz. Sektör için yumuşak iniş koşullarında normalleşmenin devam etmesini izlediğimiz bir yıl beklemekteyiz.

ELEKTRİK VE ELEKTRONİK sektöründe PMI verilerine ek olarak kart harcamalarından da haftalık verilere baktığımızda tüketici talebindeki daralmanın sürmesi ve makroekonomik dinamiklerin getirdiği zayıf seyrin sürdüğünü görmekteyiz. Mayıs ayı verilerine baktığımızda Nisan ayına göre daralma görürken önümüzdeki dönemde GİYİM VE DERİ sektöründe olduğu gibi şirket bazlı fırsatlar olduğunu düşünmekteyiz. Zorlu geçen 2025'e rağmen sektör lideri olan ve her geçen çeyrek sektöre nazaran görece olumlu performans gösteren INDES için 13.53 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle beğenmeye devam etmekteyiz.

MODEL PORTFÖY

Tablo-8: Model Portföy

Şirket Kodu	Şirket Adı	Portföye Giriş Tarihi	Portföy Giriş Fiyatı	Hedef Fiyat	Potansiyel	Ağırlık
AKSEN	Aksa Enerji	11.06.2025	34,02	64,3	89,01%	12%
ALBRK	Albaraka Türk	11.06.2025	7,35	11,97	62,86%	8%
ARMGD	Armada Gıda	11.06.2025	35,76	59,88	67,45%	11%
INDES	İndeks Bilgisayar	11.06.2025	6,45	13,53	109,77%	8%
MAVI	Mavi Giyim	11.06.2025	32,70	69,2	111,62%	13%
MGROS	Migros Ticaret	11.06.2025	498,00	761	52,81%	13%
THYAO	Türk Hava Yolları	11.06.2025	291,00	498,5	71,31%	14%
TSKB	T.S.K.B.	11.06.2025	11,97	20,14	68,25%	10%
TURSG	Türkiye Sigorta	11.06.2025	8,17	15,93	94,98%	11%

AKSEN: 2025 ilk çeyreğinde açıklanan beklenti üzeri finansal sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Yurtdışı operasyonlarında çeşitlendirilmiş portföyü ve sabit anlaşmalarının olmasının karlılık üzerinde pozitif katkılarının devam etmesini bekliyoruz. İç pazarda ise BOTAŞ doğalgaz tarife zammı sonrasında marjlarda bir miktar baskı görsek de yenilenebilir enerji yatırımlarının varlığı ve PTF zammının pozitif etkilerini de görmeyi beklememiz nedeniyle şirketi model portföye ekliyoruz.

ALBRK: Karşılık çözünmüş ve çözünmemiş bilançolarıyla güçlü özsermaye karlılığı (RoE) sahip olan bankada düşük takipteki alacaklar oranı (NPL) aktif kalitesini pozitif desteklemeye devam ediyor. RoE tarafında güçlü seyrin yıl boyu kalmaya devam edeceğini beklemekle beraber karşılık çözünmesi kaynaklı sektör ortalamalarının üzerinde sonuçlar takip etmeye devam edeceğiz. Katılım bankacılığının gelecek dönemde gündemimizde kalmaya devam etmesi nedeniyle model portföyümüze ekliyoruz.

ARMGD: 2 fabrikasıyla güçlü bakliyat portföyü ve fason/ana üretimleriyle hem iç pazar hem uluslararası pazarda aksiyonların alınıyor oluşu doğal olarak süreçleri güçlendirmeye devam etmektedir. Enflasyonist ortam varlığında kişilerin elastikiyet göstermediği gıda ürünlerinin sürekli fiyat davranışlarının yukarı yönlü devam edeceğini tahmin etmekteyiz. Yumuşak iniş koşulları oluşmadıkça ve şirketin beklentilerinden sapması söz konusu olmadıkça şirketin güçlü finansallar elde etmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Süper gıda yatırımları ile birebir tahsilat anlayışıyla WFP üzerinden de büyük bir katkı sağlayacağını değerlendirmekteyiz. Bu çerçevede şirketi model portföyümüze ekliyoruz.

INDES: Türkiye'nin en köklü ve lider teknoloji distribütörlerinden biri olarak, iş modelini çoklu kanal yapısı, geniş ürün gamı ve dijitalleşme eğilimlerini merkezine alan stratejik adımlarla güçlendirmektedir. Şirket; Apple, Lenovo, Samsung gibi küresel markalarla yaptığı stratejik distribütörlük anlaşmaları, HB Bilişim satın alması ile ikinci el teknoloji segmentine girişi ve Gebze'de inşa edilen yeni nesil lojistik yatırımı ile hem ürün portföyünü genişletmekte hem de operasyonel verimliliğini artırmayı hedeflemektedir. 1.Çeyrek finansallara baktığımız zaman yüksek faiz ortamının getirmiş olduğu talep yönlü daralmayı görsek de sektördeki %17'lik daralmaya karşın %9.6 daralarak dirençli yapısını sürdürdüğünü görmekteyiz. 1.Çeyrekte 655m TL FAVÖK, 91.9m TL net kar açıklayan şirkette çeyreklik anlamda marjlarda toparlanmaya ek olarak sürdürülebilir karlılığın devamını görmekteyiz. Özellikle lojistik yatırımları ve yüksek marka portföyü sayesinde maliyet avantajı yaratması, önümüzdeki dönem marj sürdürülebilirliği açısından pozitif değerlendirmemiz çerçevesinde şirketi model portföye ekliyoruz.

MAVI: Görece kötü giden tekstil PMI verilerine ve daralan talebe rağmen iç pazarda lider konumuna ek olarak 37 ülkede 481 monobrand mağaza ve yaklaşık 4000 satış noktasına ulaşan şirket iç pazardaki kötü şartlara rağmen önümüzdeki süreci Pazar payını arttırma odaklı ilerlediğini, yurtdışı operasyonlarında ise özellikle Kuzey Amerika , Avrupa ve MENA bölgelerinde stratejik büyümeye odaklanmaktadır. Mavi Giyim'in net nakit pozisyonunda oluşu ,güçlü marka bilinirliği , etkin fiyatlandırma stratejisi ve güçlü finansal yapısı sayesinde kötü giden sektöre rağmen bu dönemde daha sınırlı etkilenmesini beklememiz nedeniyle model portföyümüze ekliyoruz.

MGROS: 2025 ilk çeyreğinde açıklanan beklenti üzeri finansal sonuçları pozitif değerlendiriyoruz. Şirketin, enflasyonun üzerinde satış büyümesi yakalaması, reel anlamda mağaza büyümesini sürdürmesi ve online kanaldaki gelişimini devam ettirmesi önemli kazanımlar olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, yatırım harcamalarının tamamen teknoloji ve verimlilik odaklı gerçekleştirilmesini olumlu karşılıyoruz.

THYAO : 2025 ilk çeyreğinde açıklanan beklentiyeye paralel satış ve artan faaliyet(personel) giderleri sonucu beklentinin altında gerçekleşen karlılık rakamlarını negatif yorumluyoruz. Zayıf geçen ilk çeyreğe ek olarak marjlarda daralma görsek de hem kargo hem de genel Pazar payı kazanımının sınırlı da olsa bu çeyrekte de devam etmesini pozitif değerlendiriyoruz. 2025 yılı için 91m+ yolcu ve yıl sonu filosunu 515-525 uçağa çıkartıp destinasyonlarını arttırmasını uzun vadeli projeksiyonlar için beğenmeye devam ediyoruz. 498,50 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle model portföyümüze ekliyor ve araştırma kapsamımıza alıyoruz.

TSKB: Yüksek net faiz marjlarının korunması ve beklentilerin altında takipteki alacaklar oranı çerçevesinde başarılı finansalların devamlılığını beklemekteyiz. %5 üzeri net faiz marjı yapısı doğal olarak güçlü karlılıkları destekleyecektir. İlâveten gelecek dönemde tekrardan halka arzların başlama olasılığı ile komisyon gelirlerinin de güçlü seyredeceğini tahmin etmekteyiz. Sektör ortalamaları üzerinde özsermaye karlılığı (RoE) ve 2025 yılındaki beklentileri çerçevesinde ilerleyen şirketi model portföyümüze ekliyoruz.

TURSC: Pazar payı liderliği ile konsolidasyondan yararlanma süreçleri kaldığı yerden devam ediyor. TÜFE üzerinde prim üretimi büyümesi karlılığı getirirken fon büyüklüğünde alınan proaktif aksiyonlar çerçevesinde büyüyen yatırım gelirleriyle birlikte güçlü sonuçlar gözlemliyoruz. Gelecek dönemde makroekonomik koşulların iyileştiği ortamda sigorta sektöründe beklenenden fazla talep geleceği kanaatindeyiz. Gelecek dönemde ilginin artması ve güçlü özsermaye karlılığı ile şirketi model portföyümüze ekliyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📞 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

AYLIK EKONOMİK TAKVİM

Tablo-1: Aylık Ekonomik Takvim (günlere ayrılmış)

12.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
				Rusya - Milli Gün		
	02:01	İngiltere	Mayıs	RICS Konut Fiyat Dengesi		-3%
	09:00	İngiltere	Nisan	GSYİH - Aylık		0,20%
	09:00	İngiltere	Nisan	Sanayi Üretimi - Aylık		-0,70%
	09:00	İngiltere	Nisan	Sanayi Üretimi - Yıllık		-0,70%
	09:00	İngiltere	Nisan	Ticaret Dengesi - Sterlin		(-) 19,87 milyar
	10:00	Türkiye	Nisan	İnşaat Maliyet Endeksi		
	10:00	Türkiye	Nisan	Sanayi Üretimi - Aylık		2,50%
	10:00	Türkiye	Nisan	Sanayi Üretimi - Yıllık		2,50%
	13:00	İngiltere	Haziran	IPSOS PCSI		49,3
	13:00	İtalya	Haziran	IPSOS PCSI		46,18
	13:00	Almanya	Haziran	IPSOS PCSI		47,08
	13:00	Fransa	Haziran	IPSOS PCSI		41,95
	13:00	İspanya	Haziran	IPSOS PCSI		50,16
	13:00	Türkiye	Haziran	IPSOS PCSI		35
	13:30	Hindistan	Mayıs	TÜFE - Yıllık		3,16%
	14:30	Türkiye	Haftalık	Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi		
	15:30	ABD	Mayıs	Çekirdek ÜFE - Aylık		-0,40%
	15:30	ABD	Mayıs	Çekirdek ÜFE - Yıllık		3,10%
	15:30	ABD	Mayıs	ÜFE - Yıllık		2,40%
	15:30	ABD	Mayıs	ÜFE - Aylık		-0,50%

3.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
				Rusya- Resmi Tatil		
	05:00	Japonya	Haziran	IPSOS PCSİ		34,51
	05:00	Çin	Haziran	IPSOS PCSİ		70,39
	07:30	Japonya	Nisan	Kapasite Kullanım Oranı - Aylık		-2,40%
	07:30	Japonya	Nisan	Sanayi Üretimi - Aylık		-0,90%
	09:00	Almanya	Mayıs	TÜFE - Aylık		0,10%
	09:00	Almanya	Mayıs	TÜFE - Yıllık		2,10%
	10:00	Türkiye	Nisan	Kümes Hayvancılığı Üretimi		
	10:00	Türkiye	Nisan	Süt ve Süt Ürünleri Üretimi		
	12:00	Euro Bölgesi	Nisan	Sanayi Üretimi - Yıllık		3,60%
	12:00	Euro Bölgesi	Nisan	Sanayi Üretimi - Aylık		2,60%
	12:00	Euro Bölgesi	Nisan	Ticaret Dengesi - Avro		36,8 milyar
	14:30	Türkiye	Haftalık	Menkul Kıymet İstatistikleri		
	14:30	Türkiye	Haftalık	Para ve Banka İstatistikleri		
	17:00	Türkiye	Haftalık	Faiz İstatistikleri		
	17:00	ABD	Haziran	Michigan 12 Ay Sonra TÜFE Beklentisi - Öncü		6,60%
	17:00	ABD	Haziran	Michigan 5Y Sonra TÜFE Beklentisi - Öncü		4,20%
	17:00	ABD	Haziran	Michigan Mevcut Koşullar - Öncü		58,9
	17:00	ABD	Haziran	Michigan Tüketici Beklentileri - Öncü		52,2
	17:00	ABD	Haziran	Michigan Tüketici Hissiyatı - Öncü		47,9
6.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	05:00	Çin	Mayıs	Sabit Varlık Yatırımı - Yıllık		4%
	05:00	Çin	Mayıs	Sanayi Üretimi - Yıllık		6,10%
	05:00	Çin	Mayıs	Endüstriyel Üretim - Yılbaşından Bu Yana		6,40%
	05:00	Çin	Mayıs	İşsizlik Oranı		5,10%
	09:00	İsviçre	Mayıs	ÜFE - Aylık		0,10%
	09:00	İsviçre	Mayıs	ÜFE - Yıllık		-0,50%
	10:00	Türkiye	Nisan	Ücretli Çalışan İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Nisan	Ticaret Satış Hacim Endeksi		
	10:00	Türkiye	Nisan	Ciro Endeksleri		
	10:00	Türkiye	Nisan	Ödemeler Dengesi İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Haziran	Piyasa Katılımcıları Anketi		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Kayıtlı İşsiz İstatistikleri		
	11:00	Türkiye	Mayıs	Merkezi Yönetim Bütçe Denge Tablosu		
	12:00	Euro Bölgesi	1.Çeyrek	İşgücü Maliyet İstatistikleri		4,10%
	14:00	ABD	Mayıs	OPEC Aylık Rapor		
	15:30	ABD	Haziran	NY İmalat Endeksi		-9,2
	17:00	Türkiye	1.Çeyrek	Sanayiye Birim Ücret Endeksi		

17.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	06:00	Japonya	Haziran	Faiz Oranı Kararı		0,50%
	10:00	Türkiye	Mayıs	Tarım Ürünleri Üretici Fiyat Endeksi		
	10:00	Türkiye	Nisan	Hizmet Üretim Endeksi		
	10:00	Türkiye	Nisan	İnşaat Üretim Endeksi		
	12:00	Almanya	Haziran	ZEW Cari Durum		-82
	12:00	Almanya	Haziran	ZEW Ekonomik Hissiyat		25,2
	12:00	Euro Bölgesi	Haziran	ZEW Ekonomik Hissiyat		11,6
	14:00	Türkiye	Nisan	Finansman Şirketleri İstatistikleri		
	15:30	ABD	Mayıs	Çekirdek Perakende Satışlar - Aylık		0,10%
	15:30	ABD	Mayıs	Perakende Satışlar - Aylık		0,10%
	15:30	ABD	Mayıs	Perakende Satışlar - Yıllık		5,16%
	16:15	ABD	Mayıs	Kapasite Kullanım Oranı		77,70%
	16:15	ABD	Mayıs	Sanayi Üretimi - Yıllık		1,49%
	16:15	ABD	Mayıs	Sanayi Üretimi - Aylık		0,00%
	17:30	Türkiye	Mayıs	Kamu Haznedarlığı İstatistikleri		
18.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	01:45	Yeni Zelanda	1.Çeyrek	Cari Hesap - Yıllık		(-) 26,4 milyar
	01:45	Japonya	1.Çeyrek	Cari Hesap - Çeyreklik		(-) 7,04 milyar
	02:50	Japonya	Mayıs	Ticaret Dengesi		(-) 115,6 milyar
	09:00	İngiltere	Mayıs	TÜFE - Yıllık		3,50%
	09:00	İngiltere	Mayıs	TÜFE - Aylık		1,20%
	10:00	Türkiye	Nisan	Özel Sektör YP Kredi İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Nisan	Dış Ticaret Endeksleri		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Motorlu Kara Taşıtları İstatistikleri		
	11:00	Euro Bölgesi	Nisan	Cari Hesap - Avro		50,9 milyar
	12:00	Euro Bölgesi	Mayıs	Çekirdek TÜFE - Aylık		1,00%
	12:00	Euro Bölgesi	Mayıs	Çekirdek TÜFE - Yıllık		2,70%
	12:00	Euro Bölgesi	Mayıs	TÜFE - Yıllık		2,20%
	12:00	Euro Bölgesi	Mayıs	TÜFE - Aylık		0,60%
						1,422
	15:30	ABD	Mayıs	İnşaat İzinleri - Öncü - Adet		milyon
	15:30	ABD	Mayıs	Konut İnşaat Başlangıçları - Adet		1,361 milyon
	21:00	ABD	Haziran	FED Faiz Kararı		4,50%
	21:00	ABD	Haziran	FED Projeksiyonları		
	21:30	ABD	Haziran	FED Başkanı Powell Konuşacak		

19.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
ABD Resmi Tatil						
	10:00	Türkiye	Nisan	Kısa Vadeli Borç İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Konut Satış İstatistikleri		
	10:30	İsviçre	2.Çeyrek	Faiz Oranı Kararı		0,25%
	14:00	Türkiye	Haziran	Para Politikası Kurulu Toplantısı		
	14:00	Türkiye	Haziran	Politika Faiz Oranı		46,00%
	14:00	İngiltere	Haziran	Faiz Oranı Kararı		4,25%
	14:30	Türkiye	Haftalık	Menkul Kıymet İstatistikleri		
	14:30	Türkiye	Haftalık	Para ve Banka İstatistikleri		
	14:30	Türkiye	Mayıs	Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi		
	17:00	Türkiye	Haftalık	Faiz İstatistikleri		
20.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	02:30	Japonya	Mayıs	Ulusal Çekirdek TÜFE - Yıllık		3,50%
	02:30	Japonya	Mayıs	Ulusal TÜFE - Yıllık		3,60%
	04:00	Çin	Haziran	PBoC 1Y Kredi Faiz Oranı		3,00%
	04:00	Çin	Haziran	PBoC 5Y Kredi Faiz Oranı		3,50%
	09:00	İngiltere	Mayıs	Çekirdek Perakende Satışlar - Yıllık		3,50%
	09:00	İngiltere	Mayıs	Çekirdek Perakende Satışlar - Aylık		1,30%
	09:00	İngiltere	Mayıs	Perakende Satışlar - Aylık		1,20%
	09:00	İngiltere	Mayıs	Perakende Satışlar - Yıllık		5,00%
	09:00	Almanya	Mayıs	ÜFE - Yıllık		-0,90%
	09:00	Almanya	Mayıs	ÜFE - Aylık		-0,60%
	10:00	Türkiye	Mayıs	Konut Fiyat Endeksi		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	2024	Yurtiçi Doğrudan Yatırım İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Yurtdışı ÜFE		
	10:00	Türkiye	Haziran	Tüketici Güven Endeksi		
	10:00	Türkiye	Nisan	Tarımsal Girdi Fiyat Endeksi		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Kurulan ve Kapanan Şirketler İstatistikleri		
	15:30	ABD	Haziran	Philadelphia FED İmalat Endeksi		-4
	17:00	ABD	Mayıs	Öncü Endeks		-1,00%
	17:30	Türkiye	Mayıs	Merkezi Yönetim Borç Stoku İstatistikleri		10,75 trilyon
23.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	10:00	Türkiye	Haziran	Finansal Hizmetler İstatistikleri		

24.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	10:00	Türkiye	Haziran	Hizmet, Perakende Ticaret ve İnşaat Güven Endeksleri		
	10:00	Türkiye	Haziran	İktisadi Yönelim İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Haziran	Kapasite Kullanım Oranı		75,10%
	14:30	Türkiye	Nisan	Finansal Kesim Dışı Döviz Varlık ve Yükümlülükler		
25.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	10:00	Türkiye	Haziran	Sektörel TÜFE Beklentileri		
26.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	14:00	Türkiye	Haziran	PPK Özeti		
	14:30	Türkiye	Haftalık	Menkul Kıymet İstatistikleri		
	14:30	Türkiye	Haftalık	Para ve Banka İstatistikleri		
	17:00	Türkiye	Haftalık	Faiz İstatistikleri		
27.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	10:00	Türkiye	Haziran	Ekonomik Güven Endeksi		
	10:00	Türkiye	2024	PRODCOM İstatistikleri		
	17:00	Türkiye	2024	SEDDK Mali Tablolar		
30.Haz	Saat	Ülke	Dönem	Veri	Beklenti	Önceki
	10:00	Türkiye	Mayıs	Dış Ticaret İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Hizmet Üretici Fiyat Endeksi		
	10:00	Türkiye	Mayıs	İşgücü İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	2024	Çalışma İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	Mayıs	Elektrik Enerjisi Üretim-İletim İstatistikleri		
	10:00	Türkiye	1.Çeyrek	İletişim Hizmetleri İstatistikleri		
	11:00	Türkiye	1.Çeyrek	Genel Yönetim Bütçe Denge Tablosu		
	14:30	Türkiye	Mayıs	Para ve Banka İstatistikleri		
	17:00	Türkiye	Nisan	EPDK Aylık Sektör Raporları		
	17:00	Türkiye	2024	EPDK Yıllık Sektör Raporları		
	17:00	Türkiye	2024	KİT İstatistikleri		
	17:00	Türkiye	1.Çeyrek	KİT İstatistikleri		
	17:30	Türkiye	Mayıs	TSB Prim Üretimi İstatistikleri		
	18:00	Türkiye	Mayıs	Boru Hatları Taşıma İstatistikleri		



📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

🌐 www.marbas.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00