



İNTEGRAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2025 STRATEJİ RAPORU

2024 YILINA BAKIŞ VE 2025 YILI BEKLENTİLERİ

14.02.2025

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	1
TÜRKİYE	2
- TCMB	2
- Enflasyon	3
- Büyüme	4
- Kredi Notu	5
- 2025 Yılı Makroekonomik Projeksiyonlar	6
2025 Yılı Önemli Tarihler	6
AMERİKA	7
AVRUPA	9
ASYA	11
ONS ALTIN	14
PETROL	15
MODEL PORTFÖYÜMÜZ	16
- TCELL – Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	17
- ENKAI – Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	17
- TURSG – Türkiye Sigorta A.Ş.	18
- YKBNK – Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	18
- ASTOR – Astor Enerji A.Ş.	19
- EKGYO – Emlak Konut GMYO A.Ş.	19
- MGROS – Migros Ticaret A.Ş.	20
Yasal Uyarı Notu	23

YÖNETİCİ ÖZETİ

Dünya 2024 yılında, Amerika Merkez Bankası'nın (Fed) ne zaman faiz indireceğini dört gözle bekledi. Biz ise içeride, yılın ilk çeyreğinde yerel seçimleri takip ettik ancak tüm dikkatimiz enflasyon gelişmelerinde olmaya devam etti. Avrupa ekonomisinde zayıf görünüm, endişe kaynağı olmaya başlayan Asya tarafı ve alternatif getiri arayışı 2024 yılının genel özeti oldu diyebiliriz. Yurt içi piyasalar için yılın ilk yarısı ikinci yarısından farklı geçti. 2025 yılında da yılın ilk yarısının ikinci yarısından hem ekonomik görünüm açısından hem de dünyadaki gelişmelerin fiyatlara etkisi bakımından farklı olmasını bekliyoruz.

Amerika (ABD) Trump'la birlikte bu yıl ABD değişimin en güçlü yılını yaşamaya aday görünüyor. 2024 yılı ile 2025 yılı arasında farklı politikaların yaşanacağı bir ABD göreceğiz. 2024 yılının son FOMC toplantısında, Amerika Merkez Bankası (Fed) 2025 yılı için toplam faiz indirim beklentisini toplamda 100 baz puandan 50 baz puana revize etti. Bu yapılan değişiklik 2025 yılında Trump politikalarının yaratabileceği değişim ve hasar için bir ip ucu niteliğinde oldu. Küresel faiz oranlarının daha önce beklenenden yavaş gerilemesi küresel ekonomik büyümede revizyonlara neden oldu. 2025 yılında küresel büyüme beklentileri %2,7 ile %3,3 arasında değişiyor. Ancak genel beklenti %3 civarına daha yakın. Buna karşın ticaret savaşları ve jeopolitik risklerin artışı büyümeyi olumsuz etkileyebilir. Özellikle Trump politikalarının getireceği genişlemeci eğilim ve ticaret savaşlarına yatkınlık, ABD ekonomisindeki enflasyon görünümünü olumsuz etkileyebilir. Bu da Fed'in faiz indirim sürecindeki cesaretini kırabilir.

Avrupa ekonomisinin geleceği açısından 2024 yılı kritik dersler sunan bir yıl oldu. Euro Bölgesinin genelinde büyüme oranları beklentilerin altında kaldı. Euro Bölgesi'nde özellikle Almanya gibi sanayiye dayalı ekonomiler düşük büyüme performansı gösterdi. İmalat sektörünü ifade eden PMI verileri sektördeki

daralmanın büyüdüğüne işaret etti. Enflasyon, Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından hedeflenen %2'nin üzerinde kalmaya devam etti. Bu konuda ECB'nin büyüme ve sıkı para politikası denklemini daha dengeli kurma çabasını izledik. Yüksek enerji ve gıda fiyatları, enflasyonun temel sürükleyicileri oldu. Tüketici güveni, yüksek yaşam maliyetleri nedeniyle düşük seviyelerde seyretti. Ancak istihdam piyasası nispeten güçlü kaldı ve işsizlik oranları birçok ülkede istikrarlı seyretti. Özellikle enerji bağımlılığı, yeşil dönüşüm ve jeopolitik risklere karşı kırılganlıkların azaltılması, 2025 ve sonrası için temel öncelikler olarak belirlendi.

Çin ekonomisi için 2024 yılı toparlanma ve yeniden yapılanma çabalarının ön planda olduğu bir yıl olarak kayda geçti. Ancak ekonomik performans, iç ve dış faktörlerin etkisiyle beklentilerin biraz gerisinde kaldı ve dünyada talep endişesi yarattı. Çin Merkez Bankası (PBoC), büyümeyi desteklemek için faiz oranlarını düşük seviyelerde tuttu ve piyasalara likidite sağladı. Çin ekonomisi, 2024 yılında hem küresel hem de yerel faktörlerin etkisiyle baskı altında bir toparlanma süreci geçirdi. Çin, 2025 yılı itibarıyla hem içsel hem de küresel ekonomik dinamiklerde önemli değişim süreçlerinden geçecek. Çin'in küresel ekonomik rolü, yeni teknoloji yatırımları, dijitalleşme ve sürdürülebilir büyüme stratejileriyle şekillenecek, ancak dışsal baskılarla da başa çıkmak zorunda kalacak.

Bizim için (Türkiye), 2024 yılı ekonomiyi yeniden ayağa kaldırmak için geçirdiğimiz zor bir yıl oldu. Ortodoks para politikasına geçiş sonrası özellikle enflasyondaki iyileşmeyi izlemeye devam ettik. Odağımız hala enflasyon dinamiklerindeki değişim olmaya devam ediyor. 2024 yılında rezerv birikimi, Kur Korumalı Mevduatlardaki değişim, daha önce devreye alınan makro ihtiyati gelişmelerde sadeleşme gibi birçok unsuru beraber takip ettik. Özellikle ekonomideki değişen hikayemizi anlattığımız, iletişimimizin açık olduğu bir yıl oldu. Özetle, zor, zahmetli ve etkisini beklediğimiz bir yolda yürüdük. Enflasyondaki gelişimi ise gecikmeli etkiyle almaya devam ediyoruz.

TÜRKİYE

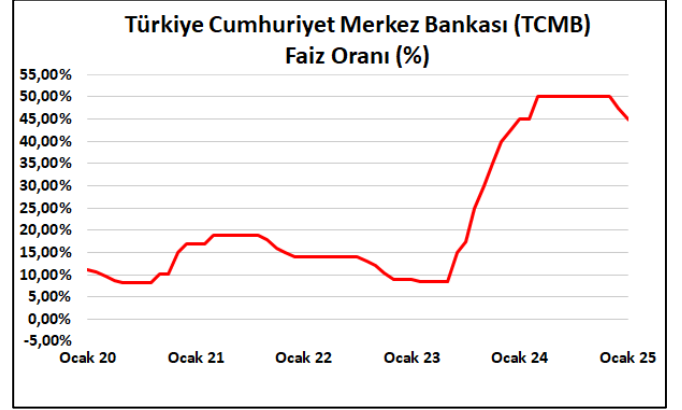
Sisli Ufuklar, Güçlü Adımlar

Her şeyden önce öngörülemez politikalarından oldukça uzaklaşan Merkez Bankası hem yurt içi hem de yurt dışında iletişimini güçlendirdi. 2024 yılının son çeyreğinde olduğu gibi Merkez Bankası 2025 yılının ilk çeyrek enflasyon raporu sunumunda da 2025 yıl sonu enflasyon beklentisinde yukarı yönlü revizyona gitti. 2025 yılı için %21 olan orta nokta enflasyon beklentisini %24 olarak güncelleyen Merkez Bankası, piyasa beklentisi olan %26-27 seviyesine yaklaşmış oldu. 2026 yılı için orta nokta enflasyon beklentisi ise %12 olarak korundu. Yılın geri kalanında yurt içindeki enflasyonun ana eğilimine etki edebilecek öngörülemez durumlar ortaya çıkması halinde önümüzdeki enflasyon raporlarında Merkez Bankasının yıl sonu enflasyon beklentisinde değişikliğe gitmesi söz konusu olabilir. Reel pozitif faizin korunmasını beklemekle birlikte enflasyonun yıl sonunda %29,3 olarak gerçekleşmesini beklemekteyiz.

TCMB - Faiz İndirimleri Başlarken: TCMB'nin 2025 Dengesi

Maliye politikasına rağmen yüksek hanelerdeki enflasyonu istediği hızda olmasa da %44 civarına indirdi. 2024 yılının son PPK toplantısında faiz indirimine başlayan Merkez Bankası 2025 yılı Ocak ayında da faiz indirim sürecine devam etti. Faiz indirim projeksiyonumuzda Mart ayında da 250 baz puan faiz indirimi gelebileceğini ancak her toplantıda 250 baz puan faiz indirimi olmayabileceği görüşündeyiz. Mart ve Nisan ayı aylık enflasyon görünümü Merkez Bankasının faiz indirim hızında belirleyici olabilir.

Yılın ikinci yarısından sonra Merkez Bankasının faiz indirim hızında bir yavaşlama olabileceğini tahmin ediyoruz. Nominal faiz inse bile sıklık bir süre daha sürecek gibi görünüyor. 2024 yılından farklı olarak 2025 yılında deprem harcamalarının yarattığı etki daha sınırlı olacak. Bununla birlikte maliye politikaları da para politikası denkleğini kurabilirse etki alanı güçlenebilir.



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma

İhtiyatlı duruş piyasa beklentilerine henüz çok fazla yansımamış görünüyor. Şimdilik her toplantıda 250 baz puanlık faiz indirim beklentileri de piyasada konuşuluyor. Merkez Bankasının son yaptığı revizyon bu beklentilerin kırılmasında destekleyici olabilir.

Merkez Bankası'nın her toplantısının canlı ve revizyonların gelebileceği özellikte olduğunu düşünüyoruz. Bunun en temelinde Merkez Bankasının toplantı bazında karar vereceği beklentisi ve veri bazlı hareket edeceği algısı bulunuyor.

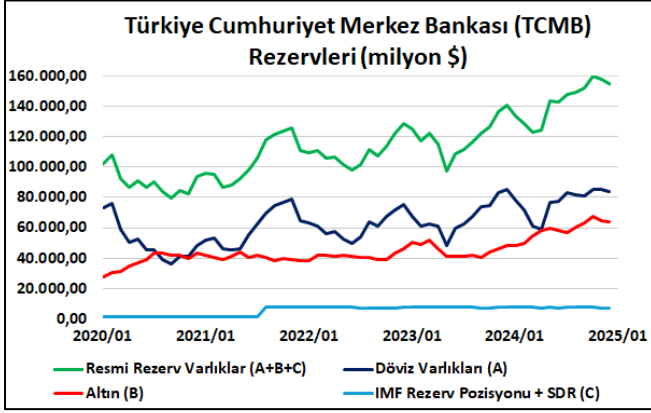
Kredi tarafında uyguladığı limitler zaman zaman değişiklik görebilir. İnce ayar devam edecek gibi görünüyor. Ancak önemli ölçüde kredi kısıtlamaların ilk yarıda süreceğini beklemekteyiz.

Zorunlu karşılıklar önemli bir yere geldiğinden likidite yönetimi depo ihaleleri üzerinden yürütülmeye devam ediliyor. Merkez Bankasının rezerv yönetimi piyasada likidite varlığının sürmesine zemin hazırlayan etkenlerden bir tanesidir.

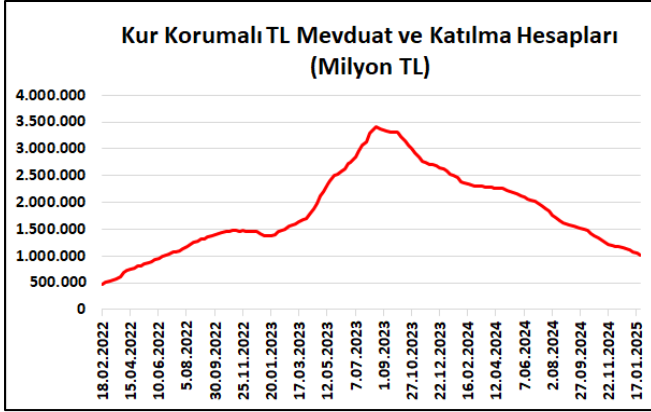
Özet olarak, 2025 yılı Merkez Bankası iletişiminin ön planda olacağı bir yıl olamaya devam edecek. Toplantı sayısının azaltılmasıyla birlikte daha sıkı bir görünüm ortaya konulmuş ve her ay oluşabilecek Merkez Bankası beklenti stresi azaltılmış oldu.

Genel olarak baktığımızda Bono tarafına para girişi var. Rezerv rasyolarımız daha iyi, dış kırılganlığımız geçmişe göre azalıyor. Odak noktamızın ekonomide kalmaya devam etmesi ve enflasyonu öncelik olarak tutmaya

devam etmemiz gerekiyor. Bunun bozulması ya da algı kayması olması halinde iletişim de bozulabilir.



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma



Kaynak: BDDK Haftalık Bülten, İntegral Araştırma

Enflasyon – Sıkı para politikası istenen sonuçları veriyor mu?

2024 yılında yüksek faiz ortamı, kredi talebini baskılasa da iç talep daha çok dalgalı seyretti. 2024 yılı ilk çeyrekte enflasyon dinamikleri emtia fiyatları ve iç talepteki artış nedeniyle olumsuz etkilendi. 2. Çeyrekte TL'deki reel değerlenme ve baz etkisiyle enflasyon ilk çeyreğe kıyasla daha ılımlı seyretti. Baz etkisinin desteği, TL'deki reel değerlenmenin devam etmesi ve dış etkenlerin daha azalmasıyla yıllık enflasyon %70'li seviyelerden %40'lı seviyelere hızla geriledi. 2024 yılında özellikle kira, eğitim, sağlık ve ulaştırma hizmetleri gibi kalemler, enflasyonist baskının en yoğun hissedildiği alanlar oldu. Hizmet enflasyonundaki gerileme etkisinin devam etmesi enflasyonun %30

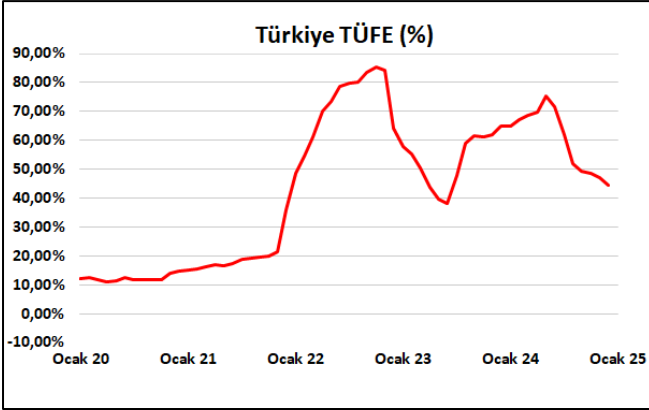
seviyesinin altına gerilemesinde destekleyici unsurlardan biri olacaktır. 2025 yılında asgari ücret artışının TCMB'nin tolere edebileceği seviyede olması, hizmet sektörünün yarattığı artış hızını kontrol altında tutabilir. Faizlerin yüksek kalması nedeniyle 2024'te hizmet sektöründe talep nispeten baskılandı. Önümüzdeki süreçte Merkez Bankası'nın beklentilerine yakınsayacak bir iç dinamik görünümü algıların olumlu yönde gelişmesinde destekleyici olacaktır.

2025 yılında enflasyonun %30'lu seviyelerin biraz altına gerileyebileceğini öngörsek de %30'ların altında kalıcılık sağlanabilmesi için uzun vadeli farklı politikalara ihtiyaç olabilir. Enflasyondaki düzelmeyi ve baz etkisini Haziran ve Temmuz aylarına kadar ki süreçte daha fazla hissedebiliriz. Buna karşın yılın ikinci yarısından sonra enflasyondaki iyileşme daha yatay bir görünümle devam edebilir. Bu görünümde ek gelebilecek bir enflasyonist risk hesaplanmamıştır. Dünyada Trump politikalarının getirebilecek ek riskler ya da Türkiye'nin ekonomi politikalarını zorlayacak gelişmeler enflasyon görünümünde yukarı yönlü risk olacaktır. Ekonomiyi iyileştirmeye çalıştığımız ve enflasyon için yol kat ettiğimiz ortamda ek bir risk hassasiyet yaratacaktır. Önümüzdeki dönemde dayanıklı tüketim malları ve hizmet sektöründeki talep artışı, fiyatların yukarı yönlü baskılanmasına yol açabilir.

Kira, sağlık ve eğitim gibi sektörlerde maliyet bazlı fiyat artışları, yaşanan şoklar nedeniyle hâlâ güçlü seyretmeye devam ediyor. Bu nedenle, TCMB'nin sıkı duruşunu koruyarak enflasyon beklentilerini yönetmesi kritik bir önem sağlıyor. Bir diğer yandan 2024 yılında TL'deki reel değerlenme, enflasyonist baskıların hafiflemesine yardımcı oldu. 2025 yılında da kısmen reel değerlenmenin devam etmesini bekliyoruz. Ancak küresel gelişmelerin olumsuz etkileri arttıkça bu tarafta baskılar oluşabilir. Başka bir deyişle, kontrollü kur eğiliminin kalkması halinde, TCMB'nin rezerv biriktirme süreci ve küresel risk iştahındaki değişimler nedeniyle TL'nin değerinde oynaklığa yol açabilir. Reel değerlenme sürecinin tersine dönmesi halinde ithal

ürün ve enerji maliyetleri yüksek seyrederek enflasyondaki düşüş sürecini zorlaştırabilir.

Sonuç olarak, baz etkisinin yardımı ve sıkı para politikasının gecikmeleri etkisi sonucunda enflasyon dinamiklerinde iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Ancak yıllık enflasyondaki düşüşün %30 sınırına gelmesiyle birlikte buradaki yapışkanlık etkisinin daha güçlü olmasını öngörmekteyiz. Enflasyondaki iç dinamiklerin öngörebileceği süreçte iyi ve kötü senaryoların olabileceği ve bu etkilerin dinamiklerdeki değişimi hızlandırabileceği görüşündeyiz. 2025 yılı için yıl sonu enflasyon beklentimiz %30 seviyesinde bulunmaktadır.



Kaynak: TÜİK, Integral Araştırma

Büyüme – Hikaye değişecek mi?

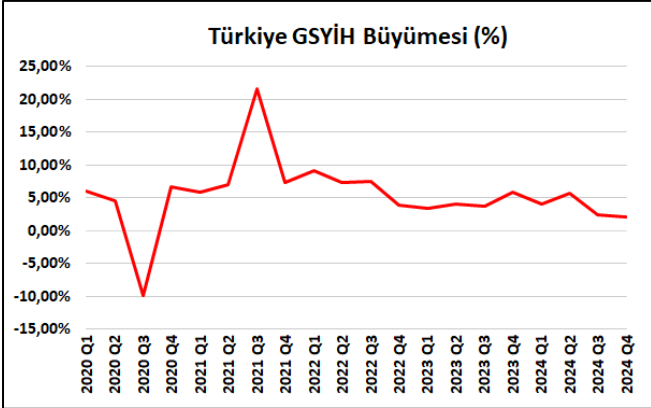
Türkiye ekonomisi dinamiklerinde çoğu zaman büyümeye öncelik verildi. Buna karşın sıkı para politikasının gecikmeli etkilerinin bir süre daha ekonomik dinamikler üzerinde etkili olabilir. Ücret artışının beklenen ölçekten daha düşük gerçekleşmesi, faiz indirimlerinin kademeli olarak yapılacak olması iç talep desteğinin daha az olmasına zemin hazırlayabilir. 2024 yılındaki gelişmeler ve 2025 yılındaki yol haritasına bakıldığından Türkiye büyümesi 2025 yılında %3,2 gibi bir büyümeyi yakalayabileceğini düşünüyoruz. Bu da cari açığın geçen yıla göre artmasına zemin hazırlayabilir.

2025 yılında faiz indirimlerinin kademeli olmaya devam etmesi harcamalar üzerinde baskı yaratmaya devam edebilir. Bununla birlikte 2025 yılı için asgari ücret artış miktarı tüketim harcamalarındaki ivmede sınırlandırıcı rol oynayabilir. Bunlara ek olarak, Türkiye'nin ihracat performansı açısından kur seviyesiyle birlikte küresel ekonomilerdeki yavaşlama ve ticaret savaşları da güçlü bir şekilde etkileyecektir. Küresel ticaretin baskılı altında kalması ve tarife misilleme boyutunun ekonomik büyümeye zarar vermesi, Avrupa büyümesinin yavaşlamasının bir sonucu olarak Türkiye'nin net ihracat katkısı sınırlanabilir.

Son genel sanayi üretim verisiyle birlikte imalat sanayi tarafında iyileşmelerin faiz indirim döngüsüne bağlı olarak devam etmesi beklenebilir. Hizmet sektörü 2024 yılında oldukça güçlü seyretti. 2025 yılında fiyat artışları yavaşlamasına karşın, iç talepteki yavaşlama nedeniyle hizmet sektöründe artış hızında yavaşlama görülebilir. Faiz indirim döngüsüne bağlı olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde kısmi bir canlanma görülebilir. Ancak konut piyasasının 2026 yılında daha fazla öne çıkmasını beklemekteyiz. Faiz indirimlerinin kademeli olması ve görece sıklığın korunmasıyla talepte canlanmanın sınırlı kalması ve yüksek maliyet etkenleri halen sektör üzerinde hakimiyet kuruyor. Ancak inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde 2024 yılına kıyasla canlanma beklenebilir. Devlet teşviklerinin artmasıyla birlikte enerji ve savunma tarafında yılın ikinci yarısından sonra güçlenme ön plana çıkabilir ve bu sektörlerin büyümeye katkısı artabilir.

Büyüme artarken cari açık genişleyebilir, bu da dış finansman ihtiyacını artıracaktır. Döviz kuru stabil kaldığı sürece ithalat talebi artabilir. Enerji faturasında büyük bir değişim olmadığı sürece cari dengenin geçen yıla kıyasla daha kötüleşmesi beklenebilir.

Sonuç olarak, 2025 yılında Türkiye ekonomisinin %3,2 civarında büyümesi beklemekle birlikte, büyümenin kompozisyonu büyük ölçüde iç talep, faiz politikaları ve dış ticaret performansına bağlı olacaktır.



Kaynak: TÜİK, Integral Araştırma

Kredi Notu – Not Artışı için alan var!

2024 yılında kat ettiğimiz mesafe bize not artışı olarak geri döndü. S&P ve Fitch tarafında çok spekülative değerlendirmeden spekülative değerlendirmeye yükseldik. Moody's tarafında ise çok spekülative olarak kalmaya devam ediyoruz. S&P bizi BB-'de değerlendirirken görünümü durağan olarak bıraktı. Başka bir deyişle ekonomideki değişimin devamlılığı konusunda izlemedeyiz. S&P'nin aynı notta değerlendirdiği diğer ülkeler arasında Güney Afrika, Arnavutluk, Özbekistan, Ermenistan, Kosta Rika, Ürdün, Makedonya ve Jamaika bulunuyor. Fitch'te bizi BB-'de değerlendiriyor. Güney Afrika, Ermenistan, Türkmenistan, Jamaika, Seyşeller, Özbekistan, Dominik Cumhuriyeti ve Namibya ile aynı nota sahibiz. 2025 yılında beklentimiz, 2024 yılında olduğu gibi ikişer not

artırımı yönünde değil. 2025 yılının ilk yarısında kredi derecelendirme kuruluşları bizi izlemeye devam edebilir. Ancak 2025 yıl sonuna doğru not artışı gelebileceği görüşündeyiz. Not artışı yükselmesi için alan var.

Sıradaki Not Değerlendirmeleri

- 25 Nisan 2025 S&P Global
- 16 Mayıs 2025 CI
- 30 Mayıs 2025 Scope
- 25 Temmuz 2025 Fitch ve Moody's
- 17 Ekim 2025 S&P Global
- 24 Ekim 2025 Scope
- 15 Kasım 2025 CI

S&P	Moody's	Fitch	Not Açıklaması	Yatırım Kategorisi
AAA	Aaa	AAA	En Yüksek Derece	Yatırım Yapılabilir Düzey
AA+	Aa1	AA+	Üst Düzey	
AA	Aa2	AA		
AA-	Aa3	AA-		
A+	A1	A+	Üst Orta Düzey	
A	A2	A		
A-	A3	A-		
BBB+	Baa1	BBB+	Alt Orta Düzey	
BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-		
BB+	Ba1	BB+	Spekülative Düzey	Yatırım Yapılmaz Düzey
BB	Ba2	BB		
BB-	Ba3	BB-		
B+	B1	B+	Yüksek Spekülative Düzey	Düşük Düzey
B	B2	B		
B-	B3	B-		
CCC+	Caa1	CCC	Ciddi Risk Düzeyi	
CCC	Caa2		Aşırı Spekülative Risk Düzeyi	
CCC-	Caa3		İflas Riski Düzeyi	
CC	C		İflas Eşiği Düzeyi	
C			Batık Düzey	
D	D	DDD		
		DD		
		D		

■ Türkiye'nin Mevcut Not Durumu

Kaynak: S&P, Moody's, Fitch, Integral Araştırma

Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

2025 Yılı Makroekonomik Projeksiyonlar

			Orta Vadeli Program		İntegral Yatırım	İntegral Yatırım
	2023	2024	2024 T*	2025 T*	2025 T*	2026 T*
TÜFE (Yıl sonu)	64,8%	44,4%	42%	17,5%	30,0%	19,0%
GSYH (Milyar TL)	26.546	-	44.218	61.540	62,280	82,100
GSYH (Milyar \$)	1.130	-	1.331	1.465	1,518	1,600
GSYH Büyüme (%)	5,1%	-	3,5%	4,0%	3,2%	4,0%
Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)	-45,0	-	-22,0	-28,6	-23,8	-21,4
Cari İşlemler Dengesi /GSYH	-4,0%	-	-1,7%	-2,0%	1,5%	1,2%
İşsizlik Oranı	9,4%	8,5%	9,3%	9,6%	9,3%	9,4%
TCMB Politika Faizi (Yıl sonu)	42,5%	47,5%	-	-	30,25	20%
USD/TRY (dönem sonu)	29,47	35,38	-	-	41,0	51
Brent Petrol (USD) (Yıl ortalaması)	82,5	80,5	84,9	83,8	75,2	83,1
EUR/USD (Yıl sonu)	1,1041	1,0359	-	-	1,0140	1,0680

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, TCMB, Matriks, İntegral Araştırma

*T: Tahmin

2025 Yılı Önemli Tarihler

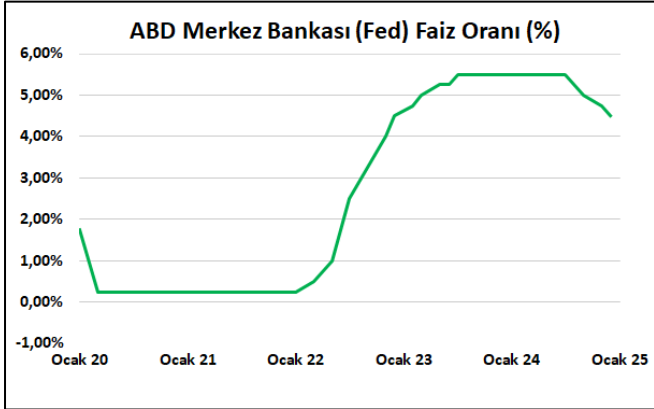
2025 Yılı Önemli Tarihler											
Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
23 - TCMB Faiz Kararı	6 - BoE Faiz Kararı	3 - MSCI Endeks Değişikliği	17 - TCMB/ ECB Faiz Kararı	1 - BoJ Faiz Kararı	5 - ECB Faiz Kararı	24 - TCMB/ ECB Faiz Kararı	7 - BoE Faiz Kararı	11 - TCMB/ ECB Faiz Kararı	17 - S&P Kredi Notu	5 - MSCI Endeks Değişiklikleri	10 - Fed Faiz Kararı
24 - Davos Zirvesi	7 - TCMB Enflasyon Raporu	6 - TCMB/ ECB Faiz Kararı	25 - S&P Kredi Notu	7 - Fed Faiz Kararı	17 - BoJ Faiz Kararı	25 - Fitch/ Moody's Kredi Notu	12 - MSCI Endeks Değişiklikleri	17 - Fed Faiz Kararı	19 - Dünya Bankası Ekomik Forumu	6 - BoE Faiz Kararı	11 - TCMB Faiz Kararı
24 - BoJ Faiz Kararı	11 - MSCI Endeks Değişiklikleri	19 - Fed/BoJ Faiz Kararı	27 - Dünya Bankası Ekomik Forumu	8 - BoE Faiz Kararı	18 - Fed Faiz Kararı	30 - Fed Faiz Kararı	14 - TCMB Enflasyon Raporu	18 - BoE Faiz Kararı	23 - TCMB Faiz Kararı	7 - TCMB Enflasyon Raporu	18 - ECB/ BoE Faiz Kararı
29 - Fed Faiz Kararı		20 - BoE Faiz Kararı		13 - MSCI Endeks Değişiklikleri	19 - TCMB/ BoE Faiz Kararı	31 - BoJ Faiz Kararı		19 - BoJ Faiz Kararı	29 - Fed Faiz Kararı	28 - G20 Zirvesi	19 - BoJ Faiz Kararı
30 - ECB Faiz Kararı				22 - TCMB Enflasyon Raporu			* Jackson Hole		30 - ECB/BoJ Faiz Kararı	28 - Finansal İstikrar Raporu	
31 - Fitch Kredi Notu				30 - Finansal İstikrar Raporu							

Kaynak: İntegral Araştırma

AMERİKA

Fed ve Tarifeler Kısacasında: ABD Ekonomisinin 2025 Sınavı

2024 Amerika Merkez Bankası'nın sıkı para politikası etkilerini izlediği bir yıldır. Sıkı para politikasının ekonomiye olan yansımaları Fed yönetmek durumunda kaldı. Yılın üçüncü çeyreğinden sonra gelen faiz indirimleriyle birlikte Fed'in sözel yönlendirmesi piyasayı hazırlamaya yeterli olmadı. Fed Eylül toplantısındaki 50 baz puanlık faiz indiriminin bedelini Aralık toplantısında ödediğini düşünüyoruz. 50 baz puanlık faiz indirimi erken ve daha politik bir karar olduğundan bahsetmiştik. Görüşümüzü korumakla birlikte bu kararla 2025 yılında beklenen hızla bir faiz indirim döngüsü gelmeyeceği görüşündeyiz. Şayet, büyüme ve istihdam dinamiklerinde artış söz konusu olursa bu yıl faiz indirimi konusunda Fed çok zorlu bir sınav verebilir. Trump politikaları ve baskılarına rağmen bu yıl Fed'in bir faiz indirilebileceği görüşündeyiz.

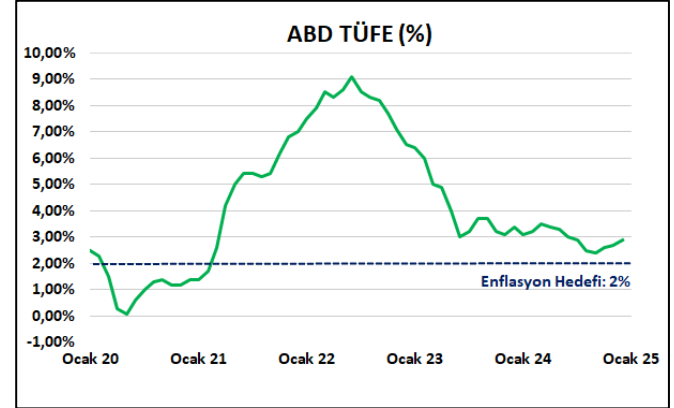


Kaynak: The Federal Reserve (Fed), İntegral Araştırma

Bir de işin Trump tarafı var. Trump'la birlikte önemli ölçüde bazı sarsıntılar yaşayacağız gibi görünüyor. Trump politikalarının genişlemeci bir etki yaratması yönünde güçlü tahminler var. Bu etkiyi ise Fed sırtlayacak ya da başka bir deyişle bununla Fed uğraşacak. Aralık ayında yayımlanan Fed ekonomik projeksiyonunda 2025 yılsonu TÜFE beklentisini yukarı revize edilmesi, korumacı ekonomi politikaların

etkisinin enflasyonda yukarı yönlü bir risk taşıdığı ile doğru orantılı görünüyor.

ABD'de sınırlı negatif bir tablo çizmesine karşın dünyada İmalat sektörüne yönelik daralma, enflasyonist risklerin varlığı ve istihdamdaki kaygan zemin Trump'ın korumacı ekonomik politikaları ile birleşince zorlu bir tablo ortaya koyuyor.



Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, İntegral Araştırma

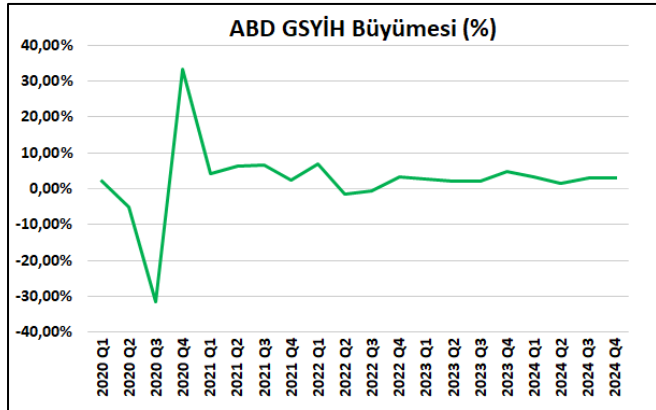
Fed'in 2024 yılında 100 baz puanlık faiz indirim ufkunu 50 baz puanlık indirim revize etmesi 2025 yılı para politikası duruşu olarak daha ihtiyatlı olacağına bir göstergesi. Fed gelişmeleri izleyerek, veri bazlı hareket etme refleksini ön plana koyarak hareket etmeyi tercih edecek gibi görünüyor.

Fed'in son toplantılarda sözel yönlendirmesi yeniden enflasyona kaydı. Bu iletişim tüm piyasaların odağının da değişmesine neden oldu. Piyasayı hafif ısıtarak hazırlamaktan ziyade Fed iletişimi doğrudan yapmayı tercih etti. Bu tarz, daha ani iletişimler gelişmekte olan ülkeler açısından daha sert fiyatlanıyor. Fed toplantısı sonrası Brezilya reali, rekor düşük seviyelere gerilerken Brezilya Merkez Bankası döviz piyasalarına müdahale etti. Hint rupisi dolar karşısında tarihi düşük seviyesini yeniledi. Risk iştahının habercisi olan Güney Afrika randı, doların yükselmesiyle yüzde 1,3 düşerek gelişmekte olan para birimleri arasında en kötü performansı gösterdi. Bu etki azalmasına karşın güçlenen dolar endeksinin GOP'lar üzerinde baskı yaratmaya devam etmesini bekliyoruz. Gelişmekte olan ülkeleri ilgilendiren bir diğer konu ise sermaye akışının

GOP'lara girişinin sınırlı olması. Fed'in daha fazla gevşeme sağlamasını ve para akışının ve risk iştahının GOP'lara kayacağı beklentisi vardı. Ancak 2025 yılında risk alma iştahı birçok nedenden dolayı zor olabilir. Başta Trump'ın korumacı politikaları ve bunların etkileri olmakla birlikte sermaye akımlarının beklenen hızda olmayabileceği olasılıklar arasında. Bu da Gelişmekte olan ülkeler arasında hikaye rekabetini doğuruyor.

2024 yılında ABD ekonomisi güçlü iş gücü piyasası dayanıklı tüketim harcamaları desteğiyle büyümesini sürdürdü. 2025 yılında ise büyümenin %2,4-%2,7 arasında gerçekleşmesi bekleniyor.

İşsizlik oranının ise %4 seviyelerine gerileyeceği öngörülüyor. Fed'in yıl içinde ekonomik projeksiyonlarda yapacağı revizyonlar bu beklentilerin şekillenmesinde belirleyici olacaktır. Bununla birlikte Trump yönetiminin potansiyel genişlemeci maliye politikalarının enflasyonist baskıları artırma ihtimali göz önüne alındığında, Fed'in politika tepkisi kritik bir değişken olacaktır.

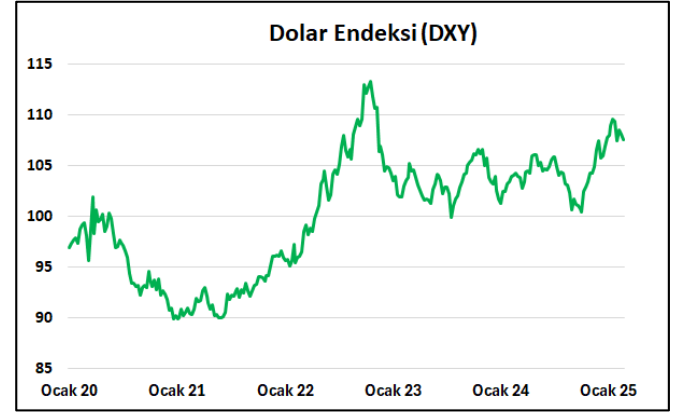


Kaynak: U.S. Bureau of Economic Analysis, İntegral Araştırma

ABD ekonomisinin güçlü tüketici harcamaları ve yüksek üretkenlikle orta döngüde kalacağını düşünmekle birlikte tarife artışlarının ve mali açıkların büyüme üzerinde baskı oluşturabileceği görüşündeyiz. Bütçe açığının genişlemesine ve kamu borçluluğunun artmasının doğal bir sonucu olarak bütçe açığının büyüme içindeki payı artacaktır ve bu da ABD tahvillerine ilişkin orta vadede güveni sorgulatabilir ve ticaret savaşlarını artırabilir.

Kötümser ancak olası senaryoda, enflasyona yönelik baskıların artması, Fed faiz indirimlerini sınırlı tutabilir. Bunun yanı sıra uzun vadeli tahvil faizlerinde yukarı yönlü hareketin sürmesine neden olabilir. Bütçe açığı ve kamu borcu genişlerse ve tahvil piyasasında dalgalanma ve dolarda baskı oluşabilir. Son olarak, Küresel büyüme ivme kazanırsa, ABD'nin ihracat kanalı üzerinden ekonomik büyümesi desteklenebilir.

Dolar Endeksi (DXY) Haftalık Grafik

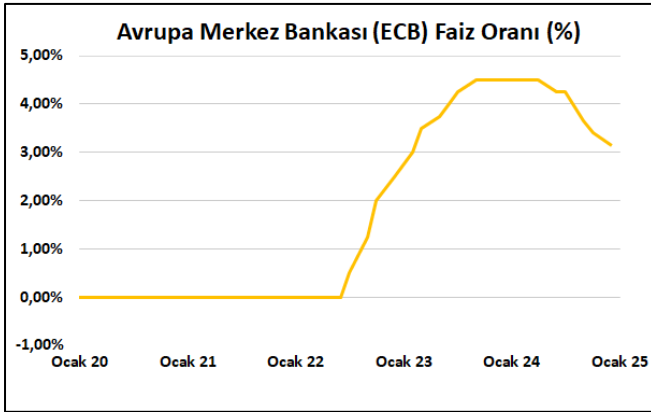


Kaynak: Matrix, İntegral Araştırma

AVRUPA

Zorluklar ve Stratejik Dinamikler

2024 Avrupa'sı, sanayi üretimde devam eden daralma, finansal koşulların sıkılığı ve zayıf iç talep nedeniyle zorlu bir süreçten geçti. 2025 yılında da ekonomik görünümdeki zayıflık, reel gelirlerdeki toparlanmanın gecikmesi ve sanayi sektöründeki yapısal sorunlarla devam edebilir. İmalat sektörünü ifade eden PMI verileri son bir iki ayda dip seviyeden toparlanma eğilimi gösterse de eşik seviye olarak kabul edilen 50'nin altında seyrediyor. Özellikle Euro Bölgesinin lokomotif ekonomisi konumunda olan Almanya'nın düşük büyüme patikasını sürdürmesi, bölgesel ekonominin ve sektörel toparlamayı sekteye uğratabilir.

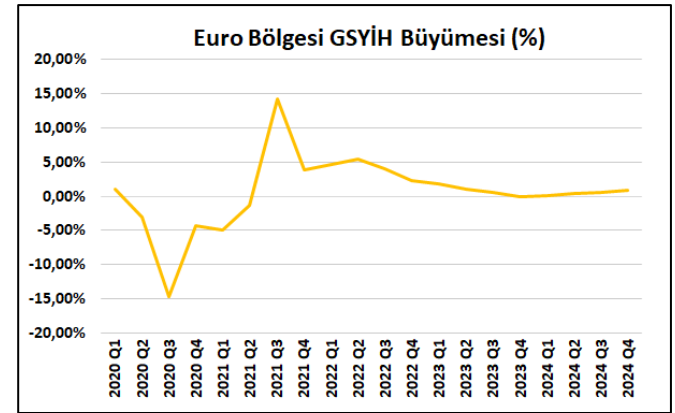


Kaynak: European Central Bank (ECB), Integral Araştırma

Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2024 yılında Fed'den daha hızlı hamlelerle faiz indirimine başladı. Daha sonra ECB'yi İngiltere Merkez Bankası (BoE) takip etti. ECB'nin daha erken etme reaksiyonunun temelinde Euro Bölgesi ekonomisinin dirençsiz yapısı bulunuyor. Ekonomiyi su üzerinde ve daha dengeli tutmak için ECB daha erken harekete geçmek durumunda kaldı. ECB'nin faiz indirimlerine devam edecek ancak Euro Bölgesi ekonomisi birçok açıdan risklere açık durumda. Dolayısıyla faiz indirimlerinin indirimlerin büyümeye ne ölçüde destek sağlayacağı belirsizliğini koruyor. Son toplantıda ECB Başkanı Christine Lagarde, para politikası kararlarının esnek kaldığını ve önceden belirlenmiş bir patikaya oturtulmadığını belirterek bu dengeli yaklaşımı pekiştirdi. ECB'nin mevcut faiz

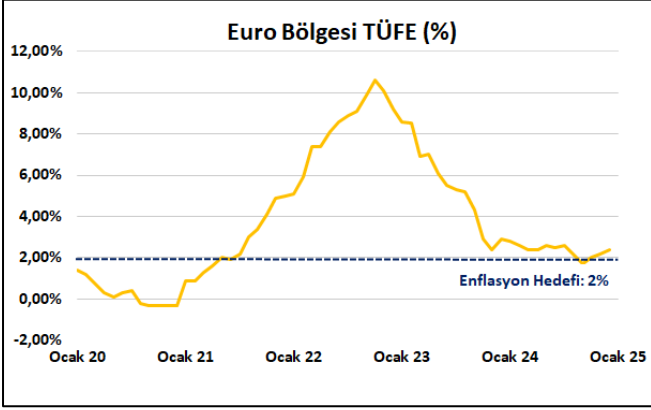
indirimlerine ek olarak 75 ila 100 baz puan daha faiz indirmesini bekliyoruz.

Euro Bölgesi sanayi ve imalat sektörünün seyri krizin derinleşip derinleşmeyeceği konusunda belirleyici olacaktır. Yüksek borç seviyesi ve iç talepte toparlanmanın sağlanamaması, yatırım yapma iştahını baskılayabilir. Bir diğer yandan ABD'den ek olarak gelebilecek tarifelerin Avrupa sanayisini ve ekonomisini daha da zorlama riski bulunuyor. ECB'nin faiz indirme politikası tek başına imalat sektörünü güçlendirmede yeterli kalmayabilir. Tüm bunlarla birlikte 2025 yılı Euro Bölgesi ekonomilerinin politik güçlerinde sarsılmalar olduğu bir yıl olabilir. Dolayısıyla ekonomik görünümün daha da sorgulandığı bir yıl olmaya aday. Almanya'da mali disiplin ön planda kalmaya devam edecek. Fransa ve İtalya'da kamu maliyesi kırılgan olmakla birlikte yüksek borçluluk devam ediyor. Diğer güney Avrupa ülkelerinde ise kemer sıkma politikalarına duyarlı olmaya devam edecek.

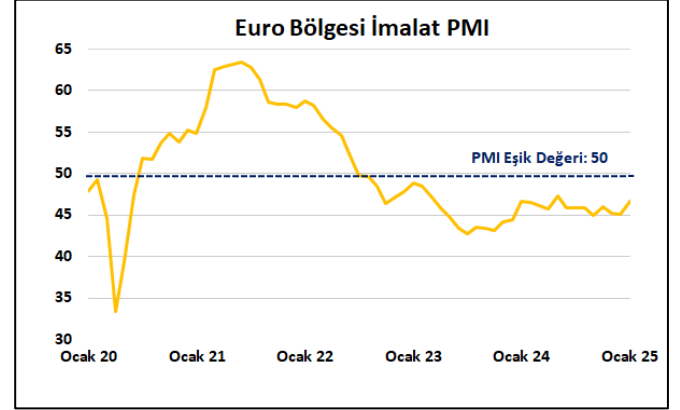


Kaynak: Eurostat, Integral Araştırma

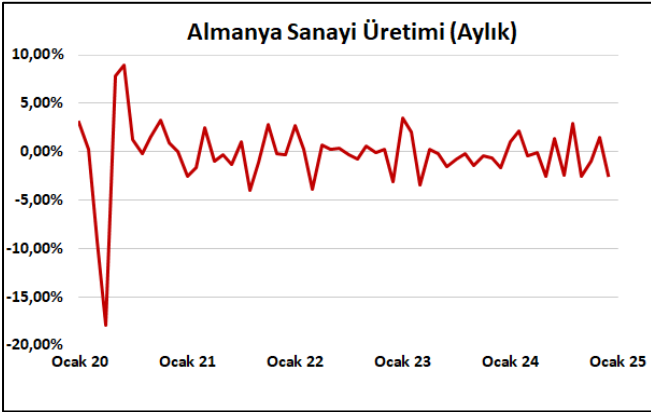
2025 yılı, Euro Bölgesi için zayıf iç talep, düşük büyüme ve sanayi sektöründeki daralmanın devam ettiği zorlu bir dönem olacak. Avrupa Merkez Bankası faiz indirimleriyle ekonomik büyümeyi canlandırmaya çalışsa da 2025 yılı dinamiklerinde ekonomiyi baskılayan birçok dış etken çıkmaya aday. Bunlardan ilki ticaret savaşları riski. Maliye politikalarının sınırlı esnekliği ve küresel talepteki durgunluk büyümeyi baskılayan diğer etkenler olabilir. Sonuç olarak, Avrupa ekonomisi 2025'te faiz indirimleriyle desteklenen ancak yapısal sorunları nedeniyle potansiyelinin altında büyüyen bir ekonomi görünümünde olacak.



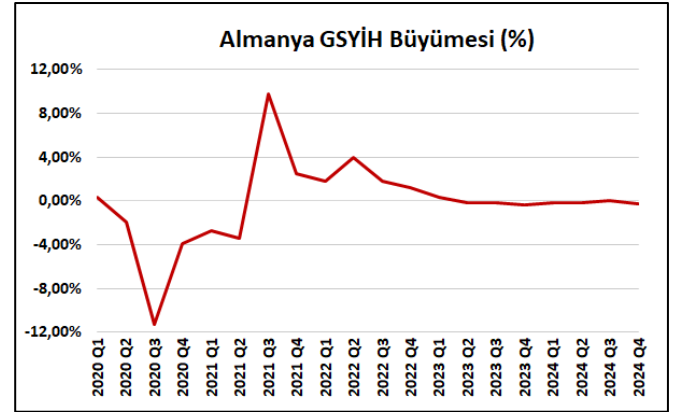
Kaynak: Eurostat, İntegral Araştırma



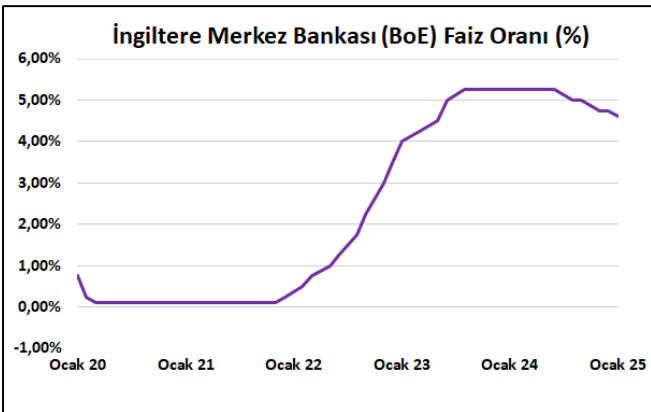
Kaynak: S&P Global, İntegral Araştırma



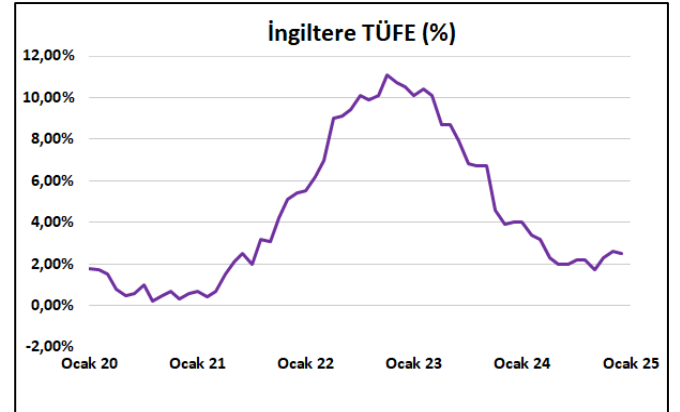
Kaynak: Statistisches Bundesamt Deutschland, İntegral Araştırma



Kaynak: Statistisches Bundesamt Deutschland, İntegral Araştırma



Kaynak: Bank of England (BoE), İntegral Araştırma



Kaynak: The Office for National Statistics, İntegral Araştırma

Asya

Asya 2025: Yavaşlayan Devler, Yükselen Güçler

2024 yılı Çin açısından büyüme hızının ivme kaybettiği bir yıl oldu. GSYH artışı %5'lik büyüme beklentisinin altında gerçekleşti. Çin hükümetinin önümüzdeki 5 yıl için kasım ayında açıklamış olduğu 1,4 trilyon dolarlık teşvik paketinin iç tüketimi ve konut piyasasını desteklememesi, beklentileri karşılıksız bıraktı. 2025 yılında ise Çin'in resmi büyüme hedefi %5 seviyesinde bulunuyor. Bu hedef doğrultusunda iç talebi canlandıracak adımların atılmaya devam edilmesi bekleniyor. Ancak bu büyüme hedefine ulaşılması, Trump 2.0'in vergi adımlarına bağlı olacaktır.

2025 yılı ocak ayı itibarıyla Trump'ın göreve gelmesi, küresel ticaret savaşlarını canlandırdı. Ek gümrük vergileri Çin ekonomisi için büyük risk oluşturdu. 575 milyar dolarlık ABD-Çin ticareti göz önünde bulundurulduğunda, ek gümrük vergisi tarifelerinin Çin'in ekonomik büyümesine önemli derecede etki etmesini bekliyoruz. Bazı uluslararası yatırım bankalarının projeksiyonlarında, Çin'e uygulanacak %20'lik bir gümrük vergisinin büyüme üzerinde %0,7'lik bir etki yaratacağı öngörüldü. Trump'ın bu korumacı polkalarının etkisiyle 2024 yılında büyümede yaşanan ivme kaybının 2025 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz.

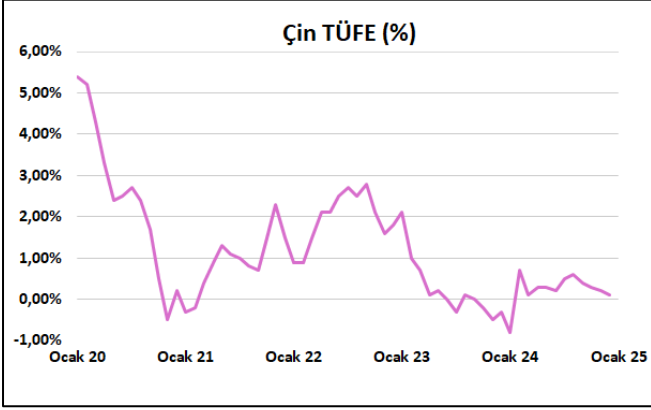
20 Şubat'ta ise PBoC'nin faiz kararı takip edilecek. Önceki faiz toplantısında bir yıllık kredi ana faiz oranı %3,1, beş yıllık faiz oranı ise %3,6 seviyesinde sabit bırakılmıştı. 2025 yılında hizmet ve imalat PMI verilerindeki gidişatın, PBoC'nin faiz patikasına öncü rol oynayabileceği görüşündeyiz. Özellikle son gelen İmalat PMI'nin eşik değerinin altında 49,1 olarak açıklanması, büyümede aşağı yönlü baskının devam ettiğini gösteriyor.

2024 yılında Japonya ekonomisi zayıf görünüm sergiledi. Son iki yıldır hedeflenenin üzerinde enflasyona sahip olan Japonya, mart ayında 20 baz puan ile politika faizinde artışa giderek negatif faiz

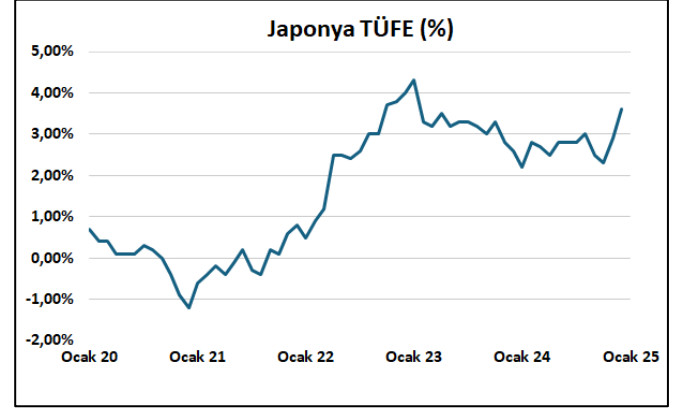
politikasına son verdi. Temmuz'da ise 15 baz puanlık artışa giderek politika faizini %0,25 seviyesine çıkardı. Bu gelişme sonrası yen, carry trade pozisyonları açısından avantajını bir miktar kaybetti ve küresel piyasalarda sert bir sarsıntı yaşandı. 2024 yıl sonunda ise %0,50 seviyesine çıkarılan politika faizi, 2025 yılı ocak ayında bu seviyede sabit bırakıldı.

Japonya Merkez Bankası'nın faiz artırımı sürecinde olduğu bu dönemde, beklentiye paralel veya altında gelecek enflasyon rakamları BoJ'un faiz artırımı politikasını destekleyebilir. Ancak ekonomik görünüm üzerinde Trump 2.0 etkili olacak gibi duruyor. Son olarak ABD'nin çelik ve alüminyum tarifelerine uygulanan istisnanın artık uygulanmayacağını duyurması, Japonya hükümetini harekete geçirdi. Son olarak 2022'de Japonya'dan yıllık 1,25 milyon metrik tona kadar çeliğin %25'lik tarife olmadan ABD'ye girmesine izin verilmişti. Ancak bu tarife değişikliğinin uygulanması durumunda 12 Mart'tan itibaren Japonya, çelik ve alüminyum için %25'lik tarife ile karşı karşıya kalacak. ABD-Japonya arasında ticarete uygulanacak ek verginin Japonya ekonomisine büyük ölçüde etki etmesini bekleriz.

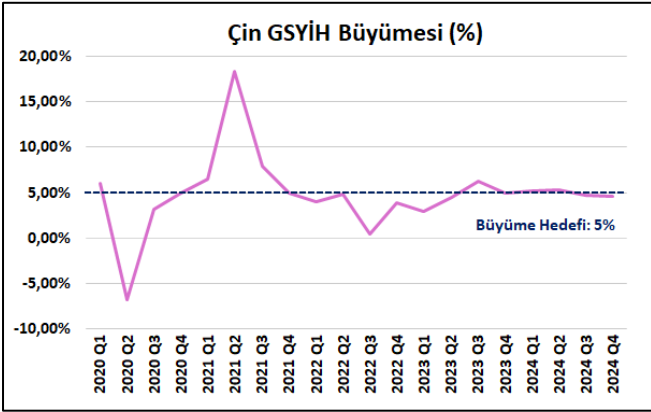
2025 yılında ise Japonya'nın genişlemeci para politikasına devam edeceği öngörülmüyor. Enflasyonun hanehalkı üzerindeki etkisinin hafifletilmesi amacıyla teşvik paketi açıklanması, BoJ'un politikasındaki kararlı duruşunu destekler nitelikte. ABD ile küresel ticaret savaşlarının artacağı 2025 yılında, yıl sonu Japonya için öngörülen %2'lik enflasyon hedefine doğru atılacak adımlar, Japon yeninin dolar karşısındaki değer kazanımını destekleyebilir. Ancak ABD-Japonya arasında yaşanan tarife savaşları, ekonomik göstergeler üzerinde risk unsuru olmaya devam ediyor.



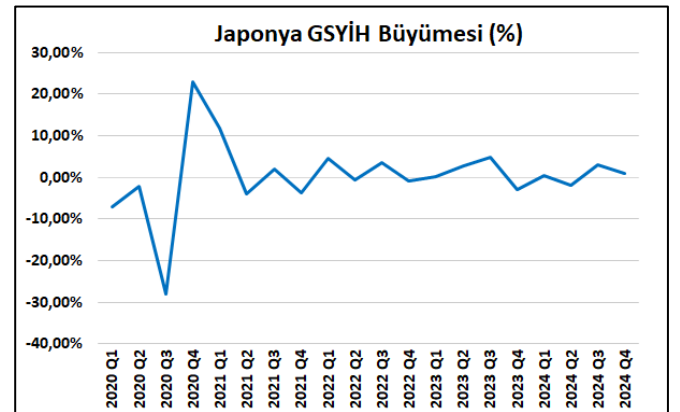
Kaynak: National Bureau of Statistics of China, İntegral Araştırma



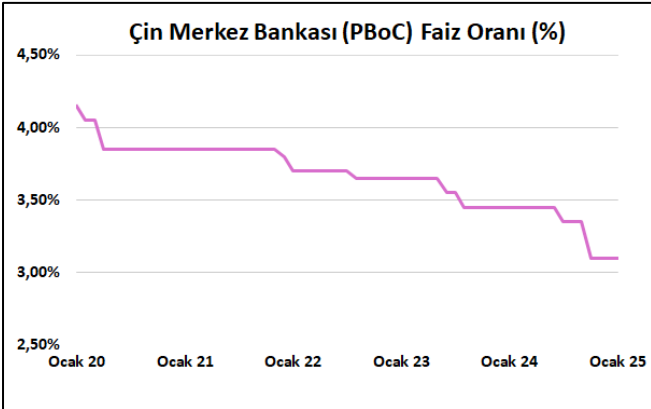
Kaynak: Statistics Bureau of Japan, İntegral Araştırma



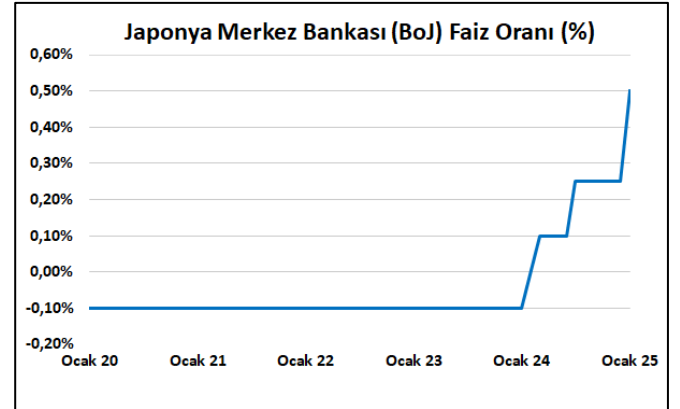
Kaynak: National Bureau of Statistics of China, İntegral Araştırma



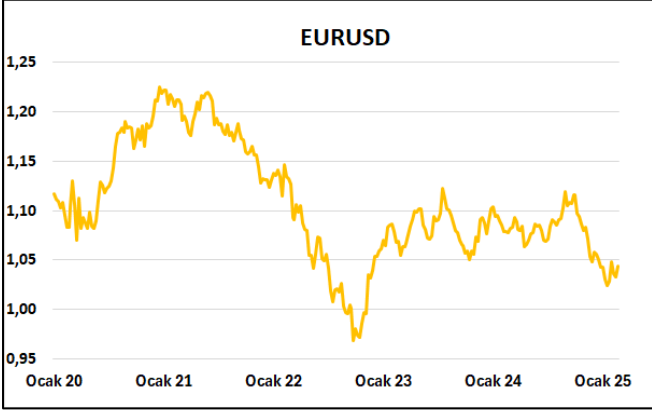
Kaynak: Cabinet Office, Government of Japan, İntegral Araştırma



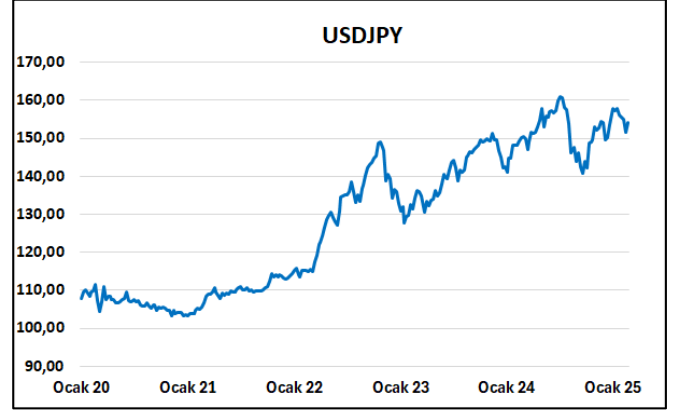
Kaynak: People's Bank of China (PBoC), İntegral Araştırma



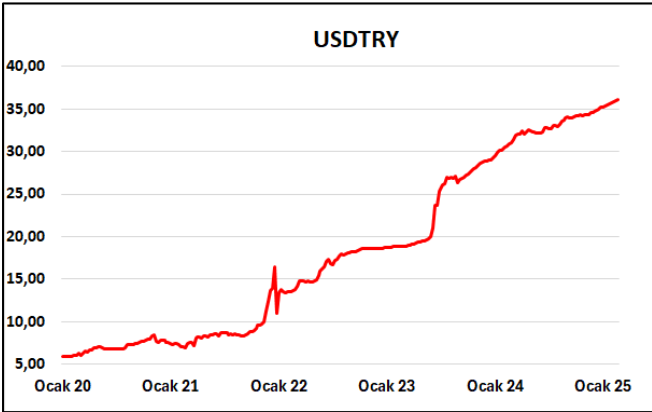
Kaynak: Bank of Japan (BoJ), İntegral Araştırma



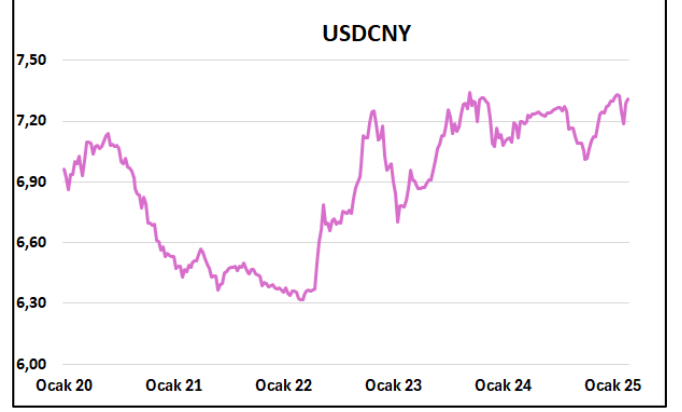
Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

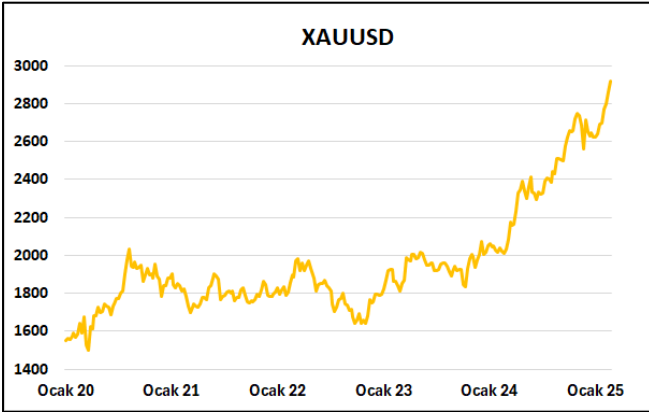


Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

Ons Altın

Altın: Belirsizliğin Parlayan Yıldızı

2024 yılı ons altın için güçlü geçen bir yıl oldu. Özellikle ABD Merkez Bankası'nın (Fed) Eylül ayındaki toplantısında 50 baz puanlık jumbo indirimle faiz indirim sürecine başlamasının ardından yukarı yönlü hareketinde ivme kazanan ons altın, Ekim ayı sonunda 2790 doları görerek zirve tazeledi. 6 Kasım'da ABD seçimlerinin Donald Trump'ın zaferi ile sonuçlanması ve seçim belirsizliğinin ortadan kalkması ile birlikte geri çekilme yaşayan ons altında yılın son haftalarında 2580 – 2725 dolar dengelenme hareketi izledik. 2024 yılını 2623 dolar seviyesinden kapatan ons altın, yıllık bazda %27 değer kazandı. 2024 yılında ABD'deki seçim belirsizliği, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine başlaması, başta Çin Merkez Bankası olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankalarının altın rezervlerini artırması nedeni ile altına olan talebin güçlü kalması ve yüksek jeopolitik risklerin fiyatlanması ons altındaki güçlü seyri destekleyen başlıca unsurlar olmuştur.



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

Ons altın 2024 yılının ardından 2025 yılına da güçlü bir başlangıç yaptı. Ocak ayı sonunda ons altında 2024 yılının zirvesi olan 2790 dolar seviyesi aşıldı. 20 Ocak tarihinde Trump 2.0 döneminin resmen başlamasının ardından Trump'ın aldığı kararlar, uygulamaya başladığı politikalar ve yaptığı açıklamaların küresel finans piyasalarında yarattığı endişe ve belirsizlik ortamı, ons altındaki yükselişi destekledi. Çin'in Meksika ve Kanada'ya fentanil göndermesi iddiasına dayanarak

Çin'e yüzde 10'luk bir gümrük vergisi getirmeyi düşünen Trump yönetimi, Şubat ayının başlarından itibaren Meksika ve Kanada'ya da %25 gümrük vergisi uygulamayı planlıyordu. Meksika ve Kanada'nın ABD sınırlarındaki güvenliği artırma sözüne karşılık olarak bu ülkelere uygulanacak %25'lik vergi tarifelerini bir aylığına askıya alan Trump yönetiminin, Çin'den ithal edilen mallara uygulayacağı %10'luk ek gümrük vergisi tarifesi konusunda da geri adım atıp atmayacağı konusundaki belirsizlik devam ederken, Trump ABD'nin alüminyum ve çelik ithalatına %25 gümrük vergisi getiren yeni bir kararname imzaladı.

Trump'ın gümrük tarifeleri Fed cephesinde de endişeye neden oluyor. Geçtiğimiz yılın Eylül ayında %2,4 seviyesine kadar gerileyen ABD enflasyonunu ise Aralık ayı sonunda %2,9 seviyesine yükseldi. Fed'in %2'lik enflasyon hedefinden uzaklaşmasının ve artan enflasyonist risklerin sonucu olarak, 2025 yılının ilk FOMC toplantısında, faiz oranlarının sabit tutulması kararı alındı. 2024 yılının son üç FOMC toplantısında Fed toplamda 100 baz puanlık faiz indirimine gitmişti. Fed yetkililerinin açıklamalarına bakıldığında artan enflasyonist riskler nedeniyle önümüzdeki birkaç toplantıda da faiz oranlarının sabit kalma ihtimali yüksek görünüyor.

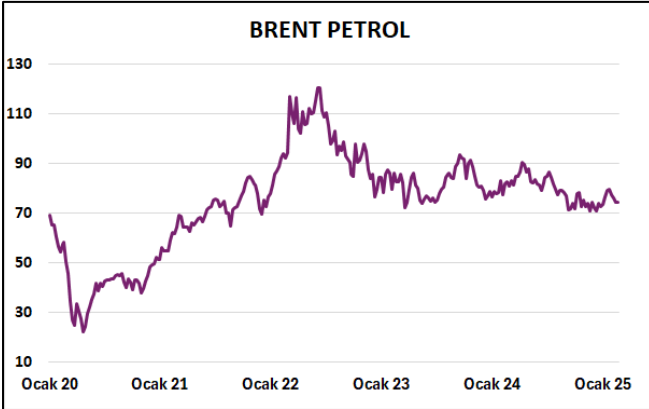
2025 yılının ilk haftalarında Trump'ın göreve gelmesinin ardından uygulamayı planladığı vergi ve enerji politikaları piyasalarda endişe yaratan unsurların başında geldi. 2025 yılının geri kalanında da Trump 2.0 döneminin yarattığı belirsizlik ve endişelere ek olarak, 2024 yılında olduğu gibi Fed dışındaki gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim süreçlerine devam etmesi, mevcut jeopolitik risklerin sürmesi, merkez bankalarının altın talebinin yüksek kalmaya devam etmesi gibi beklentilerin ons altın fiyatları üzerindeki pozitif etkisini sürdürmesini bekliyoruz. Tüm bu beklentiler ışığında ons altında 2024 yılı gibi 2025 yılının da güçlü bir yıl olacağını düşünüyoruz. 2025 yılının ikinci çeyreğinde ons altının 3000 dolar seviyesini test etmesini bekliyoruz. Yıl genelinde ise ons altının 2600 – 3250 dolar bandında seyretilmesini bekliyoruz.

Petrol

Petrol'de Riskler ve Belirsizlikler Dengeleri Bozabilir

2024 yılında oyun kurucu merkez bankaları enflasyonla mücadele ederken, petrol dinamikleri enflasyon görünümü açısından belirleyici bir unsur oldu. Belirsizlikler ve risklerin varlığını hissedebileceğimiz 2025 yılında da petrol görünümü enflasyon üzerinde etkili olmaya aday bir unsur olmaya devam ediyor.

Petrol fiyatlarının 100\$ seviyesinin üzerine yükselmesi ve bu seviyelerde uzun süre kalması dünyada enflasyon açısından olumlu olmayacaktır. Özellikle merkez bankalarının sıkı para politikaları hakimiyetinde geçen son birkaç yılın ardından faiz indirim süreçlerinin başladığı şu dönemde enflasyonun tekrar yükselmesi merkez bankalarının karar mekanizmalarını bozar. Bu açıdan baktığımızda petrol fiyatlarını etkileyebilecek arz talep dengesi, jeopolitik riskler ve küresel büyümedeki olası tehditler dikkate alınarak petrol gelişmelerini değerlendireceğimiz bir yıl olacak.



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

2025 yılı Ocak ayında Trump'ın görevi devralmasından önce, ABD'nin Gazprom Neft ve Surgutneftegas gibi Rusya'nın önde gelen petrol üreticileri de dahil olmak üzere 180'den fazla gemiyi, birçok petrol üreticisini ve petrol sahası hizmet sağlayıcısını yaptırım listesine eklemesi, küresel enerji piyasalarında dalgalanmalara yol açtı. Bu gelişme, 2025 yılında petrol fiyatlarındaki beklentilerin aşağı yönlü revize edildiği bir dönemde, küresel ticaret savaşı riskini artırarak fiyatlar üzerinde

yukarı yönlü ciddi bir baskı oluşturdu. Ancak Trump'ın göreve gelmesiyle birlikte piyasalarda artan risk iştahı yerini tekrar aşağı yönlü baskıya bırakmış görünüyor.

Trump dönemiyle birlikte risk, belirsizlik ve ticaret savaşlarının tekrar gündeme geldi. Trump'ın Çin'e uyguladığı vergi tarifelerinin kademeli olarak Çin büyümesine zarar verecek bir etki yaratması ve bunun piyasa algısına girmesi, talep nedeniyle petrol fiyatlarını baskılayan bir unsur olabilir. Geçtiğimiz yıllarda zaman zaman bu etkinin varlığını petrol fiyatlarında hissetmiştik. Bu yıl geçen yılın hemen hemen dip seviyesi olan 70\$'ın altında günlük kapanışlar gelmesi petrolde geri çekilmenin devamını tetikleyebilir. 2025 yılı gündeminde olan jeopolitik risklerin yükselmesi ise bu senaryonun tersini de yaratabilir. Özellikle stratejik petrol rezervi konumunda olan ülkelerin olası jeopolitik risklere dahil olması, petrol fiyatının yükselmesini destekleyebilir. Ayrıca, ulaşım, turizm ve/veya seyahat sektöründe olası kısıtlamaların gelmesi petrol fiyatlarını baskılayan bir etken olabilir. Trump'la birlikte 2025 yılında güçlü dolar temasının varlığı talebin düşmesine neden olabilir.

OPEC+ ülkelerinin üretim politikaları, petrol fiyatlarını belirleyen en önemli faktörlerden biri oldu. OPEC+ üyelerinin günlük 2 milyon varillik arz kısıtlamalarını 2026 sonuna kadar uzatma kararı, petrol fiyatlarını destekleyen güçlü bir unsur olarak öne çıkıyor. Bu karar, küresel arzın sınırlı kalmasıyla birlikte, petrol fiyatlarının yükselmesine veya mevcut seviyelerde dengelenmesine katkı sağlayabilir. Bu nedenle, 28 Mayıs 2025'te yapılacak bir sonraki OPEC toplantısı hem arz hem de fiyatlar açısından kritik bir dönemeç olacaktır.

Özetle, 2025 yılı petrol fiyatları açısından karmaşık bir yıl olmaya aday. Petrol dinamiklerinin enflasyon üzerindeki etkisi, küresel ekonomik istikrarın sağlanıp sağlanamayacağına ve arz-talep dengesinin nasıl değişeceğine bağlı olarak şekillenecektir.

MODEL PORTFÖYÜMÜZ

2025 yılında Borsa endeksi görünümünü etkileyecek ana gündemin enflasyon seyrine bağlı olduğunu düşünmekteyiz. Enflasyonda daha ikna edici düşüşler gördükçe risk alma iştahı da artabilir. Bununla birlikte enflasyonun aşağı gelmesiyle birlikte değerlemeler pozitif etkilenecektir. Bir diğer yandan nominal olarak faizlerin aşağı gelecek olması kredili pozisyonların kullanılmasını teşvik edebilir.

Merkez Bankasının faiz indirme hızına bağlı olarak TL bazında sabit getirili enstrümanlara olan teveccüh bir süre daha devam edebilir. Bir diğer yandan dünyada oluşan gelişmelerin özellikle bu yıl Gelişmekte olan ülkelere olan risk iştahını etkileyebileceği görüşündeyiz. Trump'ın politikalarının risk ve belirsizlikleri artırması GOP ülkelerine yönelik para akışını baskılayabilir. Bizim için 2025 yılında en büyük dış risklerden bir tanesi ABD ile ilişkilerin bozulması olacaktır. Ancak tarifelerle ilgili olan ek bir risk oluşmayabilir. Genel olarak dünyada oluşan belirsizliklerin enflasyon yaratma potansiyeli olması halinde bizim için enflasyonda ek yukarı yönlü riskler oluşabilir ve Merkez Bankasının yıl sonu hedeflerinde daha fazla sapmalar oluşabilir.

Uluslararası ilişkilerin zedelenmesi risk primini yukarı çekebilir. Bu unsurların varlığı borsa endeksinde olumsuz bir senaryo olarak okunabilir. Bununla birlikte Fed'in faiz indirimleri küresel likiditeyi artırmakta yeterli kalmazsa, Gelişmekte olan ülke piyasaları için yabancı ilgisi dağılıbilir. GOP'lar için sermaye girişlerini Fed ve Trump politikaları belirleyecek. Türkiye'de aktif işlem yapan yabancı yatırımcılar daha çok hedge fonlar ve kısa vadeli al-sat yapan fonlar oldu. 2025 yılındaki uluslararası ilişkilerde istikrar, Kredi not görünümü ve ekonomi politikalarının seyri yabancı yatırımcı ilgisini belirleyecek olsa da parayı uzun süre park eden bir yabancı görmeyebiliriz. Son olarak 2025 yılında enflasyonda yaşanacak gerilemeyle birlikte şirketlerin üzerindeki enflasyon muhasebesi baskısı azalacaktır. Bu şirket karlılıklarının daha dengelenmesini destekleyen bir unsur olacaktır. Risk priminde ek bir baskı oluşmadıkça 2025 yılında bankalar potansiyel sunmaya devam edebilir. Tüm bunlarla birlikte 2025 yılı endeks hedefimiz 13.800 seviyesiyle %39 getiri potansiyeli sunuyor.

Model Portföy									
Kod	Şirket	Son Fiyat TL	Hedef TL	Yükseliş Pot. %	Milyon TL		F/K	PD/DD	
					Sermaye	Piyasa Değeri			
ENKAI	Enka İnşaat	52,75	64	21	6.022	317.644	12,89	1,19	
TCELL	Turkcell	107,4	148	38	2.200	236.280	5,45	1,35	
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası	28,6	42,1	47	8.447	241.586	8,34	1,26	
ASTOR	Astor Enerji	123,40	188	52	998	123.153	14,54	5,83	
EKGYO	Emlak Konut GMYO	14,39	21	46	3.800	54.682	16,22	0,63	
MGROS	Migros Ticaret	540,50	790	46	181	97.860	16,82	1,98	
TURSG	Türkiye Sigorta	16,57	23,8	44	5.000	82.850	7,06	3,13	
Hedef Fiyatlar 12 aylık dönemi kapsamaktadır.									
*F/K ve PD/DD Verileri bir önceki işlem gününün kapanışını baz almaktadır.									
Portföy Getirisi		5,6%							
BIST100 Endeksi		1,0%							
Rölatif Getiri		4,5%							
		Portföy	BIST100	Rölatif					
2020 Performansı		67,4%	29,1%	29,7%					
2021 Performansı		31,1%	25,8%	4,2%					
2022 Performansı		236,7%	196,7%	13,6%					
2023 Performansı		103,8%	36,9%	48,9%					
2024 Performansı		35,5%	25,5%	8,0%					

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

TCELL – Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
Hedef: 148,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %38
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	139,885	164,860	220,328
FAVÖK	63,926	70,212	98,589
Net Kar	17,055	29,367	33,571
Brüt Kar Marjı (%)	22,05	23	23
FAVÖK Marjı (%)	45,70	42,5	44,7
Net Kar Marjı (%)	12,19	17,8	15,2
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			14,10
3 Aylık			17,55
Yılbaşına göre			16,38
Son 1 Yıl			63,07
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			237,600
Takas Saklama Oranı			54,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			5,49
FD/FAVÖK			3,60
FD/NS			1,77

2024 yılında endeksten pozitif ayrılan TCELL için mevcut konjonktür lehte çalışmaya devam ediyor. Enflasyonun gecikmeli etkilerinin şirket karlılığını pozitif etkilemeye devam edebileceği görüşündeyiz.

Şirketin 2025 yılında da 2024 yılında olduğu gibi abone sayısındaki artışın ve ARPU büyümesinin devam etmesi ile satış gelirleri ve brüt karlılığındaki büyümenin devam edeceğini düşünüyoruz.

Turkcell'in borç yapısındaki gerilemeyi olumlu buluyoruz. Ukrayna iştirak satışından gelen nakdin borç gerilemesinde önemli bir rol oynadığını söylemek mümkün. Net borç/FAVÖK rasyosu son gelen bilanço rakamlarına göre 0,3x seviyesine doğru geriledi. Bu taraftaki iyileşmeyi beğeniyoruz. Bununla birlikte kar marjlarında güçlü seyir korunmakla birlikte 2025 yılında ARPU lehine gelişmelerin sürmesini beklemekteyiz.

Model portföyündeki TCELL için hedef fiyatımızı daha önceki 137 TL seviyesinden 148 TL'ye revize ediyoruz.

ENKAI – Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.
Hedef: 64,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %21
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	76,704	94,565	142,657
FAVÖK	15,060	19,169	38,932
Net Kar	16,969	19,878	37,121
Brüt Kar Marjı (%)	20,70	23,80	24,12
FAVÖK Marjı (%)	19,63	20,27	27,29
Net Kar Marjı (%)	22,12	21,02	
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			8,19
3 Aylık			-5,04
Yılbaşına göre			6,58
Son 1 Yıl			36,99
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			310,800
Takas Saklama Oranı			12,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			12,79
FD/FAVÖK			16,09
FD/NS			2,29

Enka güçlü sektör tecrübesi ile dünya çapında Mühendislik, satın alma ve İnşaat (Engineering, Procurement and Construction, EPC) alanındaki faaliyetlerini başarı ile sürdürmektedir.

Şirket gerek tek başına gerekse Bechtel gibi dünyanın önde gelen firmaları ile kurduğu ortak girişimlerle endüstriyel ve sosyal binalar, enerji çevrim santralleri, otoyol projeleri ve enerji üretim sahalarının geliştirilmesi gibi yüksek mühendislik altyapısı gerektiren projelerin en verimli şekilde inşa edilmesi ve işletilmesi süreçlerine dahil olmaktadır.

Şirketin finansal sonuçlarına bakıldığında mühendislik ve taahhüt alanındaki güçlü faaliyetler ve gayrimenkul segmentindeki düzenli nakit akışına ek olarak enerji sektöründeki faaliyetlerde güçlenme ve artan net nakit pozisyonu dikkat çekiyor.

2025 yılında Rusya – Ukrayna arasındaki savaşın kalıcı bir barış ile sona ermesi beklentisi de Şirketin bölgedeki faaliyetlerinin güçlenmesi konusunda önemli bir potansiyel yaratıyor.

TURSG – Türkiye Sigorta A.Ş.
Hedef: 23,80 TL
Yükseliş Potansiyeli: %44

Özet Gelir Tablosu (Bin TL)	2024/12	2023/12	%
Prim Üretimi	101.365.792	59.518.179	70
Alınan Net Primler	48.170.285	33.800.606	40
Teknik Gelirler	59.460.451	29.850.353	99
Teknik Denge	17.259.524	7.905.204	118
Net Dönem Karı	12.780.600	6.186.049	107
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			10,52
3 Aylık			39,01
Yılbaşına göre			-2,02
Son 1 Yıl			50,09
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			89,800
Takas Saklama Oranı			18,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			7,06
PD/DD			3,13

2024 yılında hem teknik tarafta hem de yatırım gelirleri tarafında güçlü performans sergileyen Türkiye Sigorta, sektörde pazar lideri konumunda bulunmaya devam ediyor.

Güçlü yatırım portföyü sayesinde, yatırım gelirlerinin finansallar üzerinde pozitif etkisinin devam edeceğini öngörüyoruz. Bunun yanında şirketin daha dengeli bir portföy oluşturma amacı ile yüksek hasar oranına sahip ve teknik gelir üzerinde baskı yaratan trafik branşının portföy ağırlığını azaltması ve genel zararlar branşında büyük paya sahip olan tarım segmentindeki potansiyelin sürmesi, teknik tarafta pozitif ivmenin devam edeceğine işaret ediyor.

16 Ocak 2025 tarihinde %44 yükseliş potansiyeli ile model portföyümüze dahil ettiğimiz Türkiye Sigorta için 23,8 TL olan hedef fiyatımızı koruyoruz.

YKBANK – Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
Hedef: 42,10 TL
Yükseliş Potansiyeli: %47

Özet Bilanço (mnTL)	12A24	12A23	% Değ.
Aktif	2.380.585	1.738.651	37
Krediler	1.199.442	864.025	39
Takipteki Krediler	38.804	26.829	45
Menkul Kıymetler	3.724	3.093	20
Mevduat	1.267.908	1.036.469	22
Özkaynaklar	192.804	178.851	8
Net Kar/ Zarar	29.016	68.008	-57
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			-3,28
3 Aylık			5,17
Yılbaşına göre			-5,68
Son 1 Yıl			30,22
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			243,951
Takas Saklama Oranı			39,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			8,41
PD/DD			1,27

Yapı Kredi Bankası'nın 4Ç2024'teki net dönem karı önceki çeyreğe göre %32,2 oranında artarak 6.611mn TL'ye çıkardı. Maddi ortalama özkaynak karlılığı dokuz aylık finansallarında %16,4 iken, 2024 yılında %15,8'e geriledi.

Yapı kredi 2025 yılında, net faiz marjında, TL kredi-mevduat makasındaki iyileşme sayesinde 300 bp'lik güçlü bir artış öngörüyor. Bununla birlikte komisyon gelirlerinde %25-30 büyüme, için net kredi riski maliyetini 150-175 bp aralığında olmasını ve orta-yirmili seviyelerde maddi özkaynak kârlılığı hedeflemektedir. Sıkılaştırıcı regülasyonların etkisi ile TL kredilerde ortalama enflasyonun altında bir büyüme beklerken, YP kredilerde orta çift haneli bir artış beklemektedir.

Bankanın 2025 yılında güçlü net faiz geliri elde etmesini ve net karlılıkta hızlı toparlanma sağlamlasını beklemekteyiz.

ASTOR – Astor Enerji A.Ş.
Hedef: 188,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %52
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	22,979	26,312	38,473
FAVÖK	7,875	9,167	13,787
Net Kar	6,247	6,783	10,111
Brüt Kar Marjı (%)	28,29	38,12	35,83
FAVÖK Marjı (%)	34,27	34,83	33,95
Net Kar Marjı (%)	27,19	25,77	26,28

Hisse Performansı (TL)

	% Değ.
1 Aylık	-11,21
3 Aylık	16,31
Yılbaşına göre	-5,44
Son 1 Yıl	-10,06

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri (mn TL)	107,485
Takas Saklama Oranı	28,00

Piyasa Çarpanları

F/K	14,62
FD/FAVÖK	13,43
FD/NS	3,99

Astor'un büyüme hikayesini beğenmeye devam ediyoruz. Şirket, 3Ç24 döneminde maliyetlerde gerçekleşen artıştan dolayı brüt karda gerileme yaşasa da elde ettiği net parasal pozisyon kazancı net karı destekledi.

Kapasite artırımı çalışmalarına yönelik olarak, özellikle orta gerilim anahtarlama ürünleri kapasitesini artırmak amacıyla yeni tahsis edilen alandaki projelerin önemli bir aşamaya gelmiş olması ve bu yatırımların 2025 yılı birinci çeyreğinden itibaren devreye alınacak olması, satış gelirleri açısından büyük önem taşımaktadır. 2025 yılı sonunda ise yaklaşık 50 milyon dolar maliyete sahip, emaye kaplı, izolasyonlu bakır ve alüminyum iletken üretim tesisinin devreye alınması planlanıyor. Şirket ihracat payını 2025 yılı sonu itibarıyla %50 seviyesine çıkarmayı hedeflemesini finansal performans açısından pozitif olarak değerlendiriyoruz.

Artan yatırımların etkisinin önümüzdeki dönemde şirket finansallarına daha belirgin bir şekilde yansıtacağını düşünüyoruz. Astor için hesapladığımız 188 TL hedef fiyatımızı koruyoruz.

EKGYO – Emlak Konut GMYO A.Ş.
Hedef: 21,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %46
Özet Tablolar ve Projeksiyon (mnTL)

	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	38,715	24,145	31,926
FAVÖK	6,266	5,763	8,897
Net Kar	-5,535	4,852	7,871
Brüt Kar Marjı (%)	29,81	35,02	38,01
FAVÖK Marjı (%)	16,18	23,86	27,86
Net Kar Marjı (%)	-14,30	20,09	24,65

Hisse Performansı (TL)

	% Değ.
1 Aylık	-0,50
3 Aylık	20,42
Yılbaşına göre	1,76
Son 1 Yıl	29,41

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri (mn TL)	52,668
Takas Saklama Oranı	51,00

Piyasa Çarpanları

F/K	36,39
FD/FAVÖK	7,46
FD/NS	2,19

2025 yılının ikinci yarısından sonra konut piyasasındaki canlanma daha net izlenebilir. Arsa karşılığı gelir paylaşımı modeli daha benimsenmeye başlanırken, kentsel dönüşüm projelerinin artarak devam etmesini beklemekteyiz. Bununla 2025 yılında gayrimenkul talebinde artış olması ve inşaat aktivitesinde toparlanmanın Emlak Konut'a olumlu yansıtacağı görüşündeyiz.

EKGYO dokuz aylık finansal sonuçlarında uzun süre koruduğu net borçsuz yapısından net borçlu konuma geçti. Borçluluk rasyolarında bir bozulma olmadı. Ancak şirketin tekrar net borçsuz konuma geçmesi genel görünüm açısından olumlu olacaktır.

Şirket için 2024 yıl sonu net karını 4,852 mn TL olarak hesaplamakla birlikte gelecek yıl 7,871 mn TL net kar açıklamasını beklemekteyiz.

Buna karşın makroekonomik koşullarda bozulma, dış şoklarda yaşanabilecek artış ve Merkez Bankasının beklenenden daha sıkı duruş göstermesi riskler arasında yer alıyor. Hedef fiyatımızı daha önce belirlediğimiz 16 TL'den 21 TL'ye revize ediyoruz.

Özet Tablolar ve Projeksiyon

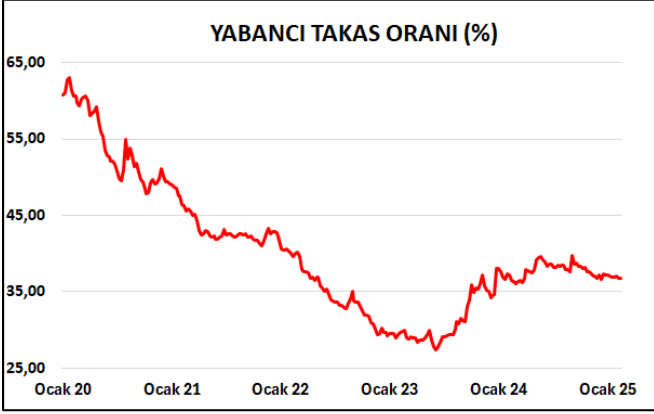
(mnTL)	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	181,674	280,121	400,232
FAVÖK	3,221	12,130	13,541
Net Kar	8,905	8,286	9,120
Brüt Kar Marjı (%)	18,72	19,01	19,01
FAVÖK Marjı (%)	1,77	4,33	3,38
Net Kar Marjı (%)	4,86	2,95	2,27
Hisse Performansı (TL)			% Değ.
1 Aylık			9,93
3 Aylık			29,33
Yılbaşına göre			7,22
Son 1 Yıl			37,58
Piyasa Bilgileri			
Piyasa Değeri (mn TL)			106,188
Takas Saklama Oranı			51,00
Piyasa Çarpanları			
F/K			16,69
FD/FAVÖK			10,48
FD/NS			0,38

Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri olan Migros, müşteri beklentilerini karşılayan farklı mağaza formatları, geniş ürün çeşitliliği ve fiyatlama stratejisi ile önemli ölçüde rekabet avantajı elde ediyor.

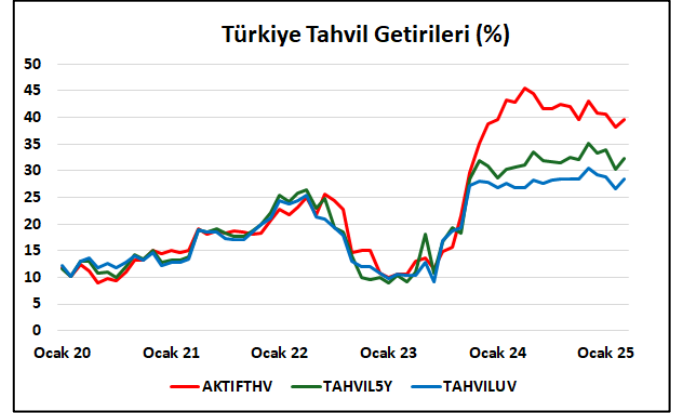
2024 yılı üçüncü çeyreğinde net karda enflasyon muhasebesinin etkisiyle %37,6'lık bir düşüş yaşansa da artan mağaza sayısı ile birlikte şirketin satış gelirlerini reel olarak %12,3 oranında arttırmayı olumlu buluyoruz.

Borçsuz finansal yapısını ise beğenmeye devam ediyoruz. Geleneksel gıda perakendeciliğinden dijital bir oyuncuya evrilmesi rakiplerine karşı fark yaratmasını sağlıyor. Ayrıca hızlı büyüyen ve önemli bir ölçeğe ulaşan online satış kanalındaki büyümenin 2025 yılında da devam etmesiyle artan verimliliğin, karlılığın iyileşmesine katkı sağlayacağını ve şirketin satış gelirlerine olumlu etki edeceğini düşünüyoruz.

MGROS için İNA modelimize göre hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımız 790 TL ile %46 yükseliş potansiyeli vermektedir.

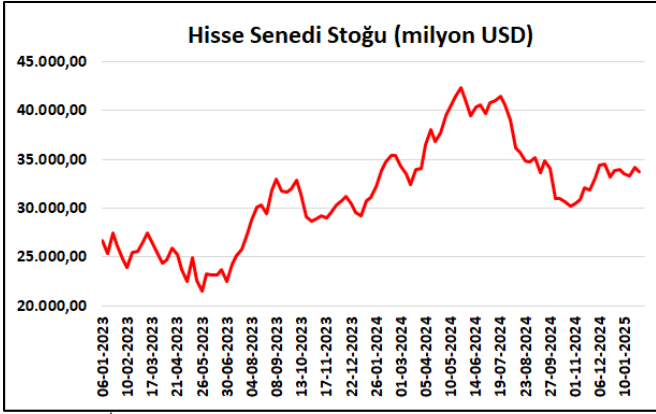


Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

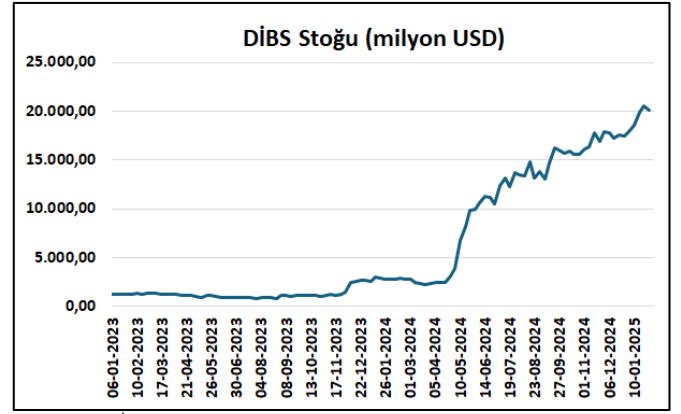


Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma

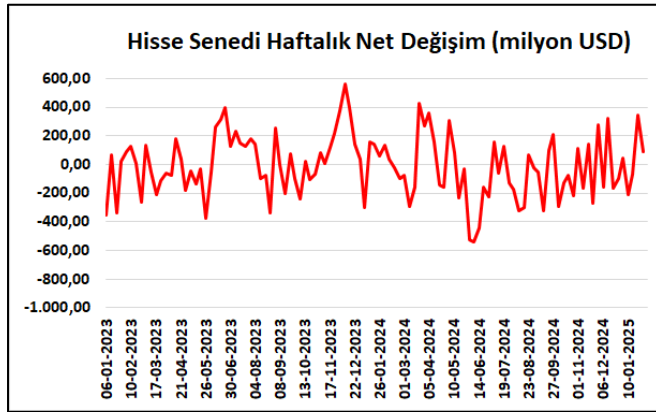
Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Portföyündeki Hisse Senedi ve Borçlanma Senetleri



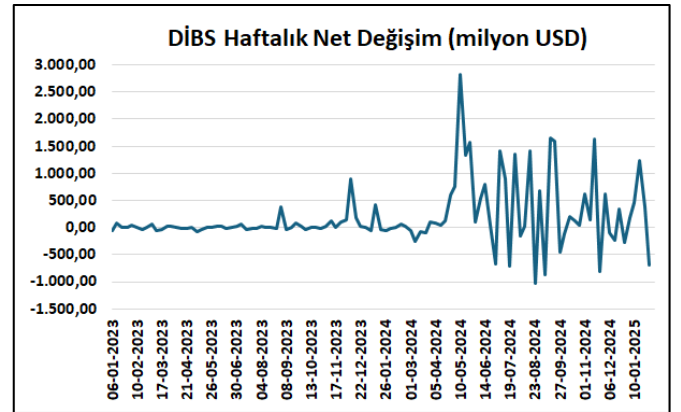
Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma



Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma

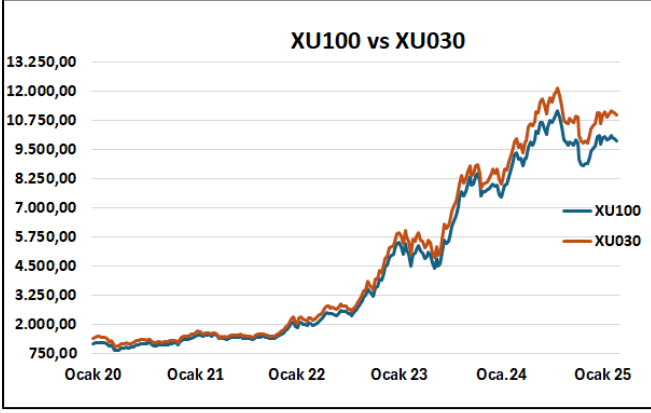


Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma

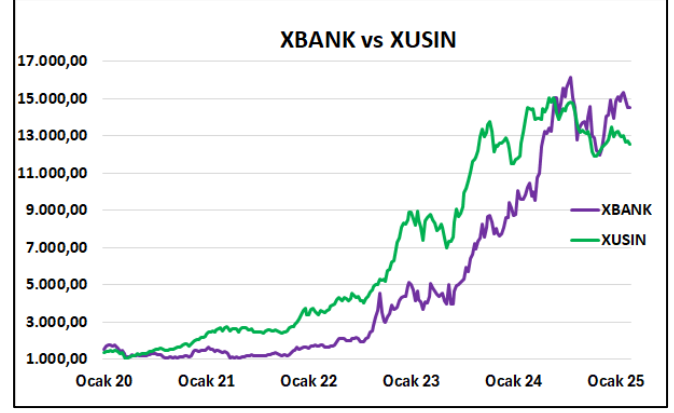


Kaynak: TCMB, İntegral Araştırma

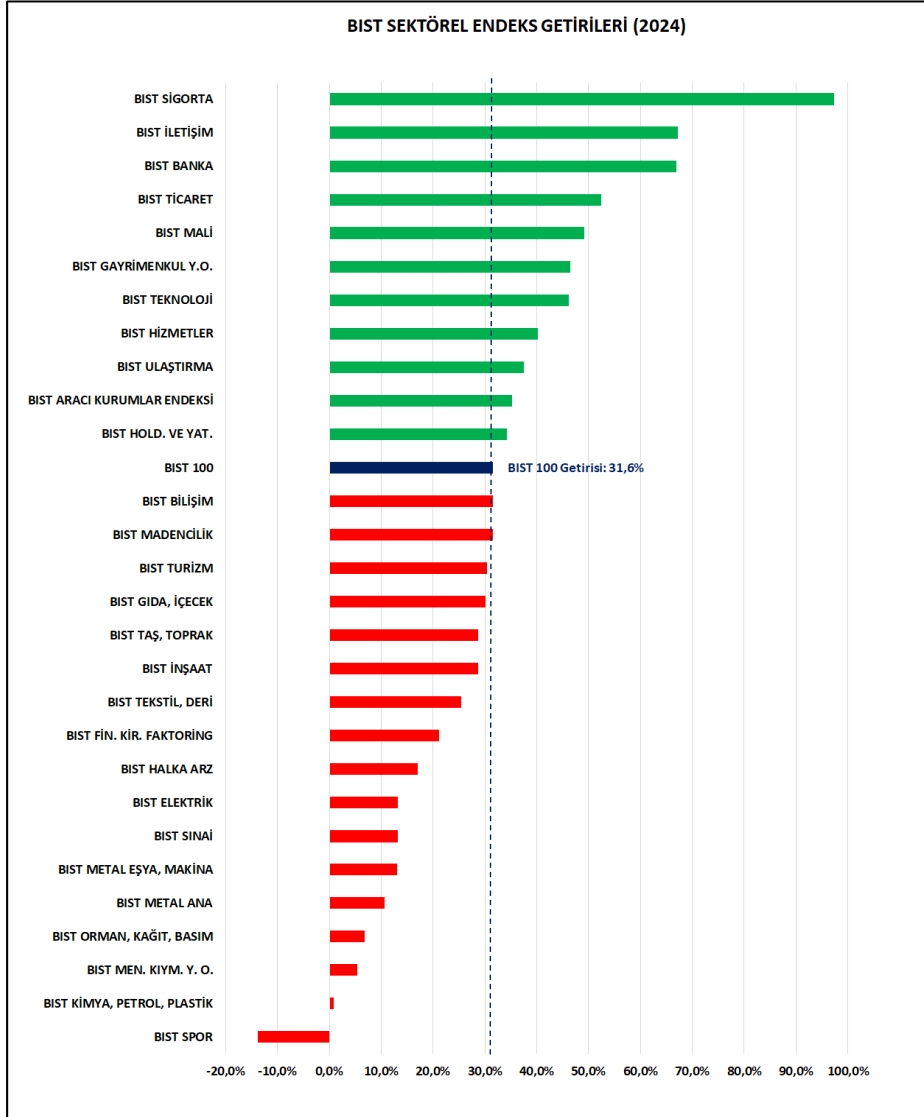
2024 Yılı BIST Endeks Getirileri



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



Kaynak: Matriks, İntegral Araştırma



Kaynak: Finnet, İntegral Araştırma

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

4441858
ULU



www.integralyatirim.com.tr

Maslak Mah. Saat Sk. Spine Tower, No:5 Kat:2, 34398 Sarıyer/İstanbul



Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bir Ulukartal Holding iştirakidir.