

### 2025'e daha defansif duruşla başlıyoruz ancak seçilmiş hisselerde fırsatlar görüyoruz

#### 2025, belirsizliklerin ve risklerin daha fazla olduğu bir sene...

Yeni senede Ocak ayı sonlarında piyasalarda volatilitenin artacağı beklentisi ile beğendiğimiz hisselerde defansif ağırlığımızı artırıyoruz ve aşağıdaki dinamiklerin endekslerde düzeltme riskini arttırdığını düşünüyoruz:

- » Trump hükümetinin başa gelmesi ile beraber ülke içerisinde artan politik gerilime, global bazda Trump politikalarının yaratacağı çalkantıların ve jeopolitik belirsizliklerin eklenmesinin risk primini artırması
- » Ocak ayı sonunda ABD'de gelecek olan 4. çeyrek bilançolarına yönelik beklentilerin optimist tarafa kayması
- » Enflasyon beklentilerindeki yukarı yönlü kıpırdanma
- » Tahvil faizlerindeki yükselişin hisse senetlerini rahatsız edebilecek seviyeye yaklaşması
- » 2024'ü oldukça güçlü bir performansla bitiren ve tarihsel olarak pahalı değerlendirme seviyelerde seyreden hisse senedi endekslerinin bu belirsizlikleri ve riskleri yeterince yansıtmaması

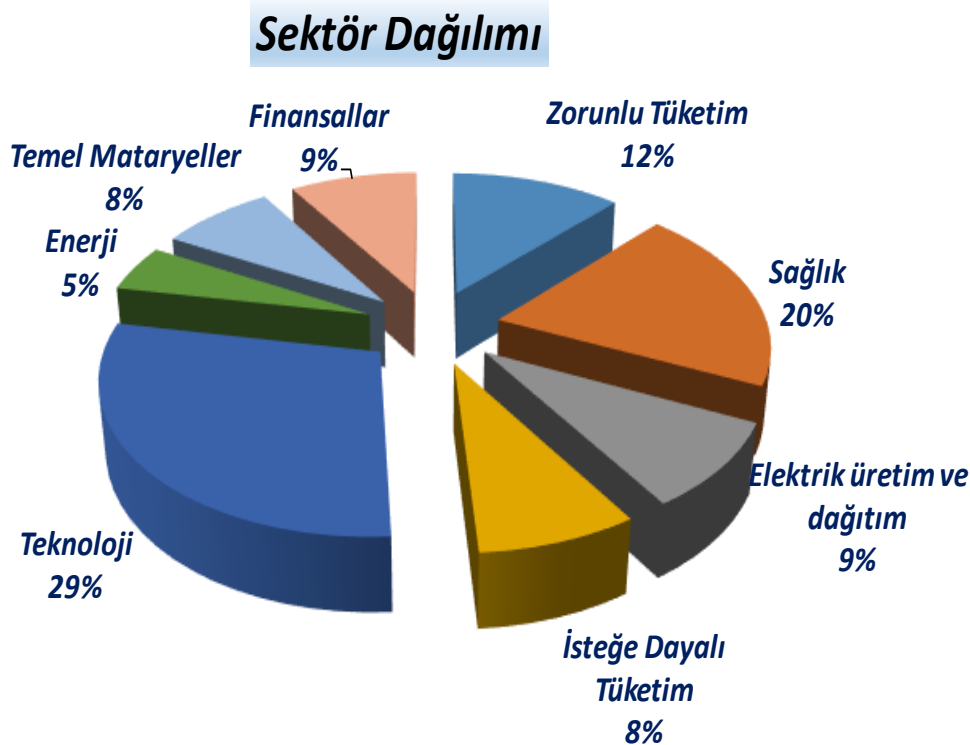
#### Güçlü kalan ABD ekonomisi ve seküler büyüme temaları, fırsatlar da barındırıyor...

Bu belirsizliklere ve risklere rağmen bazı olumlu faktörler hisse senetlerine düşüşlerde destek olacaktır:

- » Trump'ın büyümeyi önceleyen politikaları
- » Yapay zeka, bulut bilişim, veri analitiği, kuantum bilişim, otonom sürüş gibi seküler büyüme trendlerinin yarattığı spekülasyon beklentileri
- » ABD ekonomisinin güçlü performansı ve sıkı finansal koşullara rağmen dirençli görünümü
- » Ekonominin dinamosu olan tüketicilerin finansal sağlıklarının ve ekonomiye güvenin güçlü kalması, tüketim harcamalarının servet etkisinin de yardımı ile sağlıklı seyretmesi
- » Para politikasındaki sıkılaştırma sürecinin durması ve gevşeme eğilimi

Biz bu sene hisse ve sektör seçiminin son senelerde olmadığı kadar önem kazanacağını, pasif ve endeks odaklı yatırımların geçtiğimiz iki senedeki kazançların çok gerisinde kalarak, tatminkar getirileri sağlayamayacağını düşünüyoruz.

#### 2025'e başlarken beğendiğimiz hisse senetlerinin sektör dağılımı:



## Yurt dışı piyasalarda beğendiğimiz 20 hisse senedi:

Hisse Grubu	Sembol	Şirket	Ağırlık	4Ç ileri F/K	FD/FAVÖK	Satış Büyüme beklentisi (4ç ileri)	Net Kar Marjı (s12a)	Temettü verimi (s12a)	Portföye girişi sonrasında performans %
Defansif ve Sabit Getirili Hisseler	HCA	HCA Healthcare Inc	6,00%	12,63	8,80	5,65%	8,52%	0,88%	0,00%
	NVO	Novo Nordisk A/S	5,00%	23,52	-	20,27%	35,01%	1,68%	0,00%
	CVS	CVS Health Corp	5,00%	7,88	9,19	3,98%	1,36%	5,93%	0,00%
	BSX	Boston Scientific Corp	4,00%	33,03	37,55	11,77%	11,26%	-	0,00%
	PM	Philip Morris International	7,00%	17,27	15,88	4,55%	26,42%	4,40%	0,00%
	NEE	NextEra Energy Inc	5,00%	20,97	15,77	14,81%	26,49%	2,87%	0,00%
	KO	Coca-Cola Co/The	5,00%	21,35	28,04	1,83%	22,45%	3,11%	0,00%
Döngüsel Hisseler	DIS	Walt Disney Co/The	4,00%	20,60	17,64	3,78%	5,44%	0,85%	0,00%
	C	Citigroup Inc	5,00%	10,30	3,37	-51,58%	4,70%	3,10%	0,00%
	NKE	NIKE Inc	4,00%	35,76	-	-5,27%	9,98%	1,99%	0,00%
Emtia Hisseleri	CEG	Constellation Energy Corp	4,00%	24,41	12,83	4,45%	11,93%	0,63%	0,00%
	COP	ConocoPhillips	5,00%	13,32	6,04	5,85%	18,01%	3,15%	0,00%
	FCX	Freeport-McMoRan Inc	4,00%	21,39	7,34	3,09%	7,81%	1,57%	0,00%
	GOLD	Barrick Gold Corp	4,00%	8,85	6,69	27,75%	13,19%	2,58%	0,00%
Büyüme Odaklı Hisseler	FSLR	First Solar Inc	4,00%	9,21	10,53	40,14%	32,41%	-	0,00%
	NVDA	NVIDIA Corp	8,00%	34,24	44,62	57,18%	55,69%	0,03%	0,00%
	GOOGL	Alphabet Inc	8,00%	21,64	18,37	-4,48%	27,74%	0,32%	0,00%
	AMZN	Amazon.com Inc	5,00%	31,42	19,24	10,68%	8,04%	-	0,00%
	SQ	Block Inc	4,00%	20,10	43,78	10,58%	4,73%	-	0,00%
Spekülatif Büyüme	RIOT	Riot Platforms Inc	4,00%	-	12,64	105,17%	16,68%	-	0,00%

### Temkinli optimizm bu senenin ana teması olacak...

Dolayısıyla risklerin ağır bastığı ancak seçilmiş hisse ve sektörlerde cazip büyüme fırsatlarının da devam ettiği bir ortamda, biz temkinli bir optimizm ile portföylerde barbell stratejisini ön plana getiriyoruz. Burada defansif sektörlerin önemli ağırlığının yanında, teknoloji gibi büyüme odaklı bir sektörü de yüksek ağırlıkta tutmanın ve seçici davranmanın bu sene endeks üzeri getiri yaratma konusunda önemli olacağını düşünüyoruz.

Sene başında ağırlığın defansif sektörler verilmesi ve bir miktar da nakit yaratılması, aynı zamanda ilk çeyrekte ve muhtemelen de Ocak ayı sonlarına doğru beklediğimiz olası düzeltmelerde yatırımcıların panik havasına kapılmadan seçilmiş büyüme odaklı hisselerde ek pozisyonlar almalarına fırsat tanıyacaktır.

### Büyümenin yavaşladığı bir ortamda seküler büyüme temaları önem kazanacak...

Para politikasının riskli varlıklara desteğinin azaldığı ve maliye politikalarında genişlemenin artan enflasyon beklentileri, yüksek bütçe açıkları ve zayıflayan tahvil talebi nedeniyle sınırlandırıldığı bir ortamda, ekonomik aktivitenin trend seviyesine doğru yavaşlamaya başladığını görebiliriz. Bu da hisse senetleri tarafında **büyüme ivmesini ekonominin genel gidişatından bağımsız olarak koruyabilen seküler büyüme hikayelerine olan ilginin artmasına ve güçlü büyüyen şirketlerin değerlendirilmesine neden olacaktır.**

Biz burada özellikle mega-cap teknoloji şirketlerini; güçlü bilançoları ve nakit akımları, daha öngörülebilir kar büyümesi patikaları, faaliyet gösterdikleri alanlardaki dominant konumları ve giderek günlük hayatımızda daha çok yer tutan platform ve ürünlerine yönelik talebin defansif bir karaktere bürünmesi dolayısıyla ön planda tutmaya devam ediyoruz. Harika Yedili hisse grubu büyük ölçüde bu şirketleri temsil ederken, biz grup içerisinde de mümkün olduğunca büyüme profiline göre daha makul çarpanlarla işlem gören ve rekabet üstünlüğünü daha uzun süre devam ettirebilecek şirketleri ön plana çıkarıyoruz. Nitekim **Alphabet ve Nvidia listede en yüksek ağırlığa sahip iki hisse.**

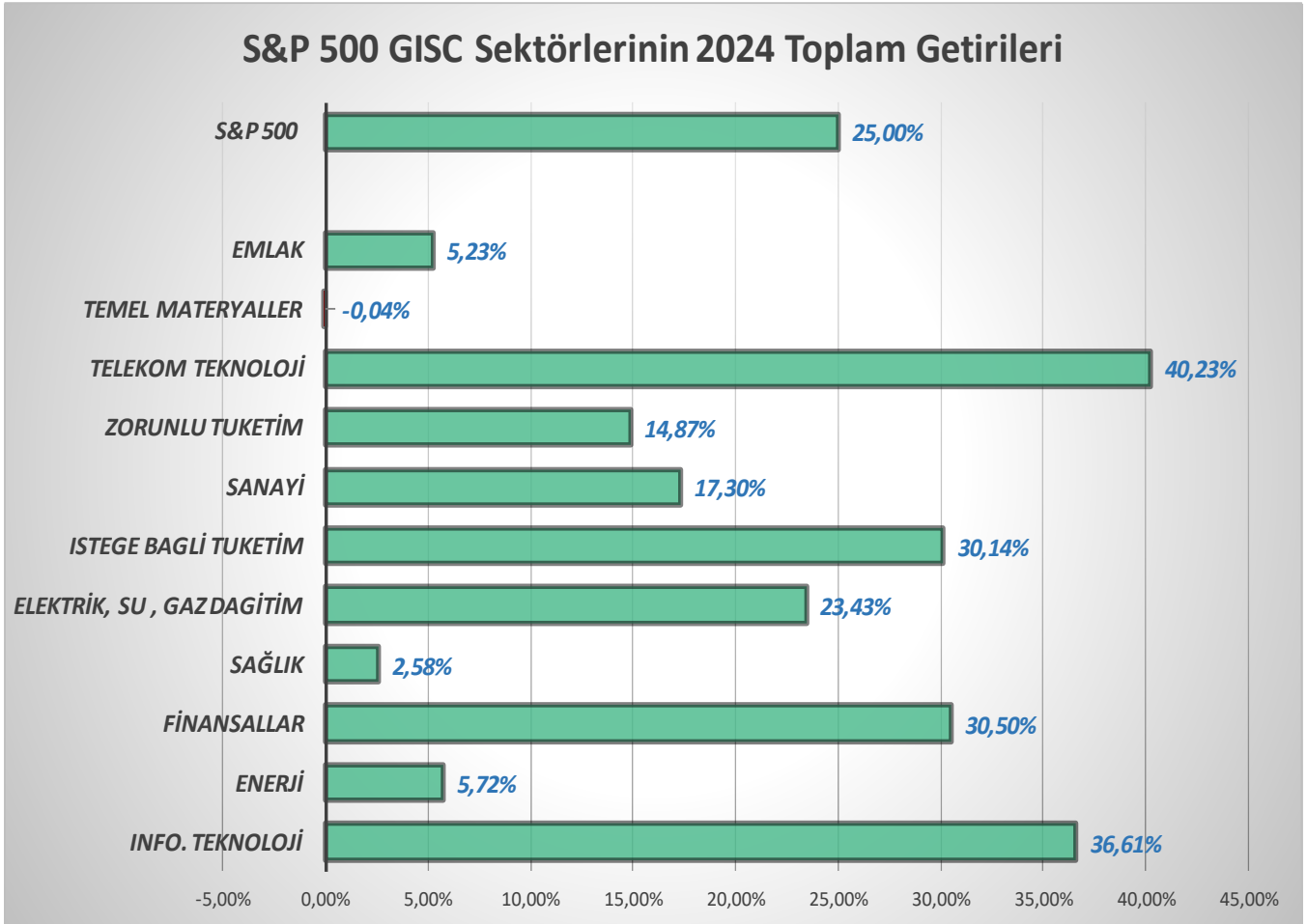
**Trump politikalarına yönelik kaygının aşırıya gitmesi bazı sektörlerde fırsatlar yarattı...**

Trump'ın politikalarına yönelik spekülasyon beklentiler bazı sektörlerde itici güç verirken, bazı sektörlerde ise depresif fiyatlamalara ve aşırı satışlara yol açtı. Burada kriptopara ekosistemine yönelik verilen destek, Trump'ın bu alanı destekleyici sözleri ve hükümet içerisinde atamayı planladığı isimlerin ılımlı yaklaşımları bu alandaki varlıkların arkasından ciddi spekülasyon rüzgarları estirdi. Biz Trump'ın ve hükümet içerisinde söz sahibi olan önemli isimlerin bu alana yaptıkları ciddi şahsi yatırımları da göz önüne alarak, önümüzdeki dönemde de kriptopara ve blockchain teknolojisine yönelik beklentilerin güçlü kalmaya devam edeceğini ve sektörün çıpası durumundaki Bitcoin fiyatlarının \$100,000 seviyesi altında bir konsolidasyon sonrasında yukarı harekete devam edebileceğini düşünüyoruz. Buna yönelik olarak da bu alana olan ilginin canlı kalmasından fayda göreceğimizi iki hisseyi listemize dahil ediyoruz. Trump'ın söylemlerinden olumsuz etkilenen ve sektör içerisindeki hemen her alanda satış baskısının ön plana geldiği bir alan ise sağlık sektörü ve biz burada fırsatlar görüyoruz.

**2024'de geride kalan sağlık sektörüne olan ağırlığımızı artırıyoruz...**

2024 senesinde geride kalan sektörlere baktığımızda, temel materyaller, sağlık ve enerji dikkati çekiyor. Biz burada özellikle sağlık sektöründeki hisselerin büyüme profillerine göre cazip değerlemelerle işlem gördüğünü ve Trump kaygılarının sektörde fazla fiyatlandığını düşünüyoruz.

Trump'ın sağlık politikalarının sektöre yönelik sübvansiyon ve desteklerin azaltılması yönünde olması hisseler üzerinde baskı kurarken, sağlık bakanlığı için herhangi bir tıp eğitimi olmayan Robert F. Kennedy'nin aday gösterilmesi de kaygıları arttırdı. RFK'nin alternatif tedavi yöntemlerine ılımlı yaklaşımı, sigorta ve ilaç şirketlerine yönelik olumsuz tavrı, FDA ile ilaç şirketlerinin maddi bağını kopararak kurumun bütçesini azaltmak istemesi, ilaç şirketlerinin reklam yapmalarını engelleyeceğini açıklaması, bilimsel gerçeklerin dışında haberlerin yayılmasına aracı olması ve aşıların kullanımına karşı olması gibi bir çok konu sağlık sektörü şirketleri için sıkıntılı bir politik sürecin başlayabileceğini düşündürüyor. Bu belirsizliklerin ışığında yatırımcılar önce sektör genelinde satışa giderek, sonra soru sormayı tercih ederlerken, **ucuz değerlemelerle işlem gören bazı hisse senetlerinin depresif seviyelere doğru satıldığını takip ettik.**



## **Listeye yeni katılan hisseler: NVO, HCA, CVS, KO, GOOGL, SQ ve RIOT**

**Novo Nordisk (NVO)...** Obezite ilaçları bizim son dönemde sağlık sektörü içerisinde takip ettiğimiz en önemli seküler büyüme alanı iken, geçtiğimiz sene boyunca da Eli Lilly hissesini beğendiğimiz hisseler arsında tutmuştuk. Halen bu hisseyi beğenmeye devam etmemize rağmen, geçtiğimiz haftalarda Novo Nordisk hissesindeki sert düşüşler sonrasında oluşan cazip değerlemeler bizi bu hisseyi beğendiğimiz hisseler arasına almaya itti.

Aralık ayında Novo Nordisk büyük umutlar bağladığı ve bu alanda rekabet ettiği Eli Lilly başta olmak üzere diğer bir çok ilaç şirketine üstünlük sağlayabileceği yeni nesil obezite ilacı CagriSema'nın çalışma sonuçlarını açıkladı. 68 haftalık bir çalışmada kullananlarda %20,4-%22,7 arasında kilo kaybı yaşanması aslında sevindirici bir sonuç olabilirdi ancak şirketin büyük beklenti yaratması ve %25 gibi bir hedefi yatırımcıların önüne koyması dolayısıyla sonuçlar hayal kırıklığı yarattı ve hissede çok sert geri çekilmeler yaşandı. Sonuçların rakip Eli Lilly'nin Zepbound'una paralel olması ancak ilacın toleransının daha kötü olması da yatırımcılarda endişe yarattı.

GLP-1 bazlı diyabet ilaçlarının obezite tedavisi kullanımı için FDA'in verdiği onaylardan sonra, Eli Lilly ve Novo Nordisk arasında kıyasıya bir birincilik yarışı yaşandı. Aynı zamanda Merck, Roche gibi bir çok büyük ilaç şirketi ve Viking Therapeutics gibi ufak ölçekli şirketler de önümüzdeki dönemde geliştirdikleri terapilerle pazara girmeyi amaçlıyorlar. Ancak bu alanda kazanan veya en etkili terapiyi geliştirebilen bir şirketin diğerleri ile arasındaki farkı ciddi bir şekilde açması söz konusu olacağı (winner takes all) ve tüketicilerin eğilimlerinin daha efektif ve güvenli kilo kaybına neden olan ilaca yönelik olacağı için, bu rekabet avantajını kimin yakalayabileceğine yönelik haberler, şirketlerin hisselerinde ciddi volatilité yaratıyor.

Donald Trump'ın yukarıda bahsettiğimiz gibi ilaç sektörüne yönelik şüpheli ve negatif tavrı ile bilinen, R.F.Kennedy'i sağlık bakanlığına aday göstermesi, özellikle son dönemde popüler olan pahalı ilaçları üreten, bunların yaygınlaşması ve sigorta kapsamına girmesi için hükümetten onay bekleyen ve R&D harcamalarına yüksek miktarlar ayıran Eli Lilly ve Novo Nordisk gibi şirketlerin hisselerinde zaten bir baskı yaratmıştı. Novo Nordisk'in, buna ek olarak Ozempic ve Wegovy gibi ilaçlarının etkinlik konusunda Eli Lilly'nin ürünlerinin arkasında kalacağı endişeleri hisseyi son dönemde geride bırakırken, CagriSema sonuçlarının da yarattığı hayal kırıklığı, ABD'de işlem gören ADR'larının 2024'de Eli Lilly'nin oldukça geride kalmasına neden oldu. Ancak mevcut fiyatlarda hisselerin büyüme profiline göre cazip değerlemelere gerilediğini (4ç ileri 23,5x F/K, S12A firma değerine nakit akışı verimi: %2,8, ROIC: %67, S12A net kar marjı: %35, önümüzdeki üç sene satış büyüme beklentisi: +%20) düşünüyoruz.

Bu noktada Novo'nun semaglutide'in aynı zamanda kalp ve böbrek rahatsızlıklarının önlenmesinde de etkili olduğuna yönelik FDA'e yaptığı başvurular terapinin kullanım alanının genişlemesine yardımcı olabilir. Novo aynı zamanda tip2 diyabet için Ozempic kullanan bireylerin, demansa yakalanma olasılığının azaldığına yönelik bir çalışma da açıklarken, ilacın Alzheimer üzerindeki etkinliğine yönelik de çalışma yürütüyor.

**Sonuç olarak makul değerlemeler, geleceğe yönelik sağlıklı büyüme beklentisi, semaglutide'in etkinlik alanının genişlemesine yönelik çalışmalar ve CagriSema sonuçlarının bize göre yatırımcıların verdiği tepki kadar kötü olmaması, verilen tepkinin aşırıya kaçtığını düşünmemiz ve önümüzdeki dönemde sağlık hisselerine bir rotasyon beklentimiz, bizi hisseyi beğendiğimiz hisseler listesine almaya itiyor.**

**CVS Health Corp (CVS)...** Sağlık sektöründe faaliyet gösteren ve son dönemde Trump etkisi ile oldukça sert satış baskısı altında kalmış olan bir hisse de CVS Health Corp. Biz 2024 başında CVS'i beğendiğimiz hisseler arasına almıştık ancak Trump'ın ilaç ve PBM şirketlerine yönelik şahin tutumunu göz önüne alarak Ekim ayında hisseyi listemizden çıkartmıştık. Sonrasında zaten sıkıntılı bir dönemden geçen şirketin hisse senedi, Trump'ın ilaç sektöründe aracıları ortadan kaldıracağına yönelik agresif yorumlarının da etkisi ile %30 civarında ek bir düşüş sergiledi ve mevcut risklere rağmen cazip değerlendirme seviyelerine geriledi.

ABD'nin en büyük eczane zinciri olan CVS'in, temel faaliyet alanı yazılan reçetelerin işlenmesi ve ilaçların temin edilmesi olsa da, ilaç ve benzeri ürünlerin yanı sıra temel gıda ve ihtiyaç malzemeleri satan perakende operasyonu, Oak Street Health ile bünyesine kattığı yaşlı bakım hizmetleri, dev Aetna alımı ile sağladığı sigorta hizmetleri, Caremark ile şirket ve kamu çalışanlarına sağlanan sağlık planlarının operasyonu ve ilaç firmaları ile anlaşmaların





yapılması gibi sağlık sektöründe dev bir ayak izi var. Şirket giderek entegre bir sağlık hizmeti şirketi haline gelirken, farklı alanlara yayılması, dev şirket alımları, hükümetin ve halkın sağlık sektöründeki hizmetlere ve fiyatlara olan tepkisi gibi konular sıkıntı yaratmaya devam ediyor ve şirketin aynı şemsiye altındaki farklı operasyonlarından yeterli sinerjiyi yaratmasını engelliyor.

Biz her ne kadar CVS'in sorunlarının kolay bir çözümü olmayacağını ve Trump hükümetinin politikalarının özellikle şirketin sigorta ve PBM iş kolları için sıkıntı yaratabileceğini, son yaşanan United Healthcare trajedisinin de şirketin hayatını kolaylaştırmayacağını görsek de, son dönemde verilen tepkinin aşırıya kaçmaya başladığını düşünüyoruz. Özellikle uzun vade bakış açısına sahip değer yatırımcıları için hisse değerlemeleri giderek daha cazip hale gelirken, CVS'in sağlık sistemindeki önemli rolü dolayısıyla Trump'ın sözlü olarak agresif yaklaşımını aksiyona dökemeyebileceğini düşünüyoruz. **Şirket önümüzdeki sene satışlarını ve net karını düşük tek haneli seviyelerde artırsa dahi, hisse senedi 7,3x 2025s ileri F/K çarpanı ve %6'ya yaklaşan bize göre sürdürülebilir temettü verimi ile göz ardı edilmesi güç bir değere işaret ediyor.**

**HCA Healthcare Inc...** Trump kabinesinin hükümet harcamalarını kısma noktasında sağlık sektörünü de odağına alacağı ve giderek daha pahalı hale gelen sağlık sistemini düzeltmeye yöneleceği beklentileri, son haftalarda sigorta ve ilaç şirketlerinin yanı sıra hastaneler üzerinde de baskı yarattı.

Trump'ın başkanlık koltuğuna oturması ve RFK'nın potansiyel olarak sağlık bakanı olarak onaylanması ile beraber yaşlıların ve düşük gelir grubuna mensup vatandaşların yararlandığı kamu sigorta programları olan Medicare ve Medicaid kapsamında hastanelere yapılan bazı ek ödeneklerin kısıtlanacağı, Obamacare ile beraber sigorta borsalarına olan desteklerin azaltılacağı gibi olasılıklar, hastanelere yapılan ödemelerin de azalacağı ve daha az sayıda vatandaşın sigorta kapsamında kalacağı endişelerini doğuruyor.

**Toplam 187 hastanesi ve 2,400 klinik, servis ve cerrahi merkeze sahip olan dev bir sağlık zinciri olan HCA, gelirlerinin önemli kısmı yukarıda bahsettiğimiz kamu programlarından elde ediyor ve politik gelişmelerden etkileniyor.** Aslında HCA, istihdam piyasasındaki gevşemenin işçilik maliyetlerine olumlu yansımaya başlaması, marjlardaki toparlanma ve toplamda yüksek tek haneli büyüme performansı ile 2024 senesine iyi bir başlangıç yapmıştı. Ancak ülkede yaşanan kasırgaların bazı hastanelerinde ciddi hasara yol açması ve bunun kar rakamlarını baskılaması ve Trump etkisinin yarattığı panik havası, hissenin son iki ayda %25 civarında gerilemesine neden oldu. Bu noktada biz endişelerin bir miktar abartıldığını, yapılmasından endişelenilen kısıtlamaların hane halkının sağlık sisteminden faydalanmasını zor hale getireceğini ve ciddi tepkilere yol açabileceğini düşünüyoruz. 2025s kar beklentilerine göre 12,2x ileri F/K ve 7,7x ileri FD/FAVÖK çarpanları da bize göre makul ve talepkar olmayan değerlendirme seviyelerine işaret ediyor.

**Coca-Cola Co...** Trump etkisinin olumsuz hissedildiği bir hisse de Coca-Cola idi. Yeni hükümetin politikalarının dolardaki yukarı hareketi ivmelendireceği beklentisi, gelirlerinin üçte ikisi diğer para birimlerinden gelen Coca-Cola'da satış baskısına neden olurken, aynı zamanda Trump'ın sağlık bakanı adayının paketli gıdalara ve sağlıksız içeceklerle karşı şahin tutumu ve bu gıdaları okul ve hükümet kurumlarının yemekhanelerinde yasaklama olasılığı da pesimist beklentileri artırdı ve hisse son iki ayda %14 geriledi.

Biz bu noktada **dolardaki değer kazanımının devam etmesinin Coca-Cola'nın net karına olumsuz yansımaya devam etmesini beklesek de, sağlık tarafındaki endişelerin abartıldığını ve hissenin zayıf performansı sonrasında kaygıları fazlasıyla yansıttığını düşünüyoruz.** Coca-Cola'nın 2025 senesinde %4 civarında satış ve net kar büyümesi açıklaması beklenirken, bu oranlar çok cazip görünmeyebilir ancak belirsizliklerin arttığı bir ortamda biz şirketin defansif karakterinin, öngörülebilir nakit akışının, temettüsünün ve güçlü bilançosunun hisse performansına destek olacağını düşünüyoruz. Şirket 2023 senesinde \$9,7 milyar serbest nakit akışı yaratırken, Net Borç/FAVÖK oranı da 1,7x ile hedefinin oldukça altına indi. **Öngörülebilir ve sürdürülebilir bir sabit getiriye de sahip olan Coca-Cola, 62 senedir temettüsünü her sene yukarıya çekiyor** ve son 3 senede ortalama %5 artışla temettü verimini %3,1 seviyesine çıkartmış durumda. BU da sabit getiri yatırımcıları için bize göre makul bir alternatif yaratıyor. 2025s kar beklentisine göre ileri F/K çarpanı 20,9x ile geçmiş 5 seneye göre %7 iskontolu olan Coca-Cola bize göre tarihsel olarak da cazip değerlendirme çarpanları ile işlem görüyor.

**Alphabet (GOOGL) mega-cap teknoloji içerisinde bizim büyüme potansiyeline göre en ucuz olduğunu düşündüğümüz şirket.** 2025 senesi ile beraber listemize aldığımız ve son dönemde hakkında açılan antitröst davalarının ve yapay zeka odaklı platformlarla artan rekabetin yatırımcılarda yarattığı endişe dolayısıyla ucuz çarpanlarla işlem görüyor.

Her ne kadar bu kaygılar yersiz olmasa ve ABD hükümetinin arama motoru piyasasındaki ve dijital reklam teknolojisindeki dominant pozisyonu dolayısıyla açtığı antitröst davalarının şirketin operasyonlarına ve rekabet avantajına zarar verme olasılığı bulunsa ve Perplexity, ChatGPT gibi yapay zeka odaklı arama platformlarının Google'dan piyasa payı çalma riski olsa da, biz kaygıların abartıldığını ve Alphabet'in yeni teknolojiler konusundaki kabiliyetlerinin geri plana atıldığını düşünüyoruz.

ABD Adalet Bakanlığı, Google'ın Apple ve Samsung gibi cihaz üreticileri ile yaptığı iş birlikleri çerçevesinde bu şirketlere ödediği yüksek miktarda ücretler karşılığında diğer arama motorlarının bu cihazlarda ve tarayıcılarda kullanılmaması gibi anlaşmaların iptal edilmesi, Chrome tarayıcısının satılması, Google'ın arama motoru sonuçlarının ve verilerinin rakipleriyle paylaşılması, yapay zeka konusunda şirketin yaptığı yatırımcıların da incelenerek satın aldığı şirketlerin bünyesinden ayrılması gibi oldukça uç taleplerle geliyor.

Biz Trump hükümetinin bu davaya daha ılımlı yaklaşacağını, şirketin büyük çabalarla oluşturduğu rekabet avantajını bozacak hamlelerden kaçınılacağını, yapılan itirazlarla sonuç alınmasının uzayacağına, Chrome'un şirket bünyesinden ayrılabilmesine ancak ana arama motoru fonksiyonuna ve dijital reklamlardaki dominant pozisyonuna uzun vadede önemli hasar verecek kararların çıkmayacağını düşünüyoruz.

**Biz bir süredir Alphabet'in rekabet üstünlüğünün yeterince anlaşılmadığına ve yapay zeka, kuantum bilgisayarlar, araçsız sürüş teknolojisi gibi bir çok alanda şirketin rakiplerine göre önemli ilerlemeler kaydettiğine değiniyoruz.** Özellikle yapay zeka konusunda Google Brain ve DeepMind'in bir araya gelmesinin Sam Altman ve Elon Musk'ı Google'a rakip bir platform oluşturmaya ve OpenAI'ı kurmaya ittiğine değinmek gerekiyor. Alphabet itibar riskini ön plana alarak, yapay zeka kapasitesini arka planda tutmuş ve ürünlerine kademeli olarak yansıtmıştı ancak ChatGPT'nin çıkması ve adeta patlayıcı bir hızla 100 milyon kullanıcıya ulaşması, Alphabet'i bu teknolojiyi daha erken ticarileştirmeye itti.

Önümüzdeki dönemde şirket Gemini yapay zeka platformunun yardımı ile arama motoru alanındaki dominant pozisyonunu koruyacaktır ki son çeyrek bilançosunda da şirket hemen her iş kolunda son derece sağlıklı büyüme rakamları ve beklenti üzerinde satışlar açıklamıştı. Biz **Google'ın mevcut fiyatlarda sadece arama motoru ve YouTube platformunun olduğunu, hızla büyüyen ve giderek net kara katkısı daha fazla olan bulut bilişim, Waymo otonom sürüş platformu, Android, kuantum işlemci gibi bir çok iş kolunun değerinin fiyatlarda olmadığını** düşünüyoruz. Nitekim Alphabet, 21,6x 4ç ileri F/K çarpanı ile son on iki aydaki son derece sağlıklı çift haneli satış ve kar büyümesine rağmen, "Harika Yedili" hisse grubunda en ucuz çarpanlarla işlem gören hisse senedi ve biz bu iskontonun çok uzun sürmeyeceğini Alphabet'ten geçtiğimiz günlerde açıklanan kuantum çip gibi yeni sürprizlerin de gelmeye devam edebileceğini düşünüyoruz.

**Nvidia Corp (NVDA) bizim yapay zeka alanındaki favori hissemiz olmaya devam ediyor.** Biz yatırımcıların 2025 senesinde artan şekilde yapay zeka odaklı altyapı yatırımlarının net kar anlamında sonuçlarını sorgulamaya başlayacaklarını, ve hiper ölçekleyici şirketlerin veri merkezlerine yaptıkları dev sermaye harcamalarının büyümeye yansımalarının önem kazanacağını düşünüyoruz. Bu noktada önemli bir belirsizlik olsa da, altyapı yatırımlarının devam etmesi konusunda daha belirgin bir patika var ve biz en büyük 5 dev şirketin önümüzdeki sene \$250 milyar civarında sermaye harcaması yapacağını, bunun da çok önemli kısmının yapay zeka tarafına ve Nvidia'ya gideceğini düşünüyoruz.

Biraz daha büyük resme baktığımızda ve daha uzun vadeli hikayeyi göz önüne aldığımızda Nvidia; yapay zekanın yanı sıra; nesnelerin interneti, bulut bilişim, makina öğrenimi, gelişmiş algoritmalar, veri analitiği, otonom sürüş gibi gelecekte daha da dominant olabilecek bir çok teknolojinin kesişiminde yer alıyor.



**Şirketin inovasyonu çalışma kültürünün DNA'sına işlemiş olması, Jensen Huang gibi vizyoner ve kredibilitesi çok yüksek bir lidere sahip olması, geçmişte çok farklı alanlarda rekabet üstünlüğünü kanıtlamış olması, bize iş modeli etrafında koruma kalkanının sanılandan daha güçlü olduğunu düşündürüyor.**

Nvidia önümüzdeki çeyreklerde teslimatlarını hızlandıracığı Blackwell platformu ile beraber sadece güçlü GPU'ları ile değil, Cuda yazılımı, network ekipmanları ve diğer donanımı ile oluşturduğu entegre sistemleri ile rekabetten ayrılarak yüksek fiyatlı ve katma değerli sistemlerine alıcı bulmayı sürdürecektir. Biz şirketin son bilançosu sonrasında aşağıdaki görüşleri paylaşmıştık, bu beklentilerimiz halen devam ediyor.

*... biz ikinci çeyrek ile beraber Blackwell satışlarının ivmelenmesiyle satış büyümesinin %56 seviyesine gelebileceğini düşünüyoruz. Nvidia piyasa payını %90'a yakın tutmakta zorlansa da, bunu sektörün genişleme hızı ile kompanse edebileceğini, net kar marjını yeni platformdaki sinerji kazançları ve fiyatlama gücü ile %60 seviyelerine çekebileceğini ve 2026 mali yılında hisse başına \$4,88 net kar edebileceğini öngörüyoruz. Gerileyen faizlerin de etkisiyle kar çarpanlarında yaşanabilecek genişlemenin 40x 2026s ileri F/K çarpanını makul kıldığını ve sonuç olarak hissenin önümüzdeki mali yıl sonunda \$195 seviyesine tırmanabileceğini düşünüyoruz.*

**Block Inc (SQ)...** Trump etkisinin hissedildiği iki sektörün (finansallar ve kriptopara ekosistemi) kesişiminde yer alan bir hisse Block Inc. Twitter'ın da kurucusu olan Jack Dorsey tarafından 2009 senesinde, ödeme sistemlerini daha verimli hale getirmek ve yaygınlaştırmak için Square adı ile kurulan Block Inc, sonrasında Blockchain'e olan odağını göstermek üzere ismini Block olarak değiştirdi. İlk etapta Visa ve Mastercard gibi devlerle çalışmakta zorlanan ufak ve orta ölçekli şirketlere, mobil cihazlar üzerinden ödeme sistemleri hizmeti veren ve tüketicilerle işletmeler arasındaki para transferlerinin güvenli ve etkili bir şekilde dijital ortamda gerçekleştirilmesini sağlama amacıyla kurulan şirket, sonrasında faaliyetlerini kullanıcılar arasında para transferleri, menkul kıymet ve kriptopara alım satımı, ticari kredi hizmeti, banka kartı ve mobil cüzdanlar gibi alanlara doğru genişletti.

Dijital ödeme sistemleri alanında faaliyet gösteren şirketler, pandemi döneminde tüketicilerin alışverişlerini internete kaydırmaları veya temassız ödemeleri tercih etmeleri ile yaşanan hacim artışlarından büyük fayda görmüşlerdi. Her ne kadar dijital ödeme teknolojileri pandemi öncesinde de hızla büyüyerek genişleyen bir alan olsa ve bu alandaki Paypal, Block gibi yenilikçi şirketler Visa ve Mastercard gibi alanı domine eden devleri tehdit etmeye başlamış olsalar da, pandemi bu şirketlerin sundukları dijital para transferleri, kriptopara hizmetleri gibi farklı servisler de sunarak pastadan daha fazla pay almalarına yardımcı oldu. Dünya Bankasının rakamlarına göre düşük ve orta gelir grubu ağırlıklı ekonomilerde yetişkinler arasında ilk defa dijital ödemeyi tercih edenlerin %40'ı bunu pandemi döneminde yaptılar.

Pandemi sonrasında evden alışveriş ve harcama trendinin yavaşlaması bu şirketlerin büyüme ivmelerini yavaşlattı ve pandemide büyük yatırım yapan şirketler, bu yatırımların geri dönüşünün uzaması ile beraber sıkıntılı bir sürece girdiler. Son olarak ise Trump'ın tekrar başkan seçilmesi ile; finansal regülasyonların hafifleyeceği ve dijital banka platformlarının dev bankalarla daha rahat rekabet edebilecekleri, düşen faizlerin bankacılık faaliyetleri olan ödeme şirketlerinde kredi aktivitesine ve kalitesine olumlu etki edeceği ve bilançosunda kriptopara bulunduran ve kriptopara alım satımına aracılık eden dijital platformların satışlarına Bitcoin'deki yükselişin olumlu katkıda bulunacağı beklentileri bu şirketlere olan ilgiyi tekrar canlandırdı.

Block Inc temelde operasyonlarını Square ve CashApp altında toplarken; Square, ufak ve orta ölçekli işletmelere kullanımı kolay, diğer yazılımlara entegre olabilen ve ipad gibi mobil cihazların kullanımıyla hızlı şekilde ödeme işlemlerinin yapılmasını sağlayan bir servis sunarak ve e-ticaret şirketlerine, kolay ve güvenli ödeme yönetimi platformu sağlayarak yola çıktı. Böylelikle yüksek maliyetli ödeme sistemlerini kullanmakta zorlanan iş yerleri için düşük maliyetli bir POS sistemi sağlanırken, sonrasında şirketin hizmetlerini genişletmesi ile beraber platform, ödeme alımından masraf yönetimine, muhasebeye, maaş ödemeye ve bordrolara kadar bütün ihtiyaçları karşılayan bir hale evrildi. Bunlara ek olarak Square, şirketlere mevduat, banka kartı ve kredi kanalları ile bankacılık hizmetleri de vererek entegre bir finansal servis sağlayıcı platform oldu.



Cash App, tüketiciler ve işletmeler için para transferleri, harcamalar ve yatırım için kullanılan dijital bir finansal servis platformu. Bu aplikasyon dijital bir banka değil ancak işbirliği yaptığı finansal kurumlar aracılığıyla kullanıcılarına mobil cihazlar üzerinde para transferleri, Bitcoin ve hisse senetleri gibi varlıklara yatırım yapma fırsatı ve Cash App Pay ile temassız ödeme yapma imkanı veriyor. Bu platform, Bitcoin alımı, gönderimi ve ödeme için kullanımını oldukça kolay hale getirmiş durumda ve şirketin kriptopara kaynaklı gelirleri de esas olarak buradan geliyor.

Şirketin Spiral, Tidal, TBD gibi diğer kriptopara ve açık kaynak teknoloji projelerine destek olan ve geliştirilmesini sağlayan iş kolları da bulunurken, biz şirketin **önümüzdeki üç sene gelirlerini düşük çift haneli büyütebileceğini, net karını senelik ortalama %20 artırabileceğini düşünüyoruz ve büyüme profiline göre değerlemelerini cazip buluyoruz.**

**Riot Platforms (RIOT)...** Riot Platforms, grup içerisindeki en spekülâtif hisse olarak göze çarpsa da, biz şirketin son dönemde Bitcoin madenciliği için bünyesine kattığı ve düşük maliyetli enerji anlaşmaları sağladığı tesislerin, veri merkezlerine kiraya verilmesi halinde ciddi bir değere işaret ettiğini ve hisse fiyatının bu değeri yansıtmadığını düşünüyoruz. Bitcoin şirketlerine olan ilgiyi fırsat bilerek hisse satışları ile kendisine finansman yaratarak şirket alımları ile inorganik büyüyen Riot, bu süreçte Texas bölgesinde ABD'nin en büyük Bitcoin üretim tesisine sahip oldu. Toplam hash oranı 28 EH/s, enerji kapasitesi ise 1 GW üzerinde kuruluma sahip olan Riot, bunu önümüzdeki dönemde 2 GW'a kadar yükseltebilir.

En büyük halka açık Bitcoin üreticileri arasına giren Riot, buna rağmen hissedarları arka plana atan, ne pahasına olursa olsun büyümeyi önceleyen ve iyi yönetilmeyen bir şirket. Yöneticilerin karlılığı geri plana atmaları, kendilerine yüksek hisse bazlı maaş ödemeleri yapmaları (2023 senesinde satışların %12'si), verimli olmayan şirket alımları ve Bitfarms'da gördüğümüz gibi hasmane alım girişimleri, yeni varlık alımları için sürekli hisse satışına giderek yatırımcıların paylarını sulandırmaları hissedarlar için olumsuz faktörlerdir.

Son dönemde önemli bir aktivist yatırımcı olan Starboard Value'nun, şirkette önemli bir değer görerek pozisyon alması ve Trump Başkanlığı ile beraber Bitcoin fiyatlarındaki artış, şirkete olan ilgiyi artırdı. Starboard, şirkette verimliliği artırıp maliyetleri kısmayı hedeflerken, biz yönetim kuruluna çeki düzen vererek, şirketin kafa karıştıran stratejisini de bir yörengeye sokabileceğini düşünüyoruz. Ancak bizim esas olarak ilgilendiğimiz konu, Starboard'un karlılığa yönelik adımları olacak. Ucuz enerji maliyetleri ile Bitcoin üretimi yapan (3,1 c/kWh) Riot, kapasitesinin bir kısmını son dönemin en popüler iş alanı olan veri merkezlerine kiralarak, yüksek performanslı bilişim faaliyeti gösteren hiper ölçekleyici şirketlerden çok daha fazla kar yaratabilir.

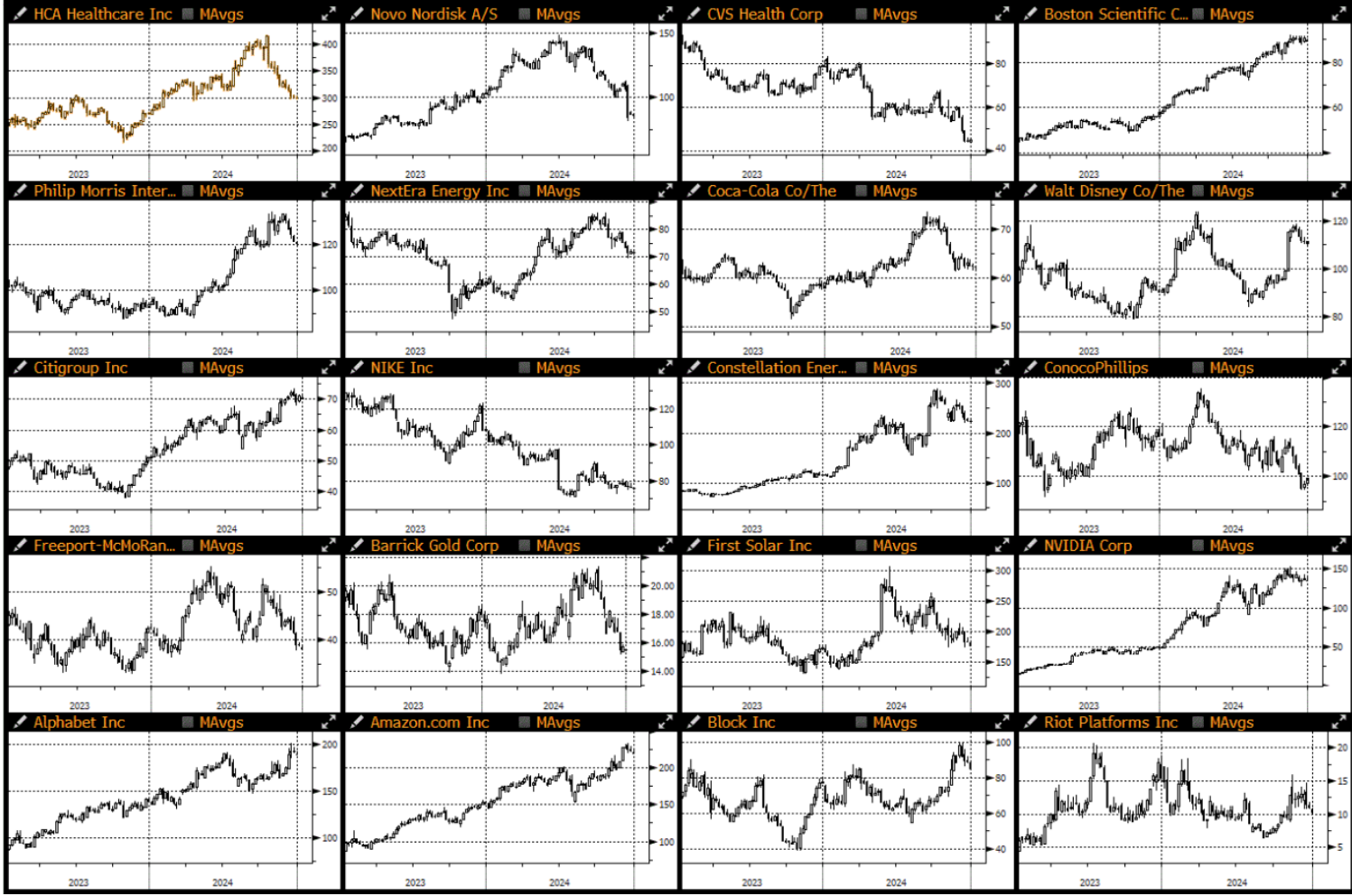
Benzer bir operasyona sahip olan CoreWeave şirketinin tesislerini veri merkezine dönüştürmek için imzaladığı anlaşma baz alındığında Riot, Corsicana'daki ek kapasite için (600MW) tahmini senelik \$400 milyon üzerinde kar yaratabilir. **Bitcoin üretimi ve veri merkezlerine tesislerin kiralanması, faaliyetlerinin verimli şekilde yürütülmesi, yönetimde hissedar dostu adımların atılması ve maliyet kesintilerine gidilmesi durumunda, biz şirkette ciddi bir değer yaratılabileceğini düşünüyoruz.**

Kar ve nakit akışında toparlanma potansiyelinin yanı sıra şirketin bilançosu da güçlü durumda ve 30 Eylül 2024 itibarıyla bilançosunda \$399 milyon net nakdi, 10,427 Bitcoin'i bulunuyor. Bitcoin miktarını bu çeyrekte yaptığı bono satışından elde ettiği finansmanla 16,728 seviyesine çıkartan Riot, Trump hükümetinin Bitcoin fiyatlarında yarattığı spekülâtif etkiden de fayda görüyor.





## 20 hissenin haftalık grafikleri





#### ÇEKİNCE:

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