Düzeltme Sonrası Fırsatlar

Türkiye Hisse Senedi Stratejisi

24/10/2023
Araştırma Müdürlüğü

İŞ YATIRIM

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

İŞ YATIRIM

BIST Yatırım Temaları

Model Portföy ve Yatırım Temaları

Bankacılık sektörünün önümüzdeki dönemde gerek kar momentumu, gerek cazip değerlemeler açısından ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz. Yüksek betalı bankacılık sektörü ülke risk primindeki olası düşüşü en iyi yansıtacak sektörlerin başında geliyor. Düzenlemelerin normalleşmesi, ana faaliyet gelirleri ve marjların toparlanmasını sağlayarak kar görünümünü destekleyecek. Aktif ve pasif arasında vade (durasyon) farkının düşük olması ve ticari kredi faizlerindeki limitin artması sayesinde bankalar vadesi gelen kredileri karlı bir şekilde fiyatlayabiliyor. KKM alt faiz sınırının kaldırılması ve Türk lirasına dönüş hedeflerinin yakalanması sayesinde mevduat piyasası rasyonel zemine dönüyor. Enflasyonun yükselmeye devam etmesi, TÜFE'ye endeksli tahvillerin getirilerini arttırarak yıl sonu kar rakamlarını olumlu etkileyecek diğer bir gelişme. Tahminlerimize göre bankalar 2023 yıl sonunda %7, 2024 yıl sonunda ise %30 net kar büyümesi kaydedebilirler. Bu büyüme rakamlarını 2022 yılının olağanüstü karlı bir yıl olduğunu hatırlayarak okumakta fayda var. Enflasyon düzeltmesinin yıl sonunda uygulanıp uygulanmayacağına dair belirsizlik devam ediyor. Özel bankalar 6 ayda bir enflasyona göre düzeltilmiş sonuçları hakkında bilgi verdiklerinden düzeltme sonrası öz sermaye getirilerindeki gerilemenin piyasalar için sürpriz olmayacağını düşünüyoruz. Özel bankalarda % 40 olan özkaynak karlılığı enflasyon muhasebesi sonrası %10-%15 civarına gerileyebilir. Vergi ödemelerinin enflasyona göre düzeltilmiş rakamlar üzerinden yapılması durumunda bu rakam daha da yükselebilir. Portföyde % 10 ağırlığa sahip Yapı Kredi Bankası dışında, Koç Holding ve Sabancı Holding üzerinden de dolaylı olarak yaklaşık %5 bankacılık sektörü ağırlığı taşımaktayız.

Elementer ve hayat sigorta şirketleri de yükselen faiz ortamından en çok faydalanacak sektörler arasında. Gecikmeli enflasyon etkileri ile desteklenen prim artışları teknik karlılıkları, faiz oranlarındaki artış yatırım gelirlerini olumlu etkilemekte. Türkiye Sigorta ve Anadolu Hayat, sektörde ön plana çıkarttığımız hisseler. Hedef değerimize göre %80 artış potansiyeli sunan Türkiye Sigorta'yı model portföyümüze ekledik.

Koç Holding ve Sabancı Holding net aktif değerlerine göre halen sırasıyla %31 ve %53 iskontolu işlem görmekte.

Koç Holding'in Ford Motor Company ve LG ile birlikte yapacağı ilk aşamada 25GWh kapasiteye sahip olacak olan elektrik araç batarya yatırımına 2023 sonunda veya 2024 başında başlanmasının da hisse için tetikleyici olabileceğini düşüyoruz. Koç Holding'in gelirlerinin yaklaşık %50 döviz kazandıran veya işlerden geliyor olması portföyde TL'deki değer kaybına karşın koruma sağlamakta.

Sabancı Holding'in, Akbank'ın yanı sıra enerji sektörüne de iskontolu bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. 3700 MW 'lık yıllık üretim kapasitesi ile yaklaşık 600 milyon dolar FAVÖK yaratan ve büyüyen yatırımlarıyla model portföyümüzde ayrıca taşıdığımız karlı dağıtım işinin (ENJSA.IS) tam anlamıyla holdingin piyasa değerine yansımadığını düşünüyoruz.

BIST Yatırım Temaları

Savunma Sanayi Hisseleri büyüme beklentileri anlamında ön plana çıkıyor. Bu raporla birlikte Aselsan için TUT tavsiyemizi AL'a çekiyoruz. Savunma harcamalarında 2024 yılında öngörülen artışları da dikkate alarak şirketin proje edinimlerinde hızlanma bekliyoruz.

Enflasyondaki yükselişi fiyatlarına nispeten daha kolay yansıtan, iç talepteki olası yavaşlamadan görece daha az etkilenen gıda perakendesi, içecek, ve telekom sektörleri de önümüzdeki dönemde ön plana çıkarttığımız sektörler arasında. Model Portföyümüzde bulunan BIM, Şok Marketler, Teknosa ve Coca Cola İçecek'in yanında, Anadolu Grubu Holding'de portföyünde yaklaşık %87 yer tutan Anadolu Efes, Coca Cola İçecek ve Migros'a iskontolu bir yatırım fırsatı sunmakta. Hesaplamalarımıza göre holding net aktif değerine göre %38 iskontolu işlem görmekte. Özellikle yabancı rakiplerine karşın pazarda güçlü konumunu koruyan ve halen cazip (2023T 4.2 FD/FAVÖK) çarpanlarla işlem gören Mavi'yi de portföyümüzde tutmaktayız.

Cazip çarpanları, kar momentumu, döviz açık pozisyonunu olmaması ve düşük kaldıraç oranı dikkate alındığında telekom sektöründeki tercihimiz Turkcell. Abone başı gelirlerdeki büyümenin geçen çeyrek enflasyonu yakalamış olması ana senaryomuz ile uyumlu. Önümüzdeki dönemlerde sözleşmeler yenilendikçe gelir büyümesinin cari enflasyona göre daha fazla olmasını bekliyoruz.

Kendine özgü büyüme hikayeleri olan ihracatçı şirketler arasında Arçelik ve Şisecam'ı da portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Arçelik'te henüz kullanılmayan ve şirket hisselerinin %10'una kadar çıkabilecek geri alım programının hisse için aşağı potansiyeli sınırlaması beklenebilir. Henüz fiyatlanmadığını düşündüğümüz ve en geç 2024'ün ilk çeyreğinde tamamlaması beklenen Avrupa operasyonlarını içeren Whirlpool – Arçelik birleşmesinin de hisse için tetikleyici olacağını düşünüyoruz. Şişecam'da ise orta uzun vadede değer yaratacak yatırımlarının henüz tam anlamıyla hisse fiyatına yansımadığını düşünüyoruz.

GYO lar arasında ağırlıklı konut geliştiricilerin yanı sıra kiralık ticari gayri menkul portföyüne sahip şirketleri tercih etmekteyiz. Sene sonunda portföylerde yapılacak yeniden değerlemeler sektör hisseleri için destekleyici olabilir. Açık döviz pozisyonunu tamamen kapatmış olan Torunlar GYO, yüksek gelir yaratan portföyü ile en çok öne çıkardığımız GYO.

Orta uzun vadede cazip artış potansiyeli sunmalarına rağmen **havacılık sektörü hisselerini**, Ortadoğu kaynaklı jeopolitik riskler, petrol fiyatlarındaki yükseliş, artan rekabet ve özellikle Avrupa pazarında bilet fiyatlarında gözlenen baskılar yüzünden model portföyümüze dahil etmedik. Önümüzdeki dönemde jeopolitik risklerin azalması ve / veya orta ve uzun vade için daha da cazip bir giriş imkanı olması durumunda sektör hisselerini tekrar model portföye ekleyebiliriz.

Olası dipten dönüş işaretlerini yakından izlediğimiz bir diğer sektör de demir çelik sektörü. Artış potansiyeli, ağırlıklı inşaat sektörüne ürün sağlaması ve yerli hammadde kullanımı bakımından Kardemir'i tercih ediyoruz. Son olarak model portföyümüzde Koç Holding üzerinden dolaylı olarak Ford Otosan, Tofaş ve Otokar payları dışında doğrudan otomotiv sektörü hissesi bulunmamakta. Bu yıl rekor kıran yurtiçi satışlarda en iyinin geride kaldığını düşünüyoruz. İhracat tarafında Avrupa'da ki resesyonun etkilerinin önümüzdeki dönemlerde daha da görülebilir olmasını bekliyoruz. İhracat ağırlığı yüksek Ford Otosan sektördeki ilk tercihimiz. Uzun vadede Tofaş'ın yeni ticari araç / binek modeli yatırımı ile ilgili açıklamalar, 2024 yılından itibaren Stelantis birleşmesinin finansallara yansıyacak olması hisse senedi için tetikleyici olabilir.

Dolar bazlı BIST 100 endeksi tepe noktasına göre %12 aşağıda

Kaynak: Bloomberg

BIST-100-VIX-US 10Y Bond

Son dönemde BIST'in yurtdışı piyasalar ile korelasyonu artmış gözüküyor

Kaynak: Bloomberg

MSCI TR endeksi yıl başından bu yana olumlu ayrıştı

MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi (Haftalık periyot)

MSCI Dünya Endeksi (Haftalık periyot)

MSCI Türkiye Endeksi (Haftalık periyot)

Kaynak: Bloomberg

BIST'de Yabancı Payı ve TL Volatilitesi

BIST Yıliçi Yabancı Oranı Grafigi

Haziran ayında dipten dönen yabancı seviyesi son dönemde yatay seyrediyor

Kaynak: Bloomberg, Matriks

İŞ YATIRIM

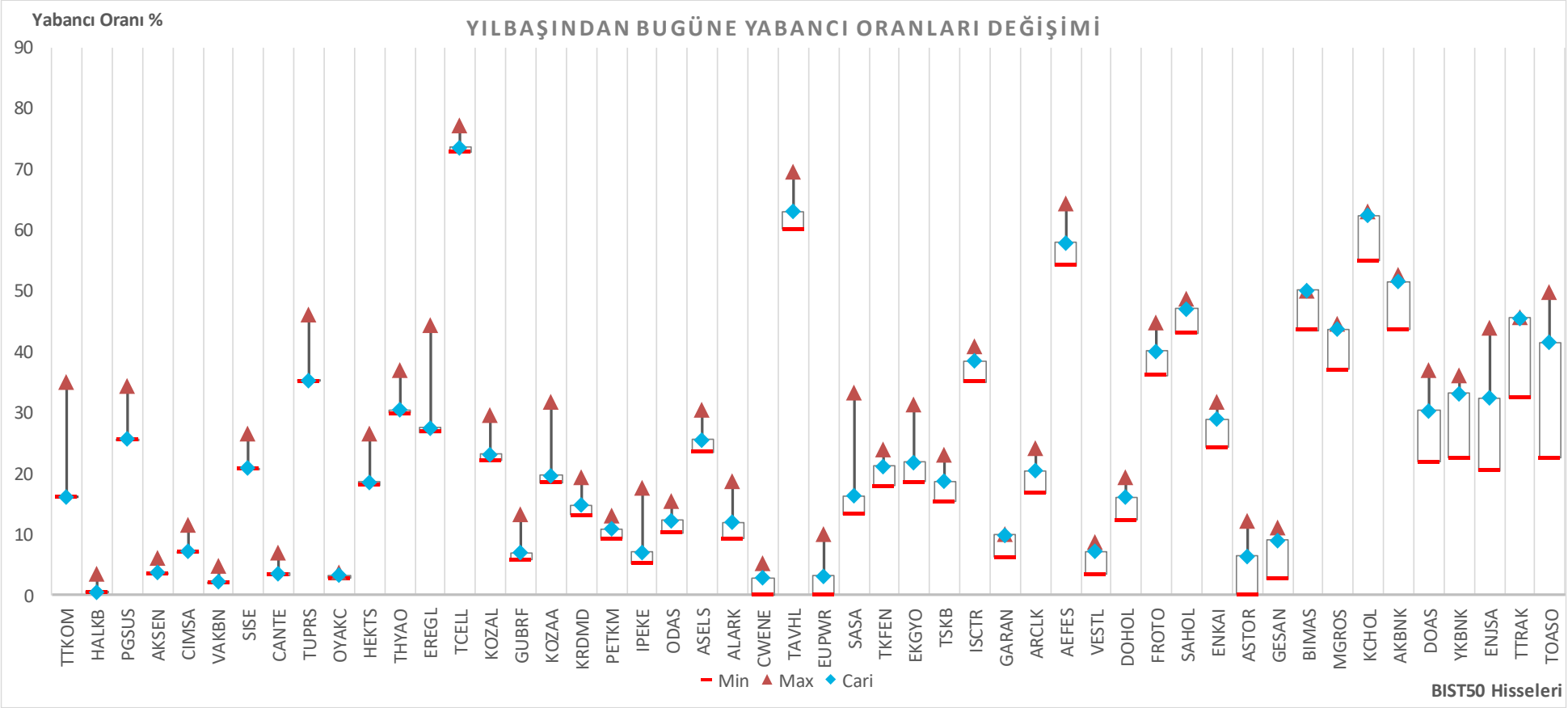
Yabancı Payı En Çok Azalan Hisseler

Yıliçi Değişime Göre						
En Çok Azalan Hisseler	Cari Deger Yabancı Payi	30/12/2022 Yabancı Payi	Puan Değ. bps	HAO %	Yıliçi Getiri %	2005'den beri en düşük oran
AKBNK	51.57	51.68	-0.11	52	68.7	45.6
ALARK	11.62	15.49	-3.87	34	36.8	8.2
ARCLK	20.53	23.49	-2.97	15	37.6	23.8
ASELS	25.70	25.17	0.53	26	29.1	21.4
ASTOR	6.32			21		
BIMAS	49.90	49.81	0.10	68	110.6	49.3
EKGYO	21.62	20.56	1.05	48	-18.0	27.0
ENKAI	29.13	26.47	2.67	9	-4.5	51.1
EREGL	27.67	44.34	-16.67	48	-7.8	45.4
FROTO	39.36	36.60	2.76	18	63.4	46.1
GARAN	9.85	9.72	0.13	14	59.9	5.8
GUBRF	7.01	7.50	-0.49	23	26.8	6.0
HEKTS	18.54	18.88	-0.34	45	-40.0	0.8
ISCTR	38.67	38.77	-0.10	33	82.1	32.0
KCHOL	62.36	59.14	3.22	26	69.0	63.6
KONTR	9.00	3.25	5.74	42	61.0	0.0
KOZAL	23.24	27.02	-3.79	30	-12.9	19.1
KRDMD	14.65	14.65	0.00	92	40.1	8.6
ODAS	11.98	10.68	1.30	77	5.8	0.6
OYAKC	3.34	3.02	0.32	26	221.8	0.8
PETKM	10.39	10.85	-0.45	48	1.9	14.4
PGSUS	25.60	28.54	-2.94	42	42.1	4.0
SAHOL	47.17	45.43	1.73	50	24.9	45.4
SASA	16.28	13.22	3.06	25	-13.7	0.1
SISE	20.92	25.13	-4.21	49	17.3	15.3
TCELL	73.24	76.48	-3.24	54	29.3	51.4
THYAO	29.86	33.79	-3.94	50	47.0	18.3
TOASO	41.34	22.43	18.91	24	61.8	33.4
TUPRS	35.93	42.53	-6.60	46	92.7	33.0
YKBNK	32.90	28.82	4.09	39	64.9	24.1

Kaynak: Matriks

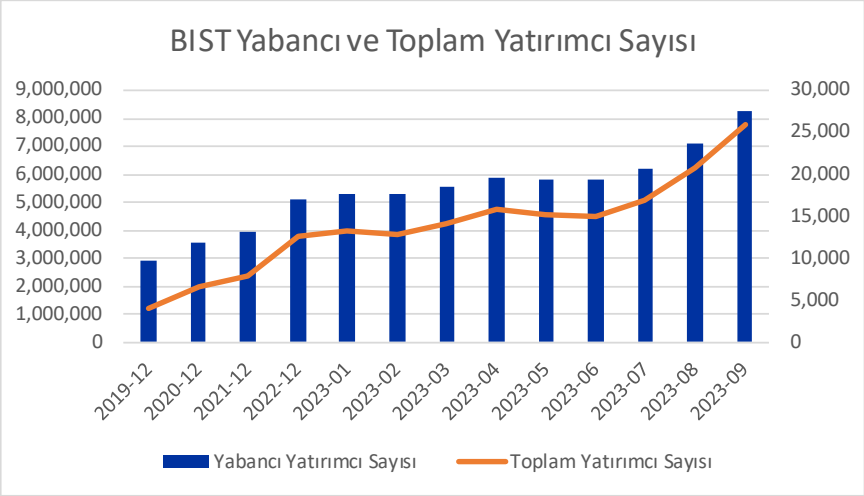
Yabancı payı çoğu hissede 2005 yılından bu yana görülen en düşük seviyelerin hafif üzerinde

Yabancı Payı Dip/Zirve -Yıliçi



Kaynak: Matriks

BIST Yabancı ve Yerli Yatırımcı Sayıları

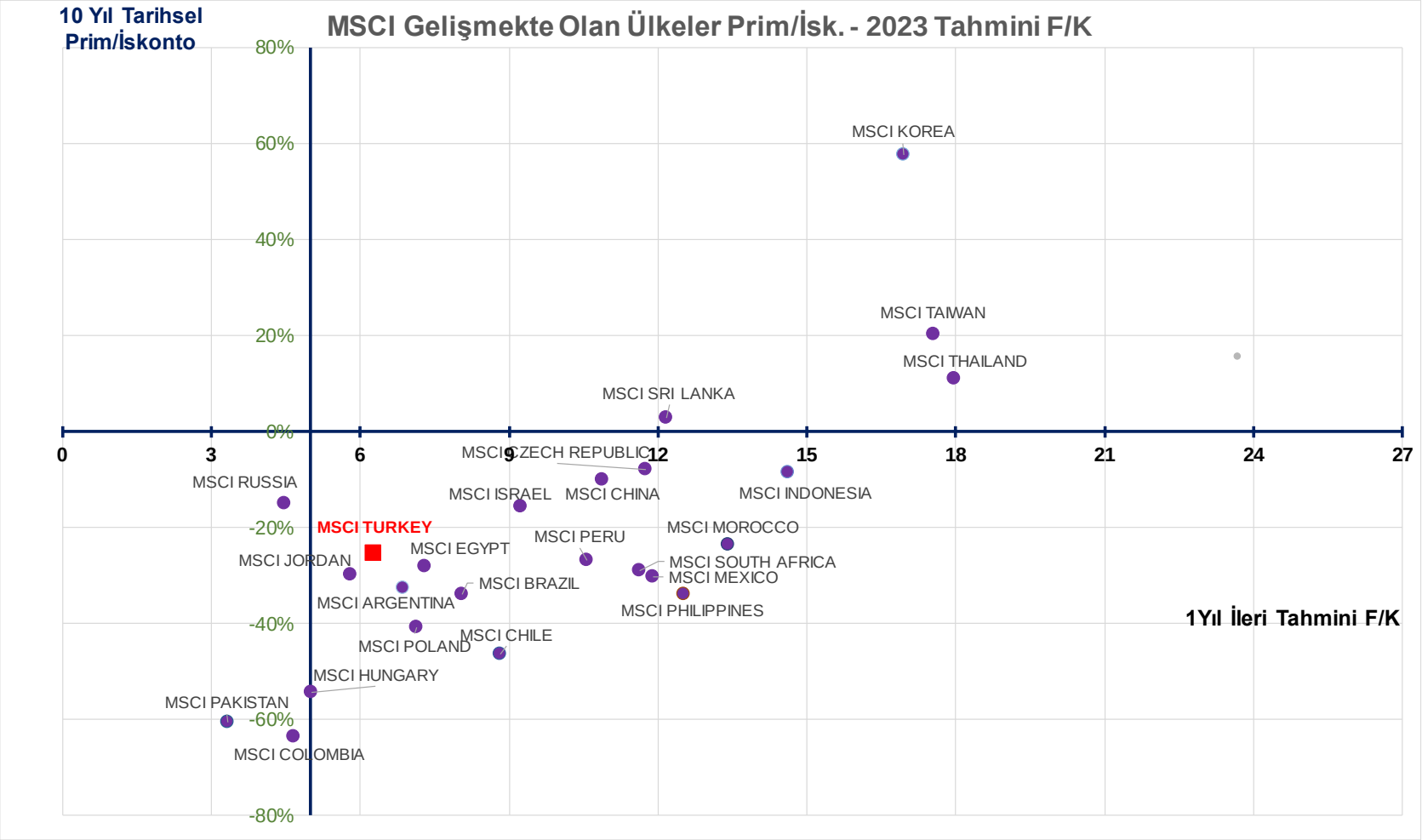


BIST 'e yerleşik yatırımcı ilgisi artarak devam ediyor

BIST Yatırımcı Sayısı			
Dönem	Yabancı Yatırımcı Sayısı	Yerli Yatırımcı Sayısı	Toplam Yatırımcı Sayısı
2019-12	9,707	1,193,731	1,203,438
2020-12	11,964	1,976,976	1,988,940
2021-12	13,147	2,341,923	2,355,070
2022-12	17,043	3,766,444	3,783,487
2023-01	17,681	3,969,945	3,987,626
2023-02	17,650	3,837,036	3,854,686
2023-03	18,591	4,216,134	4,234,725
2023-04	19,576	4,738,785	4,758,361
2023-05	19,421	4,570,248	4,589,669
2023-06	19,435	4,452,544	4,471,979
2023-07	20,744	5,068,191	5,088,935
2023-08	23,660	6,224,055	6,247,715
2023-09	27,523	7,747,328	7,774,851

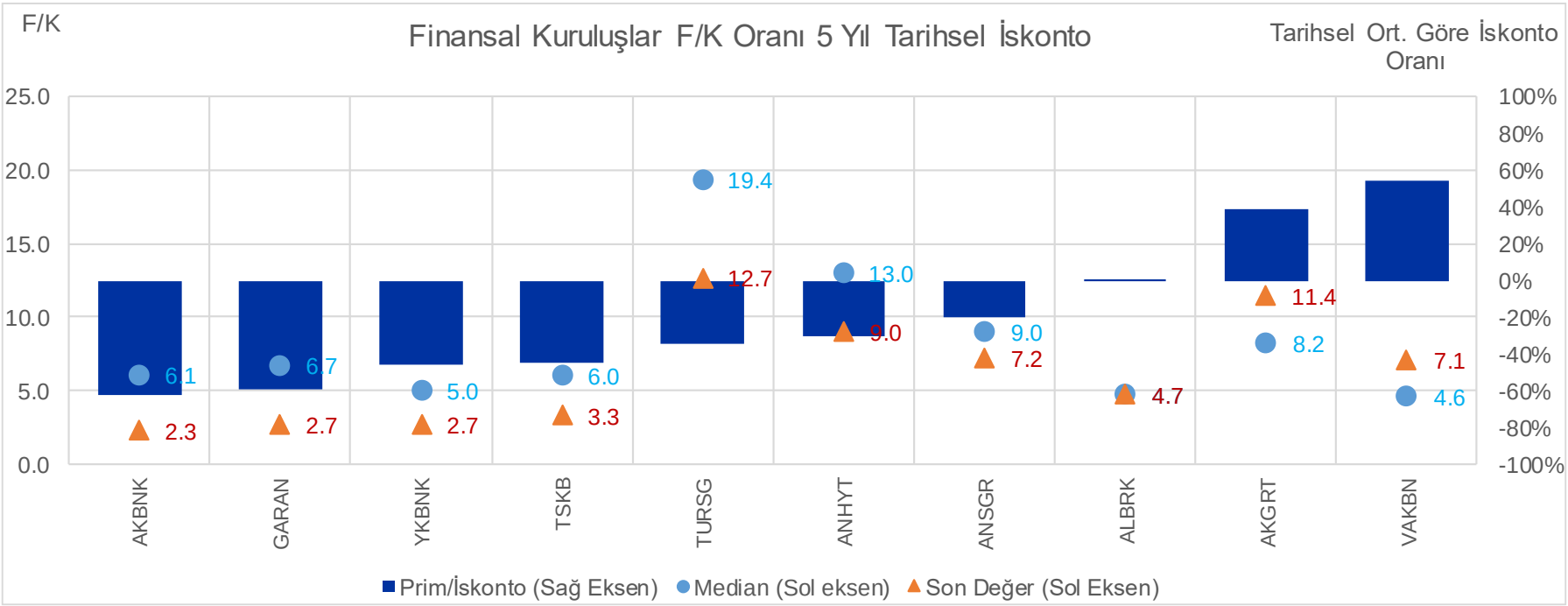
Kaynak: MKK

Tarihsel çarpan – 2023T F/K ile MSCI GOÜ prim /iskonto



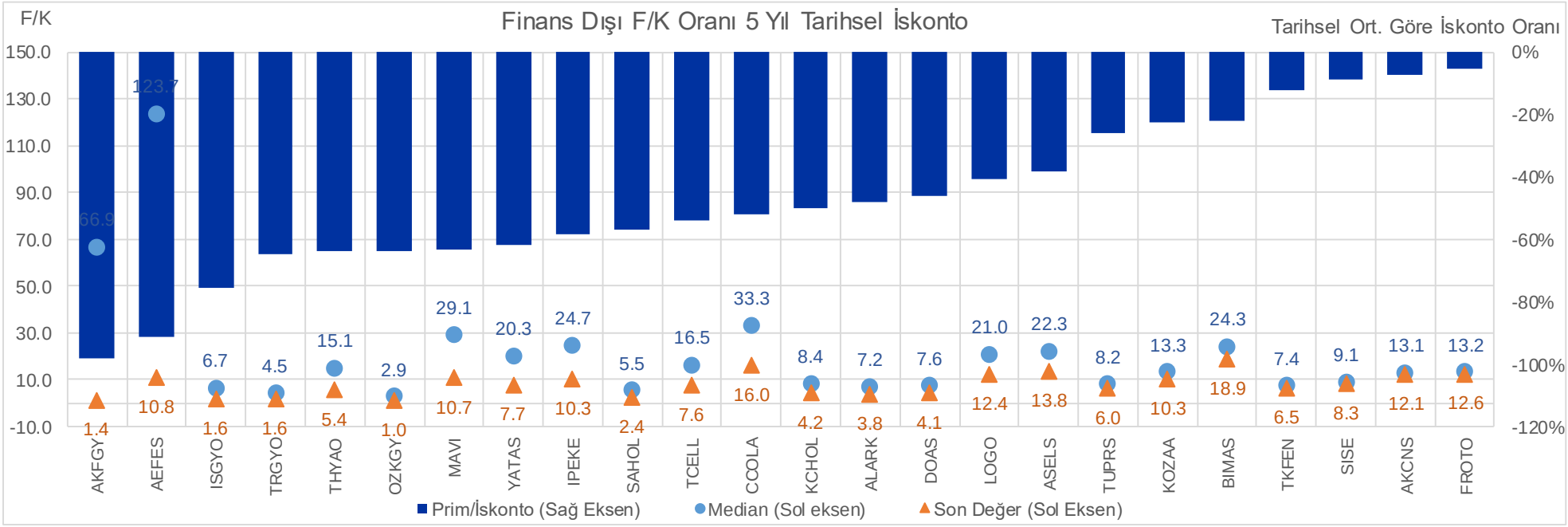
Kaynak: Bloomberg

Özel bankalar ve sigortalar tarihsel ortalama F/K oranlarının altında



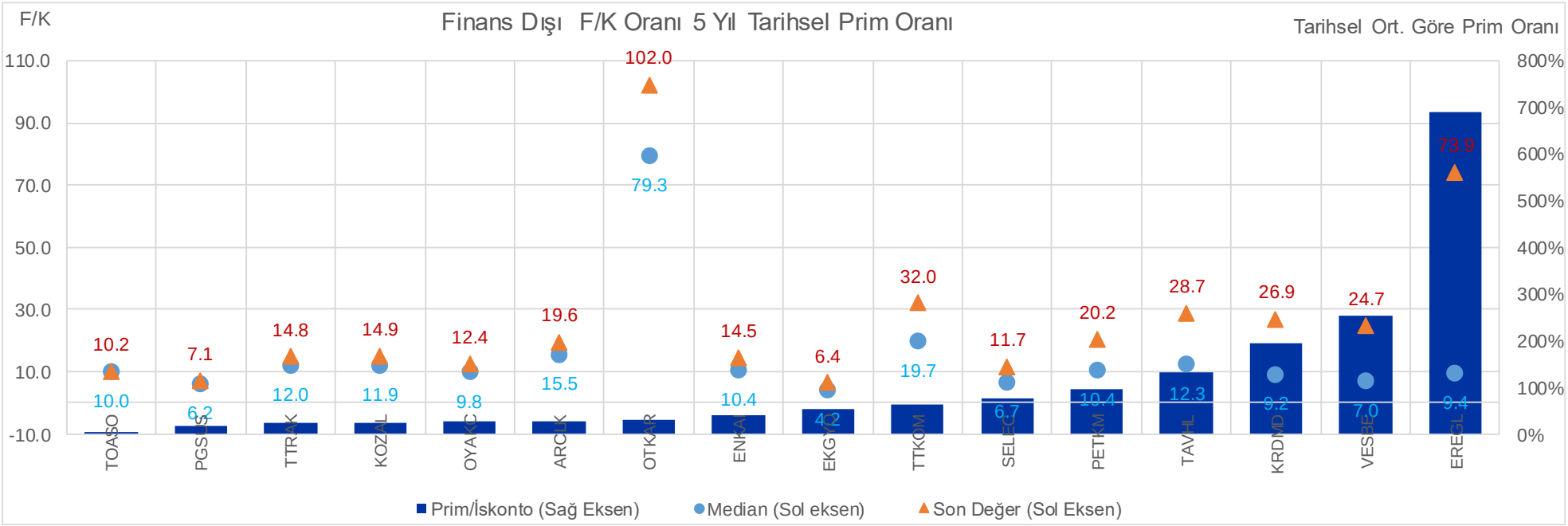
Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler

Geçmiş F/K çarpanlarının altında işlem gören finans dışı şirketler



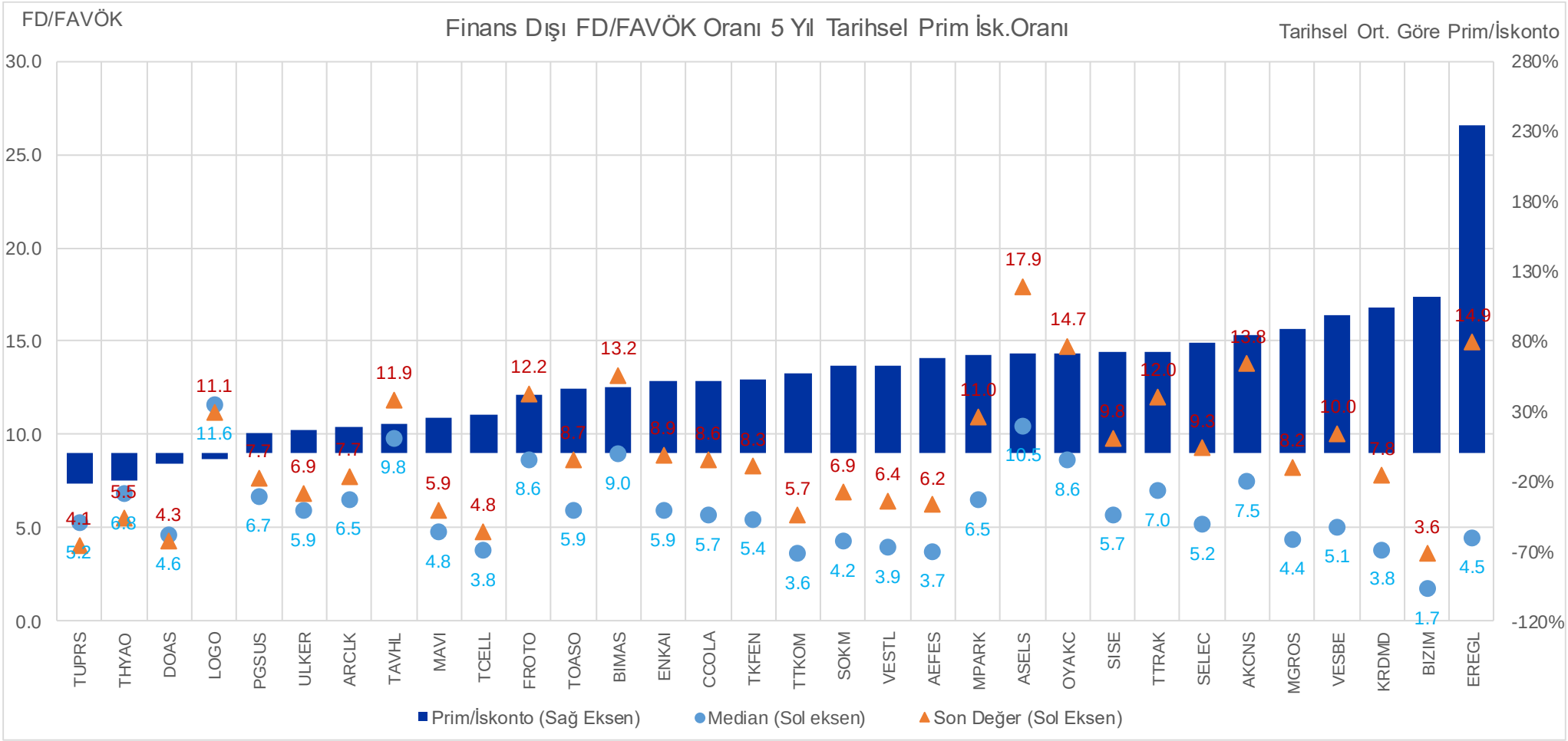
Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler

Geçmiş ortalama F/K oranlarının üzerinde işlem gören finans dışı şirketler



Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler

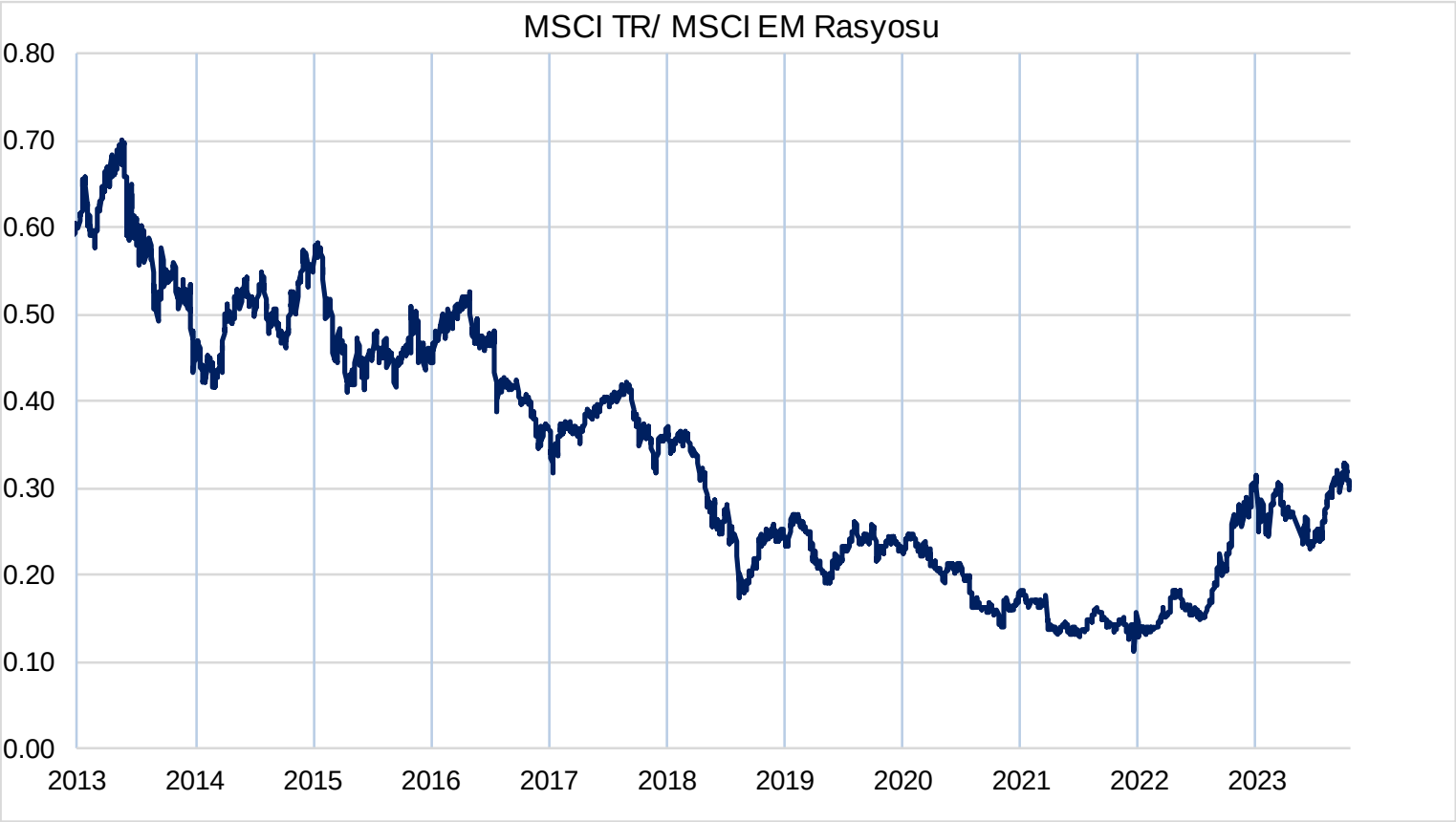
Geçmiş ortalama FD/FAVÖK oranına göre iskonto / prim



Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler

MSCI Türkiye / MSCI GOÜ Rasyosu en düşük seviyelerinden toparlıyor

MSCI TR / MSCI EM



Kaynak: Bloomberg

5 Yıllık CDS & Borsa İstanbul

Risk priminde düşüşler hisse senedi değerlemelerine olumlu yansıyor

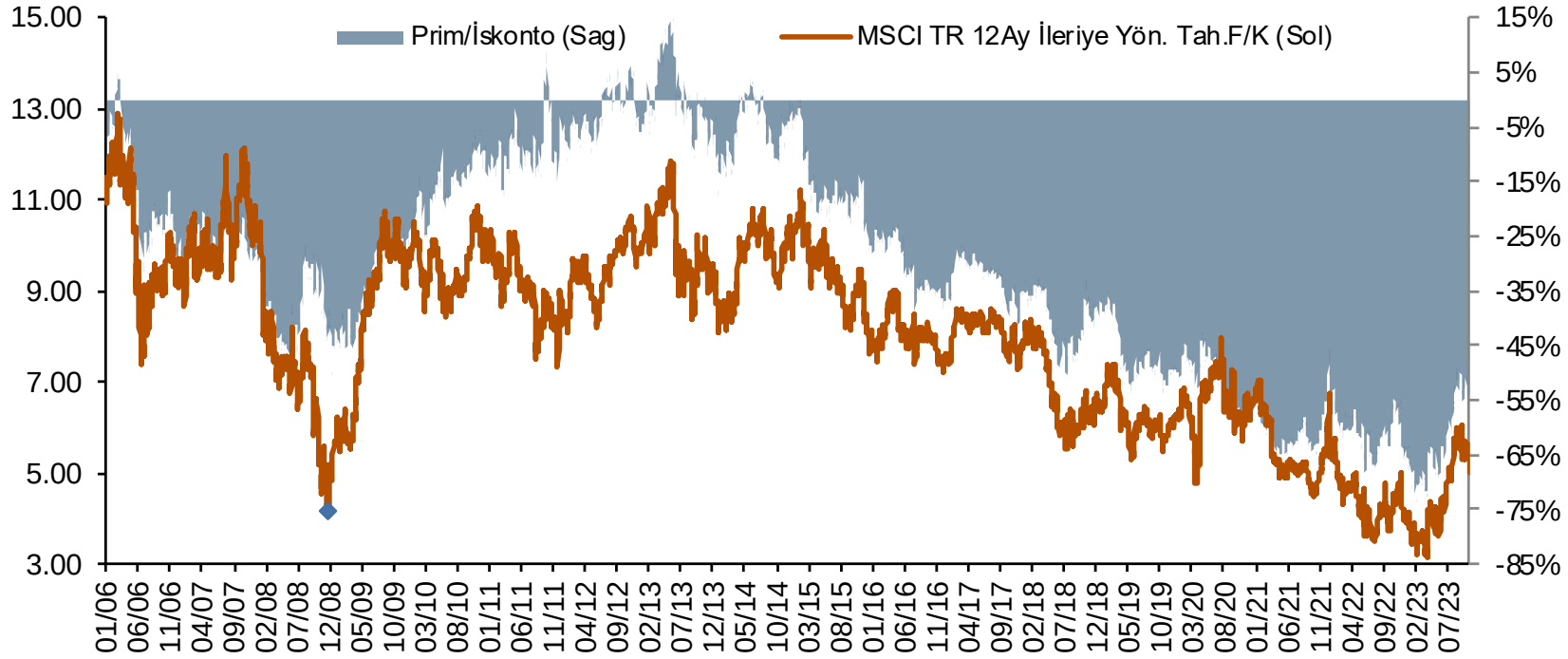
Kaynak: Bloomberg

Gösterge Eurobond & MSCI Türkiye Endeksi

ABD faizlerinde yüksek seyir dolar bazlı iskonto oranlarındaki gerilemeyi sınırlıyor

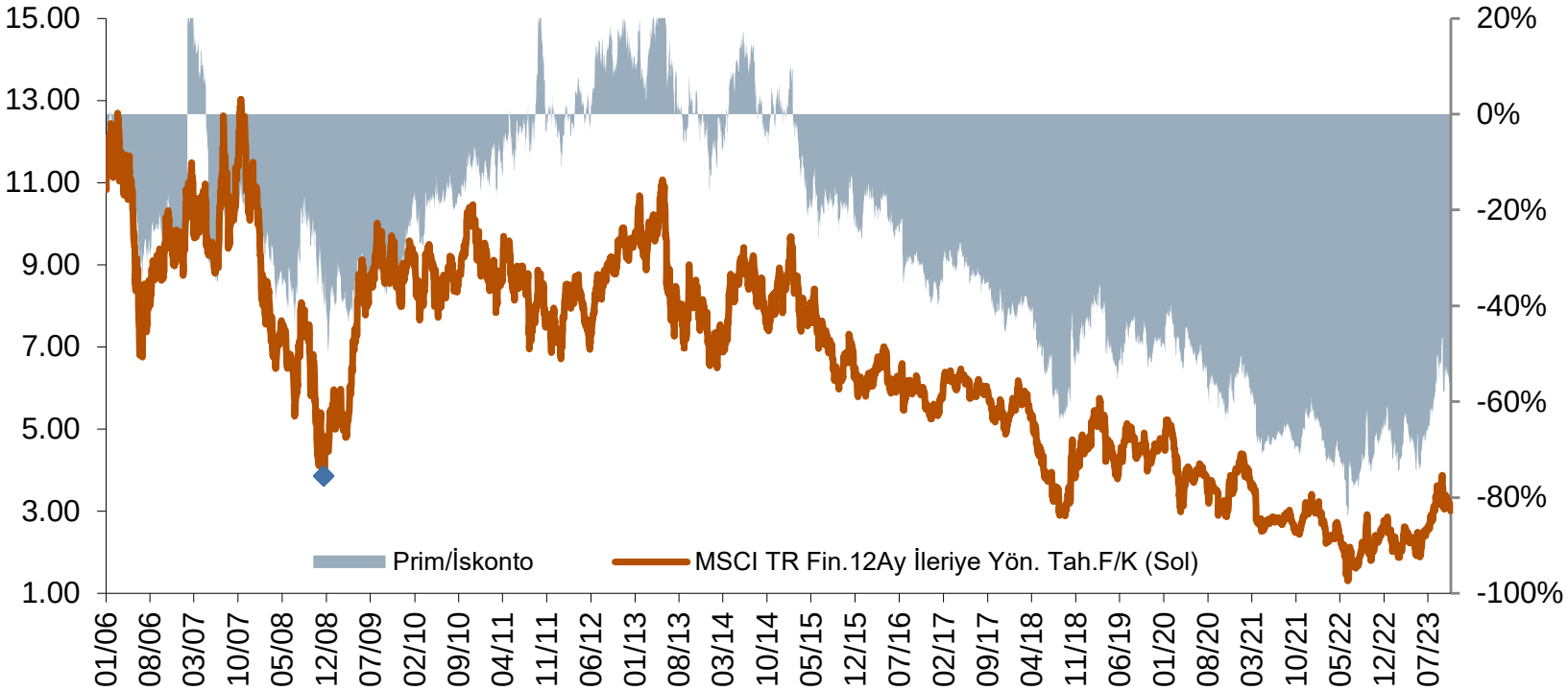
Kaynak: Bloomberg

MSCI Türkiye F/K oranı GOÜ endeksine göre %57 iskontolu



Kaynak: Bloomberg

MSCI Türkiye Fin.F/K oranı MSCI GOÜ Fin. endeksine göre %59 iskontolu



Kaynak: Bloomberg

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

İŞ YATIRIM

Hedef Fiyat ve Tahmin Revizyonları – NK, NS, FAVÖK Δ

	Hedef Fiyat				Öneri		Yeni						Eski					
							2023T (TL mn)			2024T (TL mn)			2023T (TL mn)			2024T (TL mn)		
Kod	Eski	Yeni	Değişim	Getiri Pot.	Eski	Yeni	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
AYGAZ	-	221.00	-	58%	AL	AL	55,567	941	3,054	78,506	2,357	4,035	55,567	941	3,054	78,506	2,357	4,035
ANSGR	25.00	85.00	240%	47%	AL	AL			6,189			8,405			5,272			6,698
OTKAR	196.87	441.00	124%	12%	TUT	TUT	20,845	3,122	1,257	36,551	5,499	1,596	20,268	2,906	1,463	31,196	4,768	2,306
TURSG	32.87	70.00	113%	81%	AL	AL			8,170			12,310			4,745			6,858
TRGYO	28.49	53.83	89%	66%	AL	AL	4,638	2,013	29,392	12,004	6,901	47,455	6,549	3,352	23,409	6,795	3,421	29,327
KRDMD	-	42.23	-	65%	TUT	AL	26,729	4,284	1,095	39,741	7,215	1,981	28,241	4,322	1,629	37,075	6,797	4,057
ULKER	61.00	104.00	70%	26%	AL	AL	45,274	8,823	-395	67,965	12,076	1,570	45,274	8,823	-1,516	67,965	12,076	1,243
AKGRT	5.80	9.50	64%	48%	AL	AL			1,023			1,477			612			1,267
ENJSA	-	72.86	-	42%	AL	AL	130,087	15,187	5,012	160,191	18,775	6,490	130,087	15,187	5,012	160,191	18,775	6,490
ALBRK	3.70	5.70	54%	36%	TUT	AL			3,130			4,077			1,365			1,443
PETKM	13.60	20.75	53%	0%	SAT	TUT	57,727	2,145	3,898	105,922	10,037	10,399	59,592	2,330	3,567	106,477	10,458	10,089
MAVI	111.21	167.18	50%	63%	AL	AL	20,115	4,567	2,644	33,499	7,419	4,180	20,115	4,567	2,644	33,499	7,419	4,180
AKCNS	155.64	231.69	49%	33%	TUT	AL	14,688	3,663	3,215	22,682	5,459	5,665	14,389	3,444	3,175	21,185	4,874	5,111
MPARK	150.29	220.03	46%	50%	AL	AL	16,668	3,984	2,162	26,675	6,231	3,960	15,906	3,711	1,895	22,692	5,360	2,591
ANHYT	44.00	64.00	45%	31%	AL	AL			2,921			3,830			2,179			2,989
VAKBN	16.00	23.00	44%	36%	TUT	AL	41,620		27,498	67,094		35,498	39,120		25,549	56,322		21,282
TSKB	7.00	9.95	42%	45%	AL	AL	10,703		7,413	13,712		9,836	10,703		7,413	13,712		9,836
YKBNK	18.60	26.00	40%	42%	AL	AL	66,201		58,068	103,751		68,737	66,201		58,068	103,751		68,737
GARAN	46.00	64.00	39%	39%	AL	AL	66,842		62,045	102,950		84,743	66,842		62,045	102,950		84,743
BIZIM	41.58	57.00	37%	16%	AL	TUT	23,318	1,096	126	34,012	1,714	311	22,909	1,325	268	30,254	1,713	351
SISE	-	73.15	-	46%	AL	AL	132,616	23,912	17,405	196,496	37,302	20,188	159,144	32,591	20,519	225,748	49,526	25,848
AKBNK	30.00	40.00	33%	31%	AL	AL	49,071		62,610	95,138		72,437	49,071		62,610	95,138		72,437
BIMAS	320.00	411.00	28%	42%	AL	AL	271,925	19,929	10,056	465,234	35,262	17,736	266,922	19,381	9,729	430,329	31,952	15,880
SAHOL	74.50	95.00	28%	73%	AL	AL	319,955	105,054	44,533	383,946	123,583	54,901	311,640	100,407	42,597	373,968	117,787	52,486
KCHOL	160.00	203.00	27%	43%	AL	AL	1,070,435	281,200	88,327	1,391,565	347,560	105,992	851,889	159,761	66,725	1,107,455	189,690	80,070
MGROS	399.00	496.00	24%	37%	AL	AL	145,911	10,230	3,238	257,731	19,294	6,898	142,704	9,992	3,028	236,626	17,480	5,795
SOKM	74.48	92.00	24%	48%	AL	AL	113,551	8,682	2,696	191,479	14,878	4,844	110,408	8,468	2,633	174,775	13,456	4,285
OZKGY	11.02	13.58	23%	47%	AL	AL	1,098	509	26,877	3,483	2,816	35,568	5,513	4,497	12,687	2,969	2,304	13,729
TOASO	358.90	436.20	22%	65%	AL	AL	101,820	17,088	17,381	206,282	28,646	28,045	94,578	13,507	10,562	191,462	22,729	23,837
AGHOL	247.00	300.00	21%	42%	AL	AL	316,986	38,630	8,070	416,157	54,800	11,140	316,986	38,630	8,070	416,157	54,800	11,140
FROTO	1025.36	1232.65	20%	42%	AL	AL	337,837	37,502	31,316	563,617	58,091	47,472	375,265	37,442	31,601	553,987	58,961	57,509

Hedef Fiyat ve Tahmin Revizyonları – NK, NS, FAVÖK Δ

	Hedef Fiyat				Öneri		Yeni						Eski					
							2022T (TL mn)			2023T (TL mn)			2022T (TL mn)			2023T (TL mn)		
Kod	Eski	Yeni	Değişim	Getiri Pot.	Eski	Yeni	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
YATAS	45.46	54.45	20%	73%	AL	AL	10,279	1,330	622	17,786	2,543	1,154	11,418	1,640	677	17,376	2,676	1,090
VESTL	88.71	105.26	19%	69%	AL	AL	93,686	12,794	1,587	142,170	18,252	4,531	96,461	10,722	-1,552	137,829	17,235	3,407
SELEC	55.70	65.67	18%	19%	TUT	TUT	84,034	4,244	3,480	125,343	5,390	3,840	84,034	4,076	3,338	119,712	6,943	5,171
TKFEN	60.83	70.63	16%	59%	AL	AL	42,987	2,427	1,648	52,618	2,519	1,622	42,987	2,590	1,779	52,618	2,519	1,622
VESBE	23.81	27.61	16%	53%	AL	AL	50,398	7,758	4,959	75,926	10,611	7,041	50,741	6,246	2,240	78,302	10,086	4,226
ASELS	47.50	55.00	16%	35%	TUT	AL	58,821	14,650	18,229	92,322	23,186	29,250	57,493	14,338	18,195	91,531	23,146	26,608
CCOLA	445.00	513.00	15%	39%	AL	AL	94,838	18,404	8,916	149,370	29,361	13,467	95,940	18,686	9,049	146,102	28,878	13,230
AEFES	138.93	160.00	15%	61%	AL	AL	149,327	26,410	7,383	232,943	41,806	11,185	151,382	26,882	7,508	228,728	41,283	11,173
TCELL	73.55	84.27	15%	69%	AL	AL	92,724	37,512	11,001	146,766	59,907	22,127	92,167	37,051	12,874	136,869	56,664	19,972
ARCLK	202.16	229.42	13%	54%	AL	AL	205,260	21,470	3,912	301,426	31,165	5,403	208,051	21,710	5,442	302,428	31,841	8,462
TAVHL	184.88	208.40	13%	68%	AL	AL	34,780	9,932	4,667	58,461	17,714	6,428	32,733	9,311	2,789	47,975	15,096	4,862
KOZAL	17.47	19.21	10%	-19%	SAT	SAT	13,409	5,721	5,029	11,745	6,570	7,053	13,409	5,721	5,029	11,745	6,570	7,053
TTRAK	918.14	1000.00	9%	21%	AL	TUT	47,611	11,732	9,409	59,093	10,758	9,089	52,431	11,977	9,556	64,788	10,827	8,027
EREGL	-	55.07	-	42%	TUT	AL	151,265	18,696	-4,802	221,073	35,837	11,998	155,419	21,641	5,883	212,900	44,805	25,986
LOGO	97.13	103.69	7%	65%	TUT	AL	2,631	649	586	4,263	1,139	1,025	2,892	844	803	4,551	1,415	954
ENKAI	46.32	49.28	6%	55%	AL	AL	62,998	11,840	9,287	152,643	28,890	23,471	93,006	19,542	15,607	158,089	32,546	26,932
TTKOM	28.59	30.27	6%	49%	AL	AL	81,836	26,570	4,049	131,798	45,216	9,001	81,149	26,342	1,443	120,009	42,086	3,085
HALKB	16.66	17.00	2%	20%	TUT	TUT	40,899		9,006	76,815		22,433	40,899		9,006	76,815		22,433
TUPRS	137.47	137.00	0%	1%	AL	TUT	536,421	61,488	35,641	798,978	64,289	40,475	459,833	59,538	30,092	646,043	57,439	38,214
DOAS	377.44	368.50	-2%	40%	AL	AL	111,553	21,231	18,350	138,575	21,185	16,138	103,695	20,335	16,873	148,020	23,086	17,336
THYAO	404.30	376.70	-7%	76%	AL	AL	491,759	99,881	64,097	818,316	141,776	79,653	503,867	102,395	59,717	815,598	149,452	89,702
EKGYO	13.12	12.01	-8%	68%	AL	AL	12,855	5,010	5,015	15,081	5,704	5,566	9,308	0	3,404	10,582	1	3,543
PGSUS	1313.85	1177.65	-10%	64%	AL	AL	69,855	21,699	9,416	119,633	38,081	15,867	78,198	26,326	14,534	130,634	40,872	18,401
GWIND	-	45.59	-	57%	-	AL	1,693	1,366	1,174	2,903	2,326	1,949	1,693	1,366	1,174	2,903	2,326	1,949

Makro Tahminler

	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
GSYİH büyüme, %	1.9	11.4	5.6	3.7	3.0	3.5
Özel tüketim büyümesi, %	3.2	15.3	19.7	11.0	2.5	3.0
İhracat Büyümesi	-14.4	24.9	9.1	-5.0	2.0	4.0
TÜFE (yıl sonu), %	14.6	36.1	64.3	67.0	42.0	22.0
TÜFE (ortalama), %	12.3	19.6	72.3	54.3	55.1	29.3
Cari Denge / GSYİH (%)	-4.4	-0.9	-5.4	-4.7	-3.5	-3.0
Para Piyasası Faizi, %	17.0	14.0	9.0	35.0	40.0	22.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	12.9	22.7	8.9	25.0	22.0	20.0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond fa	6.3	7.4	8.5	8.5	8.0	7.8
TL/Dolar (ortalama)	7.0	8.9	16.6	24.2	36.7	46.5
TL/Dolar (yıl sonu)	7.3	13.0	18.7	30.0	43.0	50.0
TL/Euro (ortalama)	8.0	10.5	17.4	25.5	37.7	47.9
TL/Euro (yıl sonu)	9.0	14.7	19.9	31.2	44.3	51.5
Avro/Dolar (ortalama)	1.15	1.18	1.05	1.06	1.04	1.03
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.23	1.14	1.07	1.04	1.03	1.03

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

İŞ YATIRIM

Sektör Açıklamaları - Bankacılık

Fiyat ve Oranlar																										
															2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		PD/Net Faiz Geliri		ROE		Aktif Karlılığı	
AKBNK	30.50	158,600	40.00	30.00	31	AL	A	-1	2.72	154	52.3	52	5%	15%	8%	2.5	2.2	0.8	0.6	3.2	1.7	35%	31%	4.6%	4.1%
ALBRK	4.18	10,450	5.70	3.70	36	AL	Y	3.47	7.32	13.2	39.5	18	3%	19%	4%	3.3	2.6	1.4	1.2			40%	51%	2.4%	2.4%
GARAN	46.00	193,200	64.00	46.00	39	AL	A	-9.5	-6.1	108	14	10	4%	16%	0%	3.1	2.3	0.9	0.7	2.9	1.9	35%	35%	4.4%	4.4%
HALKB	14.18	101,880	17.00	16.66	20	TUT	A	-6.9	-3.4	52.8	8.5	1	2%	5%	0%	11.3	4.5	0.8	0.6	2.5	1.3	8%	16%	0.5%	1.0%
ISCTR	22.10	220,999				Ö.Y		-11	-7.9	192	32.6	39	4%	14%											
TSKB	6.86	19,208	9.95	7.00	45	AL	A	-5.6	-2.1	23.9	38.8	19	2%	13%	8%	2.6	2.0	1.0	0.7			45%	40%	5.2%	5.3%
VAKBN	16.96	168,174	23.00	16.00	36	AL	Y	25.6	30.3	57.7	6.07	2	1%	3%	0%	6.1	4.7	1.3	1.0	4.0	2.5	23%	24%	1.4%	1.4%
YKBNK	18.33	154,834	26.00	18.60	42	AL	A	9.11	13.2	204	38.8	33	4%	11%	7%	2.7	2.3	1.0	0.8	2.3	1.5	41%	39%	4.3%	3.6%
Bankacılık																**3.1**	**2.3**	**1.0**	**0.7**	**2.9**	**1.7**	**35%**	**35%**	**4.3%**	**3.6%**

Akbank(AKBNK.IS)

Yatırım Teması

Güçlü sermaye ve likiditesi ile Akbank 2022'den beri kredi piyasasında pazar payı kazanmaya devam ediyor. Bankanın kredilerde gösterdiği güçlü büyüme stratejisi sonucunda düzenlemelerin de etkisiyle vade uyumsuzluğunu geçmişe göre çok azalttığını ve faiz artışlarının kredilere yansıtılmasının neredeyse bir çeyreğe kadar gerilediğini görüyoruz. Bu nedenle Akbank'taki kredi spred toparlamasının rekabete göre daha önce olacağını ve yüsek marj seviyesine (TÜFEX harici) sene sonundan itibaren ulaşacağını öngörüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Bankanın marj yapısının güçlenmesi yanında maliyet verimli çalışması ve yüksek kaliteli aktif yapısı nedeniyle karşılık gider baskısının rekabet göre çok düşük olması yüksek karlılık ve özkaynak karlılığını destekliyor.

Değerleme ve Riskler

Banka için önümüzdeki üç yıl karlılık tahminlerini yaklaşık %14 oranında revize ediyoruz. Akbank, 2023 tahminlerine göre 2,5xF/K ve 0,8PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. Bankanın yurtdışı benzer bankalara göre çarpan iskontosu ise %65 seviyesinde bulunuyor. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler bankanın büyüme ve karlılık göstergelerini olumsuz etkileyebilir

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Garanti Bank (GARAN.IS)

Yatırım Teması

Garanti Bankası, tüketici ve kredi kartlarındaki yüksek piyasa payları ve vadesiz fonlama tabanının yüksekliği nedeniyle benzer bankalar arasında en yüksek kar marjıyla çalışmaya devam ediyor. Bankanın bu çalkantılı dönemde TL mevduatlarında gerek düzenlemelere uyum amacıyla gerekse TL mevduat tabanının zayıflatmamak adına agresif fiyatlamaya girmemiş olması marjlar için önümüzdeki dönemlerde olumlu gelişmeler. Kredi ve mevduatlar arasındaki vade uyumsuzluğunun da tarihi düşük seviyelere gelmesi, yüksek faiz ortamına bankanın çok hızlı biçimde uyum sağlayacağını gösteriyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Bankanın UFRS 9 modelini çok muhafazakar olarak kullanması nedeniyle risk maliyetinin benzer banka ortalamalarına göre bir miktar daha yüksek olduğu görülüyor. Bu da özellikle stresli zamanlarda bankanın ek karşılık yükünün sektöre göre daha ılımlı seyretmesini sağlıyor.

Değerleme ve Riskler

Garanti Bankası için önümüzdeki üç yıllık net kar tahminini yıllık ortalama %15 yukarı çekerken, özkaynak karlılık beklentilerimiz de orta vadede %34 seviyesine yükseldi. Garanti Bankası için AL tavsiyemizi %39 getiri potansiyeli ile sürdürüyoruz. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler bankanın büyüme ve karlılık göstergelerini olumsuz etkileyebilir

Vakıfbank (VAKBN.IS)

Yatırım Teması

Vakıfbank için 2023'ün ikinci yarısından itibaren karlılığın hızla toparlanacağı bir döneme giriyoruz. Son iki senedir yoğun regülasyonlar ve piyasadaki yüksek oynaklıklar nedeniyle baskılanan ana faaliyet gelirleri ve marjlar yılın son çeyreğinden sonra hızlı bir toparlanmanın içine girmiş olacaklar. Banka üçüncü çeyrekten başlayarak TÜFEX portföyünden önemli gelir artışları yazmaya başlayacak. Ayrıca TL kredilerin hızla yukarı fiyatlanması, geçtiğimiz iki yılda verilen kredilerin önemli kısmının değişken faizli yapısı marjlarda 2023 sonu ve önümüzdeki yıl hızlı bir sıçramanın yapılacağını gösteriyor. Arttırılan kredi pazar paylarının olumlu bir yansıması ücret ve komisyon gelirlerindeki enflasyonun çok üzerindeki artışlar olarak gösterilebilir. Ayrıca trading kaleminde de elde edilen olumlu ve pozitif sonuçlar karlılığı desteklemeye devam edecektir.

İleriye Dönük Beklentiler

Vakıfbank'ın güçlü karşılık oranları ve yüksek serbest karşılık portföyü önümüzdeki dönemde olası stres zamanlarında bankanın karşılık baskısını rahatlıkla yönetibileceğini gösteriyor. Bütün bunların bir yansıması olarak Vakıfbank'ın önümüzdeki üç yıl net kar tahminlerini ortalama olarak %43 oranında arttırdık. Bankanın orta vadeli sürdürülebilir özkaynak karlılık tahminini de 400 baz arttırarak %25seviyesine yükseltiyoruz.

Değerleme ve Riskler

Vakıfbank için hedef piyasa değerimizi TL 23 olarak belirliyor ve tavsiyemizi TUT'tan AL'a çekiyoruz. 2023 tahminlerine göre banka 6,1xF/K ve 1,3xPD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler bankanın büyüme ve karlılık göstergelerini olumsuz etkileyebilir

Halkbank (HALKB.IS)

Yatırım Teması

Düşük faiz ortamında yüksek kredi büyümesinden sonra bankanın bilançosu halen toparlanma sürecinde. Karlılıkta gözle görülür ve kalıcı iyileşmeyi 2024 yılıyla beraber görmeyi bekliyoruz. Fonlama yapısında TL fonlama ağırlığının yüksek oluşu (TL mevduat ve interbank), faizlerin arttığı ilk dokuz aylık dönemde de bankanın kredi spredlerini olumsuz etkiledi. Trading gelirlerinin diğer bankaların aksine bu dönemde eksi olması, deprem bağışları nedeniyle faaliyet giderlerindeki baskı karlılığı olumsuz etkiledi. Banka bunu TÜFEX gelirleri ve karşılık çözerek/düşük karşılık ayırarak telafi etse de karlılığın potansiyelin altında kalmasını engelleyemedi.

İleriye Dönük Beklentiler

Karlılığın belli düzeyde kalması için çözülen karşılıkların ilerideki dönemlerde daha fazla karşılık ayrıma sonucunu getireceği ihtimal dahilinde bu nedenle her ne kadar bankanın aktif kalitesinde bir problem görmesekte risk maliyeti önümüzdeki çeyreklerde artabilir.

Değerleme ve Riskler

Halkbank için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Bankanın 2024 tahminlerine göre çarpanları F/K olarak 11,3x ve PD/DD bazında ise 0,8x seviyesinde bulunuyor. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler bankanın büyüme ve karlılık göstergelerini olumsuz etkileyebilir

TSKB (TSKB.IS)

Yatırım Teması

Bankanın yenilenebilir enerji, ihracat finansmanı, iklim ve diğer tematik konularda fonlama imkanlarının yüksek oluşu nedeniyle bu alanlardaki büyümenin TSKB'nin kredi büyümesini önümüzdeki dönemlerde sürükleyeceğini düşünüyoruz. Bunun yanında çevre uyumlu finansmanın yaygınlaşmasıyla bu alanda yoğun fon erişimine sahip olan bankanın iş yapma alanlarını da genişletecektir. Ucuz fonlama nedeniyle TSKB'nin kredi spredlerinin %4-5 aralığında yüksek seyredeceğini düşünüyoruz. Ayrıca ticari bankaların uzun vadeli döviz kredi piyasasına soğuk bakmaları bu alanda oluşan talebin özellikle yüksek kaliteli kısmının TSKB tarafından karşılanacağını göstermekte. TSKB'nin aktif kalitesi oldukça yüksek. Bankanın son iki senede takibe attığı kredilerin miktarı çok düşük ve kur etkisi hariç bakıldığında son çeyreklerde risk maliyetinin eksi olduğunu görüyoruz. Bu da aslında tahsilatların takibe atılan kredilere göre daha güçlü olduğunu gösteriyor. Kredi portföyünün yüksek kalitesi önümüzdeki dönemlerde de bankanın karşılık giderlerini düşük tutup karlılığı desteklemeye devam edecek.

İleriye Dönük Beklentiler

Karbon salınımı hassasiyetinin yayılması, iklim finansmanı, çever ile ilgili avantajlaı finansman alanlarının yaygınlaşması TSKB için önemli bir katalizör görevini görecek ve bankanın büyüme/karlılık ölçütlerini olumlu etkileyecektir. TSKB için önümüzdeki üç yıl kar tahminlerini yukarı çektik. Bu da sürdürülebilir özkaynak karlılık varsayımımız yukarı çekti.

Değerleme ve Riskler

TSKB için hedef değerimiz hisse başı TL 9.95 ve banka için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler bankanın büyüme ve karlılık göstergelerini olumsuz etkileyebilir.

Albaraka Turk (ALBRK.IS)

Yatırım Teması

Çalkantılı bir dönemi geride bırakan bankanın karlılığı 2023 ile birlikte gözle görülür biçimde düzelmeye başladı. Özellikle marjlardaki defansif duruşun yanında kar payı geliri dışından elde edilen gelir kaynaklarının güçlü seyri karlılığı önemli şekilde destekliyor. Bankanın müşteri tabanının getiri hassasiyetinin özellikle ticari banka müşterisine göre düşük olması hem marjları olumlu etkiliyor hem de büyümeyi arttırıcı etki gösteriyor. Piyasalardaki oynaklığa rağmen marjların güçlü duruşunun yanında, özellikle ücret ve komsiyon gelirlerinin güçlü seyri ve trading kazançlarının katkısı karlılığı bu sene başka bir seviyeye taşıdı. Bunun dışında karlılığı olumlu etkileyen en önemli faktör hızla düzelen aktif kalitesi ve düşen karşılık gelirleri.

İleriye Dönük Beklentiler

Son iki senede yapılan önemli bir bilanço temizliği sonrası, risk maliyetinin normalize olduğu ve karlılık üzerindeki baskısının azaldığını görüyoruz. Bunun dışında trading gelirleri ve garimenkul portföy yeniden değerleme kazanşaları karlılık iyileşmesinin diğer önemli bileşenleri konumunda. 2023 yılında geçtiğimiz iki yıla göre yükselen karlılığın devam etmesini öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

Albaraka çin hedef fiyatımızı yükselen kar tahminlerimize paralel olarak TL5,7'ye çekiyoruz. Banka için tavsiyemizi de TUT'tan AL'a yükseltiyoruz.

Sektör Açıklamaları - Sigorta

Fiyat ve Oranlar																2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		ROE	
AKGRT	6.44	10,381	9.50	5.80	48	AL	A	-2.4	1.21	15	28	20	11%	75%	0%	10.1	7.0	3.6	2.4	42%	40%
ANHYT	48.86	21,010	64.00	44.00	31	AL	A	4.4	8.29	2.78	15.1	7	7%	63%	3%	7.2	5.5	3.8	2.8	65%	58%
ANSGR	58.00	29,000	85.00	25.00	47	AL	A	17.4	21.8	8.39	34.7	6	4%	33%	6%	4.7	3.5	2.5	1.7	75%	59%
TURSG	38.66	44,904	70.00	32.87	81	AL	A	12	16.2	9.65	18.9	4	5%	36%	5%	5.5	3.6	2.7	1.6	73%	56%
Sigorta																**6.3**	**4.6**	**3.1**	**2.0**	**69%**	**57%**

Anadolu Sigorta (ANSGR.IS)

Yatırım Teması

Anadolu Sigorta selektif büyüme stratejisini benimsiyor. Yılın ilk yarısında TL 18.2 milyar brüt prim üretim rakamına ulaşan şirketin prim üretim artışı yıllık %101 seviyesine ulaştı. Anadolu Sigorta pazarda yaklaşık %10'luk paya sahip olmaya devam ediyor. Trafik branşında sektörün büyüme oranı %158 olurken aynı dönemde şirket bu branştaki prim üretimini %74 seviyesinde tuttu. Trafik branşı sektördeki büyüklüğü nedeniyle oluşan hasarların önemli bölümünün kaynağı durumunda. Anadolu Sigorta burada tavandan fiyatlama yaparak agresif olmamaya çalışıyor. Kasko tarafında önemli büyümeler kaydedilirken, trafik segmentinde çok ihtiyatlı bir yaklaşım sergileniyor. Şirket tarfında karlılıkları daha yüksek olan ve büyümeye de katkı verecek, kasko, sağlık ve yangın gibi branşlar öncelikli büyüme alanları olarak tespit edilmiş durumda.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirketin yatırım portföyü yakında TL 30 milyar sınırını aşacak. TL aktiflerin portföyün büyük kısmını oluşturduğu (özellikle mevduat son durumda, finansal baskılamanın kalkması ve yükselen faiz ortamı portföy getirileirni %50 seviyesine çıkararak karlılığa çok önemli katkı veriyor. Bundan sonraki süreçte bu getirilerin daha da artarak net kara artarak katkısının devamını bekleriz. Teknik tarafta ise prim fiyat artışları ve düzenleme etkisinin daha az olacak olması nedenleriyle 2024 kombine oranının 2023'e göre daha düşük seyretmesini bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

Anadolu Sigorta için önümüzdeki yıllar kar tahminlerini önemli ölçüde yukarı çekiyoruz. Şirket için hedef fiyatımızı da TL85'ye çekip AL demeye devam ediyoruz. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler şirketin karlılık yapısını olumsuz etkileyebilir.

Aksigorta (AKGRT.IS)

Yatırım Teması

Aksigorta'nın sigorta teknik kar marjları 2023 yılı boyunca baskı altında kalmaya devam edecek. Trafik branşının toplam prim üretimindeki yüksek payı nedeniyle oluşan kar baskısının şriketin bu branştaki piyasa payını aşağıya çekmeye başlamasıyla azalacağını öngörüyoruz. Üçüncü çeyrekte yeni avukatlık tarifesi nedeniyle artan karşılıklar ve sel felaketi nedeniyle artan hasarlar nedeniyle kombine oranlardaki göreceli toparlanmanın 2023'ün son çeyreğinde gelmesini bekliyoruz. Şirket için bu sene yaklaşık TL 1 milyarlık net kar tahminimizi koruyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Aksigorta için 2024 yılı bir toparlanma yılı olacak. Kombine oranlardaki beklediğimiz düşüş yanında bu sene TÜFEX'lerde istenilen gelirin elde edilmemesi nedeniyle zayıf seyreden yatırım gelirlerinin de seneye güç kazanmasını bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

Aksigorta, 2023 tahminelrine göre 9,5F/K ve 3,3PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. Şirket için yaklaşık %50 yukarı potansiyel ile AL demeye devam ediyoruz. Makroekonomik ve düzenlemeler il ilgili riskler şirketin karlılık yapısını olumsuz etkileyebilir. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler bankanın büyüme ve karlılık göstergelerini olumsuz etkileyebilir.

Anadolu Hayat Emeklilik (ANHYT.IS)

Yatırım Teması

Kredi piyasasındaki yavaşlamaya rağmen, şirketin hayat branşı prim üretimi yılın ilk dokuz ayında %148 gibi çok güçlü bir büyüme sergiledi. Hayat branşında krediye bağlı ürünler üretimin ana kaynağını oluşturuyor. Burada devam eden taksit ödemeleri ev şirketin hayat poliçe yazımını çeşitli alanlara başarılı bir şekilde yaymasıyla prim üretimi gücünü korumaya devam ediyor.Bu nedenle hayat branşı teknik gelirleirnin her çeyrek artan bir ivmeyle yukarıya gittiğini görüyoruz. Bunun yanında emeklilik tarafında ise yine çok hızlı artış gösteren yönetilen fon bazı şirketin elde ettiği komisyon gelirlerini enflasyonun üzerinde arttırmaya devam ediyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirketin gelir yapısında önemli bir yer alan kendi folarından elde ettiği gelirler ise özellikle 2023 yılından itibaren yükselen faiz ortamıyla genel karlılığa çok önemli katkı yapmaya başladı. Bu sürecin güçlenerek devamını öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

Anadolu Hayat için önümzüdeki üç yıl kar rakamlarını ortalama olarak % 40 arttırıyoruz. Şirket için belirlediğimiz yeni hedef değerimiz ise TL 65 düzeyinde. Anadolu Hayat için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler şirketin karlılık yapısını olumsuz etkileyebilir

Sektör Açıklamaları - Sigorta

Turkiye Sigorta (TURSG.IS): Raporun En Çok Önerilemler Listesindeki şirket açıklamasına bakınız**.**

Sektör Açıklamaları - Havayolları ve Hizmetleri

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
PGSUS	718.20	73,472	1177.65	1313.85	64	AL		-6.4	-2.9	68.9	42.5	26			0%	7.8	5	1.7	1.3	6.4	3.6	31%	32%	7%	7%
TAVHL	124.20	45,120	208.40	184.88	68	AL	A	4.19	8.07	31.6	47.6	63	6%	42%	0%	9.7	7.0	1.0	0.6	8.1	4.6	14%	11%	4%	3%
THYAO	213.70	294,906	376.70	404.30	76	AL	A	-5.5	-2	359	50.4	30			0%	4.6	3.7	0.9	0.5	5.1	3.6	24%	18%	8%	6%
Havayolu Hizmetleri																**7.8**	**4.6**	**1.0**	**0.6**	**6.4**	**3.6**	**24%**	**18%**	**7%**	**6%**

Türk Hava Yolları (THYAO: IS)

Yatırım Teması

2012 – 2022 yılları arasında Türk Hava Yolları, global havacılık sektörünün kaydettiği ortalama %1.8'nin çok üzerinde ortalama %7.1 yatırım sermaye getirisi (ROIC) ile dünyadaki birçok rakibinden daha fazla değer katan iş modeline sahip olduğunu kanıtlamış durumda. THY'nin 128 ülkede uçtuğu 291 yurtdışı noktası ve 42.6 bin bağlantı seçeneği ile dünyanın lider ağ ve bağlantı havayolu markası olması, modern filosuyla İstanbul'un eşsiz coğrafi avantajından fayda sağlıyor olması, faaliyet (yolcu-kargo-teknik) - bölgesel - para birimi (gelirlerin %90'ı döviz bazlı) anlamında çeşitlendirilmiş gelir yaratımı, geçmişte yaşanan birçok istisnai zorluğa karşın dayanıklılığını ispatlamış güçlü faaliyet ve finansal performansı, rekabetçi maliyet yapısı, güçlü bilançosu ve Türkiye'nin turizm potansiyeli ile gelecekte de rakiplerine fark atmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 yılında THY, yılsonunda 435 adet uçağa ulaşan uçak filosu ile %15-%20 kapasite artışı ve 85 milyonun üzerinde yolcu hedefine ulaşmayı planlıyor. THY 2023'de net 39 adet uçak girişi, motor ve diğer altyapı yatırımlarıyla beraber 5 -5.5 milyar dolar brüt yatırım harcaması öngörüyor. Havayolu 2023'de yakıt dışı birim giderlerinde yüksek tek haneli artışa rağmen, petrol fiyatlarındaki gerileme nedeniyle toplam birim giderlerinde düşüş tahmin ediyor. 2023'de THY'nin konsolide satış gelirlerinin %10 artışla 20.3 milyar dolara artacağını, konsolide FAVKÖK rakamının (şirket tanımı) ise yüksek baz yılı nedeniyle yıllık %4 düşüşle 5.2 milyar dolara (%25.5 marj) gerileyeceğini hesaplıyoruz. 2024'de ise THY için 22.3 milyar dolar konsolide ciro ve artan rekabet koşulları ile yolcu birim gelirlerindeki gerileme beklentimiz nedeniyle 5 milyar dolar konsolide FAVKÖK rakamı tahmin ediyoruz. THY yakıt tüketiminin 2023 ve 2024'de sırasıyla %18 ve %8'ini riskten koruma altına almıştır.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

THY 2033 yılına kadar olan stratejik büyüme planında uçak filosunun 800'ü aşmasını, toplam kapasitesinin 480 milyar km'ye (2023: 235+milyar), toplam yolcu sayısının 170 milyona (2023: 85+ milyon) ve taşınacak toplam kargo hacminin ise 3.9 milyon tona (2023: 1.6 milyon ton) artmasını hedefliyor. Bu beklentilerle şirket 2033'de 50 milyar dolar konsolide ciro ile %20-25 FAVKÖK marjı hedefliyor. THY 2033'de %8-10 yatırım sermaye getirisi (ROIC) (2023:%12-%14) ve 2.0x – 2.5x net borç /FAVÖK oranı öngörüyor.

Değerleme ve Riskler

THY'yi 2024 yılı düzeltilmiş FAVÖK rakamı tahminimizi kullanarak 6.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerliyoruz. THYAO için hisse başına hedef fiyatımızı petrol fiyat tahminimizdeki yukarı yönlü revizyon ve makro tahminlerimizdeki güncelleme ile önceki 404.30 TL'den 376.70 TL'ye revize ediyor, ancak AL tavsiyemizi koruyoruz.

Küresel ekonomideki durgunluk endişeleri nedeniyle beklenenden daha kötü yolcu trafiği ve/veya yeni virüs varyantları durumunda hükümetlerin olası yeni seyahat kısıtlaması, yolcu trafiğini olumsuz etkileyecek terör/savaş olayları, marjları baskı altında tutacak petrol fiyatlarındaki artış, küresel aktivitedeki yavaşlamadan kaynaklanan kargo hacimlerinde ve birim gelirlerde beklentimizden daha fazla düşüş hisse değerlememizi etkileyen en büyük riskler olarak öne çıkıyor.

PEGASUS HAVA YOLLARI (PGSUS: IS)

Yatırım Teması

Güçlü filo büyümesi, yeni jenerasyon uçakların filodaki yükselen payı sayesinde artan yakıt verimliliği, rekabetçi maliyet yapısı, döviz bazlı gelirlerin yüksek payı, rakiplerine kıyasla yüksek karlılık, İstanbul'un benzersiz konumu ve Türkiye'nin turizm potansiyeli Pegasus Hava Yolları'nın ana yatırım dinamiklerini oluşturmaktadır.

Küresel enflasyon ve durgunluk beklentileri sonucunda harcanabilir gelirde yaşanan düşüş dikkate alındığında, Türkiye'nin yabancılar için cazip bir tatil noktası olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. TL'nin döviz karşısında son dönemde yaşadığı değer kaybı, Türkiye'nin turistik ülke olarak çekiciliğini daha da artırıyor. Bunun dışında, küresel ekonomik krizde yolcu tercihlerinin bayrak taşıyıcılardan düşük maliyetli havayollarına kayabileceğini düşünüyoruz. Pegasus Hava Yolları'nın gelirlerinin neredeyse %80'i, SMM'lerinin ise %75'i döviz cinsindendir. Bu anlamda Pegasus Havayolları operasyonel olarak TL'nin döviz karşısında değer kaybetmesinden de faydalanıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Pegasus Hava Yolları uçak filosunun 2022 sonundaki 96 adetten 2023 sonunda 104 adet artmasını planlıyor. Şirket 2023'de %20 kapasite büyümesi hedefliyor. Pandemi sonrası güçlü talebin neden olduğu yüksek baz etkisi ve artan arz nedeniyle 2Y23'de birim gelirlerde normalleşme/gerileme bekleniyor. Havayolu 2023'de yolcu başına yan gelirlerinde yaklaşık %10 artış öngörüyor. Havayolu 2023'de yakıt dışı biri giderlerinde yüksek tek haneli artışa rağmen, petrol fiyatlarındaki gerileme nedeniyle toplam birim giderlerinde düşüş tahmin ediyor. Tüm bunlar ışığında Pegasus Hava Yolları'nın 2023'de 2.71 milyar € (yıllık +11%) ciro ve %31.5 marj ile 853 milyon € (yıllık +2%) FAVÖK rakamı elde edeceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılı için ise Pegasus Hava Yolları için %13 kapasite büyümesi ile 3.1 milyar € konsolide ciro ve artan rekabet koşulları ile yolcu birim gelirlerindeki gerileme sonucu 990 milyon € FAVÖK rakamı tahmin ediyoruz. Pegasus Hava Yolları yakıt tüketiminin 2023 ve 2024'de sırasıyla %48 ve %36'ın riskten koruma altına almıştır.

Pegasus Hava Yolları'nın 2024 – 2029 yılları arasında toplamda 68 adet A321 Neo uçak siparişi bulunmakta. Yeni uçak siparişleriyle Pegasus Hava Yolu'nun filosunun 2023 sonundaki 104'den 2029'da 151 adete artması hedefleniyor. Ortalama koltuk kapasitesinin ise 2023 sonundaki 207'den 2029'da 223'e yükselecek. Pegasus Hava Yolları hedeflediği filo büyümesi ile uçuş ağını Avrupa'nın yanı sıra, Ortadoğu, Afrika, Yakın Asya ve Türkiye'nin kuzeyinden doğusuna, güneyinden batısına yayılmış geniş bir yurtdışı uçuş ağına sahip dış hat taşıyıcısı olmayı planlıyor.

Değerleme ve Riskler

PGSUS'u 2024 yılı düzeltilmiş FAVÖK rakamı tahminimizi kullanarak 6.0x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerliyoruz. PGSUS için hisse başına hedef fiyatımızı petrol fiyat tahminimizdeki yukarı yönlü revizyon, artan rekabet sonucu dış hat birim gelir tahminlerimizdeki aşağı yönlü güncelleme ve makro tahminlerimizdeki değişiklik önceki 1313.85TL'den 1177.65 TL'ye indiriyor, ancak AL tavsiyemizi koruyoruz.

Küresel ekonomideki durgunluk endişeleri nedeniyle beklenenden daha kötü yolcu trafiği ve/veya yeni virüs varyantları durumunda hükümetlerin olası yeni seyahat kısıtlaması, yolcu trafiğini olumsuz etkileyecek terör/savaş olayları ve marjları baskı altında tutacak petrol fiyatlarındaki artış hisse değerlememizi etkileyen en büyük riskler olarak öne çıkıyor.

TAV HOLDİNG (TAVHL: IS)

Yatırım Teması

Yüksek büyüme potansiyeline sahip pazarlarda konumlanma, yenilenen imtiyaz sözleşmeleriyle uzayan kontratlar, yeni yatırımlarla faaliyetlerin sürdüğü havalimanlarında kapasite artışları, düzenleyici yasal çerçeve ile öngörülebilir karlılık, döviz bazlı gelirler ve nakit yaratımı TAV'ın öne çıkan önemli özelliklerini oluşturmaktadır.

Almati Havalimanı için 200 milyon dolar (tamamlanma oranı: %65) kapasite artışı yatırımı, Antalya Havalimanı 600 milyon € kapasite artırımı yatırımı (tamamlanma oranı: %42) ve son olarak 560 milyon € bedelle 25 yıllığına yenilenen Ankara Esenboğa Havalimanı imtiyaz sözleşmeni kapsamında yeni pist ve diğer yatırımları kapsayan 210 milyon € yatırım şirketin orta vadede büyümesini ve finansal performansı olumlu katkıda bulunacak yatırımlar olarak öne çıkıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 yılında TAV'ın toplam yolcu sayısının yıllık %20 artışla 94 milyona ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin konsolide satış gelirlerinin ve FAVÖK rakamının 2023'de yıllık sırasıyla %28 artışla 1.35 milyar €'ya ve %20 artışla 385 milyon €'ya ulaşacağını tahmin ediyoruz. Temmuz başında Medine-Tibah Havalimanı'ndaki %24 hissesini 135 milyon dolar bedelle satması sonucunda 3Ç23'de bir defaya mahsus 70 milyon € üzerinde gelir yazacak. Bu tek seferlik gelirin de katkısı ile TAV'ın 2023'de yıllık %48 artışla 181 milyon € net kar elde edeceğini öngörüyoruz. Şirket 2023 yatırım harcaması beklentisini 220-260 milyon € (İş Yat:227 milyon €) ve Net Borç/FAVÖK oranı hedefini ise 5.0x-6.0x (İş Yat: 4.6x) olarak belirtiyor.

TAV, 2022-2025 yılları arasında toplam yolcu sayısı ve konsolide gelirlerinde %10-%14 YBBO ve ayrıca aynı dönem için konsolide FAVÖK'ünde %12-%18 YBBO hedefliyor. Şirket Net Borç /FAVÖK oranının 2025 yılında 2.5x ve 3.0x'e gerilemesi bekliyor.

Değerleme ve Riskler

TAVHL için hisse başına hedef fiyatımızı güçlü 3Q23 finansalları beklentimiz, beklentimizden daha iyi yolcu trafiği performansı ve makro tahminlerimizdeki güncellemelerle önceki 184.88 TL'den 208.40TL yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Ekim 2022'de teklif sunulan Nijerya'da faaliyet gösteren Lagos Havalimanı'nın dış hat yolcu ve kargo terminallerinin 20 yıl süreyle işletilmesi ve geliştirilmesi ihale süreci takip ediliyor. Karadağ havalimanı ihalesi de TAV'ın takip ettiği bir başka ihale arasında bulunuyor.

Küresel ekonomideki durgunluk endişeleri nedeniyle beklenenden daha kötü yolcu trafiği ve/veya yeni virüs varyantları durumunda hükümetlerin olası yeni seyahat kısıtlaması ve trafiğini olumsuz etkileyecek terör/savaş olayları hisse değerlememizi etkileyen en büyük riskler olarak öne çıkıyor.

Sektör Açıklamaları – Otomotiv & Traktör

Fiyat ve Oranlar																2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
DOAS	263.00	57,860	368.50	377.44	40	AL	A	-3.5	0.1	47.2	34.5	29	10%	81%	17%	3.2	3.6	2.4	1.9	2.9	2.9	102%	59%	54%	30%
FROTO	865.70	303,783	1232.65	1025.36	42	AL	A	3.13	6.97	56.8	17.8	39	6%	76%	7%	9.7	6.4	8.1	4.8	9.0	5.8	107%	95%	22%	19%
OTKAR	392.90	47,148	441.0	196.87	12	TUT	A	15.6	19.9	10.7	27.5	11	4%	57%	1%	37.5	29.5	13.5	10.1	17.6	10.0	45%	39%	7%	5%
TOASO	264.10	132,050	436.20	358.90	65	AL	A	-5	-1.5	65.2	24.1	41	8%	71%	5%	7.6	4.7	5.1	2.8	7.2	4.3	94%	76%	33%	28%
Otomotiv																**8.6**	**5.6**	**6.6**	**3.8**	**8.1**	**5.1**	**98%**	**68%**	**28%**	**23%**
TTRAK	824.90	82,545	1000.00	918.14	21	TUT	D	-12	-8.3	18.5	24.9	45	7%	90%	9%	8.8	9.1	7.4	6.3	6.8	7.4	128%	75%	51%	36%
Traktör																**8.8**	**9.1**	**7.4**	**6.3**	**6.8**	**7.4**	**128%**	**75%**	**51%**	**36%**

Ford Otosan (FROTO: IS)

Yatırım Teması

Ford Otosan'ı yeni ticari araç modelleri, elektrikli araç yatırımları, Ford Otosan üretimi ticari araç modellerinin Avrupa'daki yüksek pazar payı, yüksek ihracat gelirleri, yeni modellerle artacak üretim kapasitesi ile yüksek kapasite kullanım oranı ve sürdürülebilir temettü politikası nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Ford Otosan'ın mevcut Courier modelinin üretimine Temmuz ayında son verilmesinden sonra 4Ç23'de yeni Courier'nin içten yanmalı modelinin üretimine Romanya'daki Craiova fabrikasında başlanacak. Elektrikli Courier modelinin üretimine ise 4Ç24'de başlanacak. Yine 4Ç23'de yeni Custom modelinin üretimi Yeniköy'de başlayacak. Ford Otosan'ın elektrikli kamyon modelinin üretimini ise 2024'de devreye alacak. Tüm bu modellere ek Ford – VW işbirliğiyle de birlikte Ford Otosan'ın 2022 sonundaki 722 bin adet üretim kapasitesi 2025'e 900 bin adete ulaşacak.

Ford Otosan'ın 2023'te Romanya fabrikasının tam yıl etkisi ve güçlü iç talep sayesinde %32 satış hacim artışı ile araç fiyat artışları ve TL'deki değer kaybı kaynaklı toplam net satış gelirlerinin ikiye katlanacağını ve FAVÖK rakamının ise %90 büyüyeceğini öngörüyoruz. 2023'de öngördüğümüz %40 büyümenin ardından 2024'de yurtiçi otomotiv pazarındaki %15 daralma beklentimize rağmen yeni modellerin hem yurtiçi hem de ihracat satışlarına katkısı nedeniyle şirketin toplam satış hacminin %9 artmasını, konsolide net satış gelirlerinin de yaklaşık %70 büyüme göstereceğini öngörüyoruz. İhracatın artan payı, iç pazarda filo satışlarının normalize olma beklentisi

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

ile iç satışlardaki karlılığın gerilemesi ile FAVÖK marjının 2023'deki tahmini %11.1'den 2024'de %10.3'e gerileyeceğini düşünüyoruz. 2024'de yıllık %55 FAVÖK ve %52 net kar büyümesi öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

FROTO için hisse başına hedef fiyatımızı yurtiçi otomotiv pazar beklentilerimizdeki yukarı revizyon (eski 23/24 :950 bin / 900bin; yeni: 23/24: 1165 bin/990 bin) TL'deki değer kaybıyla ilişkili olarak araç satış fiyat tahminlerindeki artış ve makro tahminlerimizdeki güncelleme ile önceki 1,025.36TL'den 1,232.65TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T FD/FAVÖK çarpanı ile yurtdışı benzerlerine kıyasla primli, kendi tarihsel ortalama çarpanına kıyasla ile iskontolu işlem görüyor.

Yurtiçi otomotiv pazarında beklentimizden daha fazla daralma ve Avrupa'da durgunluk etkilerinin artması ile ihracattaki düşüş, TL'nin € karşısında artan oynaklığı, girdi fiyatlarında beklentimizin üzerinde artışı ve yurtiçi talebi olumsuz etkileyecek beklentimizin üzerinde faiz artışları tavsiyemiz için ana risk faktörlerini oluşturmaktadır.

Tofaş Fabrika (TOASO: IS)

Yatırım Teması

Türkiye Stellantis Otomotiv pazarlama şirketinin satın alınması sonrası birleşmenin etkisiyle yurtiçi oto pazarındaki %30'un üzerindeki pazar payı ile elde edilecek liderliğin, bu birleşme ile yaratılacak sinerji sayesinde yurtiçi faaliyetlerindeki maliyetlerdeki gerilemenin, iç pazarda artan rekabet avantajının, yeni nesil araç projeleri ile orta vadede artması beklenen KKO ve olası yeni projelerin yeni eklenen markalara ürünler sunma potansiyelinin olmasının orta vadede Tofaş için değer yaratacağına inanıyoruz. Bayi ağında elde edilecek optimizasyon ile personel ve dağıtım maliyetlerinde yaratılacak düşüş sayesine satın alımın yurtiçi faaliyetlerde önemli sinerji yaratması bekleniyor. Satın almanın Tofaş'a FAVÖK katkısının yıllık yaklaşık 110 milyon € olarak hesaplıyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Stellantis Otomotiv Pazarlama'nın Tofaş finansallarına konsolidasyonunun 2024'ün başında gerçekleşeceğini bekliyoruz. Bunun neticesinde 2023'de %17.5 olarak tahmin ettiğimiz yurtiçi hafif araç pazarı payının 2024'de %28'e yükseleceğini hesaplıyoruz.

Tofaş'ın 2025 yılı başından itibaren beş marka için üretimine başlanması planlanan "K0" hafif ticari araç modeli yatırım detaylarının 4Ç23'de açıklanmasını bekliyoruz. Süre uzatımı sonrasında üretimi 2025 yılsonunda sona erecek mevcut "Tipo/Egea" binek araç modelinin yerine gelecek yeni bir binek araç model yatırımına ilişkin açıklamalarının da 2024 yılında gelebileceğini düşünüyoruz.

Stellantis Otomotiv Pazarlama'nın konsolidasyonun katkısı ile birlikte Tofaş'ın 2024'de konsolide satış gelirlerinde %103 büyüme, FAVÖK rakamında ise zorlayıcı iç pazar koşulları sebebiyle ciro büyümesinin altında %68 artış bekliyoruz.

2023'de öngördüğümüz %40 büyümenin ardından 2024'de faizlerdeki artış, kredi kullanımındaki sınırlamalar ve zorluklar ile faiz oranlarının enflasyona yakınsaması ile otomobilin yatırım aracı motivinin azalacağını düşünüyor ve yurt içi otomotiv pazarında %15 daralma öngörüyoruz. Otomotiv markalarının yurtiçi pazarda talebi canlı tutmak adına yapabileceği satış kampanyalarının karlılıktaki etkisine ek olarak, filo satışlarının payının toplam iç pazar satışlarında normal seviyelerine döneceği beklentimiz ile otomotiv markalarının 2024'de karlılıklarında gerileme bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

TOASO için hisse başına hedef fiyatımızı yurtiçi otomotiv pazar beklentilerimizdeki yukarı revizyon (eski 23/24 :950 bin / 900bin; yeni: 23/24: 1165 bin/990 bin), TL'deki değer kaybıyla ilişkili olarak araç satış fiyat tahminlerindeki artış ve makro tahminlerimizdeki güncelleme ile önceki 358.90TL'den 436.20TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T FD/FAVÖK çarpanı ile yurtdışı benzerlerine kıyasla sınırlı iskontolu, kendi tarihsel ortalama çarpanına kıyasla ile iskontolu işlem görüyor.

Yurtiçi otomotiv pazarında beklentimizden daha fazla daralma ve Avrupa'da durgunluk etkilerinin artması ile ihracattaki düşüş, TL'nin € karşısında artan oynaklığı, girdi fiyatlarında beklentimizin üzerinde artışı ve yurtiçi talebi olumsuz etkileyecek beklentimizin üzerinde faiz artışları tavsiyemiz için ana risk faktörlerini oluşturmaktadır.

Doğuş Otomotiv (DOAS: IS)

Yatırım Teması

Otomotiv değer zincirinin hemen hemen her aşamasında yer alan Doğuş Otomotiv yurtiçi otomotiv pazarındaki güçlü konumu, yüksek faaliyet karı ve yarattığı güçlü nakit akımı sayesinde kuvvetli temettü ödemeleri ile 2023 yılının parlayan yıldızı idi. Doğuş Otomotiv yurtiçi otomotiv pazarındaki büyüme dinamiklerinden en fazla fayda sağlayan oyuncu olarak öne çıkıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Doğuş Otomotiv 2023'de yurtiçindeki güçlü otomotiv talebi neticesinde satış hacmini %50 arttıracağını öngörüyor ve TL'nin € karşısındaki değer kaybı kaynaklı araç satış fiyatlarındaki artış sayesinde konsolide satış gelirlerini yıllık %138 arttıracağını tahmin ediyoruz. Ürün karmasındaki değişim ve hacim büyümesi birlikte artan operasyonel verimlilik sayesinde şirketin FAVÖK marjının 2023'de 2.2 yüzde puan artışla %19'a yükselmesini bekliyoruz. Şirket başarılı sonuçlar elde ettiği 2023 yılında toplam 5.75 milyar TL temettü dağıtımı gerçekleştirdi. Toplam temettü verimi ise %12.4'e tekabül ediyor.

2023'de öngördüğümüz %40 büyümenin ardından 2024'de faizlerdeki artış, kredi kullanımındaki sınırlamalar ve zorluklar ile faiz oranlarının enflasyona yakınsaması ile otomobilin yatırım aracı motivinin azalacağını düşünüyor ve yurt içi otomotiv pazarında %15 daralma öngörüyoruz. Zorlaşan pazar koşulları ile artmasını beklediğimiz satış kampanyaları ve artacağını öngördüğümüz filo satışlarının payının fiyatlama ve karlılık anlamında sektörü zorlayacağını düşünüyoruz. 2024'de Dogus Otomotiv'in toplam satış hacminde %19 daralma tahminimiz nedeniyle, net satış gelirlerinin enflasyonun altında %24 büyüyeceğini öngörüyoruz. 2024 yılı FAVÖK rakamının ise 2023 yılına benzer seviyelerde gerçekleşeceğini öngörüyor, FAVÖK marjının %15.3'e gerileyeceğini hesaplıyoruz.

Değerleme ve Riskler

DOAS için hisse başına 368.50TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse cazip 2024T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile hem yurtiçi hem de yurtdışı benzerlerine iskontolu işlem görüyor.

Yurtiçi otomotiv pazarında beklentimizden daha fazla daralma, TL'nin € karşındaki sert değer kaybı ve faiz oranlarında beklenenden daha yüksek artış hisse için ana risk faktörlerini oluşturmaktadır.

Türk Traktör (TTRAK: IS)

Yatırım Teması

Türkiye geneli güçlü bayii ağı, iç pazarda kesintisiz 16 yıllık pazar liderliği, güçlü ihracat performansı, yüksek KKO, sağlıklı bilanço ve sürdürülebilir temettü politikası Türk Traktör önemli yatırım özellikleri olarak öne çıkıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Türkiye traktör pazarının 2022 yılında tedarik sorunu kaynaklı üretim yetersizlikleri nedeniyle bastırılan talep ve enflasyonist makroekonomik ortamda talebin öne çekilmesinin etkisiyle birlikte elverişli tarımsal sektörü dinamikleriyle 2023'de %20 büyüme ile 80 bin adetlik rekor seviyeye ulaşmasını bekliyoruz. Türk Traktör'ün de 2023'te kuvvetli içi pazar dinamikleri neticesinde yıllık iki katından daha fazla ciro büyümesi, üç katından daha fazla FAVÖK ve net kar artışı elde edeceğini tahmin ediyoruz. Görece yüksek karlılığa sahip iç satışların payının artışı sayesinde FAVÖK marjı 2023'de 9 yüzde puan artışla %24.6'ya yükseleceğini öngörüyoruz.

Türk Traktör için rekor satış adetlerine ulaşılan ve güçlü karlılığın elde edildiği 2023 yılın net karından 2024 yılında 7.06 milyar TL temettü ödemesi hesaplıyoruz.

Ziraat Bankası sübvansiyon sonrası faiz oranı TCMB faiz artışlarıyla Temmuz ayındaki %10.2'den Eylül ayında %18.3'e yükseldi. Düşen yağışlar, faiz oranlarındaki artış, artan girdi maliyetleri ve yüksek baz yılı nedeniyle 2024 yılında yurtiçi traktör pazarında %25 daralma öngörüyoruz. 2024'de Türk Traktör'ün toplam satış hacmindeki %18 daralma tahminimizle birlikte net satışlarında enflasyonun altında %24 büyüme ve FAVÖK rakamında %8 düşüş hesaplıyoruz.

Değerleme ve Riskler

TTRAK için hisse başına 1000TL hedef fiyatımız ile sınırlı getiri potansiyeli sonucu tavsiyemizi AL'dan TUT'a güncelliyoruz. Hisse 2024T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile yurtdışı benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görüyor.

Riskler: i) Beklentimizin altında gerçekleşecek Türkiye ve Avrupa traktör pazarı ii) girdi fiyatlarında beklentimizin üzerinde artış iii) yurt içi talebi olumsuz etkileyecek faiz artışları iv) TL'nin € karşısında artan oynaklığı v) €'nun $ karşısında değer kaybı.

.

OTOKAR (OTKAR: IS)

Yatırım Teması

Ticari araç ve savunma sanayi araçları olarak birbirinden bağımsız ancak tamamlayıcı iki ayrı segmentte üretim, savunma sanayi siparişlerinin katkısı ile otomotiv sektöründeki rakiplerine kıyasla yüksek kar marjları, Türkiye'nin bulunduğu coğrafya nedeniyle savunma sanayi ürünlerine potansiyel talep, yüksek ihracat gelirleri ve sürdürülebilir temettü politikası Otokar'ın önde gelen yatırım temalarını oluşturuyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Otokar'ın 9A23 sonu itibariyle 4X4 taktik zırhlı araç, otobüs ve yedek parça siparişlerinden oluşan toplam 7.24 milyar TL (98 milyon dolar ve 157 milyon €) bakiye siparişi bulunuyor. Otokar'ın 2020'de İtalyan Iveco ile toplamda 5 binden fazla otobüs için üretim anlaşması imzaladığını hatırlatmak isteriz. Iveco'ya otobüs teslimatlarının 2022 yılında başlandığı, 2023 ve sonraki yıllarda ise artan bir trendle devam etmesi bekleniyor.

Otokar'ın 2023'te ciro ve FAVÖK rakamlarının sırasıyla yıllık bazda %117 artışla 20.9 milyar TL ve yıllık bazda %150 artışla 3.1 milyar TL'e ulaşacağını öngörüyoruz. Faaliyet karındaki güçlü büyümeye rağmen, artan borçluluk ve yükselen borçlanma maliyetlerinin net kara olumsuz etki yaratmasını bekliyoruz. Şirketin toplam net borcunun 2022'de 5.9 milyar TL'den 2023'de 9.3 milyar TL'ye artmasını beklerken, Net Borç/FAVÖK oranının 2022'deki 4.7x'ten 2023'de 3.0x'e düşeceğini tahmin ediyoruz.

2024 yılında ise şirketin savunma sanayi araç teslimatlarının katkısı ile cirosunda %75 büyüme öngörüyoruz. FAVÖK marjının ise savunma sanayi siparişlerinin katkısı ile 2023 tahminimize benzer %15 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Finansman giderlerindeki artışın 2024 net karını baskılamaya devam etmesini bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

OTKAR için hisse başına 441.0 TL hedef fiyatımız sınırlı getiriye işaret ettiğinden TUT tavsiyemizi yineliyoruz.Faaliyet gösterdiği bölgede jeopolitik risklerin artmasından dolayı Otokar'ın savunma sanayi araçlarına gelebilecek potansiyel talep yukarı risk unsurudur.

Diğer taraftan yüksek işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle artan borçluluk ve artan borçlanma oranları net kar için aşağı yönlü riskleri oluşturmaktadır.

Sektör Açıklamaları - Cam

Fiyat ve Oranlar																										
															2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T(	5Y Ort.D.	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
SISE	50.05	153,314	73.15	54.72	46	AL	A	-8.5	-5.1	158	48.9	21	2%	18%	2%	8.8	7.6	1.3	1.0	8.8	5.6	18%	15%	9%	7%
Cam																**8.8**	**7.6**	**1.3**	**1.0**	**8.8**	**5.6**	**18%**	**15%**	**9%**	**7%**

Şişecam (SISE: IS)

Raporun En Çok Önerilenler Listesindeki şirket açıklamasına bakınız**.**

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Demir-Çelik

Fiyat ve Oranlar																2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
EREGL	38.68	135,380	55.07	51.00	42	AL	Y	-11	-7.3	216	47.6	28	10%	97%	0%	-28.2	11.3	0.8	0.5	9.0	4.7	-3%	6%	-2%	3%
KRDMD	25.58	19,958	42.23	24.19	65	AL	Y	-7.1	-3.6	119	92	15	6%	25%	1%	18.2	10.1	1.6	1.1	4.7	2.8	11%	13%	5%	5%
Demir Çelik																**-5.0**	**10.7**	**1.2**	**0.8**	**6.8**	**3.7**	**4%**	**9%**	**1%**	**4%**

Ereğli Demir Çelik (EREGL: IS)

Yatırım Teması

Şubat ayında yaşanan deprem felaketi sonrası Nisan ayı sonunda İsdemir tesislerinde üretime başlanıp deprem öncesi seviyelere başlanmasıyla 3Ç23 itibariyle üretimde eski seviyelere dönülmeis sonucu faaliyet performansı açısından en kötünün geride kaldığına inanıyoruz. Şirketin ham çelik üretim KKO'nın 2023'deki tahmini %79'dan 2024'de %83'e yükselmesini bekliyoruz. Şirketin 2023'de başladığı Bingöl – Avnik'deki toplam 550 milyon dolar tutarındaki yeni peletleme tesis yatırımının 2026'da faaliyet başlaması ve şirketin finansallarını olumlu etkilemesi bekleniyor. Erdemir'in mevcut yıllık pelet tüketimi 5.5 milyon ton. Bunun 1.5 milyon tonu mevcutta Sivas Divriğ'deki tesisten tedarik edilmekte. Yeni yatırımla Erdemir'in pelet ile ilgili kendine yeterlilik oranı %25-%30'dan %80-%85'e yükselecek.

İleriye Dönük Beklentiler

Erdemir'in toplam satış hacminin 2023'de depremin neden olduğu üretim kaybı nedeniyle %5 düşüşle 7.4 milyon tona gerileyeceğini, 2024'de ise %5 artışla 7.8 milyon tona artacağını tahmin ediyoruz. Erdemir'in ortalama ton başına ciro rakamının çelik fiyatlarındaki düşüş ve yüksek baz yılı etkisi nedeniyle dolar bazında 2023'de yıllık yaklaşık %20 gerileyeceği tahminimizin ardından, 2024'de de %8 düşeceğini öngörüyoruz. Şirketin FAVÖK/ton rakamının 2022'deki 207 dolardan 2023'de 104 dolara gerileyeceği ve 2024'de artan satış hacmi ve demir cevheri ile kok kömürü fiyatlarındaki kısmi gerileme beklentimiz nedeniyle 125 dolara yükseleceğini öngörüyoruz. Erdemir'in 2023 yılında zayıf faaliyet performansı, yüksek vergi gideri ve kur farkı giderleri sonucu net zarar kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Şirketin 2024 yılında da 2023 yılına benzer peletleme tesisi yatırımı, AB yeşil mutabak-karbon emisyon yatırımları ve diğerlerini kapsayan toplamda 1 milyar dolar yatırım harcaması yapacağını öngörüyoruz. Yüksek yatırım harcamasının devamı nedeniyle Erdemir'in 2024 yılında da temettü dağıtımı yapmayacağını tahmin ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Değerleme ve Riskler

EREGL için hisse başına 55.0 TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Çin'in çelik üretimini arttırıp düşük iç talep nedeniyle artan ihracatı sonucu çelik fiyatlarındaki gerileme, savaş nedeniyle artan hammadde fiyatları (kok kömürü), enerji maliyetlerinin görece yüksek kalması ile Asya'daki üreticilere sağlanan vergi teşviklerinin rekabet avantajını zedelemesi, hammadde fiyatlarının beklenenden yüksek olması hisse için ana riskleri oluşturmaktadır.

Kardemir (KRDMD.IS):

Yatırım Teması

Şubat ayında yaşanan Kahramanmaraş ve çevresindeki yıkıcı deprem sonrası bölgede altyapı ve yeniden konut yapımının getireceği talep ile İstanbul'da hızlanan kentsel dönüşüm aktivitesi ve artan barınma ihtiyacının inşaat demire olan talebi olumlu etkilemesi bekleniyor. Uzun çelik üreticisi olan Kardemir'in de bu talep artışından fayda sağlayacağına inanıyoruz. Uzun vadede şirketin satışlarında katma değeri yüksek ürünlerin payının artmasının faaliyet karlılığını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Kardemir'in toplam satış hacminin 2023 ve 2024'de sırasıyla yıllık %12 ve %5 büyüme göstereceğini öngörüyoruz. Şirketin ortalama ton başına ciro rakamının çelik fiyatlarındaki düşüş ve yüksek baz yılı etkisi nedeniyle dolar bazında 2023'de yıllık %12 gerileyeceği tahminimizin ardından, 2024'de de %7 düşeceğini öngörüyoruz. Şirketin FAVÖK/ton rakamının 2022'deki 126 dolardan 2023'de 112 dolara gerileyeceği ve 2024'de artan satış hacmi ve demir cevheri ile kok kömürü fiyatlarındaki kısmi gerileme beklentimiz nedeniyle 119 dolara artacağını öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

Kardemir (D) için hisse başına 42.23 TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Çin'in çelik üretimini arttırıp düşük iç talep nedeniyle ihracatını arttırması sonucu çelik fiyatlarındaki gerileme, savaş nedeniyle artan hammadde fiyatları (kok kömürü), enerji maliyetlerinin görece yüksek kalması ile Asya'daki üreticilere sağlanan vergi teşviklerinin rekabet avantajını zedelemesi, hammadde fiyatlarının beklenenden yüksek olması hisse için ana riskleri oluşturmaktadır.

Sektör Açıklamaları - Holdingler

Fiyat ve Oranlar																										
															2024	2023	2024	2023	2024			2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD				ROE		Aktif Karlılığı	
ENKAI	31.88	191,280	49.28	46.32	55	AL	A	-8	-4.6	80.3	8.89	29	4%	63%	2%	20.6	8.1	3.3	2.5			10%	35%	8%	21%
KCHOL	141.60	359,083	203.00	160.00	43	AL	A	2.98	6.81	114	26.4	62	2%	14%	3%	4.1	3.4	1.7	1.2			49%	41%	5%	4%
SAHOL	54.90	112,018	95.00	74.50	73	AL	A	-2.8	0.79	94.2	50.5	47	4%	15%	3%	2.5	2.0	0.8	0.6			37%	33%	3%	4%
SISE	50.05	153,314	73.15	54.72	46	AL	A	-8.5	-5.1	158	48.9	21	2%	18%	2%	8.8	7.6	1.3	1.0			18%	15%	9%	7%
TKFEN	44.54	16,480	70.63	60.83	59	AL	A	-14	-11	19.2	49.6	21	5%	5%	3%	10.0	10.2	1.4	1.3			15%	13%	5%	4%
AGHOL	211.50	51,508	300.00	247.00	42	AL	A	-3.8	-0.2	10.2	37.5	24	1%	n.a	0%	6.4	4.6	2.3	1.5			44%	40%	4%	4%
Holding																**7.6**	**6.1**	**1.6**	**1.2**			**27%**	**34%**	**5%**	**4%**

Koc Holding (KCHOL.IS) & Sabancı Holding (SAHOL.IS) & Anadolu Grubu Holding (AGHOL.IS):
Raporun En Çok Önerilenler Listesindeki şirket açıklamasına bakınız.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Enka İnşaat ve Sanayi (ENKAI.IS):

Yatırım Teması

Enka, mevcut piyasa değerinin %68'ine denk gelen 4,6 milyar USD'lik güçlü net nakit pozisyonu ve döviz bazlı gelirleri ile defansif bir isim olarak öne çıkıyor. Yılbaşından bu yana hisse fiyatındaki USD bazlı %36'lık düşüşün iyi bir fırsat oluşturduğuna inanıyoruz. Son iki yıl, yeni proje kazanımları ve karlılık açısından oldukça güçlü geçti. 4 milyar USD'nin üzerinde bakiye sipariş büyüklüğü ve tarihsel seviyelerin oldukça üzerinde, ortalama %25'lik bir FAVÖK marjına ulaşıldı. Enka'nın faaliyet gösterdiği bölgelerdeki inşaat faaliyetlerinin, i) küresel enerji krizi ve karbonsuzlaştırma hedeflerinin etkisiyle artan enerji ve altyapı yatırımları iştahı, ii) yeni yatımınlar için yakın coğrafyalara eğilim ve iii) mega proje yatırımları nedeniyle orta vadede canlı kalması beklenmektedir. Şirketin, bu dönemde, üst düzey uluslararası oyuncularla uzun süreli stratejik ortaklıkları, tamamına sahip olduğu iştiraki Çimtaş'ın katma değerli endüstriyel üretim kabiliyetleri ve son birkaç yılda İngiltere ve Almanya gibi yeni pazarlarda varlığını arttırması nedeniyle yeni projeler almak için iyi bir konumlanmaya sahip olduğuna inanıyoruz. Öte yandan, ileriye dönük olarak FAVÖK marjında kademeli bir normalleşme gerçekleşmesini bekliyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

İnşaat segmentinin 2023 yılını, 2022'ye benzer şekilde 4,1 milyar USD bakiye sipariş büyüklüğü ile tamamlamasını bekliyoruz. Bununla birlikte, FAVÖK marjının rekor seviyelerinden 6,3 puan daralma ile %18,5 seviyesinde normalleşmesini bekliyoruz. 2024 için ise, 3,7 milyar USD bakiye büyüklüğü öngörürken, proje tamamlanmalarında beklenen hızlanmaya bağlı olarak hafif bir gerileme öngörüyoruz. Gayrimenkul portföyündeki doluluk oranlarının yerel şirketlerden gelen taleple kademeli olarak artmasını bekliyoruz. Öte yandan, enerji segmenti performansının önümüzdeki dönemlerde dalgalı bir seyir sergilemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Hatırlatmak gerekirse, şirket yakın zamanda Kırklareli'nde bulunan 890 MW'lık Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali'nin lisansını 12,9 milyon dolara satın almıştı. Şirket bu lisans ile yaklaşık 400 milyon dolarlık bir yatırımla yeni bir santral kurmayı planlıyor. Yeni kapasite, şirketin mevcut kurulu gücünün %21'ine karşılık geliyor. Yeni yatırımın 2025 yılında katkı sağlamaya başlaması bekleniyor.

Değerleme ve Riskler

ENKAI için hedef fiyatırımızı 46,3 TL/hisse'den 49,3 TL/hisse'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Başlıca risk unsurları; i) yeni proje kazanımlarının beklentimizin altında gerçekleşmesi, ii) faaliyet gösterilen ülkelerde ekonomik veya siyasi çalkantılar, iii) yeni yatırımlardan pozitif ekonomik getiri elde edilememesi, ve iv) finansal yatırımlardan zarar etmesi olarak sıralanabilir.

Tekfen Holding (TKFEN.IS):

Yatırım Teması

Taahhüt segmenti üzerinde devam eden risklere rağmen, Tekfen'in değerli gayrimenkul portföyü, rekabetçi varlık bazı ile Türkiye gübre pazarındaki hakim konumu ve Mersin ve Samsun'daki kritik lokasyonlardaki karlı terminal operasyonları göz önüne alındığında, hala uygun bir değerlemeye sahip olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, taahhüt işi son yıllarda oldukça zayıf bir performans göstererek sürekli bir nakit yakımına neden olmuş ve önemli miktarda net borç biriktirmiştir. Şirket yakın zamanda, taahhüt segmentindeki söz konusu sorunları ele almak, gübre işindeki rekabetçiliğini sürdürmek ve gayrimenkul portföyünden kaynak yaratmak amacıyla 5 yıllık bir stratejik bir planlamaya gitmiştir. Yönetim, seçici bir şekilde endüstriyel tesis ve ulaşım projelerine odaklanarak, bakiye sipariş büyüklüğünü yaklaşık 1,0 milyar USD ile sınırlı tutmayı planlamaktadır. Şirket, sabit giderlerini azaltmak için taahhüt grubu iş gücünü küçültmeye başlamıştır. Taahhüt işinde planlanan dönüşümün başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesinin, Tekfen'in yeniden değerlenmesi için ciddi önem taşıyacağına inanıyoruz. Diğer yandan, taahhüt tarafında ileriye dönük görünürlüğün arttırılması konusunda ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz. Şirket ayrıca 2026 yılına kadar, Toros altında sülfürik asit ve fosforik asit tesisi kurmak ve Ceyhan limanında iskele ve tank yatırımları için 500 milyon USD tutarında yatırım planlamaktadır. Şirketin enerji sektöründeki mühendislik, inşaat ve üretim kabiliyetlerini kullanmak ve gübre işini yeşil amonyak dönüşümü ile desteklemek için yenilenebilir enerji çözümlerine kademeli olarak 500 milyon USD tutarında bir yatırım daha planlanmaktadır. Fizibilite çalışmaları ve potansiyel finansman arayışı devam ettiği için, bu yatırımları mevcut değerlememize dahil etmedik. Daha sağlıklı bir kaldıraç sağlayan uzun vadeli finansman imkanlarının elde edilmesi, söz konusu yatırımların gerçekleştirilmesinde önemli bir rol oynayacağını düşünüyoruz. Suudi Arabistan ve Katar'da zarar edilen projelerden tazminat geliri elde edilmesi, tarımsal sanayi segmentinde potansiyel stratejik ortaklıklar, taahhüt segmentinin faaliyet kârlılığının ve nakit yaratımının normalleşmesi, gayrimenkul portföyünden adil değerine uygun fon temin edilmesi ve planlanan yatırımlar için finansaman sağlanması hisse performansı için olumlu katalizör etkisi yaratacaktır.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 Beklentileri: Yönetim, 2023 yılı için 36,4 milyar TL ciro (yıllık +%19), 3,0 milyar TL FAVÖK (yıllık -%11), %8,3 FAVÖK marjı (2022: %11,1) ve 1,5 milyar TL net kar (yıllık -%58) öngörmektedir. Taahhüt segmentinin 15,6 milyar TL gelir ve %2,5 FAVÖK marjı (2022'deki %5,8'e kıyasla), tarımsal sanayi segmentinin ise 20,5 milyar TL gelir ve %14,2 marj (2022'deki %14,5'e kıyasla) elde etmesi bekleniyor. Şirket ayrıca gübre ve terminal iş kolları için bazı operasyonel beklentilerinde değişikliğe gitmiştir. Gübre işi için KKO beklentisi daha önceki %80'den %78'e düşürülürken, tank terminali için doluluk oranı beklentisi daha önceki %80'den %86'ya yükseltilmiştir.

Değerleme ve Riskler

TKFEN için hedef fiyatımızı 60,8 TL/hisse'den 70,6 TL/hisse'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Başlıca riskler; i) yeni proje kazanımının beklentilerin altında kalması veya bakiye büyüklüğünü artırmak için düşük karlılığa sahip projelerin üstlenilmesi, ii) mevcut taahhüt projelerinde potansiyel maliyet aşımları, iii) faaliyet gösterilen ülkelerde ekonomik veya siyasi sıkıntılar, iv) amonyak/gübre fiyatı spreadlerinde daralmave v) gübre segmentinde maliyet bazlı fiyat artışlarının yansıtılamaması olarak sıralanabilir.

Sektör Açıklamaları - Petrol

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
TUPRS	135.30	260,695	137.00	137.47	1	TUT	D	-8	-4.6	221	46.5	36	11%	86%	11%	7.3	6.4	3.4	2.9	4.1	3.9	50%	49%	19%	17%
AYGAZ	139.90	30,750	221.00	18.47	58	AL	A	-1.8	1.9	9.13	24.2	54	6%	n.a	2%	10.1	7.6	2.7	2.0	33.9	13.5	32%	30%	16%	16%
PETKM	20.80	52,716	20.75	13.60	0	TUT	Y	4.52	8.41	137	48.1	10	5%	39%	0%	13.5	5.1	2.4	1.6	33.7	7.2	19%	38%	7%	16%
Petrol																**10.1**	**6.4**	**2.7**	**2.0**	**33.7**	**7.2**	**32%**	**38%**	**16%**	**16%**

Tüpraş (TUPRS.IS):

Yatırım Teması

Tüpraş için en iyinin geride kaldığını düşünüyoruz. 2022 yılında kaydedilen rekor karlılık seviyelerinin ardından 2023 yıl sonuna yönelik rafineri marj tahminlerimizde geçmiş ortalamaların halen üzerinde seyrediyor. Öte yandan hisse hedef piyasa değerimize göre sınırlı bir artış potansiyeli sunmakta.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirket,2023 yılı için net rafinaj marjı beklentisini 11-12 dolar/varilden 10-11 dolar/varil'e revize etti. Şirket yönetimi, yılın ilk yarısında beklenenden düşük gerçekleşen kapasite kullanımı, zayıf ürün karlılıkları ve ürün fiyatlarının baskılanması sebebiyle 2023 yılı için net rafinaj marjı beklenti aralığını, yılın ilk yarısının sonunda 11-12 dolar/ varil'den 10-11 dolar/ varile revize etti. Ayrıca, tüm yıl için kapasite kullanım oranı tahmini %85- %90 olarak sabit tuttu. 3Ç23 tahminlerimizde oldukça güçlü sonuçlara işaret etmekte. Buna göre 2023 yılının tamamında şirketin 2,583 milyon dolar FAVÖK yaratabileceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılında net reafineri marjlarının normalleşmesi ile FAVÖK'ün 1,585 milyon dolar seviyesine gerileyeceğini öngörmekteyiz.

Değerleme ve Riskler

Hisse için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz. Makro varsayımlarımızdaki değişiklikleri, tahminlerimizdeki güncellemeler ve emsal şirket çarpanlarında meydana gelen değişiklikleri Tüpraş hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 137 TL olarak koruyoruz. Avrupa pazarında petrol ürünleri talebinde beklenenden daha fazla azalma, ürün piyasalarında savaş kaynaklı tedarik sorunlarının ortadan kalkması veya hafiflemesi, küresel rafinaj kapasite artışlarının beklenen seviyelerinin üzerinde gerçekleşmesi ve rafineri fiyatlarına tavan uygulanması veya olası benzer yasal düzenlemeler, tahminlerimiz ve değerlememiz için risk faktörleri. Rekor marj seviyelerinin 2024 'de de devam etmesi tahminlerimiz için yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Petkim (PETKM.IS):

Yatırım Teması

Petrokimya sektörünün en büyük pazarı olan Avrupa pazarındaki arz-talep dinamikleri, ürün satış fiyatları ve ürün karlılığında belirleyici olmaya devam ediyor. Avrupa petrokimya üretimi için kullanılan kapasite kullanım oranı 2023 yılının ilk yarısında %70 seviyesine geriledi. Global pazarda ihracatın yeniden başlaması, tedarik sorunlarının ortadan kalkması petrokimya sektöründe zayıflamaya neden oldu. Ayrıca, Fed'in sıkılaştırma politikasına devam etmesi resesyon endişelerini devam ettiriyor. Rusya-Ukrayna savaşı ile gelen yaptırımlardan dolayı Avrupa pazarına gönderilemeyen ürünler Türkiye pazarındaki arzı arttırmayı sürdürdü. Öte yandan sektör için en kötüsünün geride kalmış olabileceğini düşünüyoruz. FAVÖK rakamımızda 2024 yılında beklediğimiz toparlanma, Star rafinerisinin 4.Ç itibarı ile finansallara girmesinin ve rafineri için güncel bir değerleme yapılacak olmasının hisse için bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 yılının ikinci yarısında hammadde fiyatlarındaki gerilemenin desteğiyle karlılıkta göreceli bir toparlanma öngörüyoruz. Dolayısıyla en kötü yılın ilk yarısında geride kalmış olabilir. 2023 yılının tamamında şirketin 89 milyon dolar FAVÖK yaratacağını tahmin ediyoruz. 2024 FAVÖK tahminimiz ise 274 milyon dolar.

Değerleme ve Riskler

Petkim daha öncesinde ödemiş olduğu 480 milyon dolarlık ödeme karşılığında SOCAR ile Star Rafinerisin'de %12'lik hisse alımı konusunda anlaşma imzaladı. Şirket sürecin 2 Ekim 2023 tarihinde tamamlamasının ardından yılın son çeyreğindeki finansallarda Star katkısını görebileceğimizi belirtti. Star Rafineri'de %12 pay için değerlememizi 2023 yılı tahmini FAVÖK rakamı ve 4.5x hedef FAVÖK çarpanını dikkate alarak 610 milyon dolar olarak revize ettik. Güncellenmiş Star değerlemesi, yıl sonu beklentiler, makro tahminler ve benzer şirket çarpanlarındaki değişiklikleri yansıttığımız hedef değerimiz 13,60 TL'den 20,75TL'ye yükselmekte. Bu durumda hisse için SAT tavsiyemizi TUT a yükseltiyoruz. Ekonomilerde beklenenin üzerinde yavaşlama ve ürün marjlarının tahminlerimizi ötesinde baskılanması hedef fiyatımız için en önemli aşağı risk faktörü. Öte yandan, FED faiz artışlarının durması ile olası risk iştahında düzelme neticesinde ya da Avrupa'da yaşanabilecek enerji krizi ile petrokimya ürünlerine olan talebin ve karlılık dinamiklerinin beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesi değerlememiz açısından en önemli yukarı yönlü risk faktörü.

Aygaz (AYGAZ.IS):

Yatırım Teması

Döviz bazlı öngörülebilir nakit yaratımı, yeni alanlarda büyüme potansiyeli, düşük borçluluk ve cazip artış potansiyeli. Şirket 2019 – 2022 yılları arasında ağırlıklı olarak LPG dağıtım işinden yıllık ortalama 70 milyon dolar FAVÖK elde etmiştir. Tahminlerimize göre 2023 ve 2026 yılları arasında da şirketin benzer bir şekilde ana işinden yıllık ortalama 77 milyon dolar FAVÖK yaratması bekleniyor. Şirketin piyasa değerinden %9,3'lük Tüpraş payını çıkarttığımızda geriye diğer iş kolları için sadece 232 milyon dolar kalmakta.

İleriye Dönük Beklentiler

Aygaz yetenek ve iş gücünü stratejik iş alanlarına taşıma stratejisi kapsamında kurmuş olduğu Sende kargo taşıma ve dağıtım şirketi faaliyet karını baskılamaya devam ediyor. Büyüme dönemi devam eden Sendeo yatırımı yılın ilk yarısında 369 faaliyet zararı ile faaliyet karını baskılamaya devam ederken hesaplamalarımıza göre 2024 yılında başabaş noktasına ulaşmasını bekliyoruz.

EYAŞ üzerinden Tüpraş sermayesindeki %9.3'lük dolaylı pay düzenli nakit akımı sağlamaktadır. Aygaz, Tüpraş'ın %46.4 hissesine sahip olan Enerji yatırımları A.Ş. 'deki, %20 payı üzerinden Tüpraş'ın %9,3'üne sahiptir. 2023 yılında, konsolide net kâr rakamı özkaynak yöntemi ile değerlenen EYAŞ'tan 1,084 milyar TL nakit avans kar payı katkısı bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

Hisse için 221 TL hedef değerimizle AL tavsiyemizi yineliyoruz. Değerlememiz açısından en önemli aşağı yönlü risk faktörleri : 1) LPG satış hacimlerinde beklentimizin altında büyüme 2) Tüpraş tahminlerimizde aşağı / yuları yönlü sapmalar 3) yeni iş kollarına tahminlerin üzerinde sermaye yatırımı ve/veya beklenenden daha uzun geri dönüş süreleri

Sektör Açıklamaları - Tekstil

Fiyat ve Oranlar																									
															2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Ti	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
MAVI	102.50	20,359	167.18	111.21	63	AL	A	-7.3	-3.9	10.6	72.6	38	2%	184%	4%	7.7	4.9	4.2	2.5	4.2	2.6	71%	63%	22%	21%
Tekstil Entegre																**7.7**	**4.9**	**4.2**	**2.5**	**4.2**	**2.6**	**71%**	**63%**	**22%**	**21%**

Mavi Giyim (MAVI.IS)

Raporun En Çok Önerilenler Listesi'ndeki şirket açıklamasına bakınız.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Perakande - Ticaret

Fiyat ve Oranlar																2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tt	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
BIMAS	290.40	176,331	411.00	320.00	42	AL	A	6.22	10.2	69	67.8	50	4%	76%	5%	17.5	9.9	6.0	4.6	9.4	5.3	37%	52%	12%	13%
BIZIM	49.22	2,953	57.00	41.58	16	TUT	D	13.4	17.6	3.01	43.9	0	2%	35%	2%	23.4	9.5	6.2	4.1	2.6	1.7	26%	52%	2%	4%
SOKM	62.25	36,932	92.00	74.48	48	AL	A	2.89	6.72	22.9	45.7	38	1%	21%	2%	13.7	7.6	7.6	4.2	4.6	2.7	70%	71%	10%	11%
MGROS	362.40	65,614	496.00	399.00	37	AL	A	-3.4	0.19	26.3	50.8	44	2%	18%	2%	20.3	9.5	12.0	6.1	6.1	3.2	68%	85%	7%	9%
Ticari Mağazacılık																**18.9**	**9.5**	**6.9**	**4.4**	**5.3**	**2.9**	**52%**	**61%**	**9%**	**10%**

* FD/FAVÖK çarpan tahminimizde kullanılan net borca kira yükümlülükleri dahil edilmemiştir.

Bim (BIMAS.IS)

Raporun En Çok Önerilenler Listesi'ndeki şirket açıklamasına bakınız.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Migros (MGROS.IS)

Yatırım Teması

Online operasyonlarına son olarak Migros Yemek'i dahil eden şirket Migros Sanalmarket, Migros Hemen ve Migros ekstra ile 81 ilde hizmet vermeye devam ediyor. Macroonline ve tazedirekt platformlarıyla da online satış kanalını güçlendiren şirket ürün çeşitliliğini de kalitesini de oldukça iyi bir seviyeye çıkarıyor. Şirketin çoklu büyüme stratejisi sonucu online satış kanalının konsolide satışlara oranı %16.7'ye ulaştı. Biz şirketin pandemiden hemen önce yapmaya başladığı bu yatırımların çeşitliliğinin ve yayılmasının konsolide satışları ve karlılığı yıldan yıla pozitif destekleyeceğine inanıyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirket yönetimi 1Y23 gerçekleşmelerinin ardından %80-85 olan gelir büyümesi öngörüsünü yaklaşık %90'a revize ederken %7-7.5 FAVÖK marjı öngörüsünü %6.5-7 aralığına revize etti. Ayrıca mağaza açılış öngörüsü +365 yeni mağazadan +450 mağazaya ve yatırım harcamaları da 4 milyar TL'den 6 milyar TL'ye revize edildi.

Yüksek enflasyon, temel tüketim maddelerine yönelik talebin inelastik olması ve online satış kanalının hızlı büyümeye devam etmesi sayesinde, 2023 yıl sonu tahminlerimizde şirket için satış büyümesi beklentimizi %96 oranına yükseltirken, şirketin rekabetçi fiyatlama politikası sebebiyle Favök marjında yıllık bazda 98 baz puanlık bir daralma öngörüyoruz (2023T: %7). Yatırım harcaması tahminimiz ise şirket gelirlerinin %4'ü oranına ve yaklaşık 5.72 milyar liraya tekabül etmektedir. Ayrıca şirketin sezonluk mağazalarının artan satış hacminin, online satışın belkemiği olan lojistik ağına katkı sağlayarak online satışların konsolide ciroya katkısını üst bir seviyeye çıkarmasını bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

Artan enflasyon beklentileri sebebi ile şirkete dair büyüme tahminlerimizde yaptığımız revizyonun ardından MGROS için hedef fiyatımızı 496 TL'ye yükseltiyoruz. Revize ettiğimiz hedef değerimiz %37 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 3.2x 2024T FD/FAVÖK ile son 3 yıllık ortalamaya kıyasla %20'ye yakın oranda iskonto ile işlem görüyor. Cazip çarpan ile işlem gören hisseyi beğenmeye devam ediyoruz.

Bizim Toptan (BIZIM.IS)

Yatırım Teması

Şirketin soft franchise modeli olarak hayata geçirdiği SEÇ marketleri 2018'den bu yana faaliyet karlılığını güçlü bir şekilde desteklemeye devam ediyor. Bilindiği üzere şirketin Prosaf olarak adlandırılan ev dışı tüketim kanalı (lokantalar,benzin istasyonları, okul kantinleri vb.) müşterileri farklı markalarla çalışabiliyorlar. Rakiplerine oranla geniş bir dağıtım ağına sahip olan şirket 72 şehirde, hizmet veriyor. Bu geniş satış ağından faydalanarak şirketin çoklu marka distribütörü olması söz konusu olabilir. Özellikle yakıt giderleri ve şirketlerin sürdürülebilirliğe verdiği önemin artması ile markaların bu tarz distribütörlere karlılıklarını korumak için ihtiyaçları olabilir. Bu tarz bir iş modeli dönüşümünün hem Bizim Toptan'a hem de dağıtımı yapılan markaların karlılığına güçlü bir katkı sunacağını düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin g2mEksperle birleşme kararı özellikle HoReCa satışları tarafında güçlü sinerjiler yaratabilir.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirket açıklanan 2Ç23 finansallarının ardından 2023 yılında %60 (+/-5%) olan ciro büyümesi beklentisini %65 (+/-5%)'e ve %5-6 olan FAVÖK marjı öngörüsünü %4-5 oranına revize etmişti. Bizim öngörülerimiz ise %66'lık bir ciro büyümesi ve %4,8'lik bir Favök marjına işaret ediyor. Satış büyümesi öngörüsünün FAVÖK marjındaki aşağı yönlü revizyonu kısmen de olsa telafi edeceğini düşünüyoruz.

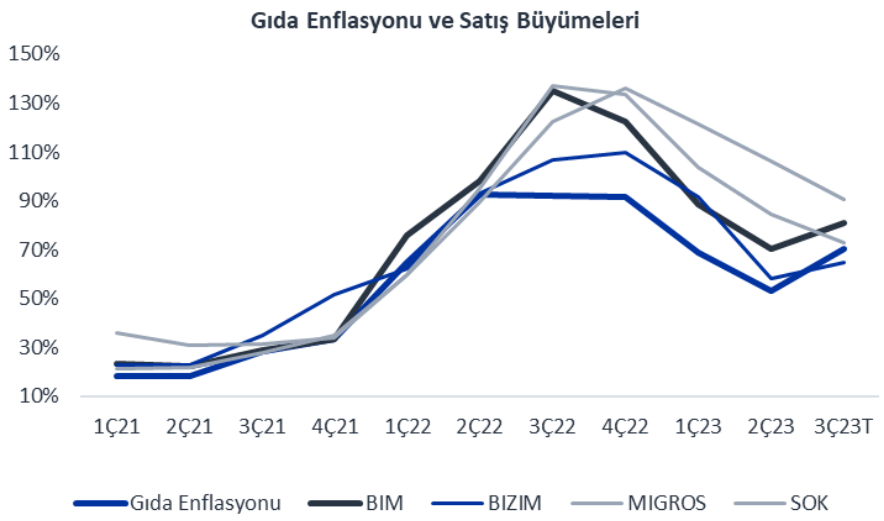
Değerleme ve Riskler

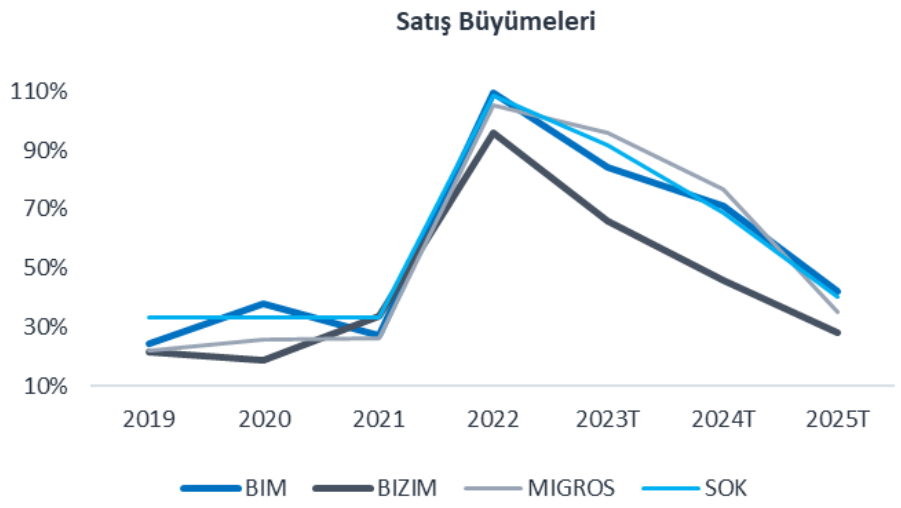
Bizim Toptan için hedef değerimizi 57 TL'ye revize ediyoruz. Güncellenen hedef değerimiz %16 yukarı potansiyele işaret etmektedir. 2023 tahminlerimize göre 20.3x çarpanına işaret eden hisseyi primli bulduğumuzdan tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz. g2mEksper satın alması şirketin kendi çarpanına göre daha yüksek bir çarpanla yapıldığından yeterince sinerji yaratmaması durumunda şirket için risk oluşturabilir.

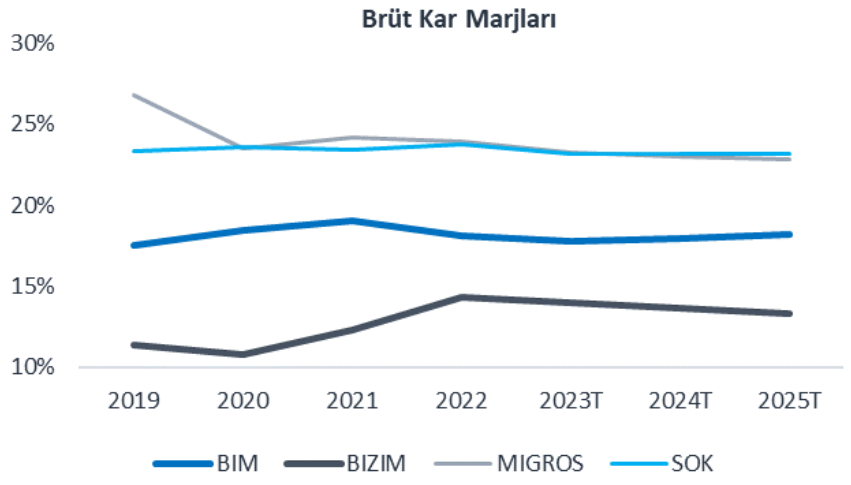
Sok Market (SOKM.IS)

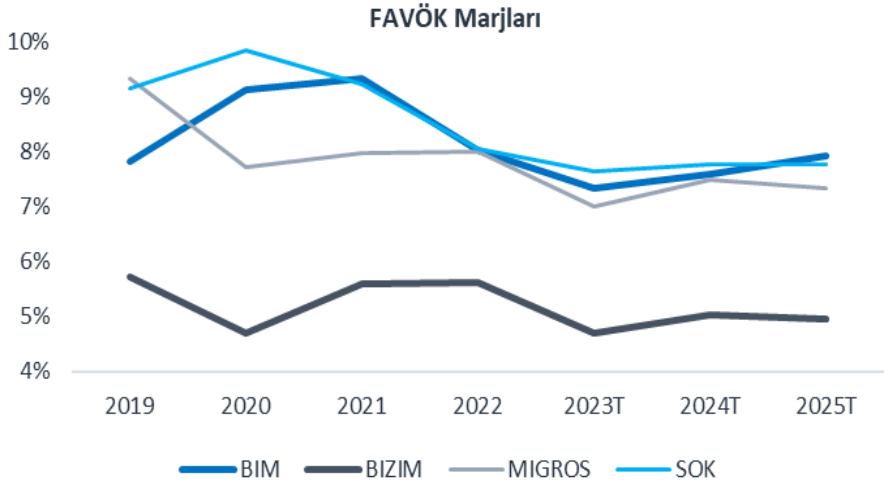
Raporun En Çok Önerilenler Listesi'ndeki şirket açıklamasına bakınız.

Sektör Açıklamaları - Perakande - Ticaret



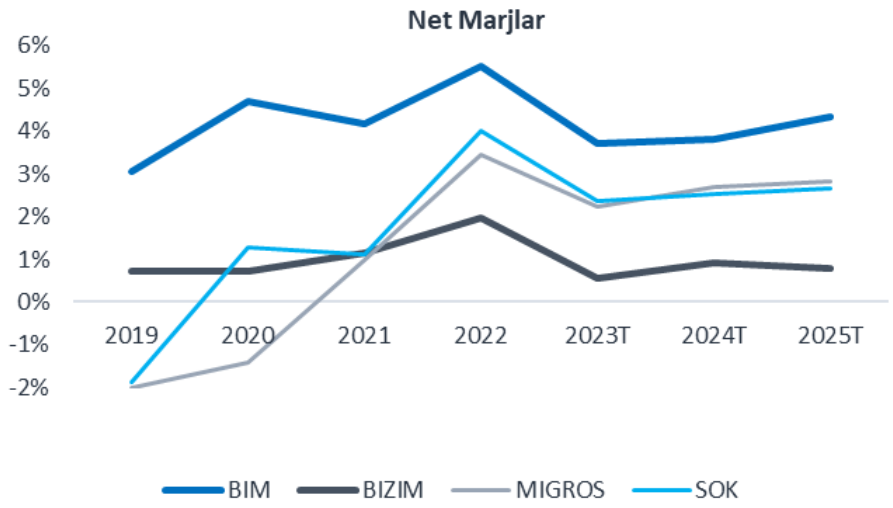


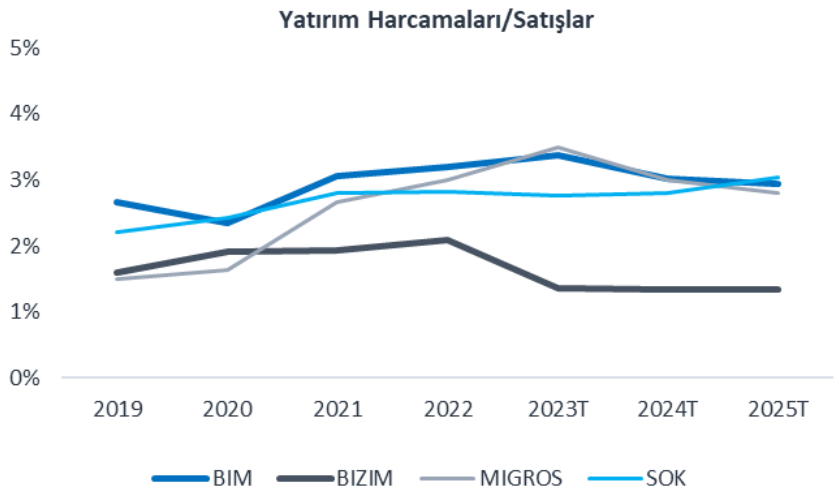


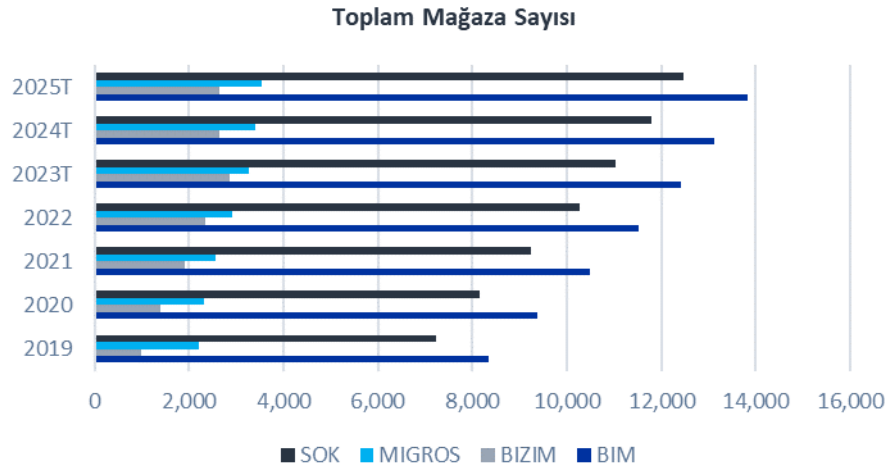


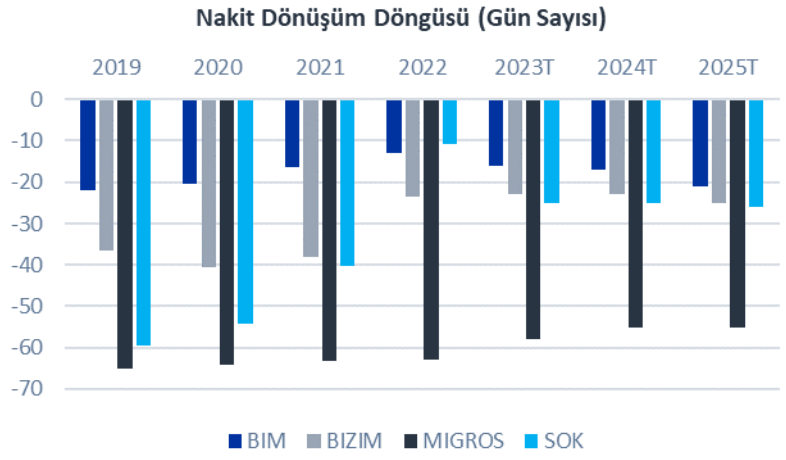
Kaynak: İş Yatırım, TCMB

Sektör Açıklamaları - Perakande - Ticaret









Kaynak: İş Yatırım

Sektör Açıklamaları - GYO

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
EKGYO	7.13	27,094	12.01	13.12	68	AL		-9.9	-6.5	121	48.4	22	3%	21%	2%	5.4	4.9	1.2	1.0	4	4	24%	22%	10%	9%
ISGYO	22.12	21,208	27.05		22	AL		2.03	5.83	14.8	37.1	12	6%	38%	0%	2.3	1.4	0.9	0.6	95.5	12.2	50%	48%	41%	40%
OZKGY	9.23	13,439	13.58	11.02	47	AL	A	1.88	5.67	7.48	25	8			0%	0.5	0.4	0.4	0.3	22.6	4.1	112%	84%	99%	76%
TRGYO	32.36	32,360	53.83	28.49	66	AL	A	8.96	13	3.72	21.1	9	2%	6%	1%	1.1	0.7	0.5	0.3	17.2	5.0	59%	53%	53%	50%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları																**1.7**	**1.1**	**0.7**	**0.4**	**19.9**	**4.5**	**54%**	**51%**	**47%**	**45%**

Emlak GYO (EKGYO.IS):

Yatırım Teması

Konut sektöründe görünüm tamamen değişti. Yüksek enflasyon ortamında gayrimenkul yatırımlarının güvenli liman statüsünün tetiklediği konut talebi çılgınlığı sona erdi ve konut satış rakamları 2022 yılı sonundan itibaren düşüş eğilimi gösterdi. Emlak Konut'un bünyesinde çeşitli niteliklerde çok sayıdakonut projesi bulunmasına rağmen konut talebindeki duraklamadan olumsuz etkilenmiştir.

Arsa satışları artıyor. Emlak Konut, 2023 yılında emlak bankasındaki 6.170 milyon TL tutarındaki birden fazla arsanın satışını 2023 yılının ilk yarısında tamamladı. Konut alanlarına olan talep zayıf olmasına rağmen, arsa satışlarından elde edilen gelirler 2023 yılında da gelirleri desteklerken, aynı dönemde konut satış gelirleri ise 3.592 milyon TL olarak gerçekleşti.

İhaleler devam ediyor 2022 yılında ihale sürecinde 13 yeni Gelir Paylaşım Modeli (GPM) projesiyle istisnai bir yıl geçiren Emlak Konut, ihalelerine hız kesmeden devam ediyor. Şirket, 2023 yılında tamamlanan 5 adet GPM proje ihalesinin bulunduğunu, bu yıl yapılması planlanan 6 adet Anahtar Teslimi proje ihalesinin bulunduğunu açıkladı. Emlak Konut imzalanan projelerden minimum 13.348 milyon TL pay alırken, bu yıl şu ana kadar ortalama ihale çarpanı 4,06x olarak 2022 ortalamalarının altında gerçekleşti. Portföyünde birçok arsa bulunan Emlak Konut'un önümüzdeki dönemde yeni projeler geliştirmesi ve yeni ihaleler yapması beklenebilir.

Net nakit artıyor Emlak Konut, arsa satışlarının nakit pozisyonu üzerindeki olumlu etkisi ve hem kısa hem de uzun vadeli yükümlülüklerdeki kısmi değerlenmenin etkisiyle net nakit pozisyonunu 2Ç23'te önemli ölçüde artırarak 5.995 milyon TL'ye çıkardı.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 yılında sektörel koşullar nedeniyle şirketin performansı yavaşlasa da Emlak Konut oldukça geniş ve değerli bir konut ve arsa portföyüne sahip. Orta vadede de katalizör olacak önemli projeler yolda. Son olarak şirket, sıkılaştırma dönemine güçlü bir nakit pozisyonuyla girdi. Gelecekte finansman koşullarının daha da kötüleşmesi durumunda Emlak Konut, nakit varlığını projelerin finansmanına yönlendirerek bu durumu büyük ölçüde atlatabilir. Sonuç Emlak Konut'un geleceğinin oldukça parlak olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme & Riskler

2Ç23 finansal sonuçlarını ve güncellenen makro varsayımlarımızı yansıtarak modelimizi ve EKGYO için hisse başına hedef fiyatımızı 12 TL'ye güncelledik. Mevcut hedef değerimizin %68 artış potansiyeline işaret etmesi nedeniyle hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse senedi Net Aktif Değerine (NAV) göre %47 iskontoyla işlem görürken, 5 yıllık tarihsel ortalama %63 iskontoya işaret ediyor.

Torunlar GYO (TRGYO.IS):

Yatırım Teması

Torunlar, kira getirisi yüksek varlıkların yanı sıra seçkin konut ve turizm projelerini de içeren değerli portföyü sayesinde benzerlerinden olumlu yönde ayrışıyor. Ağırlıklı olarak İstanbul, Bursa ve Antalya'da yer alan büyük ve marka değeri yüksek AVM portföyü ana katalizör olarak öne çıkıyor. Ayrıca, net borç ve döviz pozisyonlarının düzenli olarak daralması sebebiyle şirketin borç azaltma hikayesi hız kesmeden devam etmesine ve finansal riski azaltarak güçlü nakit yaratma kapasitesinin mevcudiyetini kanıtlıyor.

Borçların azaltılması tüm hızıyla devam ediyor. Şirketin net borç pozisyonu 1Ç23 sonundaki 2.800mn TL'den 2Ç23 sonunda tekrar 2.190mn TL'ye geriledi ve üst üste 5. çeyrekte de düşüş eğilimini sürdürdü. Torunlar GYO ise 4Ç22'de ABD Doları cinsinden açık döviz pozisyonunu kapatmış, Avro cinsinden kısa döviz pozisyonunu ise 2Ç22'de 26 milyon Avro'ya düşürmüştü. 2Ç23'ten itibaren şirket TL cinsinden borcunu azaltmaya odaklandığı görülüyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Gayrimenkul sektörünün üzerinde kara bulutlar dolaşmaya devam etse de Torunlar GYO'nun defansif bir gelir yaratımını mümkün kılan defansif, kira getirisi sağlayan güçlü varlıklardan oluşan portföyü ve A+ seçkin konut projelerinden elde ettiği güçlü gelir yaratma kapasitesi sayesinde önemli bir yükseliş potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

Değerleme & Riskler

Siyasi ve idari riskler, faiz artışlarının devamı, makroekonomik göstergelerdeki bozulmanın tetikleyebileceği olumsuz talep şoku ve finansman koşullarındaki kötüleşme GYO'nun faaliyetlerini ve dolayısıyla tahminlerimiz ve değerlemelerimiz için başlıca risk faktörlerini oluşturmaktadır.

Torunlar GYO için 2Ç23 mali sonuçlarını ve güncellenen makro varsayımlarımızı modelimize yansıtarak tahminlerimizi güncelledik ve hedef fiyatımızı hisse başına 53.8 TL'ye yükselttik. Mevcut hedef değerimizin %66 artış potansiyeline işaret etmesi nedeniyle hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse senedi Net Aktif Değerine (NAD) göre %6 iskontoyla işlem görürken, 5 yıllık tarihsel ortalama %57 iskontoya işaret ediyor.

İş GYO (ISGYO.IS):

Yatırım Teması

Şirketin %50-50 maliyet ve hasılat paylaşımı esası ile geliştirdiği Litus İstanbul Projesi'nde inşaat çalışmaları devam ederken, ön satışlara başlandı ve 2023 yılının ilk yarısında yaklaşık 10 adet ünitenin satışı tamamlandı. Şirket, satılan birimlerin teslimatına 2024'ün 2. Çeyreğinde başlamayı hedefliyor. Böylece satışlardan elde edilen gelirler yılsonu finansal tablolarına yansıtılabilecek. Öte yandan inşaatları tamamlanan Ege Perla ve Kartal Manzara Adalar Projelerinin satışları devam etmekte olup, bu projelerde sınırlı stok söz konusu (Kalan Stok: Manzara Adalar 25, Ege Perla 5 adet). Teslimatlar satış gerçekleştiği anda yapılabilmekte olup, bu projelerden elde edilen gelirler doğrudan gelir tablosuna kaydedilebilmektedir. İnşaatı bu yıl tamamlanan İstanbul Finans Merkezi Projesi'ndeki İş GYO'ya ait ofislerin 2024'te kiralanmaya başlaması ve kira gelirlerinin ivme katması bekleniyor.

İleriye Dönük Beklentiler

İş GYO'nun geliştirme aşamasında olan önemli projeleri bulunuyor. Geliştirilmekte olan Kasaba Modern Projesinde inşaat ruhsatı alındı, satışlara bu sene içerisinde başlanılması planlanıyor. Kasaba Modern Projesi TECİM ile birlikte yaklaşık 138 bin m2 arsa üzerinde geliştirilecek, 165 villalık büyük bir proje olarak öne çıkıyor.

Ayrıca üst gelir gruplarının yaşadığı ve iş dünyasının yoğun olduğu bir bölge olan Beşiktaş Balmumcu'da geliştirilecek proje de 2023 yılının ikinci yarısında ruhsatların alımına bağlı olarak inşaata ve satışa başlanabilir. Son olarak Profilo AVM'nin de bünyesine katılmasıyla Şirketin varlık portföyü 2023 yılında daha da güçlenmişti. Cazip konumuyla öne çıkan ve Türkiye'nin en eski alışveriş merkezlerinden biri olan Profilo AVM'nin arsasında geliştirilecek olan ve İş GYO tarafından herhangi bir geliştirme maliyetine katlanılmadan ilerleyen projede orta vadede elde edilecek gelirlerin konut satış gelirlerini destekleyerek 2025 yılından itibaren şirketin karlılığına önemli katkı sağlaması bekleniyor.

Portföyünde İş Kuleleri gibi üst düzey ofis alanları bulunan İş GYO için 2022 yılının ikinci yarısından itibaren ofis talebinin hızlanması olumlu bir trend olarak öne çıkıyor. 2023 yılında İstanbul Finans Merkezi Ofisinin açılması ve 2024 yılında kiralama işlemlerine başlanması, İş GYO'nun yakın gelecekte ofis yatırımlarından elde edeceği kira gelirlerini destekleyecek bir unsur olarak dikkat çekiyor. Ayrıca şirketin diğer kiralık varlıklarındaki yüksek doluluk oranları da bu olumlu görünümü desteklemektedir.

Değerleme & Riskler

2Ç23 mali sonuçlarını ve revize edilen makro varsayımlarımızı yansıtarak modelimizi güncelledik ve ISGYO hisse başına hedef fiyatımızı 27.05 TL'ye yükselttik. Hisse senedi için AL önerimizi yineliyoruz, mevcut hedef değerimiz ise %22 potansiyel artışa işaret ediyor. Hisse senedi Net Aktif Değerine (NAV) göre %7 primli işlem görürken, 5 yıllık tarihsel ortalama ise %25 iskontoyu göstermektedir.

Özak GYO (OZKGY.IS):

Yatırım Teması

Çeşitlendirilmiş portföyü, sağlam varlıkları ve güçlü proje yapısıyla öne çıkan Özak GYO, 2023 ve sonrası için sağlam bir gelir görünümüne sahip. Büyükyalı ve Göktürk Projelerinde devam eden satışlardan 2023 ve devamında güçlü bir gelir bekleniyor. AVM ve ofis gelirlerinin 2023 yılında da pozitif seyrini sürdürmesini bekliyoruz. Ayrıca şirketin en önemli varlıklarından biri olan Ela Excellence Otel, kira gelirlerindeki en önemli unsur olarak öne çıkıyor.

Güçlü nakit pozisyonu Aslında, sıkılaşan ve yavaşlayan konut talebinde şirket birçok proje geliştirmenin eşiğinde. Her ne kadar finansman tarafında genel olarak makroekonomik koşullar geleceğe yönelik parlak sinyaller vermese de şirket, zengin nakit pozisyonunu kullanarak bu engelleri aşabilir. Ayrıca tamamlanan projelerde devam eden satışlar ve istikrarlı kira gelirleri şirketin gelecekteki finansman ihtiyacını kolaylaştıracaktır. Dolayısıyla finansman tarafı Özak GYO açısından kötümser bir tablo çizmiyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Ekonomide yavaşlama beklentilerinin artması ve konut satışlarında ciddi bir durgunluk dönemine girilmiş olsa da Özak GYO, i) oldukça değerli arsa portföyü, ii) kaliteli ve seçici konut projeleri, iii) istikrarlı kira geliri, iv) güçlü nakit pozisyonu ve v) çeşitlendirilmiş portföyü sayesinde sektörde oldukça güvenli bir yere yerleşmeyi başarmış ve olumlu ayrışmayı başarmaktadır.

Değerleme ve Riskler

Güncellenen makro varsayımlarımızı ve 2Ç23 sonuçlarını yansıtarak modelimizi güncelledik ve OZKGY için hedef fiyatımızı TL 13.6'ye yükselttik. Mevcut hedef fiyatımız ise %47 artış potansiyeline işaret ettiğinden hisse senedi için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse senedi Net Aktif Değerine (NAD) göre %46 iskontoyla işlem görürken, tarihsel ortalama %54 iskontoya işaret ediyor.

Sektör Açıklamaları - Çimento

Fiyat ve Oranlar																										
															2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
AKCNS	173.90	33,293	231.69	155.64	33	AL	Y	2.23	6.04	13	20.5	12	5%	62%	3%	10.4	5.9	4.8	3.0	9.1	6.1	61%	63%	30%	33%
Çimento																**10.4**	**5.9**	**4.8**	**3.0**	**9.1**	**6.1**	**61%**	**63%**	**30%**	**33%**

Akçansa (AKCNS.IS):

Yatırım Teması

Hacimlerin seyri belirleyici Çimento talebi 2022'de daralmıştı. Ancak 2023 yılı 1'i itibarıyla trend değişmiş görünüyor. Hacimsel olarak çimento satışları oldukça güçlü seyrediyor. Deprem bölgesindeki yeniden inşa çalışmaları, hızlanan kentsel dönüşüm ve yenileme çalışmaları nedeniyle yakın gelecekte de canlı kalacağını düşünüyoruz. 2Ç23'te canlanan talep, maliyet tarafındaki normalleşmeyle birlikte marjları destekledi. Öte yandan Akçansa'nın, gerektiğinde yurt içi ve ihracat pazarları arasında kolaylıkla geçiş yapmasına olanak tanıyan esnek bir iş modeli olumlu bir özellik olarak öne çıkıyor. Güçlü talep ve yukarı yönlü fiyat ayarlamaları sayesinde 3Ç23'ün de kazançlı bir çeyrek olacağını düşünüyoruz. Son çeyrekte özellikle hazır beton tarafında mevsimsellik nedeniyle bir yavaşlama beklense de, 9A23'teki güçlü görünümün de desteğiyle yıllık genel marjlar ortalamanın üzerinde FAVÖK marjı seviyesine işaret ediyor. Ayrıca, depremin vurduğu bölgelerdeki büyük ihtiyaç dikkate alındığında olası düzenlemeler (fiyat tavanı ve/veya ihracat kısıtlamaları vb.) ve TL'deki olası zayıflığın hammadde maliyetlerini yukarı çekmesi, marjlarda baskı oluşturabilir.

İleriye Dönük Beklentiler

Jeopolitik risklerden kaynaklanan maliyet artışları, tedarik zinciri darboğazları ve enflasyonist baskılar, tahminlerimiz ve değerlememiz açısından temel risk faktörleridir. Ayrıca normalleşen akaryakıt ve elektrik fiyatlarının yeni bir şoka maruz kalmayacağını varsaydık. Dolayısıyla girdi fiyatlarının yüksek olması tahminlerimiz açısından önemli bir risk olarak öne çıkıyor. Son olarak, yurt içi ve/veya yurt dışı talep yönlü olumsuz bir şok, olası ihracat sınırlamaları ve/veya tavan fiyat uygulamaları tahminlerimiz ve hedef fiyatımız üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilir.

Değerleme ve Riskler

Revize edilen makro varsayımlarımız ve 2Ç23 gerçekleşmelerimizdeki revizyonları yansıtarak AKCNS için hedef fiyatımızı TL 232 /hisse'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız hisse için %32 artış potansiyeline işaret ederken, TUT tavsiyemizi AL olarak revize ediyoruz.

Sektör Açıklamaları – Madencilik

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
KOZAL	23.76	76,091	19.21	17.47	-19	SAT	A	-15	-12	155	29.9	23	1%	61%	3%	15.1	10.8	4.8	3.7	11.3	9.8	36%	39%	31%	34%
Madencilik																**15.1**	**10.8**	**4.8**	**3.7**	**11.3**	**9.8**	**36%**	**39%**	**31%**	**34%**

Koza Altın (KOZAL.IS):

Yatırım Teması

Şirketin en son açıklanan UMREK raporuna göre 3,198 milyon ons ölçülmüş ve belirlenmiş kaynağı (cevher rezervleri dahil) ; 2,025 milyon ons görünür ve muhtemel rezervi mevcut. Geçtiğimiz sene ile kıyasladığımızda rezerv ve kaynak miktarında belirgin fark olmamakla birlikte, nakit maliyetlerde oluşan dramatik yükseliş KOZAL operasyonel karını oldukça baskılıyor. Operasyonel kardaki zayıflık, net karın yalnızca finansal yatırımlar ile beslenmesine neden oluyor. Planlanan yeni yatırımların da henüz devreye girmemiş olması üretim rakamlarının sınırlı kalmasına neden oluyor. Hesaplarımıza göre mevcut değerleme, yeni madenlerden gelecek potansiyel ilave üretim miktarlarını da yansıtmakta.

İleriye Dönük Beklentiler

Mollara projesi ile ilgili gelişmeler yayınlandı. Madende üretimin 2024 yılında başlanacağı ve yatırım kararının alındığı bildirildi. Modelimizde Mollakara'da 2024 yılında üretime başlanacağını ve yatırım maliyetinin 150 milyon dolar olacağını öngörüyorduk. Tahminlerimizin, bildiren üretim tarihi ve yatırım harcaması ile oldukça paralel olması sebebiyle değerimizde farklılık oluşmadı. Mollakara'da henüz üretimin başlamaması sebebiyle opsiyon değerleme metodu kullanıyoruz. Bu sebeple, 2024 yılında FAVÖK'te torparlanma beklentimiz ise Mollakara'da üretimin başlamasından ziyade kur etkisine dayanıyor.

Değerleme ve Riskler

Koza Altın için 19.21 TL olan hedef fiyatımızı sabit tutuyor ve SAT tavsiyemizi koruyoruz. Yeni madenlerin keşfedilmesi, altın fiyatlarının yüksek seyri, beklentimizden yüksek gerçekleşebilecek üretim rakamları, ve beklentilerin altında kalacak üretim ve yatırım maliyetleri değerlememiz için yukarı yönlü risk unsurları.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları – Enerji Dağıtım

Fiyat ve Oranlar																									
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
ENJSA	51.20	60,471	72.86	46.34	42	AL	A	-2.7	0.96	35.5	20	32	7%	59%	8%	12.1	9.3	28.4	-0.9	4.8	3.9	42%	-19%	17%	
Enerji																**12.1**	**9.3**	**28.4**	**-0.9**	**4.8**	**3.9**	**42%**	**-19%**	**17%**	

Enerjisa Enerji (ENJSA.IS): Raporun En Çok Önerilemler Listesindeki şirket açıklamasına bakınız.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları – Enerji Üretim

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
GWIND	29.12	15,725	45.59		57	AL		-17	-14	13.8	30	11	4%	57%	3%	13.4	8.1	5.7	3.7	11.5	6.7	51%	56%	33%	39%
Elektrik																**13.4**	**8.1**	**5.7**	**3.7**	**11.5**	**6.7**	**51%**	**56%**	**33%**	**39%**

Galata Wind (GWIND.IS):

Yatırım Teması

Yenilenebilir enerji sektöründe yatırımların enerji dönüşümü trendi ile körüklenmesiyle sektörde kurulu güç gelişimine odaklanmak oldukça önemli hale geldi. Yatırım planlarının hayata geçirilmesi vakit alan depolamalı elektrik santrali yatırımları sektörü destekleyen temel dinamiklerden. Elde edilen ön lisans hakları ele alındığında, açıklanan yatırımların gerçekleşme veya gerçekleşmeme durumunu değerlendirmek kritik.Galata Wind ise likit yapısı ve tamamen yeşil üretim portföyü ile finansmana erişim kolaylığı sayesinde sektörde rakiplerinden ayrışarak öne çıkıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Küresel oyuncu haline gelmeyi hedefleyen Galata Wind, Hollanda merkezli bir şirket kurduğunu ve Avrupa'da yatırım yapmayı planladığını açıkladı. 2022'de 269 MW olan kurulu gücün; kapasite artışları, yeni santral, Avrupa'da yatırım ve depolamalı elektrik santralleri ile 2030 yılına gelindiğinde 1027 MW'a yükselmesi bekleniyor.

Türkiye'de karbon ticareti piyasasının gönüllü olması sebebiyle fiyatlar dünyaya kıyasla düşük seyrediyor. Fakat yakın gelecekte, Avrupa Birliği'nin Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması'nı uygulamaya koyması sonrası ihracatta karbon sertifikalarının zorunlu hale dönüşecek olmasının yanı sıra, ülkemizde konu ile ilgili yapılması planlanan düzenlemeler sektörel bazda operasyonel karlılığı destekleyecek ana dinamiklerden biri haline gelebilir. Bu noktada, Galata Wind'in karbon kredisi satışlarını güçlendirmeye yönelik adımları ve konuya verdiği önem uzun vadede olumlu şirket görünümünü destekliyor.

Değerleme ve Riskler

Galata Wind için 45.59 TL olan hedef fiyatımızı sabit tutuyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Elektrik ve karbon sertifikası fiyatlarında yukarı yönlü trend, yatırım planlarının tahminimizden erken tamamlanması , eklenebilecek olası yeni projeler ve yatırım harcamalarının beklentimizden düşük gerçekleşmesi hesapladığımız değeri pozitif yönde etkileyebilecek unsurları oluşturuyor. Elektrik fiyatlarının beklentilerimizin altında seyretmesi, AUF benzeri yeni uygulamalar, yatırım maliyetlerinin tahminlerimizden yüksek olması ve planlanan yatırımların gerçekleştirilmemesi ise değerlememizdeki olumsuz risk faktörleri.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları – Gıda & İçecek

Fiyat ve Oranlar																2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
AEFES	99.15	58,707	160.00	138.93	61	AL	A	-6.7	-3.3	13	32.9	57	5%	n.a	3%	8.0	5.2	1.9	1.4	5.2	3.3	26%	31%	5%	5%
CCOLA	370.00	94,117	513.00	445.00	39	AL	A	-3.7	-0.1	8.38	28.9	79	3%	51%	2%	10.6	7.0	3.3	2.3	6.3	3.9	37%	39%	12%	14%
ULKER	82.80	30,576	104.00	61.00	26	AL	A	2.41	6.22	41.9	39	69	3%	24%	0%	-77.4	19.5	6.6	4.9	5.7	4.2	-8%	29%	-1%	2%
Gıda & İçecek																**8.0**	**7.0**	**3.3**	**2.3**	**5.7**	**3.9**	**26%**	**31%**	**5%**	**5%**

Coca-Cola İçecek (CCOLA.IS): Raporun En Çok Önerilemler Listesindeki şirket açıklamasına bakınız**.**

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Anadolu Efes (AEFES.IS):

Yatırım Teması

Anadolu Efes hem Pazar lideri olduğu Türkiye ve Rusya operasyonları, hem de sahip olduğu CCOLA payları ile beraber defansif bir yatırım teması sunuyor. Nisan 2022'de Anadolu Efes, AB InBev'in Rusya ve Ukrayna operasyonlarındaki kontrol gücü olmayan paylarının satın alınmasına ilişkin olarak AB InBev ile görüşmelere başladığını açıkladı. O zamandan beri konuyla ilgili herhangi bir kamuoyu açıklaması yapılmadı. Şartlar ve satın alma tutarı, değerlememiz üzerinde bir belirsizlik yaratıyor. Ancak, şirketin pazarlıklardaki güçlü konumu göz önüne alınınca, Anadolu Efes'in yüksek bir değerleme ile satın alımı gerçekleştirmesini ve/veya Rusya'da önemli bir pazar payı kaybına yol açabilecek bir anlaşmayı kabul edeceğini düşünmüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Bira grubunda 3. Çeyrek ile beraber Rusya ve Türkiye operasyonlarında hafif de olsa bir hacim artışı bekliyoruz. 2022 yılında kaydedile güçlü marjlara kıyasla bira grubu bu sene de güçlü bir karlılık performansı gösteriyor. 3Ç23'te de güçlü marj performansının hem bira hem meşrubat grubu için devam edeceğini öngörüyoruz. 2022'nin güçlü bazı göz önüne alındığında, şirketin bira gurubunda 2023 yılı için tek haneli hacim büyümesi ve 100 baz puan FAVÖK marjı düşüşü beklentisinde aşağı yönlü bir risk öngörmüyoruz.

Değerleme ve Riskler

Ruble'nin değer kaybı ciro büyümesini baskılayabilir. AB InBev ile müzakerelerin sonuçlanması, değerlememiz üzerinde yukarı / aşağı yönlü bir risk oluşturabilir. CCOLA hisseleri için yaptğımız revizyon ile beraber 160 TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz: CCOLA payı hariç bakıldığında, bira grubu 2023T 3,4x FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararsı benzerlerine kıyasla %63 iskonto ile işlem görüyor.

ULKER (ULKER.IS):

Yatırım Teması

Ülker'in öngörülebilir ve defansif iş modeli, uluslararası operasyonlar kaynaklı döviz gelirleri ve ucuz değerlemesi sayesinde cazip bir yatırım teması sunduğuna inanıyoruz. Şirket yılın ilk yarısında brüt marjdaki iyileşme ve maliyet kontrolü ile beraber güçlü bir operasyonel performans gösterse de, açık döviz pozisyonu nedeniyle net zarar kaydetti. Şirket 4Ç22'de neredeyse tüm kısa vadeli finansal yatırımlarını likide etti. Finansal yatırımların azalması ileriye dönük net kar tarafındaki dalgalanmaları azaltacağı ve öngörünürlüğü artıracağı için yatırımcılar için olumlu bir sinyal olarak görüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirketin borçları ağırlıklı olarak döviz cinsinden olduğu için, TL'deki potansiyel zayıflama 2023'te de net kar üzerinde bir miktar baskı oluşturabilir. Şirketin 40,75 milyar TL'lik hasılat ve %19,2'lik FAVÖK marjı beklentilerinde yukarı yönlü risk öngörüyoruz. Yurtdışı operasyonlarındaki hacim daralması net satış büyümesini baskılasa da Türkiye'deki yüksek enflasyonu göz önüne alındığında şirketin sağlıklı ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz Türkiye operasyonları, uluslararası operasyonlara kıyasla daha güçlü gelir büyümesi ile çok etkileyici bir performans sergiledi ve marj genişlemesinin ana itici gücü oldu.

Değerleme ve Riskler

Al tavsiyemizi koruyoruz: Ülker hisseleri için hedef fiyatımızı 104TL/hisse'ye yükseltiyor, tavsiyemizi AL olarak koruyoruz. Hedef fiyat revizyonumuz büyük ölçüde TL bazlı değerlememiz için daha yüksek nihai büyüme oranı varsayımımızdan kaynaklanmakta. Hisse 5,7x 2023T FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %61 iskonto ile işlem görüyor.

Sektör Açıklamaları - Savunma

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
ASELS	40.80	186,048	55.00	47.50	35	AL	Y	0.69	4.44	147	25.8	26	1%	7%	0%	10.2	6.4	3.2	2.2	13.6	8.6	37%	41%	20%	22%
Savunma Teknolojisi																**10.2**	**6.4**	**3.2**	**2.2**	**13.6**	**8.6**	**37%**	**41%**	**20%**	**22%**

Aselsan (ASELS.IS)

Yatırım Teması

Uzun vadede savunma sanayindeki yerlilik oranını artırma çalışmalarının devam etmesini ve son 2 senedir düşüşte olan Aselsan'ın bakiye sipariş büyüklüğünün artmasına uygun şartların bulunduğunu düşünüyoruz. 2020 yılı sonunda 9,5 milyar Dolar seviyesinde bulunan bakiye siparişler 2022 sonunda 8,2 milyar Dolar seviyesine kadar gerilemişti. 2023 yılı 3. Çeyreğinde imzalanan 2 milyar Dolar seviyesindeki uçak modernizasyonu projesi ile beraber bakiye siparişler üstündeki baskının kalktığını ve yurtiçinde büyük çaplı yeni sözleşmeler imzalanma ihtimalinin arttığını düşünüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Aselsan'ın mevcut siparişlerinin %80'i döviz bazlı sözleşmelere dayanmakta. ASELSAN'ın maliyetlerinin büyük bölümü ise Türk Lirası bazlı. Artan döviz kuru nedeniyle TL bazlı kontratların birikmiş iş yükündeki ağırlığının artma ihtimali bulunuyor. Şirketin 2023 yılını da net borç pozisyonunda kapatmasını bekliyoruz, ayrıca şirket nakitinin çoğunu yılın son çeyreğinde ürettiği için net borç pozisyonunun 2024'ün son çeyreğinden önce önemli ölçüde iyileşmesini beklemiyoruz. Ancak 2024 yılında tahsilatların artması ile beraber net borç pozisyonunda dolar bazlı bir düşüş görebiliriz. Şirketin 2023 beklentilerinde herhangi bir aşağı yönlü risk öngörmüyoruz: %65'in üzerinde gelir artışı ve %24'ün üzerinde FAVÖK marjı.

Değerleme ve Riskler

Büyük ölçekli bir sözleşme edinimi (savunma veya savunma dışı projeler) ve ihracatın payının artması, hisse için katalizör olabilir. Ayrıca, sözleşmelerin çoğu döviz bazlı olduğundan, TL'nin değer kaybı, güçlü marjlarla beraber gelir büyümesini destekleyebilir. Şirket için potansiyel riskler ise: artan işletme sermayesi ihtiyacı, TL bazlı sözleşmelerin artan payı, zayıf serbest nakit akışı üretimi.

Tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz: ASELS hisseleri için hedef fiyatımızı 55TL/hisse'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi AL olarak revize ediyoruz. Hisse uluslararası benzerlerine kıyasla 13,6x FD/FAVÖK ve 10,2 F/K çarpanları ile sırasıyla %1 ve %49 iskonto ile işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Dayanıklı Tüketim

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T(	5Y Ort.D.	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
ARCLK	148.60	100,413	229.42	202.16	54	AL	A	-3.5	0.06	38.3	14.6	21	4%	49%	2%	25.7	18.6	3.7	3.3	6.7	4.6	15%	19%	2%	2%
VESBE	18.10	28,960	27.61	23.81	53	AL	A	9.7	13.8	8.27	22.7	10	8%	54%	9%	5.8	4.1	2.7	1.9	4.6	3.4	58%	53%	16%	15%
VESTL	62.30	20,899	105.26	88.71	69	AL	A	-2.8	0.81	25.9	41.8	7	23%	133%	0%	13.2	4.6	1.5	1.2	3.4	2.4	12%	29%	2%	4%
Beyaz Eşya																**13.2**	**4.6**	**2.7**	**1.9**	**4.6**	**3.4**	**15%**	**29%**	**2%**	**4%**

Arçelik (ARCLK.IS):

Yatırım Teması

Şirketin Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı son ortaklıkla ortaya çıkması beklene sinerjileri göz önünde bulundurarak Arçelik için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. Arçelik, 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleştirdiği satın almalarla uluslararası varlığını artırmaya devam etti. Son olarak, Whirlpool EMEA ile Arçelik'in Avrupa operasyonlarının birleştirilmesi üzerine varılan anlaşma ile Şirket'in uzun vadeli büyüme stratejisinde önemli bir aşama kaydettiğine inanıyoruz. Yeni ortaklığın Arçelik için; i) genişleyen ayak izi ve kilit pazarlardaki konumunu güçlendirmesi, ii) faaliyet karını artırması beklenen potansiyel sinerjiler (200mn EUR maliyet bazlı sinerji hedefi), iii) Şirketin nakit çıkışı olmadan önemli bir varlık tabanına ulaşmasını sağlayan uygun anlaşma koşulları ve iv) işletme sermayesi üzerinde beklenen olumlu etki göz önüne alındığında değer katıcı olacağına inanıyoruz. İşlemlerin ardından, uluslararası gelirlerin payının %80'in üzerine çıkması muhtemel (mevcut durumda bu oran %70). Anlaşmanın başlangıçta 2Y23'te tamamlanması bekleniyordu. Ancak, UK CMA'nın ikinci aşama soruşturma kararı nedeniyle işlemin 1Y24'e ertelenmesi ihtimali var. Devam eden zayıf talep görünümü ve artan finansman maliyetleri nedeniyle Şirket'in kazanç performansı üzerindeki baskıların kısa vadede devam etmesini beklesek de potansiyel birleşmenin Arçelik için bir oyun değiştirici olmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, ikinci geri alım programının devreye girmesi halinde hisse performansı üzerinde olumlu bir etkisi olacaktır.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

İleriye Dönük Beklentiler

2023 beklentileri: Arçelik, 2023 yılı ciro büyümesi ve FAVÖK marjı beklentilerini revize etmiştir. Buna göre Şirket, Türkiye operasyonları için ciro büyümesi beklentisini güçlü 9A23 rakamlarının etkisiyle daha önce %60 civarındayken %75'e yükseltti. Şirket yönetimi, yüksek enflasyon ortamının alım gücünü olumsuz etkilemesi, KDV ve diğer vergilerdeki artış ve kredi kartı faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle 4Ç23'te iç talepte yavaşlama öngörmektedir. Uluslararası gelir büyümesi beklentisi, bu yıl uluslararası pazarlarda devam eden talep düşüşü ve yılın son çeyreğinde talep ve fiyatlandırma ortamına ilişkin daha temkinli bir yaklaşım nedeniyle daha önce beklenen %+2 ve %-2 aralığına kıyasla döviz bazında %-4 olarak revize edilmiştir. Yönetim, kısa vadede uluslararası pazar talebinde ani bir toparlanma öngörmezken, artan rekabet nedeniyle daha zorlu fiyatlandırma koşulları beklemektedir. FAVÖK marjı, yatırım harcamaları ve İşletme Sermayesi/Satışlar beklentileri sırasıyla %10,5, yaklaşık 300mn Euro ve <%25 seviyelerinde sabit kaldı. Buna göre, Şirket'in 2023 yılında %53 ciro ve %81 FAVÖK büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılında, özellikle yılın ilk yarısında mevcut zayıf talep ve fiyatlandırma koşullarının devam edeceği öngörüldüğünden, uluslararası gelirlerin Avro bazında yatay kalmasını bekliyoruz. Bu arada, iç pazarın 2024 yılında yüksek tek haneli oranda daralacağını öngörüyoruz. Sonuç olarak, 2024 yılı için %47 gelir ve %45 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

ARCLK için hedef fiyatımız 230 TL/hisse olup %54 artış potansiyeli sunmaktadır. Hisse 2024T 4.6x FD/FAVÖK ve 18.6x F/K ile işlem görmektedir. Riskler: i) Beklenenden daha zayıf talep koşulları, ii) hammadde fiyatlarındaki artışın kar marjlarını olumsuz etkilemesi, iv) maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılamaması, v) Euro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi ve vi) Çinli üreticilerin daha rekabetçi hale gelmesi sektör için başlıca risk faktörleridir.

Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS):

Yatırım Teması

Vestel Beyaz Eşya'yı i) ihracat odaklı iş modeli, ii) devam eden kapasite yatırımlarıyla desteklenen güçlü orta vadeli görünüm, iii) Türkiye'de ölçek ve lojistik avantajları ile rekabetçi varlık tabanı, iv) diğer ODM'ler arasında öne çıkan Ar-Ge yetenekleri ve v) nispeten sınırlı NİS ile güçlü nakit yaratma kapasitesi nedenleri ile beğenmeye devam ediyoruz.

2020'de başlayan ve 2025'e kadar %50 kapasite artışı hedefiyle devam eden kapasite yatırımının önümüzdeki dönemlerde Şirket'in ihracat büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Şirket, 2021'de 12,5 milyon adet olan toplam yıllık üretim kapasitesini 2022 yıl sonu itibariyle 15,6 milyon adede çıkararak kapasite artırım programının ilk aşamasını tamamlamıştır. İkinci faz yatırımları ise (19 milyon adede ulaşması hedefleniyor) Avrupa'daki zayıf talep koşulları nedeniyle daha yavaş gerçekleştirilebilir.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirketin 2023 yılında, 9A23'teki güçlü iç talep, fiyat aksiyonları ve ana pazarlardaki zayıf tüketici talebine rağmen ihracatta sektörün üzerinde performans göstermesi sayesinde %61 ciro büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Aynı zamanda, hammadde ve lojistik maliyetlerindeki düşüş sayesinde FAVÖK marjında 6,2 puanlık kayda değer bir iyileşme bekliyoruz. 2024 yılında ihracat satış hacimlerinin hem mevcut müşteri tabanından gelen talep artışı hem de beklenen yeni müşteri kazanımları ile desteklenmeye devam etmesini bekliyoruz. A markalar arasında süregelen üretim ihtiyacının dış kaynaklardan temin etme trendi ve yüksek enflasyon nedeniyle daha ucuz alternatifler arayan tüketicilerin yarattığı trade down etkisi, Vestel Beyaz'a yurt dışında pazar payını artırma fırsatı sunmaya devam ediyor. Bu nedenle, durgun talep görünümüne rağmen 2024 yılı için Şirket'in ihracat hacimlerinde düşük tek haneli büyüme öngörüyoruz. Yurtiçi tarafta ise enflasyonist fiyatlamanın devam etmesini beklerken, satış hacimlerde yüksek tek haneli düşüş öngörüyoruz. Genel olarak, Şirket'in 2024 yılında 1,4 puanlık FAVÖK marj daralması ile %51 ciro büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Daha agresif rekabet etmeye başlayan Çinli üreticiler ve hassas talep ile fiyatlamanın daha zorlu hale geldiği ihracat pazarı, zayıf iç talep ve yüksek baz, FAVÖK marjı beklentimizin arkasındaki ana nedenler.

Değerleme ve Riskler

VESBE için 27,6 TL yeni hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 3,4x FD/FAVÖK ve 4,1x F/K ile işlem görmektedir. Riskler: i) Beklenenden daha zayıf talep koşulları, ii) hammadde fiyatlarındaki artışın kar marjlarını olumsuz etkilemesi, iv) maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılamaması, v) Euro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi ve vi) Çinli üreticilerin daha rekabetçi hale gelmesi sektör için başlıca risk faktörleridir.

Vestel Elektronik (VESTL.TI):

Yatırım Teması

Beyaz eşya sektöründeki güçlü temel özelliklerinin yanı sıra, Şirket'in yatırım yapmakta olduğu otomotiv elektroniği, elektrikli araç şarj cihazı, batarya çözümleri gibi yeni dikey alanların uzun vadede umut vaat ettiğini düşünüyoruz. Yönetim, 2024-2025 yıllarından itibaren bu alanlarda önemli bir büyüme öngörmektedir. Büyüme potansiyeline ek olarak, yeni segmentlerin, özellikle TV işine kıyasla nispeten daha yüksek karlılık göz önüne alındığında, uzun vadeli marjlar üzerinde destekleyici olması beklenmektedir. Vestel Elektronik, TV ve WG işlerinden edindiği Ar-Ge bilgi birikimi ve deneyimini kullanarak farklı sektörlerdeki varlığını artırmaktadır. TOGG milli otomobil projesindeki ortaklığı ve batarya yatırımı ile otomotiv sektörü Şirket'in odaklandığı alanların başında gelmektedir. TOGG kapsamındaki araçlar için elektronik panel sağlayacak olan şirketin 2023 yılında gelir kaydetmeye başlaması beklenmektedir. Şirket ileriye dönük olarak diğer OEM'lerle de çalışmayı hedeflemektedir. Şirket, elektrikli araç şarj cihazı satışlarını artırmaya devam ediyor. Avrupa'nın önde gelen elektrik şirketleri arasında yer alan Iberdrola ve E.ON'un yanı sıra otomotiv OEM'leri de Şirket'in müşterileri arasında yer almaktadır. Şirket, daha kısa sürede hızlı şarj sağlayan DC şarj cihazlarının piyasaya sürülmesiyle bu segmentte daha hızlı büyüme ve gelir katkısı yakalamayı hedefliyor. Şirket, e-bisikletler için Türkiye'deki ilk yerli bataryanın üretimine 1Ç21'de başladı. Önümüzdeki yıllarda yeni müşteri anlaşmaları ile satış faaliyetlerinde hızlanma bekleniyor. Şirket bu segmentte de yüksek ihracat potansiyeli görmektedir. Bunların yanı sıra; fotovoltaik piller, enerji dönüşüm ve depolama sistemleri, sağlık teknolojileri, 5G, giyilebilir teknolojiler ve telekomünikasyon gibi alanlarda da çalışmalarına devam etmektedir.

İleriye Dönük Beklentiler

Vestel Beyaz'a yönelik beklentilerimize paralel olarak, Vestel Elektronik'in WG segmentinde sektörün üzerinde performans göstermeye devam etmesini bekliyoruz. TV segmentinde ise 2023 yılında talep koşullarının hem yurt içi satışlar hem de ihracat için daha destekleyici olması beklenmektedir. Genel olarak, Şirket'in 2023 yılında 3,2 puanlık FAVÖK marjı iyileşmesi ile %60 ciro büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Hammadde ve lojistik maliyetlerindeki düşüş sayesinde beyaz eşya sektöründe daha hızlı bir marj iyileşmesi görmeyi beklesek de, panel fiyatlarındaki artış eğilimi genel marj iyileşmesini sınırlayacaktır. 2024 yılında ise, salgın sonrası dönemde yaşanan önemli daralmanın ardından ihracat pazarlarında TV talebindeki olumlu görünümün devam etmesini bekliyoruz. Öte yandan, yurtiçi TV hacimlerinin WG segmentine benzer şekilde zayıflaması bekleniyor. Sonuç olarak, 2024 yılı için %52 ciro büyümesi ve 0,8 puan marj daralması öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

VESTL için 105,2 TL yeni hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 2,4x FD/FAVÖK ve 4,6x F/K ile işlem görmektedir. Şirketin yüksek kaldıraçlı ana şirkete doğrudan maruz kalması ve büyük miktarda şirketler arası işlemlere ilişkin endişelerimiz devam ediyor. Şirketin 1Y23 itibariyle Grup şirketlerinden toplam 24,8 milyar TL alacağı bulunmaktadır (2022: 17,8 milyar TL). Riskler: i) Beklenenden daha zayıf talep koşulları, ii) hammadde fiyatlarındaki artışın kar marjlarını olumsuz etkilemesi, iv) maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılamaması, v) Euro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi ve vi) Çinli üreticilerin daha rekabetçi hale gelmesi sektör için başlıca risk faktörleridir.

Sektör Açıklamaları - İletişim

Fiyat ve Oranlar																2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
TCELL	50.85	111,870	84.27	73.55	66	AL	A	-6.6	-6	80.4	54	73	4%	46%	5%	10.2	5.1	2.8	2.0	3.8	2.4	31%	46%	11%	5%
TTKOM	20.58	72,030	30.27	28.59	47	AL	A	-11	-11	86.7	13.3	17	7%	57%	3%	17.8	8.0	3.6	3.8	4.4	2.6	20%	46%	5%	6%
İletişim																**14.0**	**6.5**	**3.2**	**2.9**	**4.1**	**2.5**	**26%**	**46%**	**8%**	**6%**

Turkcell (TCELL. IS):

Yatırım Teması

Hisse, i) cazip değerleme ile defansif yapısı, ii) güçlü kazanç momentumuna işaret eden sağlam ARPU büyümesi, iii) Şirket'in mobil işindeki lider konumu, iv) son iki yılda başarıyla yönetilen aktif fiyatlama stratejileri ve maliyet kontrolleri, v) nispeten düşük finansal kaldıraç ve uzun döviz pozisyonu ile sağlıklı bilançosu, vi) Global Tower, Superonline ve Paycell gibi iştiraklerindeki gizli değeri ortaya çıkarmak için alınabilecek olası aksiyonlar ile öne çıkıyor.

Turkcell, Global Tower'ın hisselerinin belirli bir kısmının, piyasa koşullarına bağlı olarak, gerektiğinde Türkiye'de ve uluslararası piyasalarda halka arz edilmesi için hazırlık sürecini başlatma kararı aldı. Türkiye'nin ilk ve tek TowerCo'su olan Global Tower, 4 ülkede (Türkiye, Ukrayna, Belarus, KKTC) 10,9 bin (sahip olunan + kullanım hakkı) kule portföyüne sahiptir. Global Tower 2021 yılında 422mn TL FAVÖK açıklamıştır ve bu rakam konsolide FAVÖK'ün %3'üne tekabül etmektedir. Turkcell, Global Tower gibi iştiraklerindeki değeri ortaya çıkarmak için bir süredir halka arz seçeneğini potansiyel aksiyonlar arasında listeliyordu. Olası halka arz, nispeten yüksek küresel emsal katsayıları sayesinde daha yüksek değerleme çekebileceğinden hisse için olumlu olacaktır.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 Beklentileri: Güçlü 1Y23 sonuçları ve yılın geri kalanı için belirlenen fiyatlama stratejilerinin ardından, Turkcell 2023 beklentilerini yeniden gözden geçirdi. Ciro büyüme hedefi yıllık %71'e ve FAVÖK yaklaşık 37 milyar TL'ye revize edilirken, operasyonel yatırım harcaması/satış beklentisi yaklaşık %22'de sabit tutuldu (daha önce %55-57 ciro büyümesi ve yaklaşık 34 milyar TL FAVÖK). Şirket Ağustos ayında hem mobil hem de sabit genişbant segmentlerinde tarife fiyatlarını artırdı ve 4Ç'de daha fazla artış konusunda iyimser. Revize edilen beklentiler, nakit akışı yaratımı için önceki beklentilerden daha iyi bir görünüme işaret ediyor. 2023 tahminlerimiz yönetimin beklentileri ile uyumludur. 2024 yılı için ise sırasıyla %58 ve %61 ciro ve FAVÖK büyümesi bekliyoruz. Deprem yardım kampanyası için daha önce açıklanan 3,5 milyar TL'lik bağış taahhüdünün 2023 finansallarına yansıması ve sonuç rakamları üzerindeki etkisinin azalması beklenmektedir.

Değerleme ve Riskler

TCELL için hedef fiyatımızı önceki 73,6 TL seviyesinden 84,3 TL seviyesine yükselterek AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 2,4x FD/FAVÖK ve 5,0x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Riskler: Ekonomideki yavaşlama, agresif rekabet ortamı, beklentilerin altında tarife fiyat artışları, TL'deki değer kaybının yatırım harcamaları ve net kar üzerinde baskı yaratması ve Ukrayna operasyonlarına ilişkin belirsizlikler.

Türk Telekom (TTKOM.IS):

Yatırım Teması

Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) tarafından yayınlanan son karara göre, Türk Telekom'un toptan port ve transmisyon tarifelerinin her ikisi de 1 Temmuz 2023 tarihinden itibaren %70 oranında artırıldı. Kararın ardından Şirket Ağustos ayında perakende fiyatlarını %50 oranında revize etti. Şirket, yeni satışlarda toptan satış tarifelerini Haziran ayından bu yana, perakende satış tarifelerini ise geçen yılın Ekim ayından bu yana ilk kez revize etmiş oldu. Enflasyonist fiyatlandırmanın yılın geri kalanında telekom operatörlerinin odağında kalması beklendiğinden, Yönetim 4Ç23'te tarifelerde ek bir artış konusunda da iyimser. Bununla birlikte, mevsimsel veya dönemsel promosyon faaliyetleri, özellikle mobil segmentte abone ve ARPU dinamiklerini zaman zaman etkilemeye devam edecektir. Sabit internet ARPU büyümesinin, yakın zamanda yapılan fiyat revizyonları ve devam eden sözleşme yenileme süreci ile önümüzdeki çeyreklerde hızlanmasını bekliyoruz. Genel olarak, genişbant iş kolundaki rehberlik revizyonunu ve iyileşen görünümü olumlu buluyoruz. Türk Telekom için; i) genişbant işinde ARPU büyüme görünümünün iyileşmesi, ii) penetrasyonu düşük fiber pazarındaki lider konumu ve iii) TVF'nin ana ortak olduğu yeni yapıda imtiyaz sözleşmesinin uzatılmasına ilişkin risklerin azaltılmış olması nedeniyle olumlu bir duruşa sahibiz. Türk Telekom, telekomünikasyon hizmetlerinin yürütülmesini düzenleyen ve Şubat 2026'da sona erecek olan imtiyaz sözleşmesinin uzatılması için 2023 yılı başında BTK'ya başvurmuştur. Konuya ilişkin olası kararlar, hisse senedi üzerindeki belirsizliğin kaldırılmasını desteklemelidir.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 Beklentileri: Beklenenden iyi gelen 2Ç23 performansı ve hem toptan hem de perakende segmentlerindeki yeni fiyatlandırmanın ardından Türk Telekom 2023 beklentilerini revize etti. 2024 yılı için ciro büyümesi yıllık %61-70, FAVÖK 25-27 milyar TL ve yatırım harcamaları 19-21 milyar TL olarak revize edildi (daha önce yıllık %52-55 ciro büyümesi, FAVÖK 23-25 milyar TL, yatırım harcamaları 17-19 milyar TL). Ciro ve FAVÖK görünümündeki değişiklik büyük ölçüde daha fazla fiyatlama aksiyonu, daha iyi operasyonel KPI'lar ve çekirdek olmayan işlerden devam eden yüksek katkı beklentilerine bağlanabilirken, yatırım harcamalarındaki artış işgücü maliyeti enflasyonunun yanı sıra son dönemdeki TL değer kaybının etkisini yansıtmaktadır. Şirketin yılı 2023 beklentilerinin üst bandında tamamlamasını bekliyoruz. Son bir yılda tarife fiyatlarında yapılan artışlar, 1Ç23'teki düşük baz ve son tarife revizyonları ile genişbant iş kolunun marjlarında beklenen iyileşme sayesinde Türk Telekom'un %73 gelir ve %91 FAVÖK büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Depremle ilgili 2 milyar TL'ye varan bağışın nasıl muhasebeleştirileceği henüz net değil. Bu nedenle, önümüzdeki dönemlerde net kar üzerinde tek seferlik olumsuz bir etki oluşabilir.

Değerleme ve Riskler

TTKOM için hedef fiyatımızı önceki 28,6 TL seviyesinden 30,3 TL seviyesine yükselttik ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 2,6x FD/FAVÖK ve 7,9x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Riskler: Ekonomideki yavaşlama, agresif rekabet ortamı, beklentilerin altında tarife fiyat artışları, TL'deki değer kaybının yatırım harcamaları ve net kar üzerinde baskı yaratması, 2026 yılında sona erecek sabit hat imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesine ilişkin belirsizlikler ve sektörü olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler.

Sektör Açıklamaları - Sağlık ve İlaç

Fiyat ve Oranlar																										
															2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
MPARK	149.90	31,185	220.03	150.29	47	AL	A	9.1	9.77	4.09	33.2	30			1%	14.4	7.9	7.9	4.2	8.5	5.4	75%	69%	21%	25%
SELEC	57.50	35,708	65.67	55.70	14	TUT	A	-8.6	-8	6.88	14.9	17	2%	18%	1%	10.3	9.3	3.7	2.7	8.2	6.4	43%	34%	11%	8%
Sağlık																**12.3**	**8.6**	**5.8**	**3.5**	**8.3**	**5.9**	**59%**	**52%**	**16%**	**17%**

MLP Sağlık (MPARK.IS):

Yatırım Teması

Şirket'in; i) yüksek büyüme oranına sahip tamamlayıcı sigorta segmentindeki pazar lideri konumu, ii) döviz bazlı gelir sağlayan kârlı yurt dışı medikal işi, iii) varlık hafifletme stratejisi kapsamında yapılan yeni hastane yatırımları ve hızlı yükseliş konusundaki güçlü geçmişi ve iv) son yıllarda başarılı bir şekilde azaltılan bilançosu ve uzun döviz pozisyonu sayesinde uzun vadeli büyüme beklentilerine inanmaya devam ediyoruz.

Şirket, portföyüne yeni hastaneler ekleyerek büyümeye devam ediyor. Son iki yılda, özel ve karmaşık tedaviler sunan büyük hastaneler, küçük hastanelere kıyasla SGK fiyatlarındaki artıştan daha olumlu etkilendi. Bu nedenle, Şirket'in büyük şehirlerde yer alan ve kârlılık potansiyeli yüksek olan hastanelere odaklanmasını bekliyoruz. MLP Care yakın zamanda Adana'da toplam 296 yatak kapasiteli iki hastane satın aldığını duyurdu. Şirket, yeni aldığı işletme ruhsatı ile iki yıl içinde Adana'da 203 yatak kapasiteli yeni bir Liv Hospital açmayı planlamaktadır. Üç yıl içinde İzmir'de bir ve İstanbul'da iki olmak üzere en az 200 yatak kapasiteli üç yeni hastanenin eklenmesi de yönetimin gündemindedir. Ayrıca Şirket, Azerbaycan ve Macaristan'da toplam 310 yatak kapasiteli iki yeni hastaneyi portföyüne kattı. Bu hastanelerin Liv Hospital'ın güçlü markasının ve kaliteli sağlık hizmetinin yurt dışında tanıtılmasında önemli rol oynayacağı öngörülmektedir. Şirket, yurtdışı açılımını yeni hastanelerle desteklemek için fırsatları değerlendirmeye devam etmektedir. Son olarak Şirket, portföyündeki hastanelere yatırım yaparak kapasite kullanımını artırmayı hedeflemektedir.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

İleriye Dönük Beklentiler

Özel sigorta ve SGK tarife fiyatları 2023 yılında ikinci kez yukarı yönlü revize edilmiştir (Temmuz ayından itibaren geçerli olmak üzere Türk Tabipler Birliği (TTB) tarifelerinde yaklaşık %31 artış ve Ekim ayından itibaren geçerli olmak üzere SGK fiyatlarında yaklaşık %50 artış). Fiyat artışlarının ve tamamlayıcı sigortalı hasta sayısındaki güçlü ivmenin 2023 ve 2024 yıllarında yurtiçi hasta gelirlerini desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Medikal turizm segmenti, deprem yüksek baz ve olumsuz etkisi nedeniyle 2023'te şu ana kadar nispeten daha yumuşak bir büyüme kaydetti (ABD doları cinsinden +%6,4). Öte yandan, önümüzdeki dönemlerde medikal turizm gelirlerinde bir ivmelenme bekliyoruz. Genel olarak, 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla %69 ve %60 ciro büyümesi öngörüyoruz. Kârlılık tarafında, i) sıkı maliyet yönetimi, ii) şirketin son iki yıldır nispeten yüksek kârlılık sunan işlere odaklanma stratejisi doğrultusunda hastane portföyünün ve operasyonlarının optimizasyonu ve iii) yeni satın alınan hastanelerin başarılı bir şekilde devreye alınması sayesinde şirketin operasyonel kârlılığını korumaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda, MLP Care'in 2023 yılında bir önceki yıla benzer şekilde %23,9 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. 2024 yılında ise, yeni hastanelerin devreye alınma süreci ve yavaşlayan büyüme nedeniyle yıllık bazda 0,5 puanlık hafif bir düşüş öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

MPARK için daha önceki hedef fiyatımızı 150 TL'den 220 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2024T 5,3x FD/FAVÖK ve 7,7x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Mevzuat riski, enflasyonun altında kalan SGK tarife artışları, düşük turizm sezonu ve yeni satın alınan hastanelerin beklenen performansı gösterememesi şirketin operasyonel performansını olumsuz etkileyebilecek en önemli risk faktörleri olarak öne çıkıyor.

Selçuk Ecza Deposu (SELEC.IS):

Yatırım Teması

2023 yıl sonu için mevcut EUR/TL kuru varsayımının gelecek yıl için zayıf bir büyüme görünümüne işaret etmesi ve hedef fiyatımıza göre sınırlı yukarı yönlü potansiyel nedeniyle Selçuk Ecza için nötr bir görüşe sahibiz. Piyasada ilaç bulunamaması hala bir sorun ve sektör katılımcıları enflasyonist ortamla başa çıkmakta zorlanıyor. Bu nedenle, 2024 yılında son iki yılda olduğu gibi enflasyon oranıyla daha uyumlu çoklu fiyat artışları görebiliriz. Ancak mevcut tabloda Selçuk Ecza'nın enflasyonist baskılar ve stok artışlarıyla desteklenen 2023 yüksek bazına karşı karlılığını koruyamayacağını düşünüyoruz. Bir diğer husus ise, son birkaç yılda ilaç fiyatlarına yapılan büyük zamlara rağmen, devletin ilaç dağıtıcılarının satış fiyatı ve kar marjları için belirlediği üst sınırların uzun süredir güncellenmemiş olması. Bu durum Şirket'in brüt kârı üzerinde daha fazla baskı oluşturmaya başlamıştır.

İleriye Dönük Beklentiler

Aralık 2022'de yapılan %36,8'lik bir önceki zamma ek olarak, ilaç fiyatları 24 Temmuz 2023'te %30,5 oranında artırılmıştır. Şirketin 2023 yılında, son zammın da etkisiyle yıllık bazda %88 gelir artışı kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Ciro büyümesinin, satılan kutu sayısındaki artış ve satış karmasındaki iyileşme ile de desteklenmesi beklenmektedir. Şirketin satış hacmi 2023'ün ilk yarısında yaklaşık %5,5 oranında artmıştır. Şirketin, yılı %5,0 FAVÖK marjı ile tamamlamasını bekliyoruz, bu da %40'lık nispeten sınırlı bir FAVÖK büyümesine işaret ediyor. 2024 yılında ise Şirket'in %51 gelir, %27 FAVÖK ve %10 net kâr büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. İlaç fiyatlarındaki zayıf artış, kar marjının daralması, yüksek kurumlar vergisi oranı ve artan faiz oranları 2024 karlılığı üzerinde baskı yaratacaktır.

Değerleme ve Riskler

SELEC için daha önceki hedef fiyatımızı 55,7 TL'den 65,7 TL'ye yükseltiyor ve TUT tavsiyemizi koruyoruz. Riskler: i) yıl içinde ilaç fiyatlarında ilave artışlar, ii) kutu adedi bazında beklenenden yüksek hacim büyümesi ve iii) ilaç distribütörlerinin satış fiyatlarındaki üst sınırın değişmesi değerlememiz üzerindeki ana risk faktörleri olarak sıralanabilir.

Sektör Açıklamaları - Mobilya

Fiyat ve Oranlar																										
															2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
YATAS	33.36	4,997	54.45	45.46	63	AL	A	-12	-12	4	59	18	3%	32%	4%	8.0	4.3	2.7	1.8	5.0	2.6	38%	49%	11%	13%
Mobilya																**8.0**	**4.3**	**2.7**	**1.8**	**5.0**	**2.6**	**38%**	**49%**	**11%**	**13%**

Yataş (YATAS.IS):

Yatırım Teması

Yataş, mağaza açılışları ve yeni markalarıyla pazar payı kazanmaya devam ediyor. Pandemi ve zayıflayan alım gücüne rağmen Yataş, ana iş kollarındaki güçlü konumunun getirdiği rekabet avantajı ve alt gelir segmentlerine hitap eden Divanev ve Puffy markalarının artan katkısından faydalanarak son üç yılda 367 yeni mağaza açarak yurt içi satış alanını %80 oranında artırmayı başardı. Hatırlanacağı üzere Şirket, 2019 yılından bu yana mağaza sayısını hızla artıran Divanev markasına ek olarak 2021 yılında yeni markası Puffy'yi tanıtmıştı. Ağırlıklı olarak corner mağazalar ve online satış kanalları üzerinden müşterilere ulaşan Puffy ile geleneksel pazardaki (markasız) müşteri potansiyelinden uygun fiyatlarla faydalanılması hedefleniyor. Divanev ve Puffy markalarının gelirlerdeki toplam payı 2020'de %5,2'den 2022'de %13,9'a yükselmiştir. Yataş'ın bu segmentlerde artan varlığının ve son birkaç yıldaki hızlı yeni mağaza açılışlarının Şirket'in kısa ve orta vadeli büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Şirket 2023 yılında Türkiye'de 100'ün üzerinde yeni mağaza açmayı hedefliyor. İhtiyatlı olmak gerekirse, Şirket'in geçmişteki kadar agresif olmasa da önümüzdeki yıllarda yeni mağazalar açmaya başarılı bir şekilde devam edeceğini öngörüyoruz. Yataş'ın i) talebin geleneksel kanaldan modern kanala kayması, ii) kendini kanıtlamış ürün portföyü, iii) uluslararası pazarlarda ve e-ticaret kanallarında artan varlığı, iv) alt segmentlerdeki büyüme fırsatları ve v) Türkiye'deki olumlu demografik dinamikler (azalan hane halkı sayısı ve kısalan yenileme döngüleri) sayesinde cazip bir büyüme hikayesi sunduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

2024'te daha yumuşak iç talep. Şirket, 9A23'teki canlı iç talep koşullarına rağmen, 3Ç23'teki bazı geçici lojistik ve teslimat sorunları nedeniyle beklenen satış performansına ulaşmakta bazı zorluklar yaşamıştır. Bu nedenle, 2023 yılı için daha önce %69 olan gelir büyümesi tahminimizi %53'e düşürdük. FAVÖK marjımızı da daha önceki %14,4 seviyesinden %12,9'a düşürdük. Devam eden sıkılaşma ve iç talebi yeniden dengeleme çabaları ile 2024 yılında daha yumuşak bir talep görünümü bekliyoruz. Öte yandan, geçtiğimiz yıllarda açılan yeni mağazaların ivmelenme süreci, daha çeşitlendirilmiş marka portföyü ile ölçek avantajları ve 2023 yılındaki düşük baz, Yataş'ın 2024 yılında pazarın üzerinde bir büyüme ve nispeten daha güçlü sonuçlar elde etmesine yardımcı olacaktır. Şirketin 2024 yılında %73 ciro, %91 FAVÖK ve %86 Net Kar büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. 2023 yılında, işletme sermayesi gereksinimindeki gerileme ve planlanan kapasite artırım yatırımları nedeniyle finansal kaldıraç oranının 1,6x'e (2022: 1,1x) yükselmesini bekliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Değerleme ve Riskler

YATAS için daha önce belirlediğimiz hedef fiyatımızı 45,5 TL'den 54,4 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse oldukça cazip 2024E 2,5x FD/FAVÖK ve 4,1x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Riskler: i) Hammadde fiyatlarında beklenenden yüksek artış, ii) rekabetçi ortam nedeniyle maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılamaması, iii) yeni mağaza açılışlarının beklenenden düşük olması ve iv) ekonomik yavaşlama.

Sektör Açıklamaları - Teknoloji

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
LOGO	65.90	6,590	103.69	97.13	57	AL	Y	-13	-12	5.05	66.3	38	2%	32%	3%	11.2	6.4	4.2	2.8	9.7	5.5	44%	52%	18%	22%
Teknoloji																**11.2**	**6.4**	**4.2**	**2.8**	**9.7**	**5.5**	**44%**	**52%**	**18%**	**17%**

Logo Yazılım (LOGO.IS):

Yatırım Teması

Gelecekteki büyümeyi desteklemek için KOBİ'lere yönelik EAS pazarında güçlü konumlanma. Logo, Türkiye'de penetrasyonu düşük KOBİ'ler için Kurumsal Uygulama Yazılımları (EAS) pazarının lider oyuncusudur. Şirket, i) 35 yılı aşkın sektör deneyimine sahip güçlü markası, ii) yerel pazar mevzuatlarına ve iş uygulamalarına en uygun kapsamlı/kullanıcı dostu ürün teklifleri, iii) geniş satış erişimi ve yüksek kârlılık sağlayan 800'den fazla iş ortağından oluşan yaygın dağıtım ağı ve iv) kanıtlanmış kurum içi Ar-Ge yetenekleri ile küresel rakiplerine (SPA, Microsoft, vb.) kıyasla daha düşük sahip olma maliyeti sayesinde cazip pazar dinamiklerinden yararlanmak için iyi bir konuma sahiptir. Tekrarlayan gelirlerin toplam faturalar içindeki payını 2016'da %48'den 2022'de %62'ye çıkarmayı başaran Logo'nun, bulut tabanlı Logo Enterprise Membership (LEM), kullandığın kadar öde, SaaS abonelik modelleri ile bu talebe hitap ettiği kurumlar arasında bulutun benimsenmesinde beklenen artış sayesinde gelecekte tekrarlayan gelirlerin payını artırması için alan görüyoruz. Bu geçişe ek olarak, Şirket'in dikeyleşme odağı ile desteklenen çapraz satış fırsatları ve Romanya işinin sağlam katkısı (EUR bazında %6-7'lik ciro büyümesini sürdürülebilir olarak görüyoruz) Logo için ileriye dönük kârlı bir büyüme sağlayacaktır.

Hisse senedi son bir yılda Türk borsasının önemli ölçüde altında performans göstermiştir. Bu nedenle, i) daha yüksek görünürlük ve büyüme potansiyeli sunan yüksek tekrar eden gelir payı, ii) yeterince nüfuz edilmemiş Türk KOBİ pazarındaki güçlü konumlandırma, iii) benzersiz iş modeli ve iv) güçlü nakit yaratma yetenekleri göz önüne alındığında, hissenin oldukça gözden kaçırıldığını düşünüyoruz. Öte yandan, kısa vadede Türkiye ekonomisindeki potansiyel yavaşlama, madeni para işinin ve KOBİ'lerin ekonomik rüzgarlara duyarlı olması nedeniyle kazançlarda dalgalanmaya yol açabilir.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

İleriye Dönük Beklentiler

2023 Beklentileri: İlk yarıdaki zayıf marj performansının ardından Yönetim, 2023 yılı beklentilerinde önemli aşağı yönlü revizyonlar yapmıştır. Faturalanmış gelir büyümesi beklentisi daha önce %92 iken %87'ye düşürüldü. UFRS gelir büyümesi beklentisi ise %81'den %71'e düşürüldü. FAVÖK beklentisi, hem Romanya hem de Türkiye operasyonları için daha düşük marj beklentilerini yansıtacak şekilde %35 düşürülerek 629mn TL'ye çekildi. Total Soft'un FAVÖK marjı beklentisi önemli ölçüde düşürülerek %14'e (önceki: %23) çekildi ve bu da yılın geri kalanında marjlarda acil bir iyileşme olmayacağı anlamına geliyor. Logo Türkiye için revize edilen %31'lik (önceki: %36) marj beklentisi de ikinci yarıda daha fazla baskıya işaret ediyor. 2024 yılı için ise Şirket'in sırasıyla %62 ciro, %75 FAVÖK ve %75 Net Kar büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. İç talepte beklenen yavaşlamanın coin kullanımını baskı altında tutmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle Logo Türkiye marjlarında önemli bir artış öngörmüyoruz. Coin kullanımındaki yavaşlama, UFRS gelirlerinin muhasebeleştirilmesini geciktirdiği için raporlanan FAVÖK marjı üzerinde ek bir ağırlık oluşturmaktadır. 2023'teki düşük baz ve potansiyel hükümet ihaleleri göz önüne alındığında Romanya operasyonları için daha yapıcıyız. Total Soft'un FAVÖK marjının, proje hattındaki toparlanmayla birlikte kademeli olarak iyileşeceğini öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

LOGO için 12 aylık hedef fiyatımızı revize edilen 2023 beklentileri ve makro varsayımlarımızdaki değişiklikleri yansıtacak şekilde 97,1 TL'den 103,7 TL'ye yükseltiyoruz. Logo Yazılım için TUT olan tavsiyemizi %65'lik güçlü artış potansiyelini göz önünde bulundurarak AL olarak güncelliyoruz. Hisse, uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %58 ve %69 iskontoya karşılık gelen cazip 2024T 5,3x FD/FAVÖK ve 6,1x F/K ile işlem görmektedir. Ana risk faktörleri; i) ekonominin yavaşlaması, ii) artan rekabet ve iii) Romanya operasyonlarının proje hattının zayıflamasıdır.

Teknosa İç ve Dış Tic. (TKNSA.IS):

Yatırım Teması

Pazarın üzerinde büyüme sunmaya devam eden dönüşüm hikayesi , hızlı nakit dönüşüm döngüsü, varlık hafif iş modeli ve sağlıklı bilançosu ile güçlü nakit yaratma yeteneklerinin Teknosa için cazip bir yatırım teması oluşturduğuna inanıyoruz. Teknosa, dinamik Türkiye Tüketici Elektroniği Pazarı'nda güvenilir marka değeri, geniş satış ağı, güçlü çoklu kanal yetkinlikleri ve teknoloji ekosistemiyle öne çıkıyor. Pazardaki talep görünümünün kısa vadeli baskılara rağmen, i) teknolojideki ilerlemeler, ii) internet bağlantılı cihazlar için artan talep, iii) hala destekleyici olan demografik özellikler ve iv) değişen yaşam tarzı sayesinde orta vadede olumlu kalmasını bekliyoruz. Teknosa, 2019 yılından bu yana büyük ölçekli bir dönüşüm geçirmiştir. Şirket, çoklu kanal yapısı, pazaryeri lansmanı, mağaza optimizasyonu, ürün portföyünün genişletilmesi, hizmet dönüşümü ve sıkı maliyet yönetimi gibi birçok stratejik girişimi hayata geçirmiştir. Bu çabalar, Teknosa'nın pazarın üzerinde bir büyüme elde etmesine yardımcı olmuş ve finansal performansta kayda değer bir iyileşme sağlamıştır. Teknosa'nın, devam eden dijital dönüşümü, yeni pazaryeri getirilerinin hızlanması, artan çoklu kanal yetenekleri ve mağaza içi müşteri deneyiminin iyileştirilmesinden daha fazla yararlanarak, ileriye dönük olarak pazarın üzerinde büyüme performansını sürdürmesini bekliyoruz. Bu nedenle, Teknosa'nın 2023-2028 yılları arasında toplam gelirlerinde %41,7'lik bir YBBO sağlayacağını ve FAVÖK marjının ihtiyatlı bir şekilde yatay seviyede korunacağını tahmin ediyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Ekonomi politikalarındaki sıkılaşmayı ve satın alma gücündeki gerilemeyi göz önünde bulundurarak, tüketici talebinin önümüzdeki iki yıl içinde zayıflamasını bekliyoruz. Bu nedenle 2024 yılında panel pazarı talebinde %7 daralma öngörüyoruz. Diğer yandan, söz konusu dönüşümün ilerleyen dönemlerde Teknosa'nın pazarın üzerinde karlı bir büyüme elde etmesine olanak sağlayacağına inanıyoruz. Ek olarak, geçtiğimiz günlerde hükümetin üniversite öğrencilerine yönelik olarak açıkladığı cep telefonu ve bilgisayar desteği önümüzdeki dönemlerde talebini bir miktar canlandırabilir. Ancak yardım ile ilgili tüm ayrıntılar henüz net olmadığı için potansiyel etkiyi değerlendirmek şu an için zor. Sonuç olarak, Şirket'in 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla %116/%51 ciro, %111/%41 FAVÖK ve %106/%28 net kar büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme ve Riskler

TKNSA için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 52,1 TL olup %58 artış potansiyeline işaret etmektedir. Hisse 2024T 4,7x F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %65 iskonto ile işlem görmektedir. Değerlememize yönelik riskler arasında (i) sıkılaştırıcı politikalar ve alım gücündeki zayıflama nedeniyle beklentilerden daha zayıf talep, (ii) faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle artan kredi kartı komisyon ve iskonto giderleri, (iii) TL'nin ABD doları ve Euro karşısında değer kaybetmesi, (iv) operasyonel giderler üzerindeki baskı ve (v) e-ticaret platformları arasındaki yoğun rekabet yer almaktadır.

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

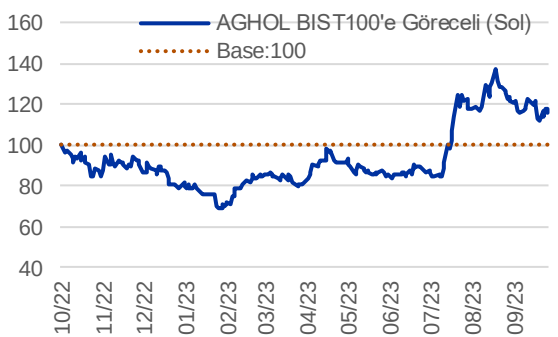
İŞ YATIRIM

En Çok Önerilenler Listesi

En Çok Önerilenler Listesi						2023T				Girişten İtibaren Rel.%
Hisse	Giriş	Fiyat(TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Piyasa Değeri(TRY)	Get.Pot.(%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ağırlık(%)	
AGHOL	03/03/2023	211.5	300.00	51,508	42%	6.38	2.29	1.85	7	46.6%
ARCLK	21/02/2023	148.6	229.42	100,413	54%	25.67	3.73	6.73	7	-11.5%
BIMAS	09/03/2021	290.4	411.00	176,331	42%	17.53	5.97	9.38	7	-6.1%
CCOLA	23/09/2022	370	513.00	94,117	39%	10.56	3.32	6.28	7	1.8%
ENJSA	21/02/2023	51.2	72.86	60,471	42%	12.06	28.41	4.80	7	14.5%
KCHOL	06/09/2022	141.6	203.00	359,083	43%	4.07	1.72	5.46	9	26.0%
MAVI	28/07/2022	102.5	167.18	20,359	63%	7.70	4.15	4.21	7	15.6%
SAHOL	28/08/2023	54.9	95.00	112,018	73%	2.52	0.79	11.22	7	-9.0%
SISE	04/04/2022	50.05	73.15	153,314	46%	8.81	1.34	8.78	7	-3.9%
SOKM	23/09/2022	62.25	92.00	36,932	48%	13.70	7.63	4.55	7	19.6%
TCELL	18/09/2023	49.8	84.27	109,560	69%	9.96	2.73	3.77	7	-11.6%
TKNSA	23/10/2023	32.94	52.05	6,621	58%	6.13	3.99	2.20	5	0.0%
TURSG	24/10/2023	38.66	70.00	44,904	81%	5.50	2.71		6	
YKBNK	25/01/2022	18.33	26.00	154,834	42%	2.67	0.97		10	29.8%

En Çok Önerilenler Listesi

AGHOL			AL
Fiyat ₺	211.5	3A Hac.mn ₺	10.2
Hedef Fiyat ₺	300.00	Yıliçi Rel.	37%
Getiri Pot.	42%	Yabancı	24%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	3,801	8,070	11,140
FAVÖK	24,421	38,630	54,800
Aktif Toplamı	182,204	236,865	272,395
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	13.6	6.4	4.6
PD/DD	3.5	2.3	1.5
Özserm. Karlılık	32%	44%	40%
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	112%	38%	n.m
Özsermaye	55%	49%	n.m
Aktif Toplamı	30%	15%	n.m
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		n.m	n.m
FD/FAVÖK		n.m	n.m



Anadolu Grubu Holding

Yatırım Teması

Anadolu Grubu Holding, defansif portföyü ve yüksek net aktif değer iskontosu sayesinde durgunluk dönemi için çok cazip bir yatırım teması sunuyor. Holding'in solo net borç seviyesi uzun süredir TL bazında yatay seyrediyor. Holding'in 3 ana iştiraki CCOLA, AEFES ve MGROS hisseleri için olumlu görüşümüzü koruyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Coca-Cola İçecek hacimlerinde bir miktar baskı olsa da şirketin gelir büyümesi ve marj konusunda ciddi bir sıkıntı yaşayacağını düşünmüyoruz. Bira grubu ise oldukça güçlü bir 2022 yılına kıyasla bu sene de güçlü marjlar kaydediyor. Orta vadede, solo net borç pozisyonunu düşürmek isteyen şirket için TOGG dışında orta- büyük çapta bir yatırım beklemiyoruz. TOGG'U NAD hesaplamamıza 110mn Dolarlık yatırım maliyetinden ekliyoruz ve bu durum değerlememizde yukarı yönlü bir risk oluşturuyor. Migros'un bilançosunun temettü dağıtma imkanı yaratmasının Holding'in solo borç seviyesini düşürmesi açısından olumlu bir görünüm oluşturuyor. Ana iştiraklere ek olarak otomotiv segmenti de bu 2023 yılında hem ciro büyümesini hem de net kar büyümesini ciddi şekilde destekliyor.

Değerleme ve Riskler

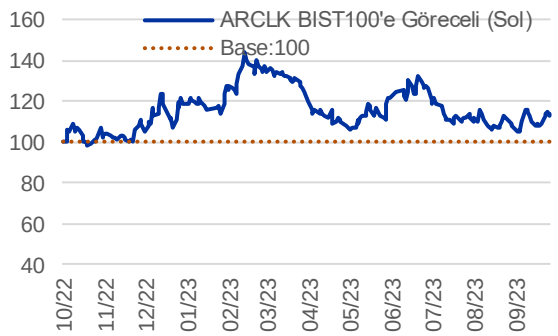
Temel varlıklar için revize edilmiş hedef fiyatlarımızı baz alarak AGHOL hissesi için fiyat hedefimizi hisse başına 300 TL'ye yükseliyoruz: MGROS, hedef NAD'ımızın %45'ini oluştururken, bira ve meşrubat operasyonları sırasıyla %13 ve %29'ünü oluşturuyor. TOGG ve geri kalan varlıklar için değerlememiz konusunda hâlâ muhafazakarız. Holding'in mevcut NAD iskontosu, sırasıyla %38 ve %30 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalamalarına yakın %36 (TOGG dahil %39) seviyesinde Defansif portföyü ve yüksek NAD iskontosu sayesinde AGHOL'un cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=AGHOL

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

ARCLK			AL
Fiyat ₺	148.60	3A Hac.mn ₺	38.3
Hedef Fiyat ₺	229.42	Yıliçi Rel.	-4%
Getiri Pot.	54%	Yabancı	21%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	4,325	3,912	5,403
Satışlar	133,916	205,260	301,426
FAVÖK	11,859	21,470	31,165
Net Borç	26,910	49,698	73,068
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	23.2	25.7	18.6
FD/FAVÖK	12.2	6.7	4.6
FD/Satışlar	1.08	0.70	0.48
Aktif Karlılık	4%	2%	2%
Özserm. Karlılık	20%	15%	19%
Net Borç/FAVÖK	2.27	2.31	2.34
Net Borç/Özserm	1.08	1.85	2.39
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	-10%	38%	48%
FAVÖK	81%	45%	58%
Satışlar	53%	47%	45%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		80%	73%
FD/FAVÖK		-12%	-29%



Arçelik

Yatırım Teması

Şirketin Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı son ortaklıkla ortaya çıkması beklene sinerjileri göz önünde bulundurarak Arçelik için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. Arçelik, 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleştirdiği satın almalarla uluslararası varlığını artırmaya devam etti. Son olarak, Whirlpool EMEA ile Arçelik'in Avrupa operasyonlarının birleştirilmesi üzerine varılan anlaşma ile Şirket'in uzun vadeli büyüme stratejisinde önemli bir aşama kaydettiğine inanıyoruz. Devam eden zayıf talep görünümü ve artan finansman maliyetleri nedeniyle Şirket'in net kar performansı üzerindeki baskıların kısa vadede devam etmesini beklesek de potansiyel birleşmenin Arçelik için bir oyun değiştirici olacağını düşünüyoruz. Buna ek olarak, ikinci geri alım programının devreye girmesi halinde hisse performansı üzerinde olumlu bir etkisi olacaktır.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirket'in 2023 yılında %53 ciro ve %81 FAVÖK büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Yönetim yılın son çeyreğinde talep ve fiyatlandırma ortamına ilişkin daha temkinli bir yaklaşıma sahip. 2024 yılında, özellikle yılın ilk yarısında mevcut zayıf talep ve fiyatlandırma koşullarının devam edeceği öngörüldüğünden, uluslararası gelirlerin Avro bazında yatay kalmasını bekliyoruz. Bu arada, iç pazarın 2024 yılında yüksek tek haneli oranda daralacağını öngörüyoruz. Sonuç olarak, 2024 yılı için %47 gelir ve %45 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.

Değerleme ve Riskler

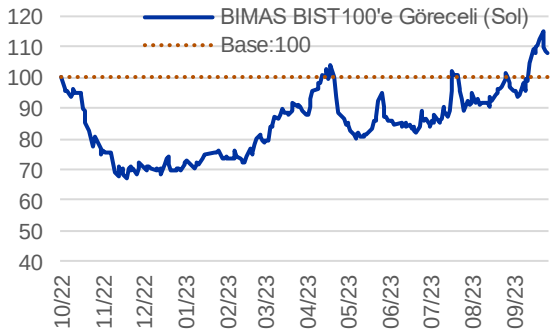
ARCLK için hedef fiyatımız 230 TL/hisse olup %54 artış potansiyeli sunmaktadır. Hisse 2024T 4.6x FD/FAVÖK ve 18.6x F/K ile işlem görmektedir. Riskler: i) Beklenenden daha zayıf talep koşulları, ii) hammadde fiyatlarındaki artışın kar marjlarını olumsuz etkilemesi, iv) maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılamaması, v) Euro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi ve vi) Çinli üreticilerin daha rekabetçi hale gelmesi sektör için başlıca risk faktörleridir.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=ARCLK

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

BIMAS			AL
Fiyat ₺	290.40	3A Hac.mn ₺	69.0
Hedef Fiyat ₺	411.00	Yıliçi Rel.	53%
Getiri Pot.	42%	Yabancı	50%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	8,157	10,056	17,736
Satışlar	147,716	271,925	465,234
FAVÖK	11,867	19,929	35,262
Net Borç	7,717	-12,113	-21,567
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	21.6	17.5	9.9
FD/FAVÖK	15.7	9.4	5.3
FD/Satışlar	1.27	0.69	0.40
Aktif Karlılık	17%	12%	13%
Özserm. Karlılık	50%	37%	52%
Net Borç/FAVÖK	0.65	-0.61	-0.61
Net Borç/Özserm	0.31	-0.41	-0.56
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	23%	76%	52%
FAVÖK	68%	77%	64%
Satışlar	84%	71%	65%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		7%	-23%
FD/FAVÖK		32%	-20%



BIM

Yatırım Teması

Bim perakende şirketleri arasında net kar marjı en yüksek, iş modeli kanıtlanmış, mağazaları doygunluğa ulaşmış en verimli oyuncu olarak ortaya çıkıyor. Şirketin büyümesini artan sepet büyüklüğü ve güçlü mağaza açılış trendi desteklemeye devam ediyor. Şirketin kendi markalı ürünlerinin satışlardaki payı oldukça yüksek (2Ç23: %61,7). Bunun seyrinin benzer şekilde devam edeceğini düşünüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 yıl sonu tahminlerimizde şirket için satış büyümesi beklentimizi %85 oranına yükseltirken, Favök marjında yüksek maliyet enflasyonunun etkisi ile yıllık bazda 70 baz puanlık bir daralma öngörüyoruz (2023T: %7.3). Ciro büyümesi beklentimiz şirketin yıl sonu beklentisini aşarken (%75(+/-%5) ciro büyümesi) Favök marjı beklentimiz şirket öngörüleri ile uyumlu (%.7- %7.5 Favök marjı). Yatırım harcaması tahminimiz ise şirket gelirlerinin %3.4'ü oranına ve yaklaşık 8.6 milyar TL'ye tekabül etmektedir. Şirketin güçlü mağaza büyümesi de devam ediyor. 2Ç23 itibarıyla 11.818 mağaza sayısına ulaşan şirketin, bu trendi devam ettireceğini ve 2023 yıl sonunda yaklaşık olarak 12.410 mağazaya ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin maliyet yönetimi ve planlı büyüme stratejisi sayesinde mağaza açılış hızının verimliliğini düşürmeyeceğine inanıyoruz. Şirket 2Ç23 dönemini 3.98 milyar TL net nakitle kapatmıştı. Ayrıca şirketin kısa dönemli finansal yatırımları yılın ilk yarısında 2.57 milyar TL'ye ulaşmıştı. Şirketin serbest nakit akışı ise 4.72 milyar TL'ye ulaşmış olarak gerçekleşmişti. 2023 yılının ikinci yarısında da şirketin nakit pozisyonundaki iyileşmenin devam edeceğini düşünüyor ve serbest nakit kakışının 6,32 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Değerleme ve Riskler

Makro varsayımlarımız ile güncellediğimiz hedef değerimiz ile 411TL'ye %42 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 5.3x 2024T FD/FAVÖK ve 9.9x 2024T F/K ile son 3 yıllık ortalamalarına kıyasla %36 ve %32 oranlarına yakın iskonto ile işlem görüyor. Cazip çarpanlar ile işlem gören hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Mağaza açılışlarına getirilebilecek olası sınırlamalar ve cezalar tahminlerimiz ve değerlememiz için en önemli risk faktörleridir.

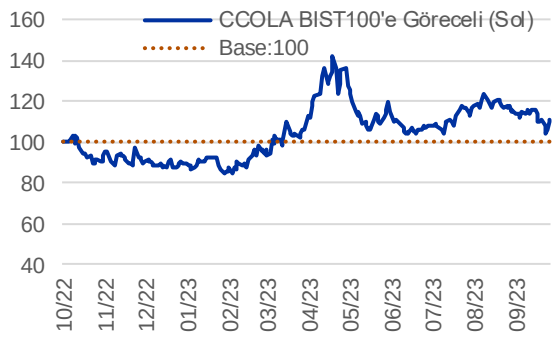
*FD/FAVÖK çarpan tahminimizde kullanılan net borca kira yükümlülükleri dahil edilmemiştir.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=BIMAS

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

CCOLA			AL
Fiyat ₺	370.00	3A Hac.mn ₺	8.4
Hedef Fiyat ₺	513.00	Yıliçi Rel.	30%
Getiri Pot.	39%	Yabancı	79%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	4,331	8,916	13,467
Satışlar	53,530	94,838	149,370
FAVÖK	10,149	18,404	29,361
Net Borç	6,075	15,644	14,107
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	21.7	10.6	7.0
FD/FAVÖK	11.4	6.3	3.9
FD/Satışlar	2.16	1.22	0.77
Aktif Karlılık	9%	12%	14%
Özserm. Karlılık	26%	37%	39%
Net Borç/FAVÖK	0.60	0.85	0.48
Net Borç/Özserm	0.30	0.55	0.35
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	106%	51%	n.m
FAVÖK	81%	60%	n.m
Satışlar	77%	58%	n.m
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-17%	-37%
FD/FAVÖK		-25%	-48%



Coca Cola

Yatırım Teması

Coca-Cola İçecek'in, defansif iş modeli ve önemli fiyat artışlarına rağmen sınırlı talep riski sayesinde cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz. Şirket, Türkiye operasyonlarındaki hacim baskısına rağmen yılın ilk yarısında fiyat artışlarıyla oldukça ciddi bir ciro büyümesi kaydetti. Pakistan operasyonlarında yüksek enflasyon sebebi ile hacim daralması gürlse de diğer yurtdışı operasyonların hacim büyümeleri oldukça güçlü seyrediyor.

İleriye Dönük Beklentiler

2023 yılında Şirket, uluslararası operasyonlarda yüksek tek haneli -düşük çift haneli büyüme beklerken, Türkiye operasyon hacmi büyümesinin yatay-orta tek haneli , faaliyet karı marjında ise yatay –hafif artış bekleniyor. Şirketin yüksek 40'lı ila düşük 50'li seviyelerde kur etkisinden arındırılmış net satış büyümesi beklentisiyle birlikte, hacim tarafında şirket beklentisinin alt bandına yakın iken ve marj tahminlerimiz şirket beklentileri ile uyumlu seviyelerde. . Serbest nakit akışının TL bazında da büyümesi bekleniyor (satın almalar hariç). Şirket Bangladeş operasyonlarının satın alınması için görüşmelere başlandığını açıkladı. Olası satın alım ve Pakistan operasyonlarındaki payların alınmasından sonraki nakit çıkışı ile beraber şirketin Net Borç/FAVÖK oranının 1,5x seviyesini aşacağını düşünmüyoruz.

Değerleme ve Riskler

CCOLA için ana riskler, hedge edilmeyen kısım için beklenenden yüksek hammadde maliyetleri, tedarik zinciri darboğazları ve fiyat artışları nedeniyle talebin şirket beklentisinin alt sınırında kalması olarak gözükmekte Bangladeş'teki düşük kişi başı tüketim ve şirketin benzer ülkelerdeki büyüme geçmişi düşünülünce işlemin makul bir değerleme ile tamamlanması hisse için bir katalizör olabilir.
513 TL/hisse hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz: Hisseler şu anda 2023T 6,3x FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %25 iskonto ile işlem görüyor.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=CCOLA

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

ENJSA			AL
Fiyat ₺	51.20	3A Hac.mn ₺	35.5
Hedef Fiyat ₺	72.86	Yıliçi Rel.	9%
Getiri Pot.	42%	Yabancı	32%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	14,498	5,012	6,490
Satışlar	84,449	130,087	160,191
FAVÖK	8,663	15,187	18,775
Net Borç	10,724	22,151	7,094
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	4.2	12.1	9.3
FD/FAVÖK	8.4	4.8	3.9
FD/Satışlar	0.86	0.56	0.46
Aktif Karlılık	32%	9.3%	10.2%
Özserm. Karlılık	94%	39.6%	40.4%
Net Borç/FAVÖK	1.24	1.46	0.38
Net Borç/Özserm.	0.50	10.41	-0.10
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	-65%	29%	n.m
FAVÖK	75%	24%	n.m
Satışlar	54%	23%	n.m
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		11%	4%
FD/FAVÖK		-33%	-43%

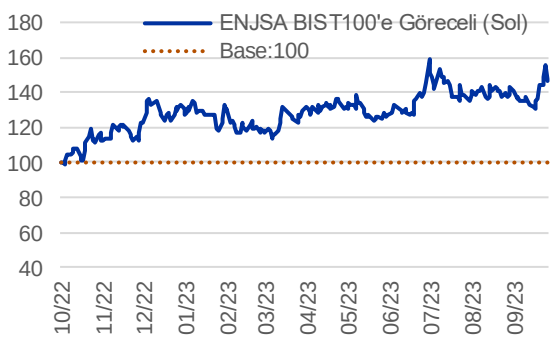
Enerjisa Enerji

Yatırım Teması

Enerjisa Enerji'nin faaliyet gelirleri ağırlıklı olarak enflasyon ile beslenen dağıtım iş koluna dayanıyor.İçinde bulunduğumuz enflasyonist ortamda oldukça güçlenen gelir akışı sayesinde, şirketin temel olarak sağlam bir görünüm sunduğunu düşünüyoruz. Uzun vade ele alındığında ise enerji dönüşümü trendi olumlu görünümü destekleyen ana unsurlardan biri olarak öne çıkıyor. ENJSA, müşteri çözümleri iş kolu sayesinde; yenilenebilir enerji, dağıtık üretim ve verimlilik çözümlerine ek olarak E-Şarj (elektrikli araç şarj istasyonları) operasyonlarından gelir elde ediyor ve bu durum sürdürülebilir bir büyüme potansiyeli sunuyor.Ayrıca, şirketin her yıl düzenli olarak %60- ve %65 arası ödeme oranı ile sıkı bir temettü ödeme politikası mevcut.

İleriye Dönük Beklentiler

Makro beklentilerimiz temelinde şirket için 2023 yıl sonu düzeltilmiş FAVÖK beklentimiz 15,187 mn TL'iken, 2024 yılında ise yaklaşık %23 yükseliş ile operasyonel karda güçlü seyrin devam edeceğini düşünüyoruz. Temettü ödemesinde geçerli olan 2023 yıl sonu baz alınan net kar beklentimiz ise 5,012 mn TL. 2024 yılında da benzer enflasyonist ortamın süreceğine dayanan makro tahminlerimiz kapsamında, baz alınan net karda %29 artış öngörüyoruz.



Değerleme ve Riskler

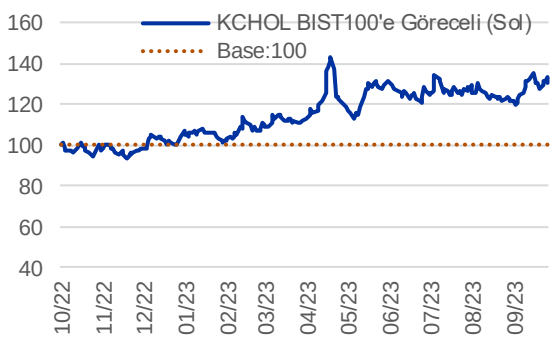
ENJSA için 72.86 TL olan hedef fiyatımızı sabit tutuyor ve AL tavsiyemizi yineliyoruz. Enerji dönüşümü trendi ve şehirleşme ihtiyacından kaynaklı yatırım harcamalarında yükselişler değerimizi olumlu yönde etkileyebilecek risk unsurları. İlerleyen uygulama dönemlerinde sermaye harcaması ödeneklerinde olası düşüşler ve reel faiz oranlarındaki artışlar ise aşağı yönlü risk faktörleri.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=ENJSA

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

KCHOL			AL
Fiyat ₺	141.6	3A Hac.mn ₺	114.3
Hedef Fiyat ₺	203.00	Yıliçi Rel.	23%
Getiri Pot.	43%	Yabancı	62%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	69,806	88,327	105,992
FAVÖK	166,227	281,200	347,560
Aktif Toplamı	1,582,594	2,179,270	2,762,041
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	5.1	4.1	3.4
PD/DD	2.4	1.7	1.2
Özserm. Karlılık	66%	49%	41%
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	27%	20%	n.m
Özsermaye	40%	45%	n.m
Aktif Toplamı	38%	27%	n.m
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		n.m	n.m
FD/FAVÖK		n.m	n.m



Koç Holding

Yatırım Teması

Koç Holding olumlu görüş taşıdığımız ana iştiraklerine kıyasla ciddi bir iskonto ile işlem görüyor. Holding'in çeşitlendirilmiş portföyü ve bağlı ortaklıklardan gelen güçlü temettü akışı nedeniyle KCHOL' için olumlu görüşümüzü koruyoruz. 2Ç23 sonunda 14,4 milyar TL'lik temettü gelirine ek olarak FROTO ve TUPRS'ın ikinci temettü ödemeleri de Holding'in solo nakit pozisyonuna ciddi katkı sağlayacak. Holding 2Ç23 sonunda 395mn ABD$ solo net nakit pozisyonuna sahipti. YKBNK hisselerinin satışı ve TUPRS ve FROTO'nun 2. temettü taksitlerinden gelecek ek nakit girişinin Holding'in net nakit pozisyonunu önemli ölçüde artıracaktır.

İleriye Dönük Beklentiler

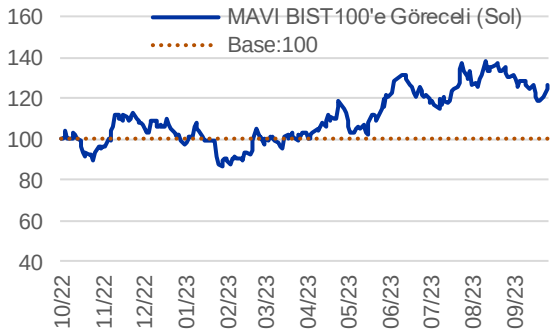
Ford Motor Company ve LG Energy Solution ile Ankara'da planlanan batarya yatırımı da Holding'in uzun vadeli stratejisi ile uyumlu görünüyor. Niyet sözleşmesine göre, başlangıç aşamasında yıllık toplam 25 GW-saat kapasiteye sahip olacak projenin 2026 yılında üretime başlaması planlanıyor. 2029 yılında kapasitenin 20 GW-saat artırılarak toplamda 45 GW saate çıkarılması için çalışılması da kararlaştırıldı. , ilk aşama için sermaye harcamasının benzer projeler göz önüne alınınca 2-2,5 milyar ABD Doları civarında olabileceği belirtilirken ilk nakit çıkışının 2023 sonu veya 2024 başı olması bekleniyor.

Değerleme ve Riskler

Otomotiv segmenti için olası talep daralması ve bankacılık sektöründeki regülasyon baskısı Holding için ana risk unsurları iken, Ankara'daki batarya projesindeki haber akışı hisse üzerinde pozitif etki yaratabilir.
Holding hisseleri için hedef fiyatımızı 203TL/hisse'ye yükseltiyoruz. Hisse cari net aktif değerine (NAD) göre %31 iskonto ile işlem görüyor. Hissenin 1-yıllık ve 3-yıllık ortalama NAD iskontoları ise sırasıyla %32 ve %31 seviyelerinde bulunuyor. Hisse ayrıca portföyünün %90'nından fazlasını oluşturan halka açık iştiraklerinden oluşan NAD'ine göre %25 iskonto ile işlem görüyorken son bir yıllık ortalama iskontosu %23 ve son 3 yıllık ortalama iskonto ise %20 seviyesinde bulunuyor. İskonto oranının geldiği seviyeler Holding hissesinin iştirak hisselerine göre de oldukça cazip olduğuna işaret ediyor.

En Çok Önerilenler Listesi

MAVI			AL
Fiyat ₺	102.50	3A Hac.mn ₺	10.6
Hedef Fiyat ₺	167.18	Yıliçi Rel.	15%
Getiri Pot.	63%	Yabancı	38%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	1,439	2,644	4,180
Satışlar	10,592	20,115	33,499
FAVÖK	2,481	4,567	7,419
Net Borç	-1,122	-2,129	-4,188
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	14.1	7.7	4.9
FD/FAVÖK	7.8	4.2	2.6
FD/Satışlar	1.82	0.96	0.57
Aktif Karlılık	23%	22%	21%
Özserm. Karlılık	78%	71%	63%
Net Borç/FAVÖK	-0.45	-0.47	-0.56
Net Borç/Özserm	-0.43	-0.43	-0.51
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	84%	58%	n.m
FAVÖK	84%	62%	n.m
Satışlar	90%	67%	n.m
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-52%	-63%
FD/FAVÖK		-49%	-63%



Mavi

Yatırım Teması

Yerel bir marka olarak üretimdeki girdilerinin çoğunu yurtiçi üreticilerden tedarik eden Mavi, global markaların döviz bazlı fiyatlandırmaları sebebi ile tüketicilerin yerel markalara yönelmesi sayesinde pazar payını arttırmaya devam ediyor. Öte yandan, şirketin uluslararası faaliyetleri üzerindeki enflasyonist etkinin yılın ikinci yarısında azalacağını tahmin ediyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirket açıklanan 2Ç23 finansal sonuçlarının ardından satış büyümesi ve Favök marjı öngörülerinde yukarı yönlü revizyon yapmıştı. Bizim 2023 tahminlerimiz %90'lık ciro büyümesine ve %22,7'lik Favök marjına işaret ediyor. Ciro büyümesi öngörümüz, esas olarak yurtiçi satışlardaki yaklaşık %112'lik aynı mağaza büyümesinden kaynaklanıyor (yaklaşık %82 sepet büyümesi ve %18 işlem adedi büyümesi(fatura sayısı)). Şirketin kapasite planlaması, hammadde riskinden korunma, tedarikçilerle müzakere, indirim ve envanter yönetimi konularında güçlü bir performans göstermeye devam etmesini bekliyoruz. Mağaza trafiğindeki artışın ve yüksek satışa dönüş oranının, sepet büyümesi ile gelir artışını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Değerleme ve Riskler

Hisse için değişmeyen 167,2 TL hedef değerimizle AL tavsiyemizi yineliyoruz. Güncel hedef değerimiz %63 artış potansiyeline işaret ettiğinden, hisse için tavsiyemizi AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse tahminlerimize göre 2.6x2024T FD/FAVÖK çarpanı ve 4.9x 2024T F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %60 oranlarında iskontoyla işlem görüyor. Cazip çarpanlar ile işlem gören hisseyi beğenmeye ve en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Tekstil ürünlerine ve hammaddelerine yönelik ithalat vergileri şirketin maaliyetlerini artırabilse de pazardaki rakiplerine göre üretim girdilerindeki yerel kaynaklar sayesinde sahip olduğu fiyatlama avantajı Pazar payı artışına katkıda bulunacaktır.

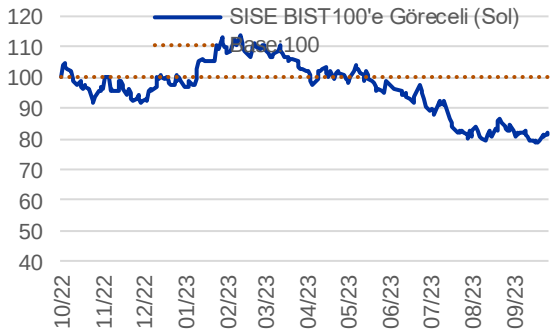
*FD/FAVÖK çarpan tahminimizde kullanılan net borca kira yükümlülükleri dahil edilmemiştir.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=MAVI

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

SISE			AL
Fiyat ₺	50.05	3A Hac.mn ₺	158.1
Hedef Fiyat ₺	73.15	Yıliçi Rel.	-16%
Getiri Pot.	46%	Yabancı	21%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	19,345	17,405	20,188
Satışlar	95,349	132,616	196,496
FAVÖK	20,455	23,912	37,302
Net Borç	17,839	36,008	50,641
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	7.9	8.8	7.6
FD/FAVÖK	10.3	8.8	5.6
FD/Satışlar	2.20	1.58	1.07
Aktif Karlılık	15%	9%	7%
Özserm. Karlılık	33%	18%	15%
Net Borç/FAVÖK	0.87	1.51	1.36
Net Borç/Özserm	0.23	0.32	0.32
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	-10%	16%	9%
FAVÖK	17%	56%	36%
Satışlar	39%	48%	40%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-32%	-25%
FD/FAVÖK		20%	-15%



Şişecam

Yatırım Teması

Şişecam'ın defansif iş modelini, döviz bazlı gelir akışını, düşük kaldıraçlı güçlü bilançosunu, uzun döviz pozisyonunu ve sürdürülebilir temettü dağıtım politikasını beğeniyoruz. Bunların yanı sıra, cazip değerlemesi, aşağı yönlü riskleri sınırlayıcı devam eden hisse geri alım programı ve yeni yatırımlarla ivmelenecek büyüme hikayesi de hisseye yönelik olumlu görüşümüzün diğer nedenleri olarak öne çıkıyor. Yenilenebilir enerjiye yönelik artan talep ve özellikle Avrupa'da yapılarda ısı enerjisinin verimli kullanılması orta vadede düz cam talebini desteklediğini düşünüyoruz.

İleriye Dönük Beklentiler

Avrupa'da enerji fiyatlarının yıllık bazda düşüş eğiliminde olması ile müşterilerin cam ürün fiyatlarında gerileme beklentisi ile stok optimazsyonu yapmaları ve Çinli rakipler nedeniyle artan rekabet koşullarının hem düz cam hem de kimyasallar iş kollarının uluslararası gelirlerini kısa vadede baskılamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan hız kazanan kentsel dönüşüm faaliyetlerinin ve geçtiğimiz Şubat ayındaki yıkıcı deprem sonrası potansiyel konut inşaatının Türkiye mimari cam talebini kısa-orta vadede destekleyeceğini düşünüyoruz. Gerileyen alım gücünün cam ev eşyası iş kollarında perakende satış hacmini olumsuz etkileyebileceğini, diğer taraftan 2024'de de devam etmesini beklediğimiz turizm talebinin cam ambalaj ve cam ev eşyası (HORECA) iş kolları satış hacimlerini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Değerleme ve Riskler

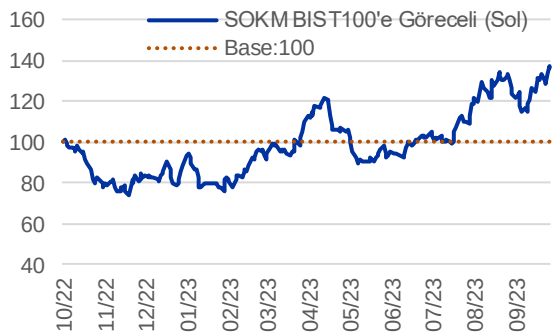
Hisse için 73.15TL hedef fiyatımız ile devam eden yatırımların orta/uzun vadeli büyüme dinamiklerine önemli ölçüde katkıda bulunacağı beklentimizle AL tavsiyemizi koruyoruz. Cam ürünlerine olan talebi sınırlamaya yönelik küresel durgunluk, zayıf talep koşullarının fiyatlama kabiliyetini zorlaştırması, uluslararası faaliyet gösterilen pazarlarda rakiplere karşı rekabet avantajının kaybedilmesi ve doğalgaz fiyatlarındaki olası artışın satış fiyatlarına yansıtılamaması ise hisse tavsiyemiz için temel risk faktörlerini oluşturuyor.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=SISE

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

SOKM			AL
Fiyat ₺	62.25	3A Hac.mn ₺	22.9
Hedef Fiyat ₺	92.00	Yıliçi Rel.	60%
Getiri Pot.	48%	Yabancı	38%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	2,380	2,696	4,844
Satışlar	59,292	113,551	191,479
FAVÖK	4,772	8,682	14,878
Net Borç	3,417	-2,103	-2,165
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	15.5	13.7	7.6
FD/FAVÖK	8.3	4.6	2.7
FD/Satışlar	0.67	0.35	0.21
Aktif Karlılık	17%	10%	11%
Özserm. Karlılık	141%	70%	71%
Net Borç/FAVÖK	0.72	-0.24	-0.15
Net Borç/Özserm	1.19	-0.43	-0.24
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	13%	80%	44%
FAVÖK	82%	71%	64%
Satışlar	92%	69%	65%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-17%	-41%
FD/FAVÖK		-36%	-60%



Şok Market

Yatırım Teması

Şirket 2020'de tüketici ile buluşturduğu online satış kanalı CEP'TE ŞOK platformunun konsolide gelire katkısını arttırmaya devam ediyor. Platform mevcut mağaza ve depoları kullandığından şirkete ekstra bir maliyet baskısı oluşturmuyor. Çeşitli ödeme (kapıda kredi kartı veya nakit ödeme) ve satın alma (telefon, web ya da uygulama üzerinden satın alma) kolaylıkları sunan bu kanal yılın ilk yarısında oldukça güçlü performans gösterdi. 81 ilde faaliyet göstererek kullanıcı sayısına ikiye katlayan platform gelirlerini de, 2Ç23'te 2,6 kat arttırdı. Sonraki yıllarda da bu kanalın az maliyetle yüksek katkı sunacağını düşünüyoruz. Şirket enflasyonist maliyet baskısı sebebiyle oluşabilecek marj daralmasını brüt kardaki iyileşme sayesinde telafi ediyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Şirket duyurmuş olduğu 2023 yılında %80 (+/-5%) ciro büyümesi ve %7.5-8 FAVÖK marjı öngörüsünü korudu. 750 yeni mağaza açılışı ve 2.5 milyar TL yatırım harcaması hedeflini değiştirmedi. 2023 yıl sonu tahminlerimizde şirket için satış büyümesi beklentimizi %92 oranına yükseltirken, Favök marjında yıllık bazda yaklaşık 40 baz puanlık bir daralma öngörüyoruz (2023T: %7.6). Yatırım harcaması tahminimiz ise şirket gelirlerinin %2.4'ü oranına ve yaklaşık 2,65 milyar TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme ve Riskler

Makro varsayımlarımızla güncellediğimiz büyüme tahminlerimizi modelimize yansıtarak SOKM için hedef fiyatımızı 92 TL'ye yükseltiyoruz. Güncel hedef değerimiz %48 yukarı potansiyele işaret ettiğinden, hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2.7x 2024T FD/FAVÖK rasyosu ile son 3 yıllık ortalamalasına kıyasla yaklaşık %50 oranında iskonto ile işlem görüyor. Cazip çarpanla işlem gören hisseyi beğenmeye devam ediyoruz.

Mağaza açılışlarına getirilebilecek olası sınırlamalar ve cezalar tahminlerimiz ve değerlememiz için en önemli risk faktörleridir.

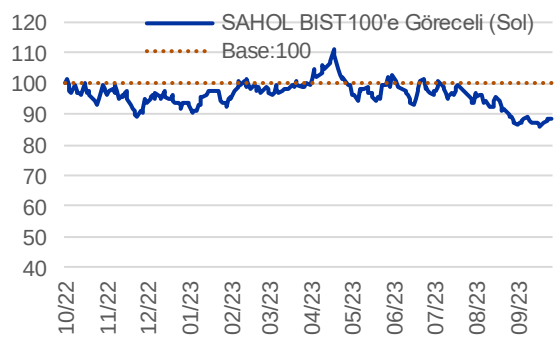
*FD/FAVÖK çarpan tahminimizde kullanılan net borca kira yükümlülükleri dahil edilmemiştir.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=SOKM

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

SAHOL			AL
Fiyat ₺	54.9	3A Hac.mn ₺	94.2
Hedef Fiyat ₺	95.00	Yıliçi Rel.	-9%
Getiri Pot.	73%	Yabancı	47%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	43,828	44,533	54,901
FAVÖK	85,295	105,054	123,583
Aktif Toplamı	1,245,930	1,420,360	1,619,211
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	2.6	2.5	2.0
PD/DD	1.1	0.8	0.6
Özserm. Karlılık	58%	37%	33%
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	2%	23%	n.m
Özsermaye	41%	36%	n.m
Aktif Toplamı	14%	14%	n.m
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		n.m	n.m
FD/FAVÖK		n.m	n.m



Sabancı Holding

Yatırım Teması

Diğer holdinglere kıyasla daha agresif bir yatırım statejisi yürüten Sabancı Holding'in yüksek NAD iskontosu sebebi ile oldukça cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz. Holding bazında yeni yatırımların, gelişmiş malzeme, yurtdışında enerji ve yeni teknolojiler alanlarında olmasını bekliyoruz. Holding'in solo net nakit pozisyonu 2Ç23 sonunda 4,5 milyar TL seviyesindeydi.

İleriye Dönük Beklentiler

Hesaplamalarımıza göre enerji sektörü, hedef NAD'ımızın %34'ünü, banka payları ise %28'ini oluşturuyor. Holding'in Enerjisa Üretim'deki payını, yaklaşık 2 milyar Dolar ile hedef NAD hesabımıza dahil ediyoruz. Son dönemde kompozit ve lastik segmentlerinde gerçekleşen satın almalar ile Enerjisa Üretim'in toplam yatırımı 1,2 milyar ABD doları olan 1.000 MW'lık rüzgar santrali yatırımlarının önemli olduğunu düşünüyoruz. Yapı malzemeleri segmentinde de görüşümüz olumlu.

Değerleme ve Riskler

Holding şirketi için en önemli risklerden biri TL'nin gelirlerdeki payı. Sabancı, diğer büyük holdinglere kıyasla hala TL gelirlerine daha fazla dayanıyor. Holding, orta vadeli planlarında ise döviz bazlı gelirlerin payını artırmak istediğini vurguluyor. Net aktif değerin önemli bir kısmını oluşturan iştiraklerin regüle sektörlerde faaliyet gösteriyor olması da bir diğer önemli risk.

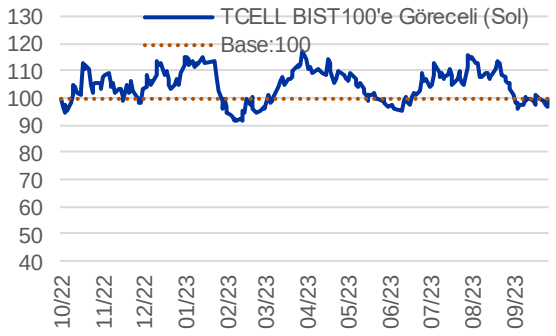
SAHOL hisseleri için hedef fiyatımızı 95 TL/hisse'ye yükseltiyoruz ve tavsiyemizi AL olarak koruyoruz: Hisse geri alım programı, enerji sektöründeki güçlü performans, AKBANK'ın portföydeki ağırlığının azalması, gerek mevcut şirketlere gerek yeni ekonomi işletmelerine yapılan yatırımlar ile beraber artan şeffaflık ve aktif portföy yönetimi ile birlikte Holding'in NAD iskontosunun tarihsel ortalamalarının atlında kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Holding, sırasıyla %43 ve %46 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama NAD ıskontolarına kıyasla cari %53 iskonto ile işlem görüyor.

https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=SAHOL

Hisse Önerileri Sayfası: https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirimin-onerileri.aspx

En Çok Önerilenler Listesi

TCELL			AL
Fiyat ₺	49.80	3A Hac.mn ₺	80.3
Hedef Fiyat ₺	53.21	Yıliçi Rel.	-7%
Getiri Pot.	7%	Yabancı	73%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	11,053	11,001	22,127
Satışlar	52,170	92,724	146,766
FAVÖK	22,160	37,512	59,907
Net Borç	23,110	7,580	448,416
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	9.9	10.0	5.0
FD/FAVÖK	6.4	3.8	2.4
FD/Satışlar	2.71	1.52	0.96
Aktif Karlılık	13%	11%	5%
Özserm. Karlılık	41%	31%	46%
Net Borç/FAVÖK	1.04	0.20	7.49
Net Borç/Özserm	0.75	0.19	7.90
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	0%	101%	42%
FAVÖK	69%	60%	54%
Satışlar	78%	58%	55%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-10%	-52%
FD/FAVÖK		-46%	-65%



Turkcell

Yatırım Teması

Hisse, i) cazip değerleme ile defansif yapısı, ii) güçlü kazanç momentumuna işaret eden sağlam ARPU büyümesi, iii) Şirket'in mobil işindeki lider konumu, iv) son iki yılda başarıyla yönetilen aktif fiyatlama stratejileri ve maliyet kontrolleri, v) nispeten düşük finansal kaldıraç ve uzun döviz pozisyonu ile sağlıklı bilançosu, vi) Global Tower, Superonline ve Paycell gibi iştiraklerindeki gizli değeri ortaya çıkarmak için alınabilecek olası aksiyonlar ile öne çıkıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

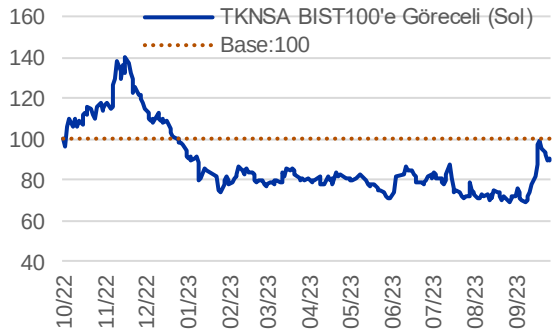
Güçlü 1Y23 sonuçları ve yılın geri kalanı için belirlenen fiyatlama stratejilerinin ardından, Turkcell 2023 beklentilerini yeniden gözden geçirdi. Ciro büyüme hedefi yıllık %71'e ve FAVÖK yaklaşık 37 milyar TL'ye revize edilirken, operasyonel yatırım harcaması/satış beklentisi yaklaşık %22'de sabit tutuldu (daha önce %55-57 ciro büyümesi ve yaklaşık 34 milyar TL FAVÖK). Şirket Ağustos ayında hem mobil hem de sabit genişbant segmentlerinde tarife fiyatlarını artırdı ve 4Ç'de daha fazla artış konusunda iyimser. Revize edilen beklentiler, nakit akışı yaratımı için önceki beklentilerden daha iyi bir görünüme işaret ediyor. 2023 tahminlerimiz yönetimin beklentileri ile uyumludur. 2024 yılı için ise sırasıyla %58 ve %61 ciro ve FAVÖK büyümesi bekliyoruz. Deprem yardım kampanyası için daha önce açıklanan 3,5 milyar TL'lik bağış taahhüdünün 2023 finansallarına yansıması ve sonuç rakamları üzerindeki etkisinin azalması beklenmektedir.

Değerleme ve Riskler

TCELL için hedef fiyatımızı önceki 73,6 TL seviyesinden 84,3 TL seviyesine yükselterek AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 2,4x FD/FAVÖK ve 5,0x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Riskler: Ekonomideki yavaşlama, agresif rekabet ortamı, beklentilerin altında tarife fiyat artışları, TL'deki değer kaybının yatırım harcamaları ve net kar üzerinde baskı yaratması ve Ukrayna operasyonlarına ilişkin belirsizlikler.

En Çok Önerilenler Listesi

TKNSA			AL
Fiyat ₺	32.94	3A Hac.mn ₺	9.4
Hedef Fiyat ₺	52.05	Yıliçi Rel.	-12%
Getiri Pot.	58%	Yabancı	9%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	525	1,080	1,385
Satışlar	17,441	37,750	56,975
FAVÖK	1,429	3,020	4,273
Net Borç	-984	-1,953	-4,160
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	12.6	6.1	4.8
FD/FAVÖK	4.7	2.2	1.6
FD/Satışlar	0.38	0.18	0.12
Aktif Karlılık	11%	12%	9%
Özserm. Karlılık	105%	89%	59%
Net Borç/FAVÖK	-0.69	-0.65	-0.97
Net Borç/Özserm	-1.29	-1.18	-1.37
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	106%	28%	52%
FAVÖK	111%	41%	59%
Satışlar	116%	51%	63%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		n.m	n.m
FD/FAVÖK		n.m	n.m



Teknosa

Yatırım Teması

Pazarın üzerinde büyüme sunmaya devam eden dönüşüm hikayesi , hızlı nakit dönüşüm döngüsü, varlık hafif iş modeli ve sağlıklı bilançosu ile güçlü nakit yaratma yeteneklerinin Teknosa için cazip bir yatırım teması oluşturduğuna inanıyoruz. Teknosa, dinamik Türkiye Tüketici Elektroniği Pazarı'nda güvenilir marka değeri, geniş satış ağı, güçlü çoklu kanal yetkinlikleri ve teknoloji ekosistemiyle öne çıkıyor. Pazardaki talep görünümünün kısa vadeli baskılara rağmen, i) teknolojideki ilerlemeler, ii) internet bağlantılı cihazlar için artan talep, iii) hala destekleyici olan demografik özellikler ve iv) değişen yaşam tarzı sayesinde orta vadede olumlu kalmasını bekliyoruz.

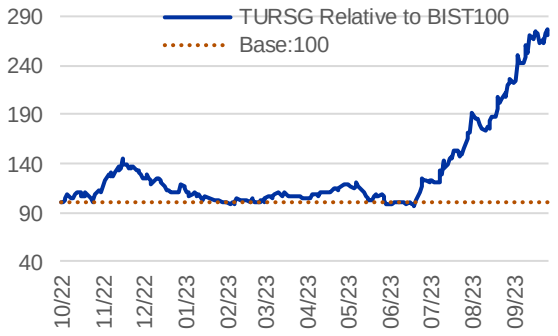
İleriye Dönük Beklentiler

Ekonomi politikalarındaki sıkılaşmayı ve satın alma gücündeki gerilemeyi göz önünde bulundurarak, tüketici talebinin önümüzdeki iki yıl içinde zayıflamasını bekliyoruz. Bu nedenle 2024 yılında panel pazarı talebinde %7 daralma öngörüyoruz. Diğer yandan, söz konusu dönüşümün ilerleyen dönemlerde Teknosa'nın pazarın üzerinde karlı bir büyüme elde etmesine olanak sağlayacağına inanıyoruz. Ek olarak, geçtiğimiz günlerde hükümetin üniversite öğrencilerine yönelik olarak açıkladığı cep telefonu ve bilgisayar desteği önümüzdeki dönemlerde talebini bir miktar canlandırabilir. Ancak yardım ile ilgili tüm ayrıntılar henüz net olmadığı için potansiyel etkiyi değerlendirmek şu an için zor. Sonuç olarak, Şirket'in 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla %116/%51 ciro, %111/%41 FAVÖK ve %106/%28 net kar büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme ve Riskler

TKNSA için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 52,1 TL olup %58 artış potansiyeline işaret etmektedir. Hisse 2024T 4,7x F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %65 iskonto ile işlem görmektedir. Değerlememize yönelik riskler arasında (i) sıkılaştırıcı politikalar ve alım gücündeki zayıflama nedeniyle beklentilerden daha zayıf talep, (ii) faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle artan kredi kartı komisyon ve iskonto giderleri, (iii) TL'nin ABD doları ve Euro karşısında değer kaybetmesi, (iv) operasyonel giderler üzerindeki baskı ve (v) e-ticaret platformları arasındaki yoğun rekabet yer almaktadır.

TURSG			AL
Fiyat ₺	38.66	3A Hac.mn ₺	9.7
Hedef Fiyat ₺	70.00	Yıliçi Rel.	121%
Getiri Pot.	81%	Yabancı	4%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	962	8,170	12,310
Kazanılmış Prim	6,893	13,377	18,973
Özsermaye	5,751	16,583	27,229
Aktif Toplamı	28,199	57,391	82,492
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	46.7	5.5	3.6
PD/DD	7.8	2.7	1.6
Özserm. Karlılık	19%	73%	56%
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	749%	51%	148%
Özsermaye	188%	64%	86%
Kazanılmış Prim	94%	42%	66%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-46%	-60%
PD/DD		52%	2%



Türkiye Sigorta

Yatırım Teması

Türkiye Sigorta'nın toplam prim üretimindeki trafik payının genel sektör ve akran şirketlere göre düşük olması ve çok etkin kullanılan banka kanalından sağlanan güçlü ve karlı prim akımı şirketi diğerlerinden ayırn önemli bir özellik olmaya devam ediyor. Şirketin bu nedenle kombine oranı %100'ün altında (sigorta teknik kar marjları yüksek) ve bu durum sürdürülebilir gözüküyor. Şirketin banka kanalından elde ettiği prim oranı toplamın %50'si iken bu oran sektörde ortalama %14 civarında. Elbette bu da rekabetin yüksek olmadığı tarım gibi alanlarda Türkiye Sigorta'yı ön plana çıkartırken, kaza gibi çok karlı branşlarda da şirketin sektörde açık ara birinci olmasını sağlıyor. Ayrıca son dönemlerde önem verilen tamamlayıcı sağlık branşı da karlılığıyla dikkat çekmekte. Özetlemek gerekirse prim yapısı nedeniyle şirketin karlılık oranları sürdürülebilir olarak sektörün çok üzerinde yer alıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

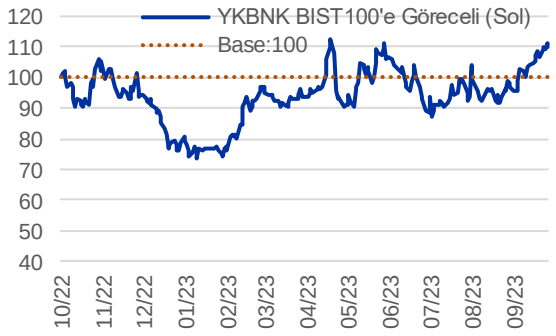
Yatırım portföy büyüklüğü TL 40 milyar seviyesine gelirken, portföyün verimi de yükselen faizlerle beraber önümüzdeki dönemlerde artmaya devam edecek. Yatırım portföyünün %51'i TL mevduatta ve burada ki vadelerin kısa oluşu yeniden fiyatlama süresini kısaltıyor. Yatırım fonları ve eurobondlar diğer yatırım ensümanları olurken şirketin önemli sayılabilecek büyüklükte bir döviz varlığı da bulunuyor. Bunun sonucu olarak şirketin döviz pozisyonunun long olduğunu belirtelim. Karlılıkta önümüzdeki yıllarda önemli artışlar bekelmeyi sürdürüyrouz.

Değerleme ve Riskler

Türkiye Sigorta için önmüzdeki üç yıl kar tahminlerimizi önemli şekilde yukarı çekiyoruz. Yeni hedef fiyatımız hisse başı TL 70 düzeyine çekiyoruz ve şirket için AL tavsiyemizi koruyoruz. Makroekonomik ve düzenlemeler ile ilgili riskler şirketin karlılık yapısını olumsuz etkileyebilir

En Çok Önerilenler Listesi

YKBNK			AL
Fiyat ₺	18.33	3A Hac.mn ₺	203.6
Hedef Fiyat ₺	26.00	Yıliçi Rel.	20%
Getiri Pot.	42%	Yabancı	33%
Mutlak Değer ₺	**2022G**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	52,745	58,068	68,737
Net Faiz Geliri	76,948	66,201	103,751
Mevduat	672,765	983,989	1,359,468
Özsermaye	126,262	159,073	195,995
Oranlar	**2022G**	**2023T**	**2024T**
F/K	2.9	2.7	2.3
PD/DD	1.2	1.0	0.8
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Gelir	2.0	2.3	1.5
Özserm. Karlılık	56%	41%	39%
Büyümeler	**23/22%**	**24/23%**	**22/25 CAGR%**
Net Kar	10%	18%	19%
Özsermaye	26%	23%	25%
Net Faiz Geliri	-14%	57%	24%
Mevduat	46%	38%	33%
Yurtdışı İskonto		**2023**	**2024**
F/K		-62%	-66%
PD/DD		13%	0%



Yapi Kredi Bankasi

Yatırım Teması

Düzenleme etkilerini hafiletmek ve faiz riskini minimize temek amacıyla YKB 2023'ün ilk yarısında kaldıracını düşürerek bilerek bazı kredi segmentlerinde piyasa payını düşürdü. Düzenlemelerdeki normalleşmeyle beraber üçüncü çeyrekte piyasa paylarınn geri alınmaya başladığını ve kredi spredlerinin hızla düzeldiğini görüyoruz. Ayrıca TÜFEX'in olumlu etkisini karlılıkta yılın ikinci yarısından itibaren görmeye başlayacağız. Bankanın perakende müşterilere yoğunlaşmasının olumlu etkisini net faiz marjı, komisyon gelirleri ve büyüme performansında görmeye başlayacağız. Yapı Kredi, orta ve uzun vadede rotasını bireysel ve kobi bankacılığına çevirerek daha yüksek net faiz marjı ve özkaynak karlılığına sahip olacak önemli bir dönüşüm hikayesi olarak karşımıza çıkıyor.

İleriye Dönük Beklentiler

Bireysel bankacılığın ön plana çıkarılmasının bankanın aktif kalitesini daha da güçlendireceğini düşünüyoruz. Yoğunlaşma riskinin en aza indirilmesi takip kredilerinin oluşumunu azaltıp daha düşük karşılık gideri ve daha yüksek karlılığa neden olacaktır. Kredi spredlerinde üçüncü çeyrekte hızlı toparlanma bankanın vade uyumsuzluğunu azalttığını ve maliyetlerini iyi kontrol ettiğini gösteriyor.

Bankanın önümüzdeki üç yıl net kar tahminlerimizi ortalama olarak %10 yukarı çektik.

Değerleme ve Riskler

Yapı Kredi için orta ve uzunvadeli özkaynak karlılık tahminimizi %31 seviyesine çekerek hedef piyasa değerimizi hisse başına TL 26 olarak belirlemiştik. Bankanın güçlü sermaye yeterlilik oranları ile temettü ödemeye devam edeceğini öngörüyoruz. 2023 tahminlerimize göre YKB, 2,7xF/K ve 1,0xPD/DD üzerinden işlem görüyor. Bankanın yurtdışı benzer yabancı bankalara göre iskontosu %62 düzeyinde bulunuyor. Piyasadaki oynaklıklar bankanın büyüme ve karlılık hedeflerini olumsuz etkileyebilir.

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler – İş Yatırım Takip Listesi

Fiyat ve Oranlar																																		
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. f	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 Kar ₺	2024 Kar ₺	2023 Satışlar ₺	2024 Satışlar ₺	2023 FAVÖK ₺	2024 FAVÖK ₺	2023 Özsermaye ₺	2024 Özsermaye ₺	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
PGSUS	718.20	73,472	1177.65	1313.85	64	AL		-6.4	-2.9	68.9	42.5	26			0%	9,416	15,867	69,855	119,633	21,699	38,081	42,325	58,192	7.8	5	1.7	1.3	6.4	3.6	31%	32%	7%	7%
TAVHL	124.20	45,120	208.40	184.88	68	AL	A	4.19	8.07	31.6	47.6	63	6%	42%	0%	4,667	6,428	34,780	58,461	9,932	17,714	44,258	70,697	9.7	7.0	1.0	0.6	8.1	4.6	14%	11%	4%	3%
THYAO	213.70	294,906	376.70	404.30	76	AL		-5.5	-2	359	50.4	30			0%	64,097	79,653	491,759	818,316	99,881	141,776	346,740	550,099	4.6	3.7	0.9	0.5	5.1	3.6	24%	18%	8%	6%
Havayolu Hizmetleri																								**7.8**	**4.6**	**1.0**	**0.6**	**6.4**	**3.6**	**24%**	**18%**	**7%**	**6%**
DOAS	263.00	57,860	368.50	377.44	40	AL	A	-3.5	0.1	47.2	34.5	29	10%	81%	17%	18,350	16,138	111,553	138,575	21,231	21,185	24,269	30,316	3.2	3.6	2.4	1.9	2.9	2.9	102%	59%	54%	30%
FROTO	865.70	303,783	1232.65	1025.36	42	AL	A	3.13	6.97	56.8	17.8	40	6%	76%	7%	31,316	47,472	337,837	563,617	37,502	58,091	37,275	62,825	9.7	6.4	8.1	4.8	9.0	5.8	107%	95%	22%	19%
OTKAR	392.90	47,148	441.0	196.87	12	TUT	A	15.6	19.9	10.7	27.5	11	4%	57%	1%	1,257	1,596	20,845	36,551	3,122	5,499	3,480	4,676	37.5	29.5	13.5	10.1	17.6	10.0	45%	39%	7%	5%
TOASO	264.10	132,050	436.20	358.90	65	AL	A	-5	-1.5	65.2	24.1	41	8%	71%	5%	17,381	28,045	101,820	206,282	17,088	28,646	25,695	47,657	7.6	4.7	5.1	2.8	7.2	4.3	94%	76%	33%	28%
Otomotiv																								**8.6**	**5.6**	**6.6**	**3.8**	**8.1**	**5.1**	**98%**	**68%**	**28%**	**23%**
TTRAK	824.90	82,545	1000.00	918.14	21	TUT	D	-12	-8.3	18.5	24.9	45	7%	90%	9%	9,409	9,089	47,611	59,093	11,732	10,758	11,086	13,118	8.8	9.1	7.4	6.3	6.8	7.4	128%	75%	51%	36%
Traktör																								**8.8**	**9.1**	**7.4**	**6.3**	**6.8**	**7.4**	**128%**	**75%**	**51%**	**36%**
AEFES	99.15	58,707	160.00	138.93	61	AL	A	-6.7	-3.3	13	32.9	57	5%	n.a	3%	7,383	11,185	149,327	232,943	26,410	41,806	31,717	41,162	8.0	5.2	1.9	1.4	5.2	3.3	26%	31%	5%	5%
CCOLA	370.00	94,117	513.00	445.00	39	AL	A	-3.7	-0.1	8.38	28.9	78	3%	51%	2%	8,916	13,467	94,838	149,370	18,404	29,361	28,367	40,262	10.6	7.0	3.3	2.3	6.3	3.9	37%	39%	12%	14%
ULKER	82.80	30,576	104.00	61.00	26	AL	A	2.41	6.22	41.9	39	69	3%	24%	0%	-395	1,570	45,274	67,965	8,823	12,076	4,610	6,181	-77.4	19.5	6.6	4.9	5.7	4.2	-8%	29%	-1%	2%
Gıda & İçecek																								**8.0**	**7.0**	**3.3**	**2.3**	**5.7**	**3.9**	**26%**	**31%**	**5%**	**5%**
AKCNS	173.90	33,293	231.69	155.64	33	AL	Y	2.23	6.04	13	20.5	12	5%	62%	3%	3,215	5,665	14,688	22,682	3,663	5,459	6,914	11,203	10.4	5.9	4.8	3.0	9.1	6.1	61%	63%	30%	33%
Çimento																								**10.4**	**5.9**	**4.8**	**3.0**	**9.1**	**6.1**	**61%**	**63%**	**30%**	**33%**
TCELL	49.80	109,560	84.27	73.55	69	AL	A	-8.5	-5.1	80.3	54	73	4%	46%	5%	11,001	22,127	92,724	146,766	37,512	59,907	40,157	56,786	10.0	5.0	2.7	1.9	3.8	2.4	31%	46%	11%	5%
TTKOM	20.34	71,190	30.27	28.59	49	AL	A	-12	-9	86.2	13.3	17	7%	57%	3%	4,049	9,001	81,836	131,798	26,570	45,216	19,970	18,963	17.6	7.9	3.6	3.8	4.4	2.6	20%	46%	5%	6%
İletişim																								**13.8**	**6.4**	**3.1**	**2.8**	**4.1**	**2.5**	**26%**	**46%**	**8%**	**6%**
ARCLK	148.60	100,413	229.42	202.16	54	AL	A	-3.5	0.06	38.3	14.6	20	4%	49%	2%	3,912	5,403	205,260	301,426	21,470	31,165	26,913	30,555	25.7	18.6	3.7	3.3	6.7	4.6	15%	19%	2%	2%
VESBE	18.10	28,960	27.61	23.81	53	AL	A	9.7	13.8	8.27	22.7	10	8%	54%	9%	4,959	7,041	50,398	75,926	7,758	10,611	10,925	15,487	5.8	4.1	2.7	1.9	4.6	3.4	58%	53%	16%	15%
VESTL	62.30	20,899	105.26	88.71	69	AL	A	-2.8	0.81	25.9	41.8	7	23%	133%	0%	1,587	4,531	93,686	142,170	12,794	18,252	13,556	18,087	13.2	4.6	1.5	1.2	3.4	2.4	12%	29%	2%	4%
Beyaz Eşya																								**13.2**	**4.6**	**2.7**	**1.9**	**4.6**	**3.4**	**15%**	**29%**	**2%**	**4%**
SISE	50.05	153,314	73.15	54.72	46	AL	A	-8.5	-5.1	158	48.9	21	2%	18%	2%	17,405	20,188	132,616	196,496	23,912	37,302	114,247	156,384	8.8	7.6	1.3	1.0	8.8	5.6	18%	15%	9%	7%
Cam																								**8.8**	**7.6**	**1.3**	**1.0**	**8.8**	**5.6**	**18%**	**15%**	**9%**	**7%**
EREGL	38.68	135,380	55.07	51.00	42	AL	Y	-11	-7.3	216	47.6	28	10%	97%	0%	-4,802	11,998	151,265	221,073	18,696	35,837	167,758	253,015	-28.2	11.3	0.8	0.5	9.0	4.7	-3%	6%	-2%	3%
KRDMD	25.58	19,958	42.23	24.19	65	AL	Y	-7.1	-3.6	119	92	15	6%	25%	1%	1,095	1,981	26,729	39,741	4,284	7,215	12,132	18,284	18.2	10.1	1.6	1.1	4.7	2.8	11%	13%	5%	5%
Demir Çelik																								**-5.0**	**10.7**	**1.2**	**0.8**	**6.8**	**3.7**	**4%**	**9%**	**1%**	**4%**
TUPRS	135.30	260,695	137.00	137.47	1	TUT	D	-8	-4.6	221	46.5	36	11%	86%	11%	35,641	40,475	536,421	798,978	61,488	64,289	76,738	88,700	7.3	6.4	3.4	2.9	4.1	3.9	50%	49%	19%	17%
AYGAZ	139.90	30,750	221.00	18.47	58	AL	A	-1.8	1.9	9.13	24.2	54	6%	n.a	2%	3,054	4,035	55,567	78,506	941	2,357	11,235	15,716	10.1	7.6	2.7	2.0	33.9	13.5	32%	30%	16%	16%
PETKM	20.80	52,716	20.75	13.60	0	TUT	Y	4.52	8.41	137	48.1	11	5%	39%	0%	3,898	10,399	57,727	105,922	2,145	10,037	21,992	32,391	13.5	5.1	2.4	1.6	33.7	7.2	19%	38%	7%	16%
Petrol																								**10.1**	**6.4**	**2.7**	**2.0**	**33.7**	**7.2**	**32%**	**38%**	**16%**	**16%**
BIMAS	290.40	176,331	411.00	320.00	42	AL	A	6.22	10.2	69	67.8	50	4%	76%	5%	10,056	17,736	271,925	465,234	19,929	35,262	29,548	38,233	17.5	9.9	6.0	4.6	9.4	5.3	37%	52%	12%	13%
BIZIM	49.22	2,953	57.00	41.58	16	TUT	D	13.4	17.6	3.01	43.9	0	2%	35%	2%	126	311	23,318	34,012	1,096	1,714	478	726	23.4	9.5	6.2	4.1	2.6	1.7	26%	52%	2%	4%
SOKM	62.25	36,932	92.00	74.48	48	AL	A	2.89	6.72	22.9	45.7	37	1%	21%	2%	2,696	4,844	113,551	191,479	8,682	14,878	4,838	8,873	13.7	7.6	7.6	4.2	4.6	2.7	70%	71%	10%	11%
MGROS	362.40	65,614	496.00	399.00	37	AL	A	-3.4	0.19	26.3	50.8	44	2%	18%	2%	3,238	6,898	145,911	257,731	10,230	19,294	5,450	10,729	20.3	9.5	12.0	6.1	6.1	3.2	68%	85%	7%	9%
Ticari Mağazacılık																								**18.9**	**9.5**	**6.9**	**4.4**	**5.3**	**2.9**	**52%**	**61%**	**9%**	**10%**

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Takip Listesi Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-1

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

Fiyat ve Oranlar																																		
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D.	2024 Tem.V	2023 Kar ₺	2024 Kar ₺	2023 Satışlar ₺	2024 Satışlar ₺	2023 FAVÖK ₺	2024 FAVÖK ₺	2023 Özsermaye ₺	2024 Özsermaye ₺	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
ASELS	40.80	186,048	55.00	47.50	35	AL	Y	0.69	4.44	147	25.8	27	1%	7%	0%	18,229	29,250	58,821	92,322	14,650	23,186	57,690	86,211	10.2	6.4	3.2	2.2	13.6	8.6	37%	41%	20%	22%
Savunma Teknolojisi																								**10.2**	**6.4**	**3.2**	**2.2**	**13.6**	**8.6**	**37%**	**41%**	**20%**	**22%**
MPARK	146.40	30,457	220.03	150.29	50	AL	A	6.55	10.5	4	33.2	30			1%	2,162	3,960	16,668	26,675	3,984	6,231	3,967	7,476	14.1	7.7	7.7	4.1	8.3	5.3	75%	69%	21%	25%
SELEC	55.05	34,186	65.67	55.70	19	TUT	A	-12	-9.2	6.97	14.9	17	2%	18%	2%	3,480	3,840	84,034	125,343	4,244	5,390	9,700	13,018	9.8	8.9	3.5	2.6	7.8	6.2	43%	34%	11%	8%
Sağlık																								**12.0**	**8.3**	**5.6**	**3.4**	**8.1**	**5.7**	**59%**	**52%**	**16%**	**17%**
LOGO	62.90	6,290	103.69	97.13	65	AL	Y	-17	-14	5.01	66.3	38	2%	32%	3%	586	1,025	2,631	4,263	649	1,139	1,577	2,371	10.7	6.1	4.0	2.7	9.2	5.3	44%	52%	18%	22%
Teknoloji																								**10.7**	**6.1**	**4.0**	**2.7**	**9.2**	**5.3**	**44%**	**52%**	**18%**	**17%**
YATAS	31.54	4,725	54.45	45.46	73	AL	A	-17	-14	4.09	59	18	3%	32%	4%	622	1,154	10,279	17,786	1,330	2,543	1,872	2,839	7.6	4.1	2.5	1.7	4.8	2.5	38%	49%	11%	13%
Mobilya																								**7.6**	**4.1**	**2.5**	**1.7**	**4.8**	**2.5**	**38%**	**49%**	**11%**	**13%**
MAVI	102.50	20,359	167.18	111.21	63	AL	A	-7.3	-3.9	10.6	72.6	38	2%	184%	4%	2,644	4,180	20,115	33,499	4,567	7,419	4,904	8,290	7.7	4.9	4.2	2.5	4.2	2.6	71%	63%	22%	21%
Tekstil Entegre																								**7.7**	**4.9**	**4.2**	**2.5**	**4.2**	**2.6**	**71%**	**63%**	**22%**	**21%**
GWIND	29.12	15,725	45.59		57	AL		-17	-14	13.8	30	11	4%	57%	3%	1,174	1,949	1,693	2,903	1,366	2,326	2,759	4,201	13.4	8.1	5.7	3.7	11.5	6.7	51%	56%	33%	39%
Elektrik																								**13.4**	**8.1**	**5.7**	**3.7**	**11.5**	**6.7**	**51%**	**56%**	**33%**	**39%**
KOZAL	23.76	76,091	19.21	17.47	-19	SAT	A	-15	-12	155	29.9	23	1%	61%	3%	5,029	7,053	13,409	11,745	5,721	6,570	15,743	20,784	15.1	10.8	4.8	3.7	11.3	9.8	36%	39%		
Madencilik																								**15.1**	**10.8**	**4.8**	**3.7**	**11.3**	**9.8**	**36%**	**39%**		
ENJSA	51.20	60,471	72.86	46.34	42	AL	A	-2.7	0.96	35.5	20	32	7%	59%	8%	5,012	6,490	130,087	160,191	15,187	18,775	2,128	-69,421	12.1	9.3	28.4	-0.9	4.8	3.9	42%	-19%	17%	
Enerji																								**12.1**	**9.3**	**28.4**	**-0.9**	**4.8**	**3.9**	**42%**	**-19%**	**17%**	

Fiyat ve Oranlar																																		
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. F	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tı	5Y Ort.D	2024 Tem.V	2023 Kar ₺	2024 Kar ₺	2023 Satışlar ₺	2024 Satışlar ₺	2023 FAVÖK ₺	2024 FAVÖK ₺	2023 Özsermaye ₺	2024 Özsermaye ₺	2023 F/K	2024 F/K	2023 PD/DD	2024 PD/DD	2023 FD/FAVÖK	2024 FD/FAVÖK	2023 ROE	2024 ROE	2023 Aktif Karlılığı	2024 Aktif Karlılığı
EKGYO	7.13	27,094	12.01	13.12	68	AL		-9.9	-6.5	121	48.4	21	3%	21%	2%	5,015	5,566	12,855	15,081	5,010	5,704	22,699	28,049	5.4	4.9	1.2	1.0	4	4	24%	22%	10%	9%
ISGYO	22.12	21,208	27.05		22	AL		2.03	5.83	14.8	37.1	12	6%	38%	0%	9,305	14,689	728	2,756	257	2,017	23,147	37,835	2.3	1.4	0.9	0.6	95.5	12.2	50%	48%	41%	40%
OZKGY	9.23	13,439	13.58	11.02	47	AL	A	1.88	5.67	7.48	25	8			0%	26,877	35,568	1,098	3,483	509	2,816	31,027	53,309	0.5	0.4	0.4	0.3	22.6	4.1	112%	84%	99%	76%
TRGYO	32.36	32,360	53.83	28.49	66	AL	A	8.96	13	3.72	21.1	9	2%	6%	1%	29,392	47,455	4,638	12,004	2,013	6,901	66,300	113,040	1.1	0.7	0.5	0.3	17.2	5.0	59%	53%	53%	50%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları																								**1.7**	**1.1**	**0.7**	**0.4**	**19.9**	**4.5**	**54%**	**51%**	**47%**	**45%**

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Takip Listesi Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-1

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

Fiyat ve Oranlar																																	
														2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. f	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	Tem.V	Kar ₺		Mevduat ₺		Net Faiz G. ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		PD/Net Faiz Geliri		ROE		Aktif Karlılığı	
AKBNK	30.50	158,600	40.00	30.00	31	AL	A	-1	2.72	154	52.3	51	5%	15%	8%	62,610	72,437	1,040,108	1,206,645	49,071	95,138	201,133	261,048	2.5	2.2	0.8	0.6	3.2	1.7	35%	31%	4.6%	4.1%
ALBRK	4.18	10,450	5.70	3.70	36	AL	Y	3.47	7.32	13.2	39.5	18	3%	19%	4%	3,130	4,077					7,210	8,651	3.3	2.6	1.4	1.2			40%	51%	2.4%	2.4%
GARAN	46.00	193,200	64.00	46.00	39	AL	A	-9.5	-6.1	108	14	10	4%	16%	0%	62,045	84,743	1,203,571	1,632,874	66,842	102,950	205,954	278,288	3.1	2.3	0.9	0.7	2.9	1.9	35%	35%	4.4%	4.4%
HALKB	14.18	101,880	17.00	16.66	20	TUT	A	-6.9	-3.4	52.8	8.5	1	2%	5%	0%	9,006	22,433	1,607,615	1,948,625	40,899	76,815	127,323	159,154	11.3	4.5	0.8	0.6	2.5	1.3	8%	16%	0.5%	1.0%
ISCTR	22.10	220,999				Ö.Y		-11	-7.9	192	32.6	39	4%	14%																			
TSKB	6.86	19,208	9.95	7.00	45	AL	A	-5.6	-2.1	23.9	38.8	19	2%	13%	8%	7,413	9,836			10,703	13,712	20,195	28,919	2.6	2.0	1.0	0.7			45%	40%	5.2%	5.3%
VAKBN	16.96	168,174	23.00	16.00	36	AL	Y	25.6	30.3	57.7	6.07	2	1%	3%	0%	27,498	35,498	1,431,892	1,974,133	41,620	67,094	132,081	164,830	6.1	4.7	1.3	1.0	4.0	2.5	23%	24%	1.4%	1.4%
YKBNK	18.33	154,834	26.00	18.60	42	AL	A	9.11	13.2	204	38.8	33	4%	11%	7%	58,068	68,737	983,989	1,359,468	66,201	103,751	159,073	195,995	2.7	2.3	1.0	0.8	2.3	1.5	41%	39%	4.3%	3.6%
Bankacılık																								**3.1**	**2.3**	**1.0**	**0.7**	**2.9**	**1.7**	**35%**	**35%**	**4.3%**	**3.6%**
AKGRT	6.44	10,381	9.50	5.80	48	AL	A	-2.4	1.21	15	28	20	11%	75%	0%	1,023	1,477					2,902	4,407	10.1	7.0	3.6	2.4			42%	40%		
ANHYT	48.86	21,010	64.00	44.00	31	AL	A	4.4	8.29	2.78	15.1	7	7%	63%	3%	2,921	3,830					5,533	7,593	7.2	5.5	3.8	2.8			65%	58%		
ANSGR	58.00	29,000	85.00	25.00	47	AL	A	17.4	21.8	8.39	34.7	6	4%	33%	6%	6,189	8,405					11,655	16,644	4.7	3.5	2.5	1.7			75%	59%		
TURSG	38.66	44,904	70.00	32.87	81	AL	A	12	16.2	9.65	18.9	4	5%	36%	5%	8,170	12,310					16,583	27,229	5.5	3.6	2.7	1.6			73%	56%		
Sigorta																								**6.3**	**4.6**	**3.1**	**2.0**			**69%**	**57%**		

Fiyat ve Oranlar																																	
														2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024			2023	2024	2023	2024
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL Pe	1A Rel. f	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.T	5Y Ort.D	Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD				ROE		Aktif Karlılığı	
ENKAI	31.88	191,280	49.28	46.32	55	AL	A	-8	-4.6	80.3	8.89	29	4%	63%	2%	9,287	23,471	62,998	152,643	11,840	28,890	58,161	77,430	20.6	8.1	3.3	2.5			10%	35%	8%	21%
KCHOL	141.60	359,083	203.00	160.00	43	AL	A	2.98	6.81	114	26.4	62	2%	14%	3%	88,327	#######	1,070,435	1,391,565	281,200	347,560	208,547	303,056	4.1	3.4	1.7	1.2			49%	41%	5%	4%
SAHOL	54.90	112,018	95.00	74.50	73	AL	A	-2.8	0.79	94.2	50.5	47	4%	15%	3%	44,533	54,901	319,955	383,946	105,054	123,583	141,794	193,066	2.5	2.0	0.8	0.6			37%	33%	3%	4%
SISE	50.05	153,314	73.15	54.72	46	AL	A	-8.5	-5.1	158	48.9	21	2%	18%	2%	17,405	20,188	132,616	196,496	23,912	37,302	114,247	156,384	8.8	7.6	1.3	1.0			18%	15%	9%	7%
TKFEN	44.54	16,480	70.63	60.83	59	AL	A	-14	-11	19.2	49.6	21	5%	5%	3%	1,648	1,622	42,987	52,618	2,427	2,519	11,526	13,076	10.0	10.2	1.4	1.3			15%	13%	5%	4%
AGHOL	211.50	51,508	300.00	247.00	42	AL	A	-3.8	-0.2	10.2	37.5	23	1%	n.a	0%	8,070	11,140	316,986	416,157	38,630	54,800	22,509	33,564	6.4	4.6	2.3	1.5			44%	40%	4%	4%
Holding																								**7.6**	**6.1**	**1.6**	**1.2**			**27%**	**34%**	**5%**	**4%**

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

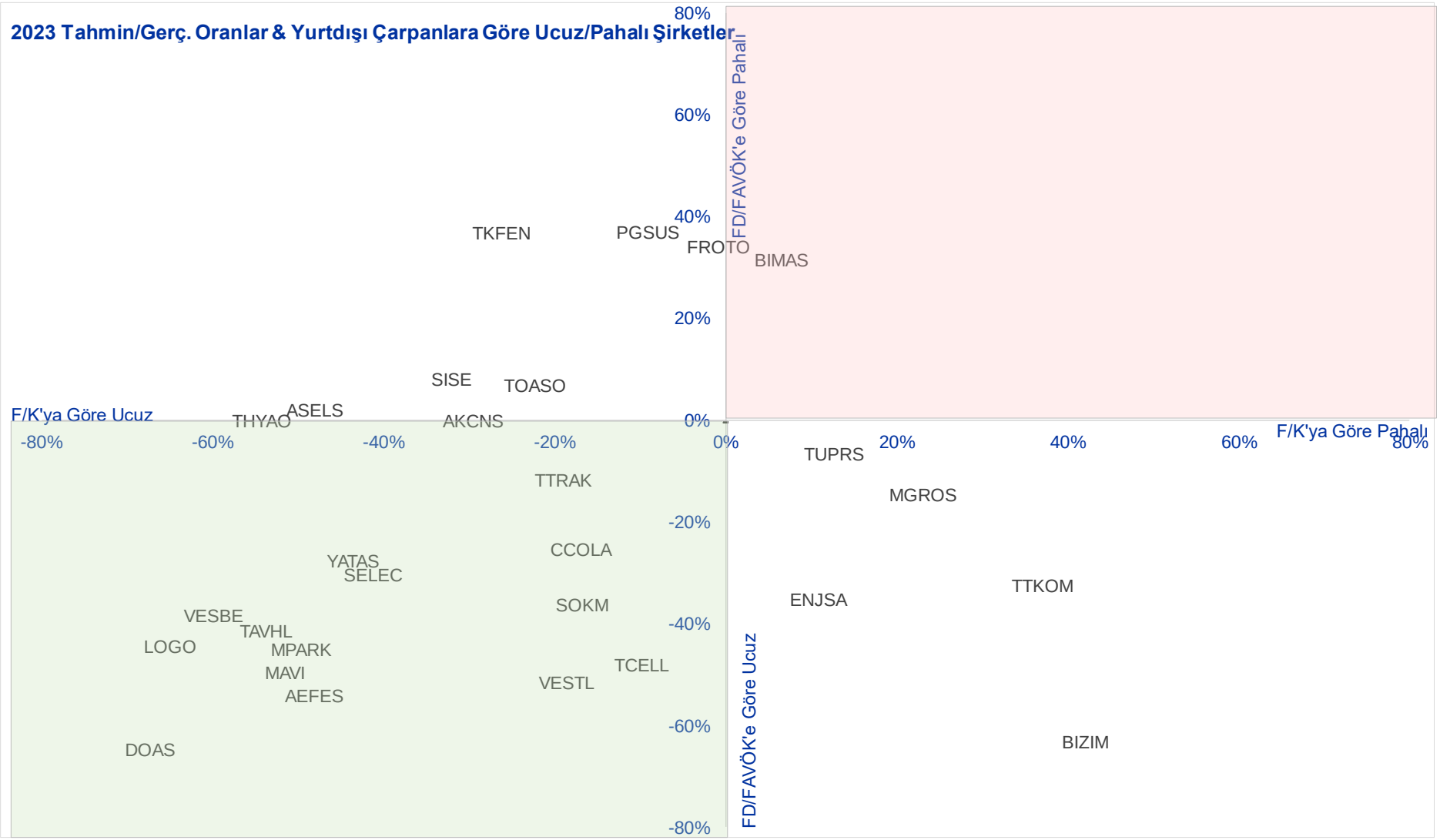
Takip Listesi Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-1

İŞ YATIRIM

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler – Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2023 T/G)

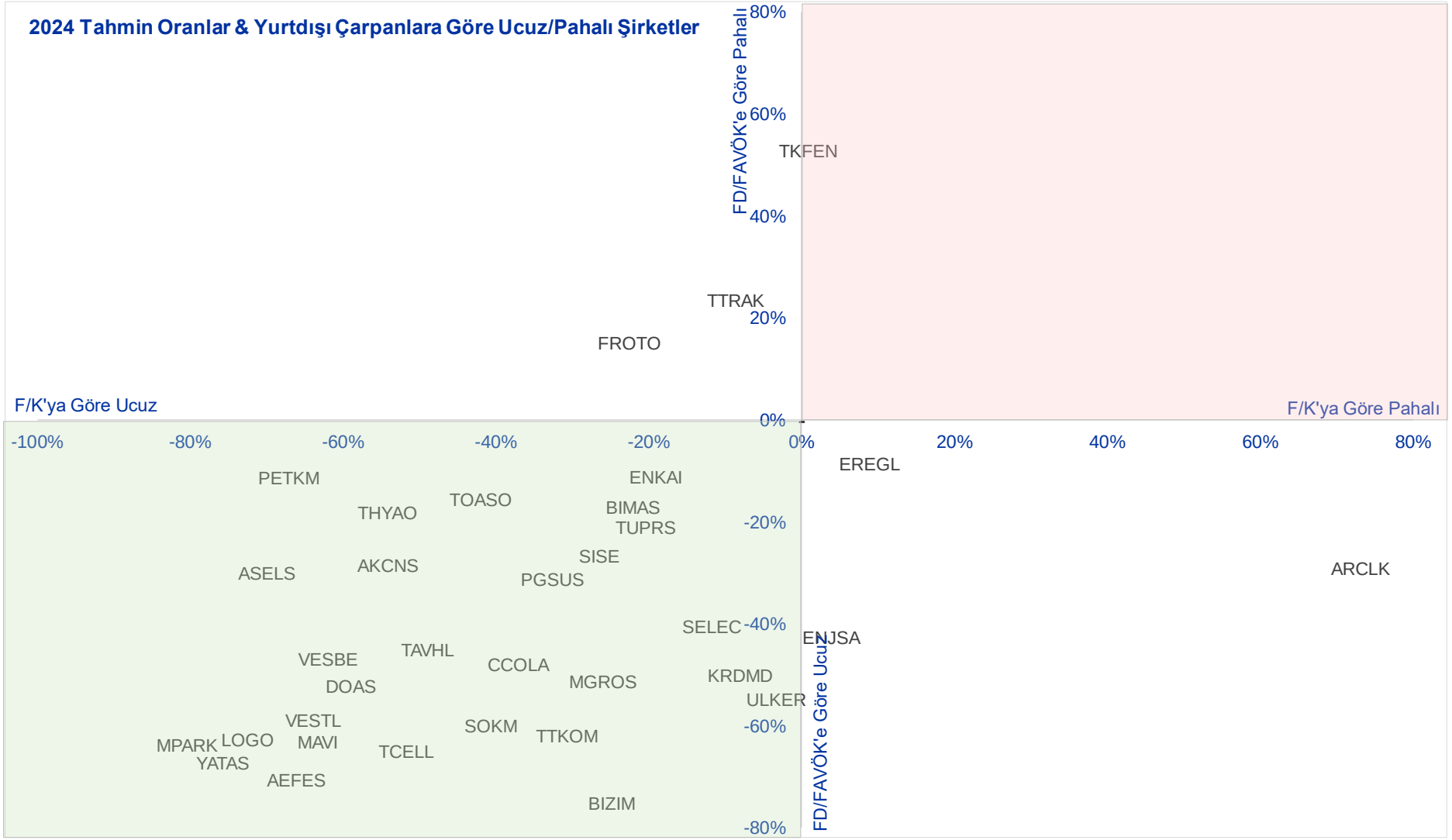


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler - Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2024)

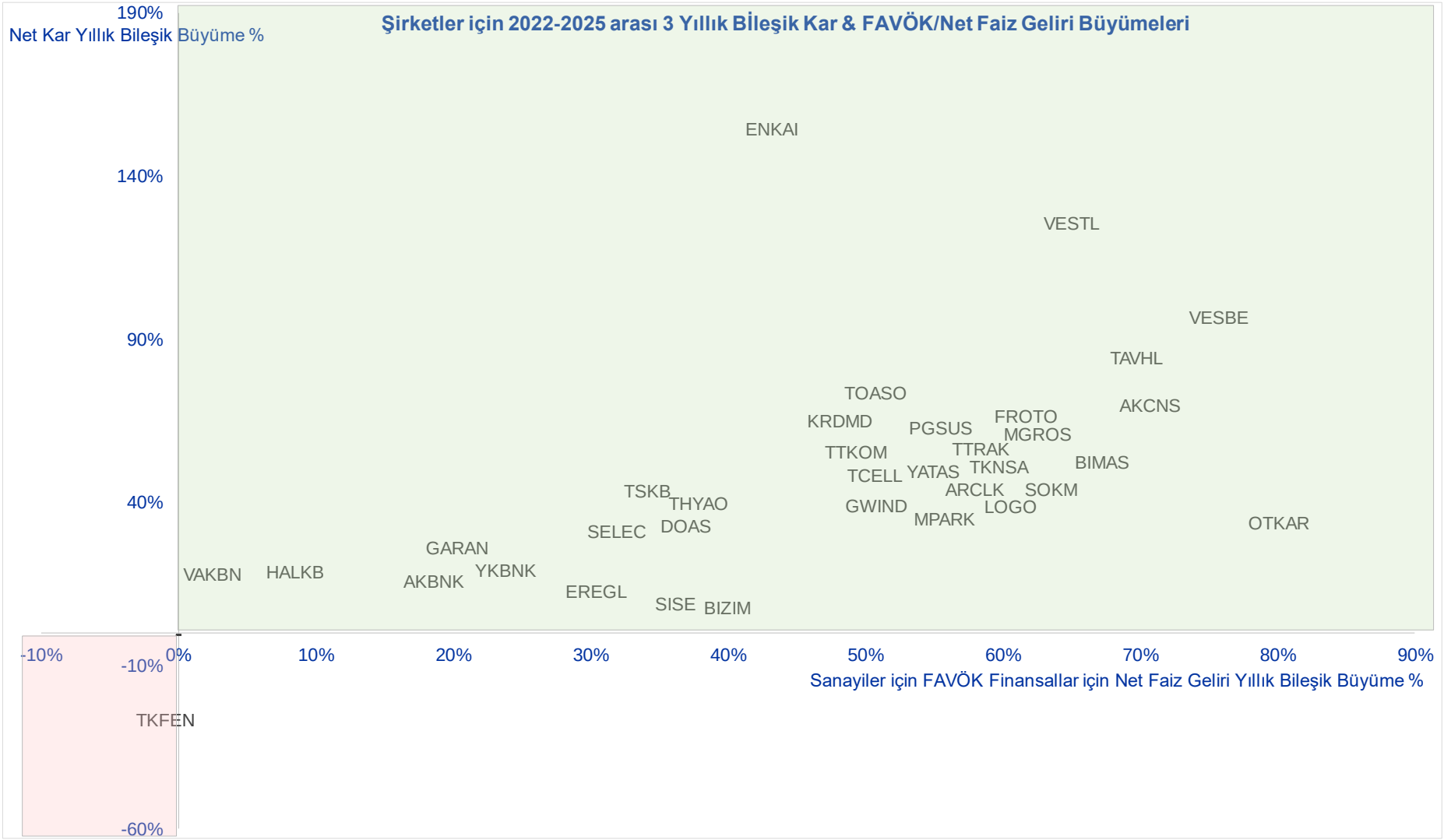


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri,FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2022G-2025T)

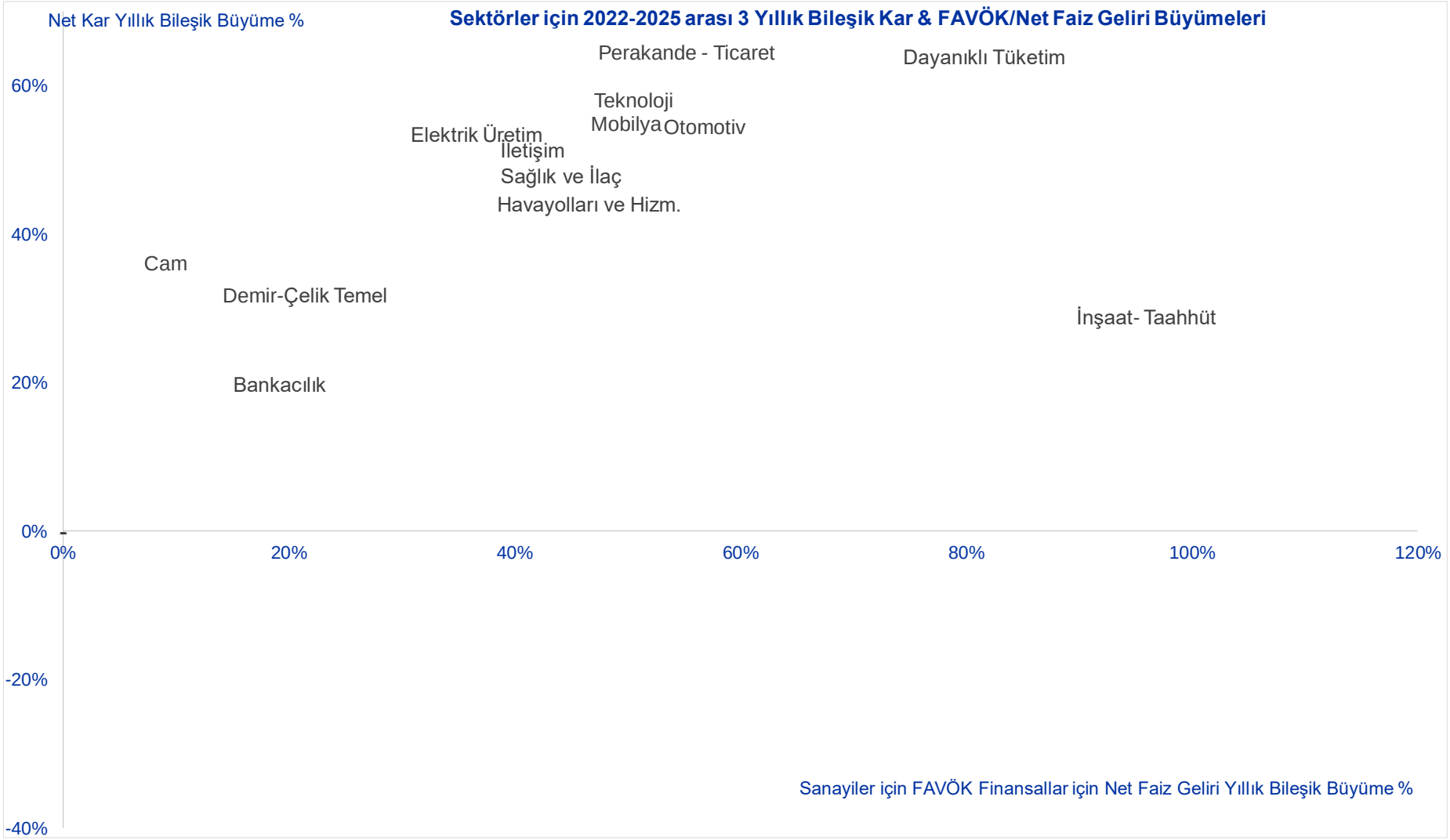


Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri,FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2022G-2025T)

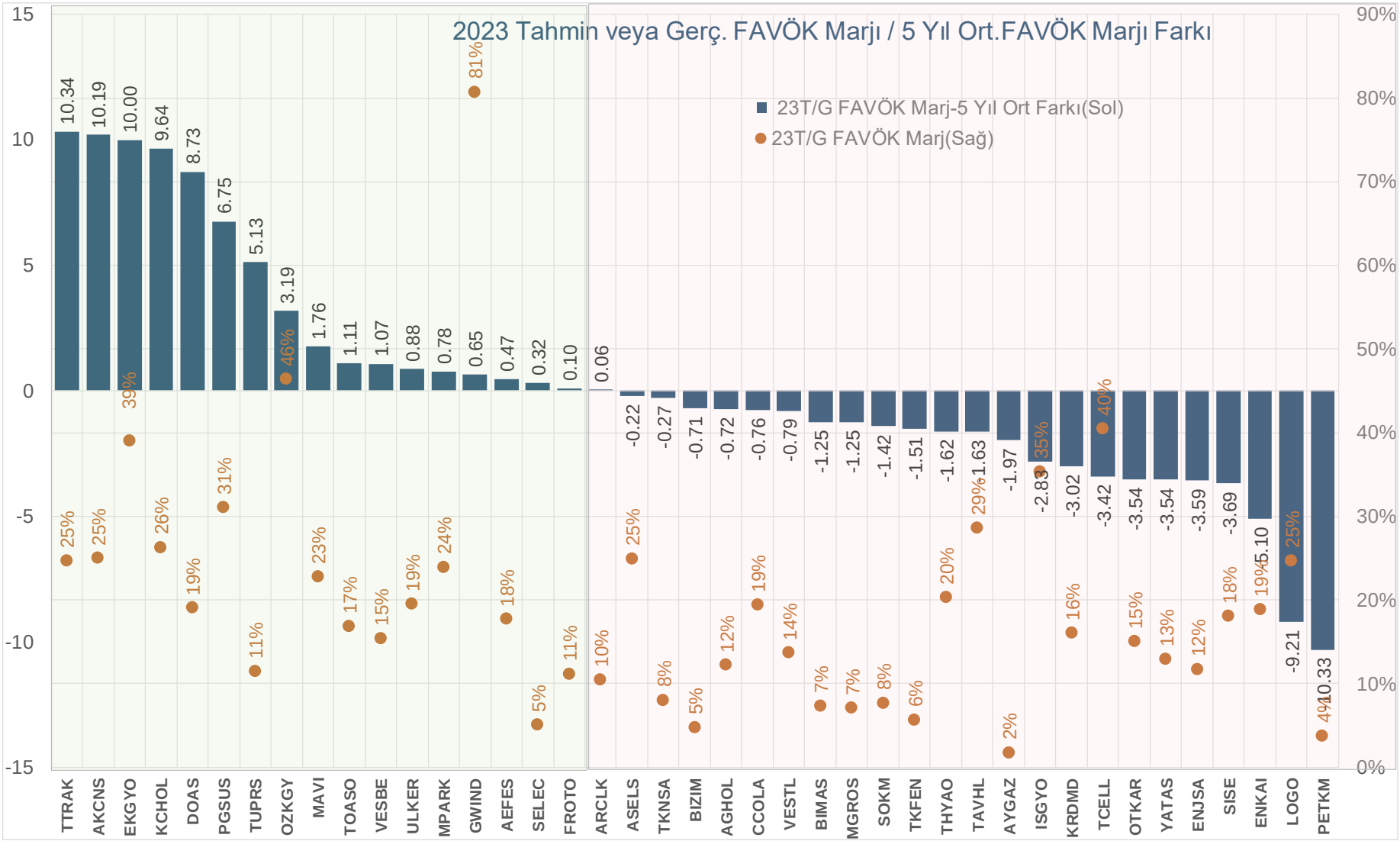


Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

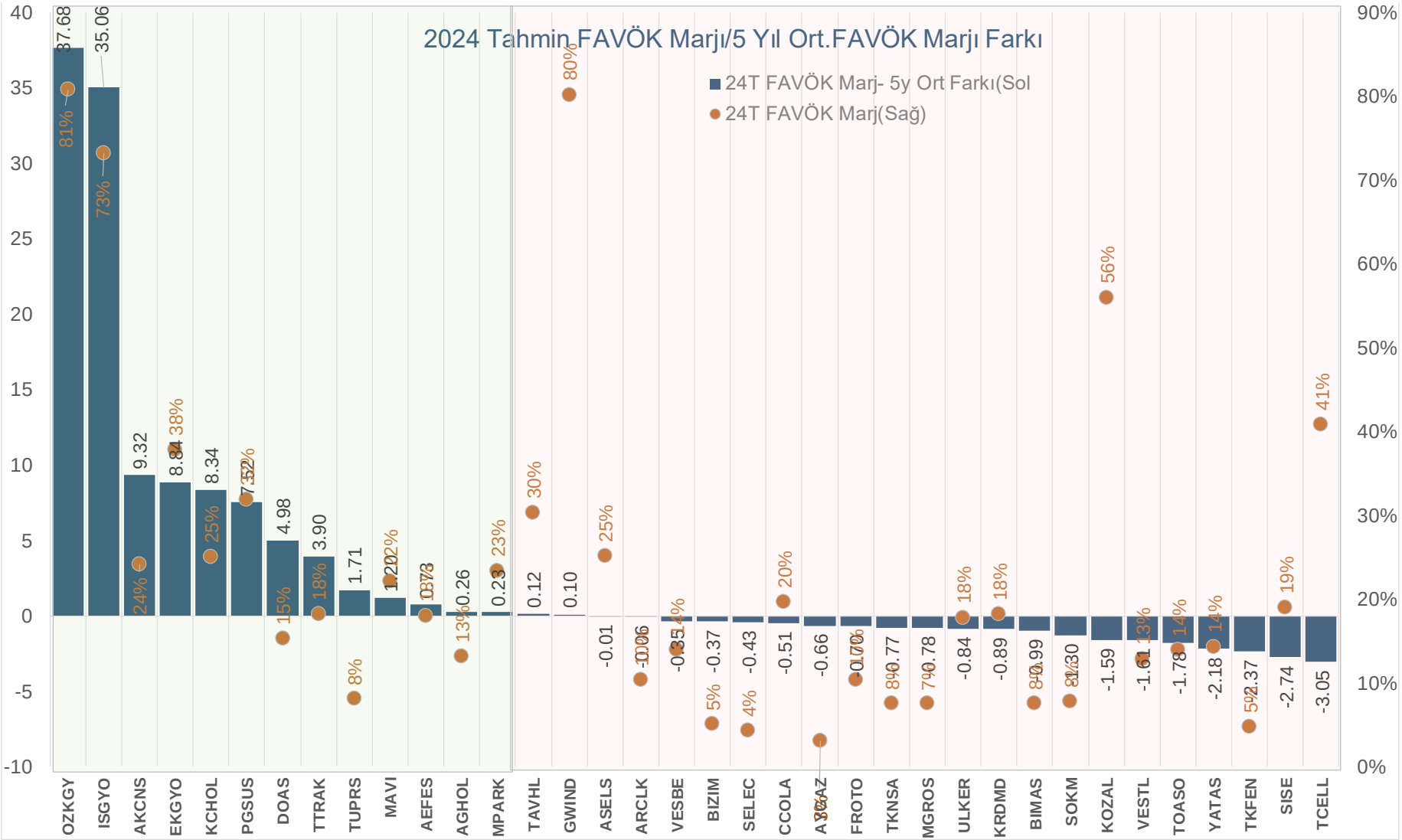
BIST Grafikler – 2023T/G Marjları ve Tarihsel Ortalamalar



Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

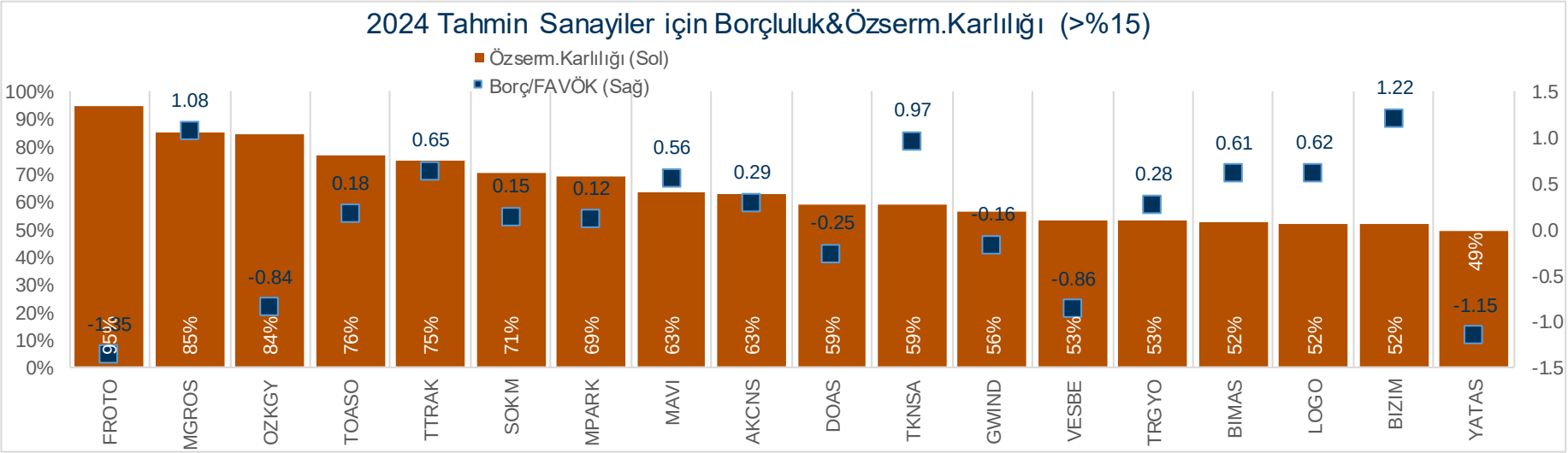
BIST Grafikler - 2024T Marjları ve Tarihsel Ortalamalar

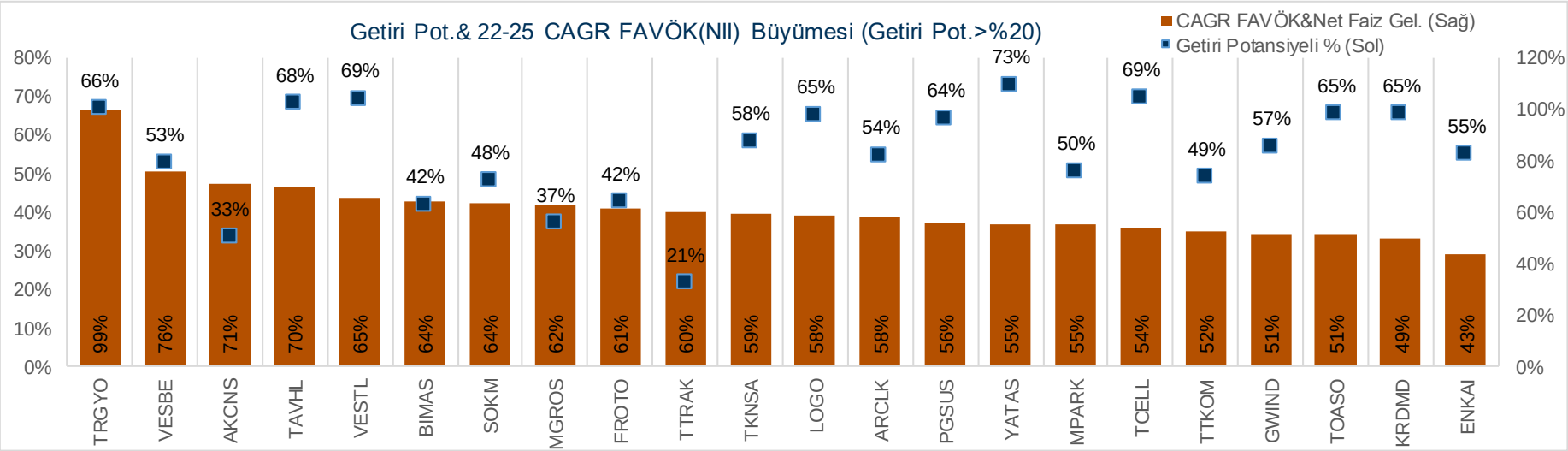


Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

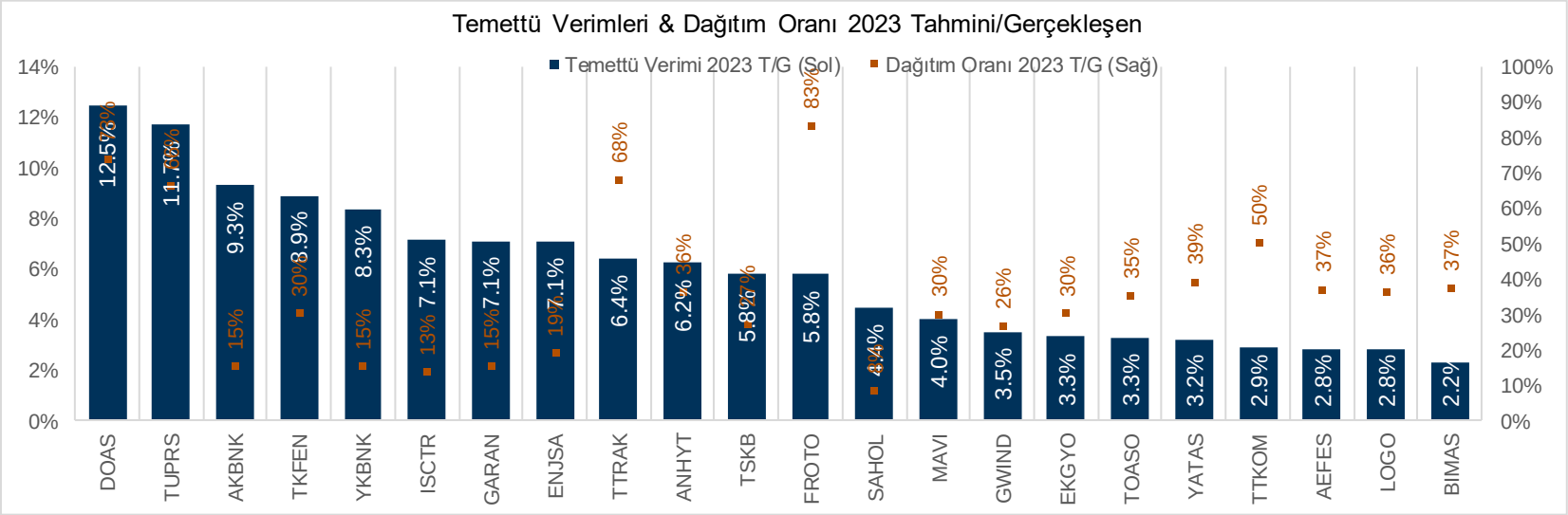
BIST Grafikler – Borçululuk Rasyosu ve Karlılık Momentumu

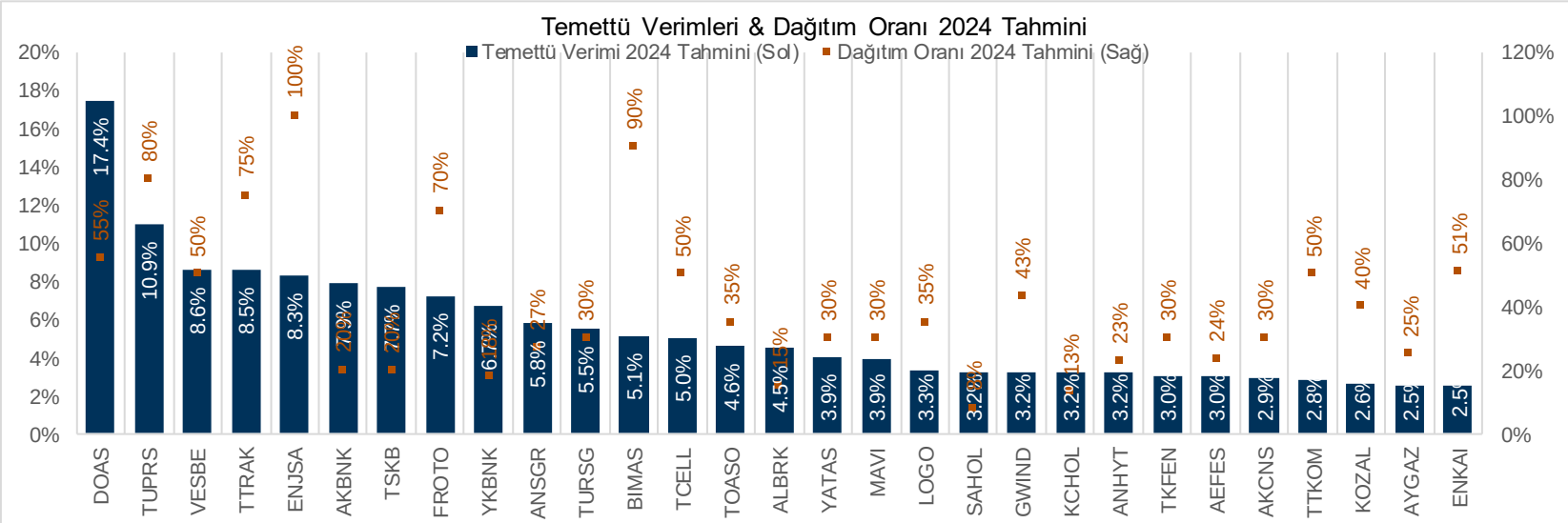




Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

BIST Grafikler – Temettü Verimi & Temettü Dağıtma Oranları





İŞ YATIRIM

Temettü Tahmin Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-5

BIST Grafikler – F/K ve FD/FAVÖK için Tarihsel Ortalamalara Göre Prim/İsk.

2023 Tahmin/Gerç. ve Tarihsel Ort.F/K Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. Gerç.F/K Ort.	23T/G F/K	23T/G F/K & Tar.F/K Ort.Karş.
OZKGY	4.25	0.50	-88%
TRGYO	3.96	1.10	-72%
ALBRK	8.23	3.34	-59%
DOAS	7.59	3.15	-58%
AKBNK	6.04	2.53	-58%
MAVI	17.03	7.70	-55%
SAHOL	5.53	2.52	-55%
TKNSA	13.32	6.13	-54%
ISGYO	4.59	2.28	-50%
GARAN	6.04	3.11	-48%
TSKB	4.84	2.59	-46%
YKBNK	4.97	2.67	-46%
AEFES	14.33	7.95	-45%
KCHOL	7.29	4.07	-44%
LOGO	19.14	10.73	-44%
TURSG	9.75	5.50	-44%
ANSGR	8.11	4.69	-42%
CCOLA	17.18	10.56	-39%
THYAO	7.36	4.60	-37%
VESBE	9.25	5.84	-37%
ANHYT	10.81	7.19	-33%
EKGYO	8.05	5.40	-33%
AGHOL	8.89	6.38	-28%
ASELS	13.99	10.21	-27%
TTRAK	11.87	8.77	-26%
YATAS	10.15	7.60	-25%
TOASO	9.95	7.60	-24%
TAVHL	12.51	9.67	-23%
MPARK	17.70	14.09	-20%
BIMAS	21.89	17.53	-20%
PGSUS	9.68	7.80	-19%
FROTO	12.02	9.70	-19%
TUPRS	8.64	7.31	-15%

2023 Tahmin/Gerç. Tarihsel FD/FAVÖK Ort. Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. Gerç. FD/FAVÖK Ort.	23T FD/FAVÖK	23T/G FD/FAVÖK & Tar.FD/FAVÖK Ort.Karş.
AGHOL	8.51	1.85	-78%
SAHOL	27.97	11.22	-60%
TKNSA	5.43	2.20	-59%
DOAS	6.90	2.87	-58%
TUPRS	9.25	4.08	-56%
BIZIM	5.60	2.63	-53%
EKGYO	8.65	4.21	-51%
KCHOL	10.43	5.46	-48%
ULKER	9.93	5.71	-42%
THYAO	8.24	5.06	-39%
PGSUS	9.42	6.40	-32%
BIMAS	13.42	9.38	-30%
LOGO	12.75	9.22	-28%
CCOLA	8.42	6.28	-25%
KRDMD	6.22	4.68	-25%
TCELL	4.94	3.77	-24%
TTRAK	8.80	6.77	-23%
MAVI	5.45	4.21	-23%
VESTL	4.44	3.44	-23%
AEFES	6.60	5.16	-22%
ARCLK	8.13	6.73	-17%
VESBE	5.54	4.63	-16%
YATAS	5.69	4.83	-15%
SOKM	5.30	4.55	-14%
TTKOM	4.82	4.35	-10%
MGROS	6.71	6.09	-9%
FROTO	9.85	9.03	-8%
TAVHL	8.76	8.12	-7%
TOASO	7.72	7.20	-7%
ENJSA	4.97	4.80	-3%
ASELS	13.96	13.64	-2%

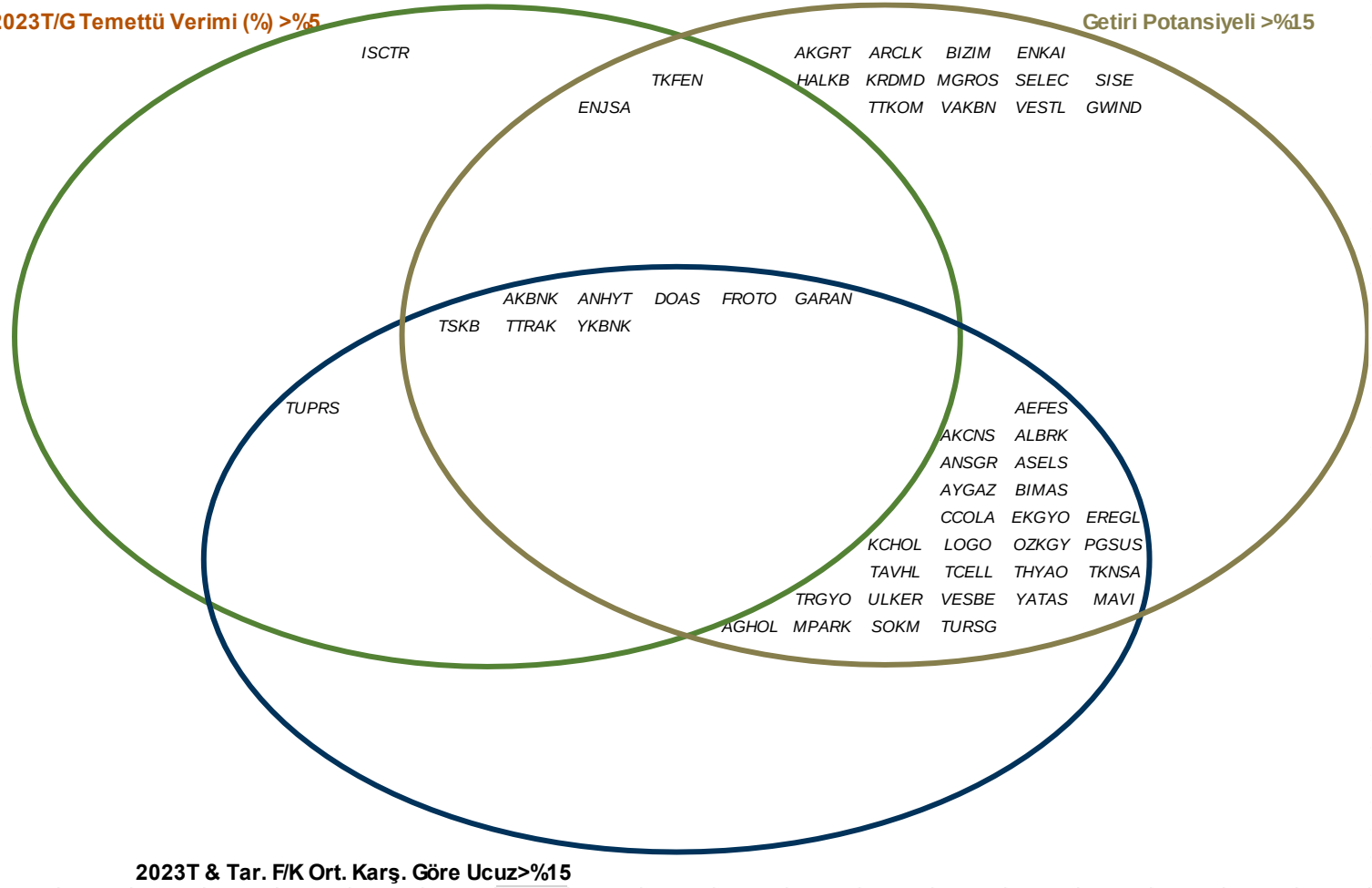
Tarihsel Ortalamalara Göre Prim/İskonto Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx#page-4

BIST Grafikler – Yabancı Payı Değişimleri

Yabancı Payı Değişimi					
Hisse	Cari Oran(%)	1 Ay Yabancı Δ >0 (baz puan)	Getiri Potansiyeli % >5	2023 Tahmini Kar Δ >0	1 Ay Göreceli Getiri %
TKNSA	9.2	6.37	58%	106%	32.42
ALBRK	17.8	5.95	36%	69%	7.32
ANHYT	7.0	3.23	31%	110%	8.29
AKCNS	12.4	2.36	33%	111%	6.04
TTRAK	45.4	2.17	21%	217%	-8.30
KCHOL	62.4	1.72	43%	27%	6.81
YATAS	17.7	1.62	73%	21%	-14.14
ENKAI	29.1	1.53	55%	374%	-4.59
GWIND	11.6	1.22	57%	12%	-14.19
ANSGR	6.2	1.21	47%	368%	21.78
BIMAS	49.9	0.74	42%	23%	10.18
MGROS	43.9	0.71	37%	26%	0.19
YKBNK	32.9	0.69	42%	10%	13.17
EKGYO	21.6	0.69	68%	65%	-6.50
AKBNK	51.6	0.64	31%	4%	2.72
TAVHL	62.9	0.57	68%	146%	8.07
SOKM	37.7	0.46	48%	13%	6.72
GARAN	9.9	0.41	39%	6%	-6.08
TURSG	4.1	0.39	81%	749%	16.16
AGHOL	23.6	0.35	42%	112%	-0.24
SAHOL	47.2	0.22	73%	2%	0.79

Yabancı Oranları Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx#page-3

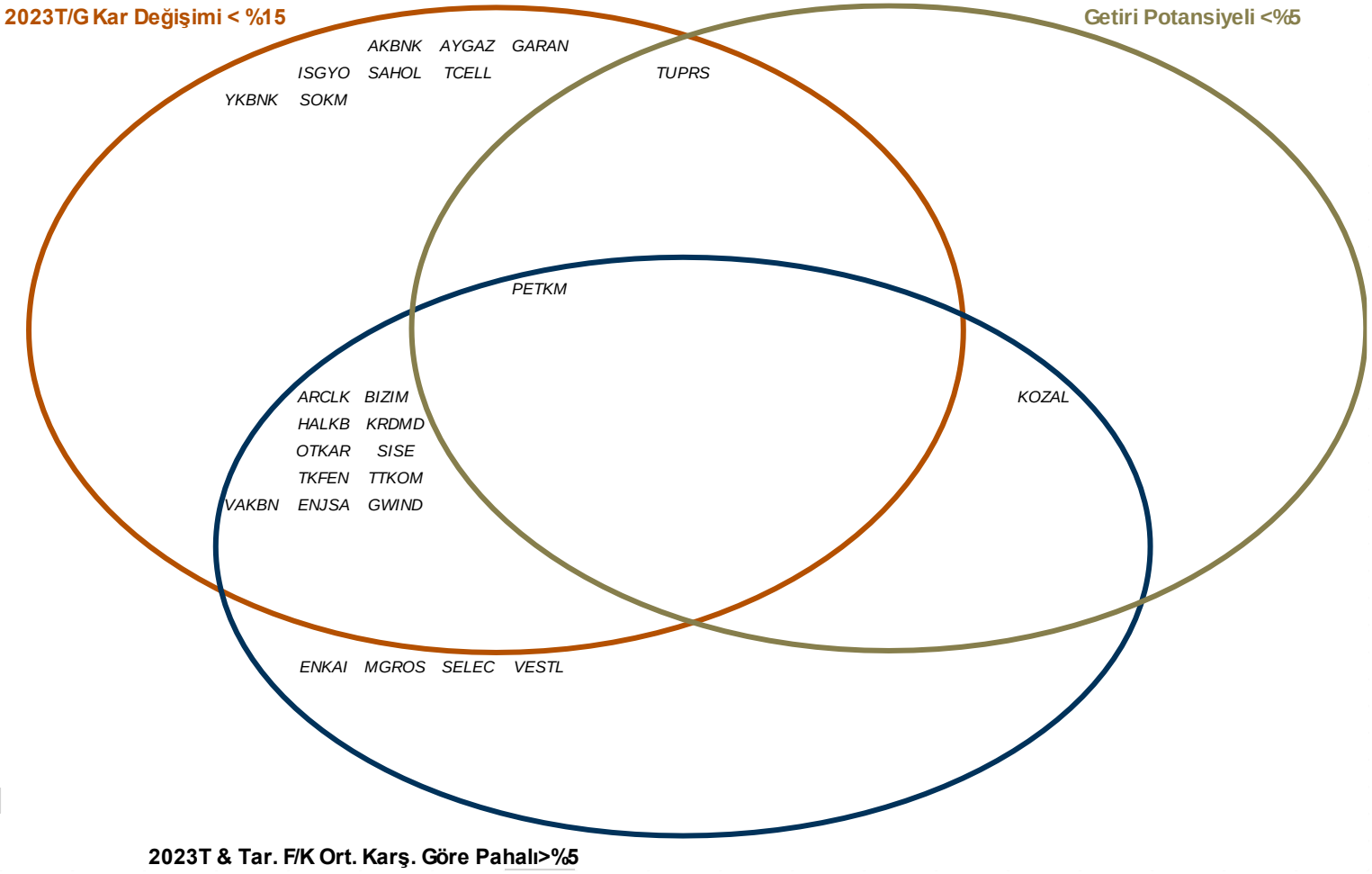
BIST Grafikler – Yüksek Tem. Verimi, Yüksek Potansiyel



Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

BIST Grafikler – Büyümesi sınırlı şirketler



Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx

İŞ YATIRIM

Yatırım Özeti
Hedef Fiyat Değişiklikleri
Sektör Değerlendirmeleri
En Çok Önerilen Hisseler
Takip Listesi
BIST Grafik & Veriler
Portföy Getirileri

İŞ YATIRIM

Portföy Getirileri

Orta ve Uzun Vadeli İşlemler

Orta ve uzun vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için uygun olan model portföy getirimizin yıllara göre dağılımını aşağıdaki tabloda görebilirsiniz.

En Çok Önerilenler Listesi Getiri Tablosu		
Yıllar	L Performans	Göreceli Performans
2006	27.0%	29.0%
2007	48.0%	4.0%
2008	-49.0%	5.8%
2009	211.0%	59.0%
2010	50.0%	20.0%
2011	-18.7%	4.6%
2012	84.7%	21.1%
2013	-4.7%	9.2%
2014	47.5%	17.6%
2015	-14%	4.4%
2016	18%	7.7%
2017	65%	11.4%
2018	-5.8%	19.0%
2019	62.9%	27.1%
2020	60%	22.0%
2021	38.9%	10.4%
2022	183.4%	-4.5%
2023	69.3%	20.3%

Uyarı Notu

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

İş Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25 : AL
%10< Artış Potansiyeli < %25 :TUT
Artış Potansiyeli < %10 : SAT

Her sınır değeri için analist +/- %5 kanaat kullanabilmektedir.