

2024 Ekonomik Görünüm ve Hisse Strateji Raporu

10 Ocak 2024

2023 özeti: Türk hisse senetleri 2023'te de dalgalı bir yıl yaşadı; BIST100 Endeksi 2022'deki güçlü getirisinin ardından TL bazında %36 artış, ABD doları bazında ise -%14'lük negatif bir getiriyle yılı tamamladı. Mayıs ayındaki Cumhurbaşkanlığı seçimleri sonrasında piyasalar, yeni ekonomi ekibi ve ekonomi politikası değişikliklerinin heyecanı ile toparlanmayı başarsa da, sıkılaştırılan finansal koşullar ve jeopolitik gerilimler nedeniyle bu kazanımların bir kısmı yılın son aylarında silindi. Bankalar 2023'te %73'lük artışla pozitif ayrışmaya devam ederken, sanayi endeksi ise %30'luk kazanç kaydetti.

2024 Ekonomik Görünümü: Yılın 1. ve 2. yarısında hem küresel hem de yurtiçi piyasalar tarafında iki farklı senaryo gözlenebilir. Küresel tarafta, ilk yarı yavaşlamanın ve enflasyonda katılık riskinin ön planda olduğu; ikinci yarı ise olası faiz indirimlerinin risk iştahını desteklediği süreçler gerçekleşebilir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme döngüsüne geçme konusunda beklenenden daha sabırlı bir tutum sergilemeleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin seçici seyretmesine neden olabilir. Türkiye özelinde beklenen dezenflasyon süreci başlayana kadar belirsizlikler ön planda kalmaya devam edebilir; ancak, ekonomi yönetiminin mevcut duruşunu sabır ve kararlılıkla sürdürmesi durumunda Türkiye'nin dipten dönüş hikayesiyle emsal ülkeler arasında en pozitif ayrışanlardan biri olabileceğini değerlendiriyoruz.

Hisse senedi piyasası 2024 Görünümü: Sıkı para politikası yakın vade için Şirket karları üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor, fakat piyasa için olumlu olmamızı destekleyen faktörler ağır basıyor: **(1)** henüz değerlemelere yansımadığını düşündüğümüz ülke risk primindeki iyileşme ve düşen uzun vadeli faizler **(2)** Dezenflasyon sürecinin başlaması ile birlikte hisse senedi ve TL tahvillerin değerinin birlikte yükselebileceğine yönelik beklenti **(3)** yurt içi yerleşiklerin hisse sahipliğinin halen çok düşük olması ve neredeyse tarihi düşük yabancı sahipliği **(4)** düşük hane halkı borcuna sahip dirençli hanehalkı profilinin, iç talepte keskin bir daralma riskini azaltıyor oluşu **(5)** 2Y'24'ten itibaren küresel toparlanma teması ile birlikte ihracat ve emtia fiyatlarında artış beklentisi.

Değerlemeler: 2024 sonu BIST100 hedefimiz 11.400 olup %47 artış potansiyeline işaret etmektedir. Tahminlerimiz 2024'de %25'lik toplam kar artışına işaret ediyor (finansallar için %20 ve finansal olmayan şirketler için %27). Araştırma listemizdeki şirketler için 2024T F/K çarpanı 4,8x gibi düşük bir değerlemeye işaret ediyor. Bankalar ve holdingler hariç, listemizin F/K çarpanı ise 2024T için 6,3x seviyesindedir. Bankacılık sektörü için ise 2024T F/K çarpanını 3,0x olarak hesaplıyoruz.

Riskler: **(1)** Mali kesim hariç borsada işlem gören şirketler 2023'4Ç döneminden itibaren enflasyon muhasebesini uygulamaya başlayacak, 2022 yılı rakamları da revize olacak. Bu durum kar beklentilerinde bazı belirsizliklere neden olabilir. **(2)** Artan blok satışlar vb. riskler ile piyasa likiditesinin zayıflama riski oluşabilir. **(3)** Jeopolitik gerilimler artabilir ve piyasa beklentileri üzerinde bir miktar baskı oluşturabilir.

Model Portföyde Değişiklikler: TOASO, ENKAI, TAVHL, VAKBN, MGROS ve EREGL'yi model portföye eklerken, KCHOL ve KRDMMD ise çıkartıyoruz. Eşit ağırlıklı model portföyümüzün geri kalan bileşenleri ise YKBNK, TTKOM, TCELL, SAHOL, PGSUS, EKGYO, PETKM, RYGYO'dur. Model portföyümüz 2023'te %101 getiri sağlarken, aynı dönemde BIST100'e göre relatif getirisi %48 olarak gerçekleşti.

Araştırma Kapsamına Alınan Yeni Hisseler: TRCAS, AYDEM ve SUNTK'i Araştırma kapsamına dahil ediyoruz. **TRCAS** (Hedef Fiyat: 49.0 TL) enerji ve perakende sektörlerine çok düşük çarpanlar ile yatırım fırsatı sunarken, **AYDEM** (Hedef Fiyat: 45.0 TL) tamamı yenilenebilir en büyük enerji üretim portföyüne sahip Şirket olarak yapmakta olduğu kapasite artışları ve artmasını beklediğimiz kapasite kullanım oranları ile yüksek faaliyet kar artışı potansiyeli taşımaktadır. **SUNTK** (Hedef Fiyat: 25.0 TL) ise Türkiye'nin AB pazarına coğrafi yakınlığından yararlanan ve yüksek katma değerli kumaş işini genişleterek büyüyen lider moda tedarikçisi olarak dikkat çekmektedir.

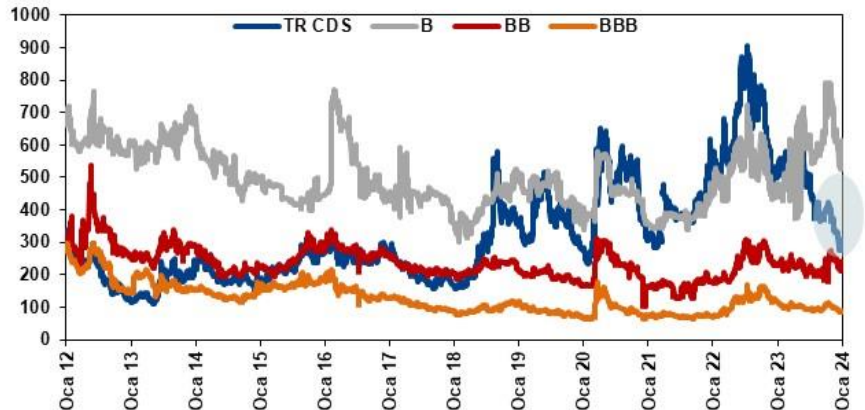
2024 Makroekonomik Görünüm: Potansiyel Geri Dönüş Yılı

Piyasalar, 2024 yılına, resesyona olmaksızın önemli bir dezenflasyon eğilimini yakalamayı hedefleyen Türkiye'nin yeni ekonomi programına yönelik yapıcı görüşlerle başlıyor. TCMB'nin para politikasında sıkılaştırma ve politika araçlarını sadeleştirme adımları 2023 yılında piyasalar tarafından memnuniyetle karşılandı ve Türkiye'nin risk priminde önemli bir iyileşme görüldü. Ekonomi politikası açısından 2024 yılındaki temel zorluk dezenflasyon konusundaki kararlılık ve sıkı duruşun yeterli süre korunacağı konusunda piyasaları ikna etmek olabilir. Programın sürdürülebilirliğine yönelik güven arttıkça yabancı girişlerinin gitgide hızlanacağını düşünüyoruz.

Yıl genelinde Türkiye'de iktisadi faaliyetin dengelenme eğiliminde olmasını bekliyoruz. 2024 yılı büyüme tahminimiz %3,5 seviyesinde. Cari açık / GYSH oranının 2023'teki %4,6'dan 2024'te %3,2'ye yavaşlayacağını; ancak, 2023 yılı sonunda %3,2 olarak öngördüğümüz ettiğimiz bütçe açığı / GSYH oranının 2024'te %4,5'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. TÜFE'nin Mayıs'ta %70 ile zirveye ulaşmasını ve TCMB'nin politika faizini 3Ç ya da 4Ç'ye kadar %45 seviyesinde korumasını dolayısıyla da yılın tamamına yakınında beklenen enflasyona göre pozitif reel getirinin korunmasını bekliyoruz. Enflasyonun 2024 sonunda %42,2 ve yıl genelinde ortalama %54,3 olacağını tahmin ediyoruz. TL'nin dolar karşısında enflasyondan daha az değer kaybetmesini, diğer bir ifadeyle reel olarak değer kazanmasını bekliyoruz. Dolar/TL varsayımlarımız yılsonu için 37,28 (2023 sonuna göre yaklaşık %27 yükseliş) ve ortalama olarak 33,34 (2023 ortalamasına göre %41 civarında daha yüksek) seviyelerinde.

2024 yılının birinci ve ikinci yarısında hem küresel hem de yurtiçi piyasalar tarafında iki farklı senaryo gözlenebilir. Küresel tarafta, ilk yarı yavaşlamanın ve enflasyonda katılık riskinin ön planda olduğu; ikinci yarı ise olası faiz indirimlerinin risk iştahını desteklediği süreçler olabilir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşeme döngüsüne geçme konusunda beklenenden daha sabırlı bir tutum sergilemeleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin seçici seyretmesine yol açabilir. Jeopolitik gelişmeler, enerji ve gıda fiyatları, seçimler (özellikle ABD Başkanlık, Avrupa Parlamentosu), Çin'in büyüme performansı gibi başlıklar yıl boyunca küresel risk iştahı ve sermaye hareketleri üzerinde belirleyici rol oynayacaktır. Ekonomi yönetiminin mevcut duruşunu sabır ve kararlılıkla sürdürmesi durumunda, Türkiye'nin dipten dönüş hikayesiyle, emsal ülkeler arasında en pozitif ayrılanlardan biri olabileceğini değerlendiriyoruz. Ayrıca, ülke kredi notunda artış döngüsünün de 2024 yılı itibarıyla başlayabileceğini düşünüyoruz.

Türkiye ve Benzer Nota Sahip Ülke Risk Primleri
Baz Puan

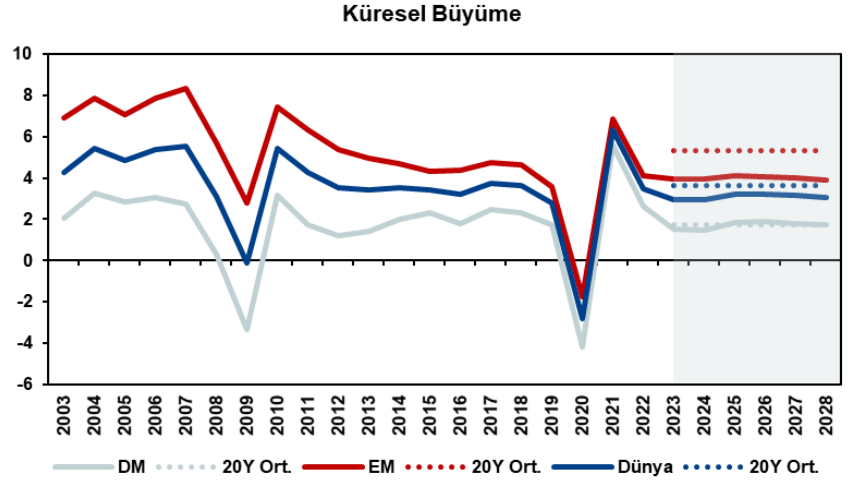


Küresel Görünüm

Zorlu bir ilk yarı sonrası ikinci yarı risk iştahı güçlenebilir.

1Y24'te yavaşlama/resesyon endişeleri artabilir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artışlarında sona geldiği beklentileri risk iştahını bir miktar desteklese de, yapılan sözlü yönlendirmeler olası faiz indirim süreci konusunda aceleci olmayacaklarını işaret ediyor. Yapılan artışların birikimli ve gecikmeli etkilerinin büyüme üzerindeki yavaşlatıcı sonuçları 2024 yılının ilk yarısında bir miktar daha görünür hâle gelebilir. Merkez bankalarının faiz indirimi konusunda aceleci olmamaları resesyon endişelerinin, dolayısıyla piyasalardaki stresin artmasına neden olabilir. Yılın ikinci yarısında görülebilecek olası faiz indirimleri risk iştahını yeniden destekleyebilir.

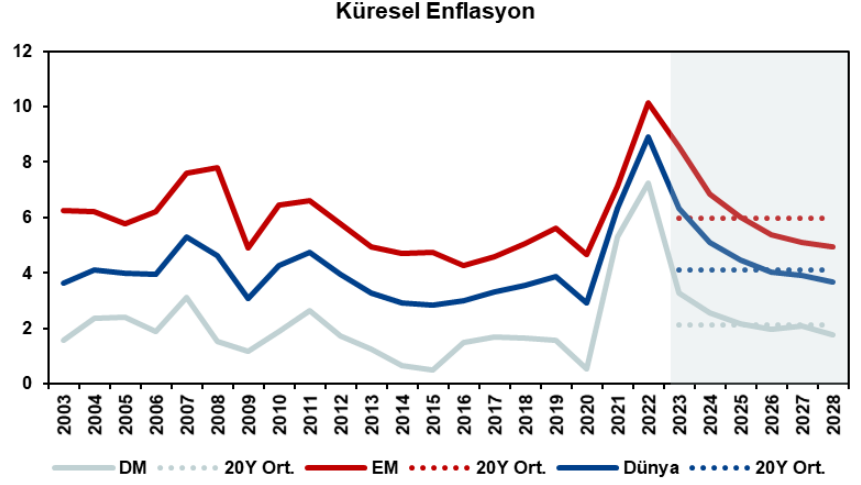
IMF'nin Ekim 2023 Küresel Ekonomik Görünüm Raporuna göre, 2022'de %3,5 olan küresel büyümenin 2023'te %3,0'a ve 2024 yılında %2,9'a yavaşlaması bekleniyor. Tahmin ufku boyunca (2028'e kadar), 2003-2022 dönemindeki 20 yıllık ortalama olan %3,6'nın altında kalınacağı tahmin ediliyor. 2022'de %2,6 olan gelişmiş ülkelerdeki (DM) ortalama büyümenin, sıkı politika adımlarının etkisini göstermeye başlamasıyla, 2023'te %1,5'e ve 2024'te %1,4'e yavaşlaması beklenmekte (2003-2022 Ort.: %1,8). 2022'de %8,7 olan EM ortalama büyümesinin, 2023'te %4,1'e ve 2024'te %4,0'a yavaşlaması öngörülmekte (2003-2022 Ort.: %5,3). Özellikle uzun vadede, gelişmekte olan ülkelerdeki (EM) büyümenin tarihsel ortalamanın belirgin şekilde altında kalacağını beklenmesi dikkat çekici.



Enflasyonda katılık riski yüksek. Pandemi dönemine özgü arz şoklarının önemli ölçüde aşılması ve finansal koşullardaki sıkılaşmaya ek olarak baz etkilerinin de katkısıyla 2Y23'te küresel enflasyonda kayda değer bir yavaşlama gözlemlendi. Ancak, pandemi döneminde mal grubuna (yakın dönemli maliyete hassas) yönelik artan talebin hizmet grubuna (geçmişe endeksleme davranışının ağır bastığı) kayması enflasyonda katılık riskini de beraberinde getirmekte.

IMF'nin Ekim 2023 Küresel Ekonomik Görünüm Raporuna göre, 2022'de %8,7 olan küresel enflasyonun, sıkı para politikası ve emtia fiyatlarındaki daha düşük seyrin katkısıyla, 2023'te %6,9'a ve 2024'te %5,8'e kademeli bir şekilde gerilemesi beklenmekte (2003-2019 Ort.: %4,1). Çekirdek enflasyondaki gerilemenin genel olarak daha sınırlı kalacağı ve birçok ülkede 2025'ten önce hedef seviyelere ulaşamayacağı beklenmekte. 2022'de %7,2 olan DM enflasyonunun 2023'te %3,3 ve 2024'te %2,6'ya gerileyeceği tahmin ediliyor (2003-2019 Ort.: %2,1). 2022'de %10,1 olan EM enflasyonunun 2023'te %8,6 ve 2024'te %6,8 seviyelerini gerilemesi bekleniyor (2003-2019 Ort.: %6,0). IMF tahminlerinde, tarihsel

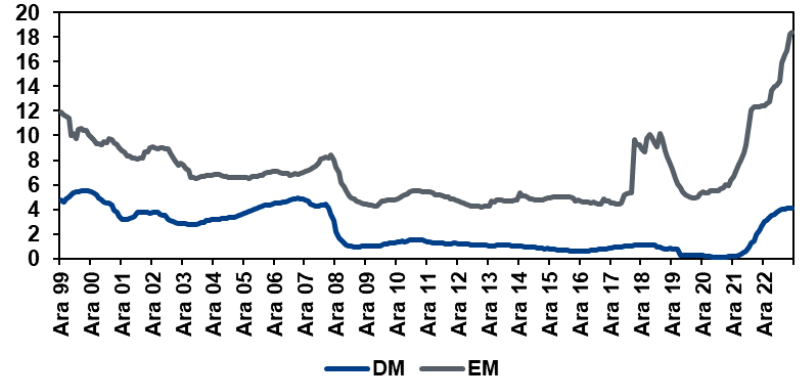
ortalamalara yakınlık, hedefe ulaşma ve istikrarlı bir şekilde bu seviyelerde seyir açısından DM'lerin, EM'lere göre daha avantajlı olarak görülmeleri dikkat çekici.



DM Merkez Bankaları faiz indirimleri konusunda beklenenden daha sabırlı davranabilir. DM merkez bankalarının faiz artırım döngülerinde sona geldiği yönünde artan beklentiler kısa vadeli risk iştahını desteklemekte. Piyasadaki fiyatlamalar 1Y24 itibariyle faiz indirim döngüsünün başlayacağını ve hızlı bir şekilde süreceğini işaret etmekte. Ancak, merkez bankalarının enflasyonda hedef seviyelere yönelik kalıcı bir düşüş eğiliminden emin olmadıkça faiz indirimlerine başlamayacağını düşünmekteyiz. Hatırlatmak gerekirse, 2022 başlarında enflasyonun geçici olacağını değerlendirerek faiz artışlarına geç & yavaş bir hızda başlayan merkez bankaları; enflasyonun kalıcı olacağını fark edince tarihin en hızlı sıkılaştırma döngülerinden birini gerçekleştirdi. Gerek bu durum gerekse de enflasyondaki katılık riski merkez bankalarının gevşeme döngüsüne geçme konusunda daha ihtiyatlı davranmalarına neden olabilir. Dolayısıyla, yılın ilk yarısında merkez bankalarının, piyasaları indirim süreci konusunda sabırlı olacaklarına ikna etme yönünde bir strateji izleyebileceklerini, bunun da risk iştahını bir miktar baskılayacağını değerlendiriyoruz. Beklenen gevşeme sürecinin 2Y24'te gerçekleşme ihtimalinin daha yüksek olduğunu düşünmekteyiz. DM'lerde faizlerin beklenenden daha uzun süre yüksek seviyelerde kalması, EM'lerde kur, enflasyon ve büyüme görünümünde zorlukları artırabilir.

Merkez Bankası Politika Faizleri

Ortalama, %



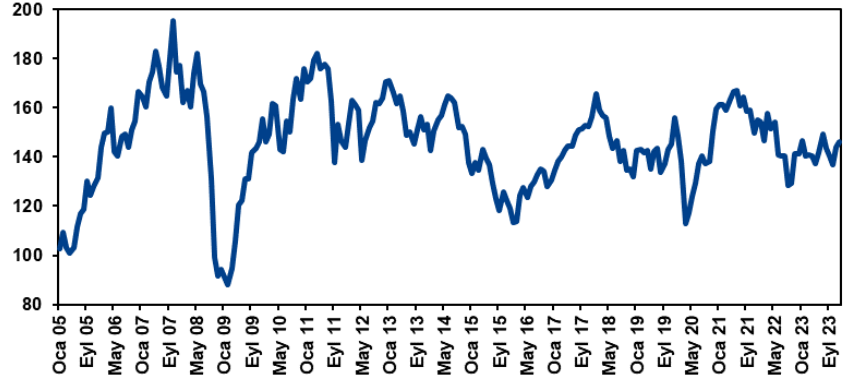
DM: ABD, Avustralya, Danimarka, Euro Bölgesi, G.Kore, Hong Kong, İngiltere, İsrail, İsveç, İsviçre, Japonya, Kanada, Yeni Zelanda. **EM:** Arjantin, Brezilya, Çekya, Endonezya, Filipinler,

G. Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Polonya, Romanya, Rusya, Şili, Tayland, Türkiye.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin seçici olması muhtemel. 2024 yılında, hâlihazırda pozitif reel getiri veren DM ülkeleri merkez bankalarının gevşeme döngüsüne geçme konusunda sabırlı davranmaları ile bu durumun EM ülkelerinde yol açabileceği kırılmalıklar, yılın önemli bir bölümünde EM'lere yönelik risk iştahının zayıf ve/veya seçici seyretmesine neden olabilir. Bu ortamda, kırılmalıkların görece düşük seyrettiği ve bir yatırım teması sunabilen ülkeler ön plana çıkabilir. Diğer taraftan, jeopolitik gelişmeler, gıda-enerji fiyatlarının seyri, ABD Başkanlık ve Avrupa Parlamentosu başta olmak üzere seçim süreçleri, Çin'in büyüme performansı gibi başlıklar da yıl boyunca küresel risk iştahını ve sermaye hareketlerini etkileme potansiyeline sahip başlıklar olarak not edilebilir.

Bloomberg EM Sermaye Hareketleri Gösterge Endeksi

07.01.2005=100
%10*GS Emtia Endeksi + %30*MSCI EM Hisse Endeksi + %30*EMBI Tahvil Makası
+ %30*EM FX Carry Trade Endeksi

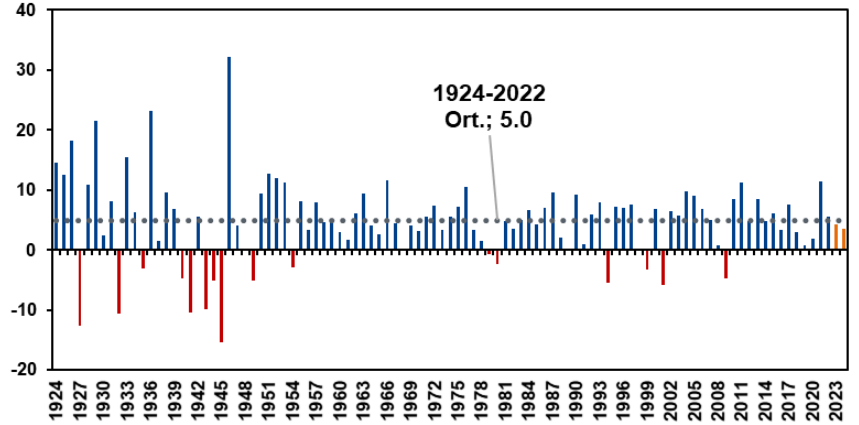


Türkiye Makroekonomik Görünüm

Rüzgâr arkadan esmese de doğru rotada limana ulaşmak mümkün. Sıkı finansal koşullar nedeniyle yılın önemli bir bölümünde iç ve dış talebin zayıf seyretme riski bulunmakta. Ayrıca, yıl ortasına kadar yıllık enflasyonun da yükselmeye devam etmesi muhtemel. Ekonomi yönetiminin rasyonel politika adımlarını kararlılıkla sürdürmesi, ekonomide yeniden dengelenmenin ve enflasyonda kalıcı bir düşüş eğiliminin görülmesi açısından kritik önem arz etmekte. Mevcut politika duruşunun taviz verilmeden sürdürülmesi durumunda, öngörülebilirlik artmaya devam edebilir ve böylelikle seçici olması muhtemel görünen sermaye hareketleri açısından Türkiye olumlu ayrışan ülkeler arasında başı çekebilir.

2024'te büyümenin potansiyelin altında seyretmesi muhtemel. Büyüme, 1Ç24'te ücret artışlarının etkisiyle, iç talep öncülüğünde ivme kazanabilir. Seçimlerin geride kalması, yapılan faiz artışlarının birikimli & gecikmeli etkileriyle hem iç hem de dış talebin zayıf seyretme ihtimali, enflasyon ve cari açığın normalleşme ihtiyacı gibi gerekçelerle yılın geri kalanında büyümenin potansiyelin altında bir seyir izleyeceğini düşünüyoruz. 2023 ve 2024 yılları için büyüme tahminlerimiz sırasıyla %4,4 ve %3,5 seviyelerinde. Avrupa ve Çin tarafındaki büyüme performansı ile bölgesel jeopolitik gelişmeler tahminlerimiz üzerinde her iki yönde de risk oluşturabilir. Büyümenin potansiyelin altında kalması işsizlik rakamları üzerinde bir miktar yukarı yönlü risk oluşturabilir.

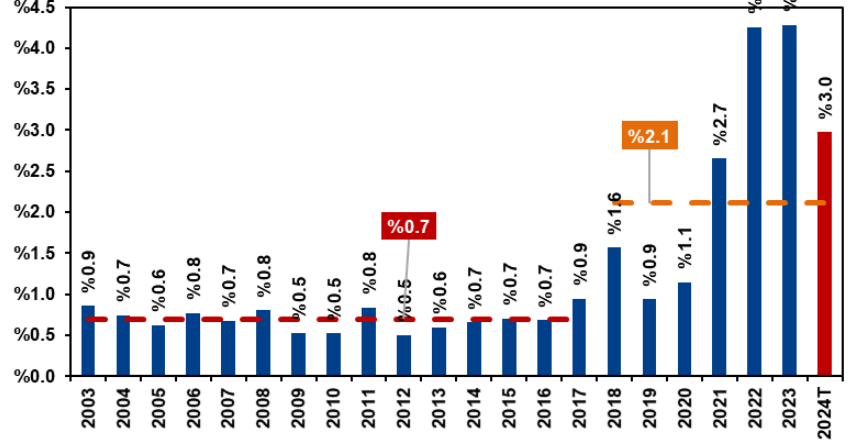
Tarihsel Büyüme
Yıllık % Değişim



Enflasyonun Mayıs'ta zirveye ulaşip; 3Ç24'te hızlı, 4Ç23'te kademeli düşüş eğilimine girmesini bekliyoruz. Mevcut gerçekleşme ve ana eğilimler, yıllık enflasyonun, Mayıs'ta %70li seviyelerde zirve yapana kadar yükseldikten sonra, gerilemeye başlayabileceğini işaret etmekte. Özellikle, Temmuz-Ağustos aylarındaki güçlü baz etkisi kaynaklı yıllık enflasyondaki düşüş hızlanabilir. Hatırlatmak gerekirse, son 5 yılda aylık ortalama %1,3 civarında artışın gözlendiği Temmuz ve Ağustos aylarında, 2023'te vergi artışı ve kur gelişmeleri kaynaklı, sırasıyla %9,5 ve %9,1 seviyelerinde oldukça yüksek artışlar gözlendi. Dolayısıyla, Mayıs'ta %70 civarlarında zirveye ulaşmasını beklediğimiz yıllık TÜFE Ağustos'ta %50 civarlarına kadar gerileyebilir. Yıllık rakamlarda büyük ölçüde baz etkileri kaynaklı görülecek düşüşten ziyade, TCMB'nin bir süredir dikkat çektiği üzere, aylık enflasyonun ana eğilimindeki düşüşe odaklanmak enflasyon görünümü hakkında daha sağlıklı bir değerlendirme yapmayı sağlayacaktır. 2003-2017 dönemindeki 15 yılda aylık ortalama enflasyon %0,7 seviyesindeyken; 2018-2022 dönemindeki 5 yılda aylık ortalama enflasyon %2,1 oldu. Özellikle 2022-2023 yıllarında aylık ortalama enflasyonun yaklaşık %4,3 civarına ulaşmış olması dikkat çekici. Dolayısıyla, fiyat

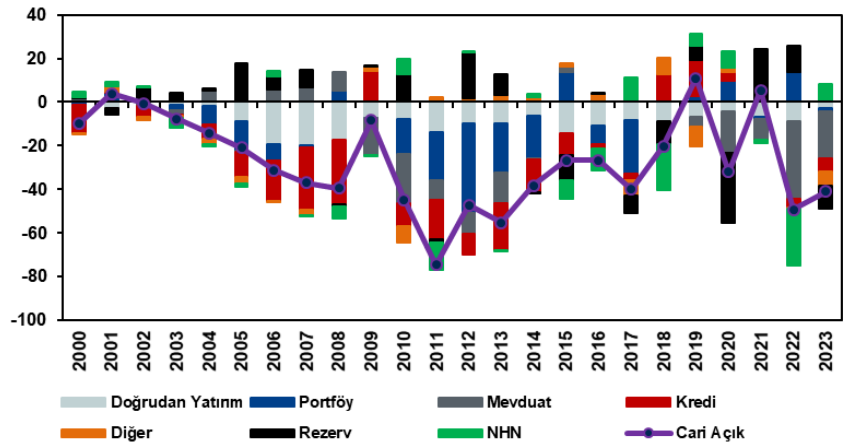
istikrarının tesisi açısından aylık enflasyonun ana eğilimindeki düşüşün kalıcı hâle gelmesi kritik önem arz ettiği söylenebilir. 2024 yılsonu enflasyon tahminimiz %42,2 seviyesinde olup, bu rakam yaklaşık olarak aylık ortalama %3 civarında bir enflasyon artışını ima etmekte. Para politikası duruşundaki sıkılık düzeyi, gıda-enerji fiyatları ile kurun seyri ve olası vergi ayarlamaları gibi unsurlar tahminimiz üzerinde her iki yönde de risk oluşturabilir.

Aylık Ortalama TÜFE Gerçekleşmeleri



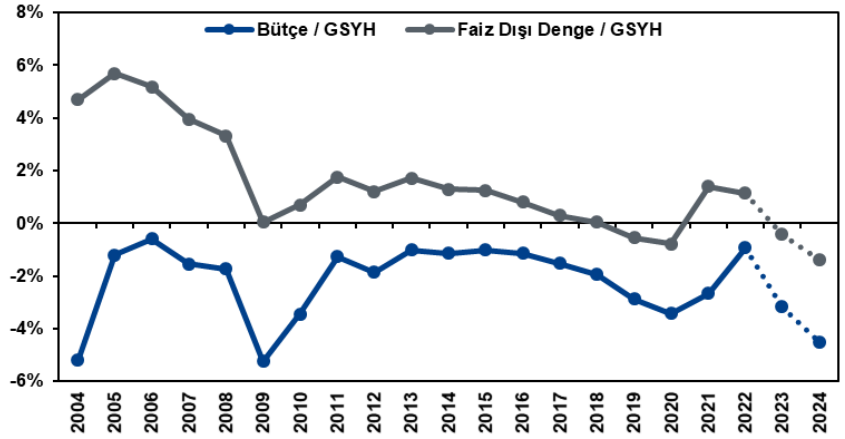
Büyümede beklenen yavaşlama, cari dengede bir miktar normalleşmeyi beraberinde getirebilir. Büyümenin yanı sıra dış talep, enerji fiyatları ve dolarizasyon eğiliminin seyri ile turizm sektörü performansı cari denge görünümü açısından ana belirleyiciler olmayı sürdürecektir. Yıllıklandırılmış rakamlar ile Mayıs 2023'te 60 milyar dolar civarlarına kadar ulaşan cari açığın, 2023 sonunda 45,4 milyar dolar (GSYH'ye oran: -%4,6) ve 2024 sonunda 35,0 milyar dolara gerilemesini öngörüyoruz (GSYH'ye oran: -%3,2). Son yıllarda cari denge görünümündeki bozulmayla birlikte, cari açığın finansman kalitesinde de düşüş görüldü. Dolayısıyla, cari dengede normalleşme ihtiyacı kadar, finansman yapısının kalitesinin artması da büyük önem taşımakta. Rasyonel politikaların sürdürülmesi öngörülebilirliği ve dolayısıyla TL varlıklara yönelik ilgiyi artırarak öncelikle portföy yatırımları ve rezerv görünümüne destek sağlayabilir.

Cari Denge ve Finansman Yapısı



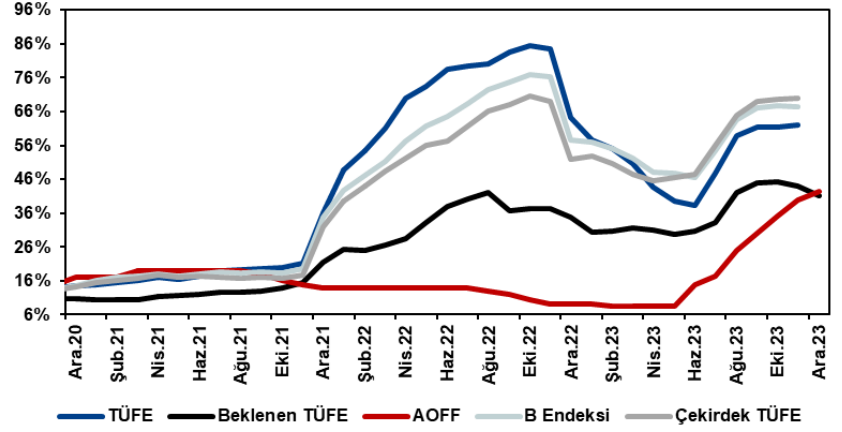
Bütçe dengesi açısından görünüm zorlu. Deprem bölgesinin yeniden inşası ve kentsel dönüşüme yönelik harcamaların yanı sıra büyümede beklenen yavaşlamanın vergi gelirleri üzerinde oluşturacağı aşağı yönlü baskı ile hem ücret artışları hem de yüksek faiz ortamının giderleri artırıcı etkisi bütçe tarafında zorlu bir görünüme işaret etmekte. 2024 yılında yüksek seyretmesi muhtemel olan bütçe açığının 2025 itibariyle kalıcı bir düşüş eğilimine girmesi hem ilerleyen süreçlerde potansiyel şoklara karşı bir manevra alanı oluşması açısından hem de ülke kredi notundaki iyileşme eğiliminin kalıcılılaşması açısından önem arz edecek. Mart 2024 Yerel Seçimlerinin ardından yaklaşık 4,5 yıllık seçimsiz bir döneme girilecek olması ve bütçe görünümü üzerindeki zorluklar nedeniyle yıl içinde vergi ayarlamaları görülebilir. Bütçe/GSYH oranının 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla -%3,2 ve -%4,5 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Dengenin GSYH'ye Oranı



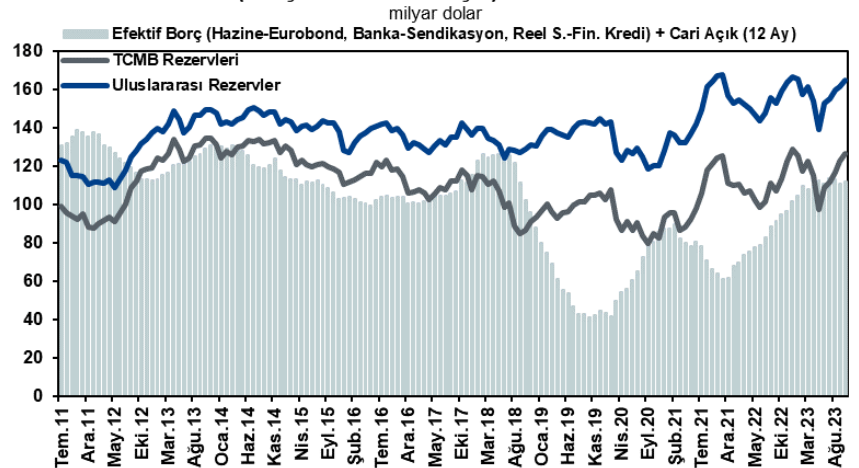
Politika faizinin Ocak'ta zirveye ulaşacağını, gevşemenin 2Y24'te kademeli bir şekilde başlayabileceğini değerlendiriyoruz. TCMB'nin, Aralık PPK'daki "Kurul, dezenflasyonun tesisi için gerekli parasal sıkılık düzeyine önemli ölçüde yaklaşıldığını değerlendirerek parasal sıkılaştırma hızını yavaşlatmıştır. Kurul, parasal sıkılaştırma adımlarını en kısa zamanda tamamlamayı öngörmektedir. Fiyat istikrarının kalıcı tesisi için gerekli parasal sıkılığın ise gerektiği müddetçe sürdürüleceği değerlendirilmiştir." mesajından hareketle, politika faizinin Ocak'ta son kez olmak üzere 100bp ya da 250bp artırılarak sıkılaştırmanın tamamlanacağını değerlendiriyoruz (baz senaryomuz politika faizinin %45,00 ile zirveye ulaşması). Devamında politika faizinin yılın 2. yarısına kadar sabit tutulacağını değerlendiriyoruz. Baz etkilerinden bağımsız olarak enflasyondaki ve enflasyon beklentilerindeki düşüş eğiliminin kalıcı hâle geldiğinin değerlendirilmesi doğrultusunda 3Ç24 veya 4Ç24 itibariyle faiz indirimlerinin başlayabileceğini ve politika faizinin yılsonunda %35 civarına gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Politikası faizinin yanı sıra miktarsal sıkılaştırma ve seçici kredi büyümesi gibi unsurlar da politika duruşunun sıkılık düzeyi açısından önem arz edecek. TCMB'nin erken bir sıkılaştırma adımı atmaması, hem enflasyondaki düşüşün hem de olası portföy girişlerinin hızlanması/kalıcılılaşması açısından önemli katkı sağlayabilir. Bu durum tahvil faizlerinde bir gerileme ve TL'de değerlendirme ihtimalini de öne çıkarabilir.

Politika Faizi & Seçilmiş Enflasyon Göstergeleri



Dış borç çevriminde sorun öngörmüyoruz. Türkiye'nin vadesine 1 yıl veya daha az kısa vadeli dış borç stoku, Ekim 2023 itibariyle 219,9 milyar dolar seviyesinde. Bu rakam, mevduat, ticari kredi, yurtiçinde yerleşik banka ve özel sektörün yurt dışı şubeleri ile iştiraklere olan borçları gibi kalemleri de içermekte. (1) Hazine'nin Eurobond ödemeleri, (2) Bankaların Sendikasyon Kredileri ve (3) Diğer Sektörlerin Finansal Borçlarını (yurtdışı şube&iştirak hariç) dikkate alarak hesapladığımız vadesine 1 yıl kalan fiili dış borç stoku 60,9 milyar dolar seviyesinde. Bu rakama, Ekim 2023 itibariyle 50,7 milyar dolar seviyesinde olan 12 aylık yıllıklandırılmış cari açığı eklediğimizde 1 yıl içinde ihtiyaç duyulabilecek potansiyel dış finansman ihtiyacını 111,6 milyar dolar olarak tahmin etmekteyiz. Buna karşılık olarak, Ekim 2023 itibariyle bankaların muhabir mevcudu ve efektif kasası dahil toplam uluslararası rezervler 165,0 milyar dolar seviyesinde. Ayrıca, finansal olmayan kesimin kısa vadeli net döviz pozisyonunun Ekim 2023 itibariyle +65,5 milyar dolar seviyesinde olduğunu da not edelim

(Borç Stoku + Cari Açık) & Rezervler



Kredi notunda artış sürecinin başlaması muhtemel. Rasyonel politikalarla öngörülebilirliğin artması, beklenen dezenflasyon süreci, cari açığın sürdürülebilir seviyelere yakınsaması gibi unsurlar önümüzdeki süreçte ülke kredi notunda olumlu revizyon görme ihtimalini artırmakta. Bu durum, TL varlıklara yönelik algıyı/ilgiyi destekleyip borçlanma maliyetleri üzerinde düşürücü etki yapabilir. Ancak, portföy girişlerinin güçlenmesi

adına swap kısıtlarının esnetilmesi (TCMB'nin sıkılaştırma döngüsünü tamamlaması ardından kademeli olarak gevşetilmeye başlanabilir) ihtiyacının bulunduğunu da not edelim. Bundan daha önemli olarak, birçok önemli fonun bir ülkede yatırım yapmak için 2 farklı kredi derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir nota sahip olma koşulu aradığını da hatırlatalım. Türkiye'nin mevcut kredi notu, yatırım yapılabilir seviyenin S&P (B, Pozitif) ve Fitch (B, Durağan) tarafından 5 kademe, Moody's (B3, Durağan) tarafından ise 6 kademe altında bulunmakta. Yeniden yatırım yapılabilir not seviyesine erişmek yıllara yayılabilecek bir süreç olabilir. Ancak, en azından not artış döngüsünün başlaması TL varlıklara olan ilgiyi hem kısa hem de orta-uzun vadede destekleyecektir.

Ülke Kredi Notları

	Moody's		S&P		Fitch		
Aaa	ABD, Almanya, Kanada, İsviçre, İsveç, Danimarka, Norveç	AAA	Germany, Kanada, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka	AAA	Germany, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka	En Yüksek Kredi Kalitesi	Yatırım Yapılabilir
Aa1	Avusturya, Finlandiya	AA+	ABD, Avusturya, Finlandiya, Tayvan	AA+	ABD, Kanada, Avusturya, Finlandiya	Çok Yüksek Kredi Kalitesi	
Aa2	Fransa, G. Kore, BAE	AA	Fransa, İngiltere, G. Kore, Katar	AA	Tayvan		
Aa3	İngiltere, Katar, Çekya, Tayvan	AA-	Çekya, İsrail	AA-	Fransa, İngiltere, Katar, G. Kore, Çekya, BAE		
A1	Çin, Japonya, İsrail	A+	Çin, Japonya	A+	Çin, İsrail	Yüksek Kredi Kalitesi	
A2	Polonya, Slovakya, İzlanda, Malta, Bermuda, Litvanya, Şili	A	İzlanda, İspanya, S. Arabistan, Şili	A	Japonya, Slovenya, İzlanda, Litvanya, S. Arabistan		
A3	Letonya, Botswana, Slovenya, Malezya, Portekiz	A-	Malezya, Malta, Polonya	A-	Polonya, Letonya, İspanya, Portekiz, Slovakya, Şili		
Baa1	Bulgaristan, Tayland, İspanya, Peru	BBB+	Tayland, Filipinler, Uruguay, Botswana, Hırvatistan, Portekiz	BBB+	Tayland, Malezya, Hırvatistan	İyi Kredi Kalitesi	
Baa2	Uruguay, Kolombiya, Hırvatistan, Endonezya, Filipinler, Kıbrıs, Meksika, Macaristan, Kazakistan	BBB	İtalya, Endonezya, Panama, Peru, Bulgaristan, Meksika, Kıbrıs	BBB	Kazakistan, Macaristan, Bulgaristan, Peru, İtalya, Uruguay, Endonezya, Filipinler, Kıbrıs		
Baa3	Hindistan, İtalya, Morityus, Romanya, Panama	BBB-	Kazakistan, Macaristan, Morityus, Romanya, Trinidad & Tobago, Hindistan, Yunanistan	BBB-	Hindistan, Romanya, Panama, Meksika, Yunanistan		
Ba1	Fas, Guatemala, Azerbaycan, Paraguay, Yunanistan, Umman	BB+	Azerbaycan, Fas, Sırbistan, Kolombiya, Vietnam, Umman	BB+	Fas, Azerbaycan, Paraguay, San Marino, Sırbistan, Kolombiya, Umman, Vietnam	Spekülatif	
Ba2	Brezilya, Gürcistan, G.Afrika, Sırbistan, Trinidad & Tobago, Vietnam	BB	Paraguay, Gürcistan, Guatemala	BB	Gürcistan, Brezilya, Guatemala		
Ba3	Senegal, Dominik Cumhuriyeti, Ermenistan, Bahamalar	BB-	Bangladeş, Fiji, Jamaika, Brezilya, G.Afrika, Ermenistan, Dominik Cumhuriyeti, Honduras, Kosta Rika	BB-	Ürdün, Namibiya, Seychelles, Ermenistan, Bangladeş, G.Afrika, Dominik Cumhuriyeti, Kosta Rika		
B1	Ürdün, Karadağ, Honduras, Arnavutluk, Namibiya, Fiji, Benin, Bangladeş, Jamaika, Kosta Rika	B+	Senegal, Bahamalar, Bahreyn, Ruanda, Arnavutluk, Ürdün, Benin, Bosna Hersek	B+	Ruanda, Bahreyn, Benin, Türkmenistan, Jamaika, Uganda, Tanzanya	Oldukça Spekülatif	
B2	Kamboçya, Bahreyn, Papua Yeni Gine, Ruanda, Tanzanya, Uganda	B	Türkiye, Karadağ, Kenya, Nikaragua, Moğolistan	B	Türkiye, Kamerun, Moğolistan, Barbados, Kenya		
B3	Türkiye, Moldova, St Vincent/Grenadin, Bosna Hersek, Moğolistan, Nikaragua, Angola, Kenya, Barbados	B-	Barbados, Uganda, El Salvador, Nijerya, Papua Yeni Gine, Mısır, Ekvador, Angola, Belize, Kongo Cumhuriyeti	B-	Nikaragua, Nijerya, Boliviya, Angola, Maldivler, Gabon, Mısır		
Caa1	Boliviya, Gabon, Angola, Nijerya, Maldivler, Kamerun, Mısır	CCC+	Mozambik, Kamerun, Boliviya, Burkina Faso, Pakistan, Surinam	CCC+	Kongo Cumhuriyeti, El Salvador, Ekvador	Önemli Kredi Riski	
Caa2	Mozambik, Kongo Cumhuriyeti, Belize, Tunus	CCC	Ukrayna	CCC	Mozambik, Maldivler, Pakistan		
Caa3	Ekvador, Surinam, El Salvador, Pakistan	CCC-	Arjantin	CCC-	Tunus		
Ca	Arjantin, Zambiya, Sri Lanka, Küba, Belarus, Ukrayna	CC		CC	Ukrayna, Arjantin	Çok Yüksek Kredi Riski	
C	Venezuela Lübnan	C		C		İflası Yakın	
		SD	Lübnan, Zambiya, Sri Lanka, Belarus	DDD		İflas	
				D/RD	Lübnan, Sri Lanka, Zambiya, Belarus		

Temel Makroekonomik Tahminler

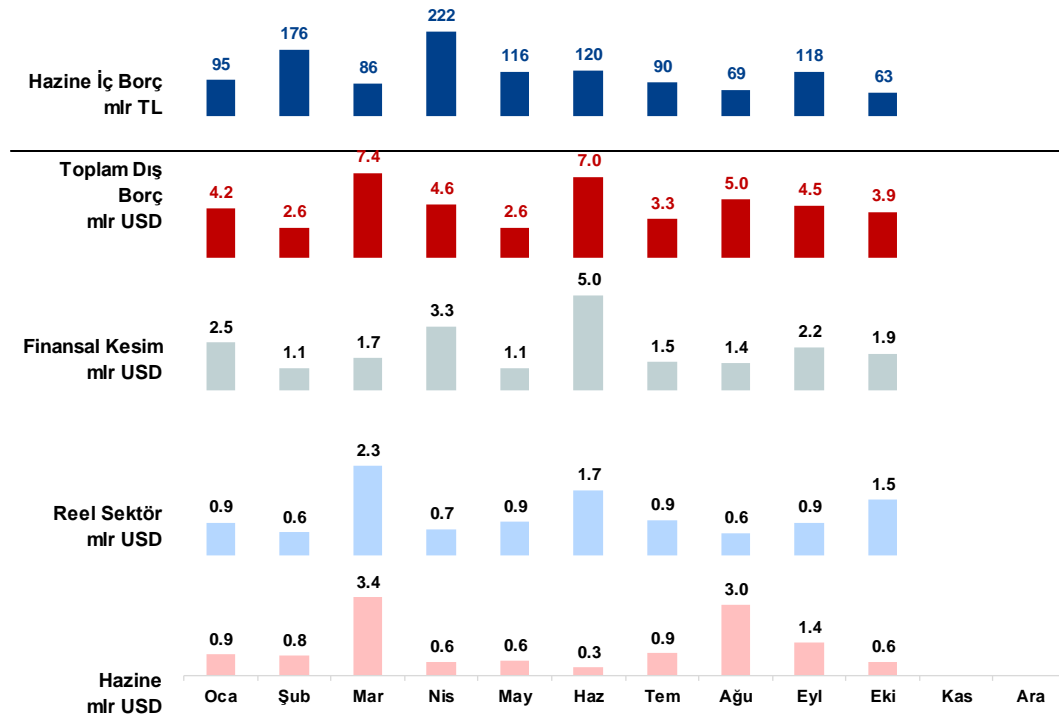
	2020	2021	2022	2023T	2024T
GSYH (milyar TL)	5,049	7,256	15,012	23,762	37,487
GSYİH (milyar \$)	717.1	807.9	905.8	997.3	1108.6
GSYİH Reel Büyüme	1.9%	11.4%	5.5%	4.4%	3.5%
Deflator (yıllık, dönem sonu)	14.8%	29.0%	96.0%	51.6%	52.4%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	14.6%	36.1%	64.3%	64.8%	42.2%
TÜFE (yıllık, ortalama)	12.3%	19.6%	72.3%	53.9%	54.3%
Politika Faizi (dönem sonu)	17.00%	14.00%	9.00%	42.50%	35.00%
Politika Faizi (ortalama)	10.50%	17.58%	12.63%	20.67%	42.92%
USD/TL (dönem sonu)	7.44	13.40	18.71	29.40	37.28
USD/TL (ortalama)	7.02	8.91	16.59	23.69	33.34
Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)	-0.8%	1.4%	1.1%	-0.4%	-1.4%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-3.4%	-2.6%	-0.9%	-3.2%	-4.5%
Cari Denge (milyar \$)	-31.9	-7.2	-49.1	-45.4	-35.0
Cari Denge / GSYH (%)	-4.4%	-0.9%	-5.4%	-4.6%	-3.2%

2024 Takvimi

	MB	Seçimler	Toplantı, Diğer	Borsa
Oca	TCMB(25), ECB(25), Fed (31)	Tayvan (13)	BRICS+, TCMB Yatırımcı Toplantısı (11), Moody's (12)	
Şub	TCMB(22)	Endonezya (14)	TCMB Enflasyon (8), Çin Yeni Yılı(10)	MSCI İlan (12), 4Ç23* Solo Finansal (29)
Mar	ECB(7), Fed(20), TCMB(21)	Türkiye(31-Yerel)	Fitch Türkiye (8)	MSCI Değişiklik (1), 4Ç23* Konsolide Finansal (11)
Nis	ECB(11), TCMB(25)		IMF-DB Bahar (19-21)	
May	Fed(1), TCMB(23)		S&P Türkiye(3), TCMB Enflasyon (9)	MSCI İlan (14), 4Ç23** Finansal (Solo-9, Konsolide-20)
Haz	ECB(6), Fed (12), TCMB(27)	AB Parlamento (6-9)	Euro 2024, G7 (13-15)	MSCI Değişiklik (3)
Tem	ECB(18), Fed(31), TCMB(25)		NATO Zirve(9-11), Olimpiyatlar, Moody's (19)	
Ağu	TCMB(22)		TCMB Enflasyon (8), Jackson Hole	MSCI İlan (12)
Eyl	ECB(12), Fed(18), TCMB(19)		Fitch Türkiye (6), BM Genel Kurul (24), OVP	MSCI Değişiklik (2)
Eki	ECB(17), TCMB(17)		TCMB Enflasyon (31), IMF-DB Yıllık (25-27)	
Kas	Fed(7), TCMB(21)	ABD (5)	S&P Türkiye (1), COP29(11), G20(18)	MSCI İlan(7) Değişiklik (27)
Ara	ECB(12), Fed(18), TCMB(26)		TCMB Para-Kur Politikası	

* Enflasyon muhasebesinden muaf şirketler ** Enflasyon Muhasebesine tâbi şirketler

Aylık Borç Ödeme Projeksiyonları



Hisse Piyasası Görünümü: Yatırıma devam

Türkiye hisse senedi piyasası 2023 yılında Şubat ayı başında yaşanan deprem şoku, Mayıs ayında yapılan iki turlu Cumhurbaşkanlığı seçimi, seçim sonrasında yaşanan güçlü yükseliş ve sıkılaştıran para politikasının yıl sonuna doğru yarattığı olumsuzluk nedeniyle yüksek volatilitelere sahne oldu. BİST-100, 2023 yılını nominal olarak %36 artışla tamamlarken, USDTRY'deki değer kaybı (+%57) ve TÜFE enflasyonu (2023'te yaklaşık %65) ile karşılaştırıldığında reel olarak geride kaldı. 2024'e girerken, her ne kadar destekleyici ekonomi politikalarının gevşetilmesi ve mevcut sıkı para politikası durumu yakın vadede şirket karları üzerinde olumsuz bir etki yaratsa da, 2024 sonu için BIST100 hedefimiz 11.400 seviyesi. Toplam %47 artış potansiyeli beklentimiz ile birlikte piyasa hakkında iyimser bir görüşe sahibiz.

(a) Risk primindeki iyileşme ve uzun vadeli Eurobond ve TL devlet tahvili getirilerindeki düşüş değerlemeler açısından olumlu:

TCMB'nin 2Y'23'te art arda yaptığı faiz artırımlarının ardından, Türkiye'nin uzun vadeli TL cinsinden tahvil getirileri geriledi. TCMB'nin enflasyonu düşürme adına kararlı olacağına dair piyasa güveni güçlenince, uzun vadeli TL tahvil faizi Kasım'daki %29,5 seviyesinden 2023 sonunda %26,6'ya geriledi. Eurobond tarafında ise Hazine'nin ABD doları cinsinden uzun vadeli getirileri Ekim sonundan bu yana benzer şekilde %9,5'ten %7,9'a geriledi. Uzun vadeli getirilerdeki düşüşün hisse senedi değerlemeleri açısından olumlu bir faktör olduğunu düşünüyoruz ve rasyonel politikalara dönüşün getirisinin uzun vadeli faydalarının, Türkiye'nin risk priminde ve büyüme potansiyelindeki sürdürülebilir iyileşmenin temelini oluşturacağına inanıyoruz.

(b) 2024T'de 4.8x F/K ile MSCI EM ortalamasının oldukça altında değerlemeler

Takip ettiğimiz hisseler 2023E/2024E'de (finansal olmayanlar için) 5,9x ve 4,1x FD/FAVÖK seviyesinde işlem görürken, bankalar 2023E/2024E'de 3,6x/3,0x F/K seviyesinde işlem görüyor. BIST100 MSCI EM'ye kıyasla bugün %60 iskontolu işlem görüyorken, 5 yıllık ortalama iskontosu %43 olarak gerçekleşmiştir.

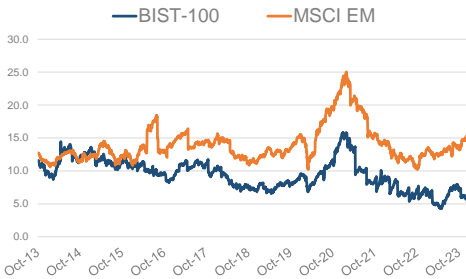
(c) 2024T'de enflasyonun zirve yapmasının ardından çok daha iyi bir görünüm ile faiz indirimi beklentilerini artırabilir

Enflasyonun muhtemelen 2024'ün 2. Çeyreğinde zirveye ulaşacağını tahmin ediyoruz ve bir gevşeme döngüsüne ilişkin beklentilerin de 2024 sonuna doğru artabileceğini düşünüyoruz. Faiz indirimi beklentileri ile birlikte Türk hisse senetlerinin ve TL tahvillerin birlikte yükseliş döngüsüne girebileceğini düşünüyoruz.

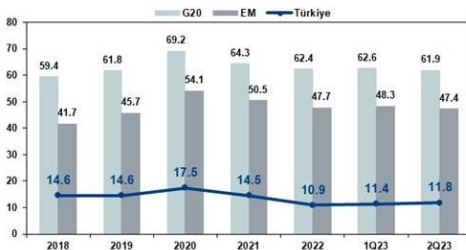
(d) Hanehalkının dirençli olması iç talepte korkulandan daha hafif bir yavaşlamaya yol açabilir.

Türk hane halkının finansal borçluluk oranı gelişmekte olan ülkeler ve küresel ortalamalara göre çok düşükken, dövize dayalı tasarruflar ve negatif reel faiz oranları son yıllarda önemli bir servet birikimi yarattı. Hızlı enflasyonist ücret ayarlamaları da göz önüne alındığında, yüksek TL kurlarının olumsuz etkisine rağmen Tüketicilerin satın alma gücünün korkulduğundan daha dirençli kalacağını düşünüyoruz. Bu nedenle yurt içi tüketimdeki yavaşlamanın beklenenden daha hafif olabileceğini düşünüyoruz, aynı sebeple döngüsel tüketici sektörlerinde, sıkılaştıran para politikası sebebiyle büyük ölçüde satış baskısı altında

BIST100 F/K Çarpanı vs. MSCI EM



Türkiye Hanehalkı Borçluluğu



kalmış, özellikle de otomobil ve GYO'lar konusunda fırsat görebileceğimizi düşünüyoruz.

(e) Gelişmiş Ülkelerdeki beklenen gevşeme ile birlikte destekleyici küresel ortam

Sanayi sektörü 2023'te zayıf küresel talep ortamının baskısıyla karşı karşıya kaldı, ancak FED ve ECB'nin gevşemeye başlamasının beklenmesi nedeniyle özellikle 2Y24'ten itibaren küresel görünümün iyileştiğini görebiliriz. Çin'in 2023'te beklentilerin biraz gerisinde kalan toparlanma eğilimini 2024'te de iyileşme göstererek sürdürmesi bekleniyor. İyileşen küresel taleple birlikte, Türkiye'nin ihracatında destekleyici unsur olacak ve potansiyel olarak şirket finansallarını da destekleyecektir.

(f) Türkiye'de hisse sahipliği düşük seviyelerde

Kısa vadeli Türk lirası mevduat faizlerindeki yükseliş yerli yatırımcıların ilgisini artırdı ve bu durum hisse senetlerinden bir miktar çıkışa neden oldu. Ancak, yurt içi yerleşiklerin finansal varlıklarının yalnızca %13'ünün borsada olması nedeniyle Türkiye'de genel hisse sahipliğinin oldukça düşük olduğunu vurguluyoruz. Bu oranın önümüzdeki yıllarda artacağını ve hisse piyasasına para girişleri sağlayacağını düşünüyoruz.

Potansiyel Riskler

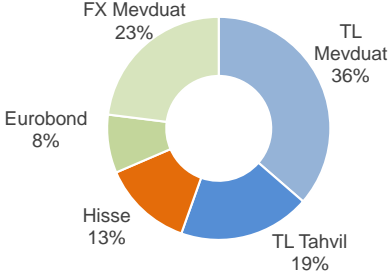
(a) Enflasyon muhasebesi Şirket karlarının tahmin edilebilirliği azaltmakta

Şirketler (bankalar, sigorta, varlık yönetimi, factoring ve leasing şirketleri ile fonksiyonel para birimi olarak döviz kullanan şirketler hariç) 2023 yılı sonuçlarında hiper enflasyon muhasebesi uyguladıktan sonra sonuçları raporlayacak. Şirketlerin 2022 ve 9A'23 sonuçlarını enflasyon muhasebesine göre yeniden düzenleyeceği için 4Ç23 raporlama süresi için 10 hafta (Mart'tan Mayıs 2024'e) ilave süre verildi. Enflasyon muhasebesiyle birlikte muhtemelen finansal olmayan Şirketler için karların tahmin edilebilirliği azalacaktır, ancak şirketlerin şeffaflığının artmasının potansiyel piyasa endişelerinin giderilmesine yardımcı olabileceğini düşünüyoruz. Enflasyon muhasebesinin daha düşük faaliyet karları (stokların maliyeti enflasyona göre yukarı endeksleneyeceği için) ve daha yüksek özsermaye değerleri (sabit varlıklar daha yüksek endeksleneyeceği için) ile sonuçlanmasını bekliyoruz. Parasal pozisyonu pozitif olan (TL cinsinden) şirketlerin enflasyon muhasebesi nedeniyle parasal kayıp bildirebilmesi (veya tam tersi) nedeniyle kar/zararda da yeni bir parasal kazanç/zarar kalemi oluşacaktır. Hem net kar hem de FAVÖK rakamları enflasyon muhasebesinden etkileneceği için, FD/Satış çarpanına bakmak daha iyi bir alternatif olabilecektir. En büyük 50 sanayi şirketi için toplam EV/Satış çarpanını 0,8x olarak hesaplıyoruz (10 yıllık ortalama ise 0,9x).

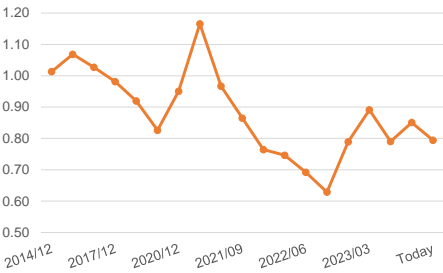
(b) Jeopolitik gelişmeler küresel/yerel görünüm üzerinde baskı kurabilir

Jeopolitik riskler Türkiye için piyasa görünümünde her zaman önemli bir rol oynamış, ancak ekonomi politikası da yıllar içinde ekonomik büyümeyi sürdürmeyi başararak jeopolitik şoklara hızlı tepki verme

Yerleşiklerin Finansal Varlıklarının Kırılımı



Sanayi Şirketleri FD/Satış (USD) çarpanı

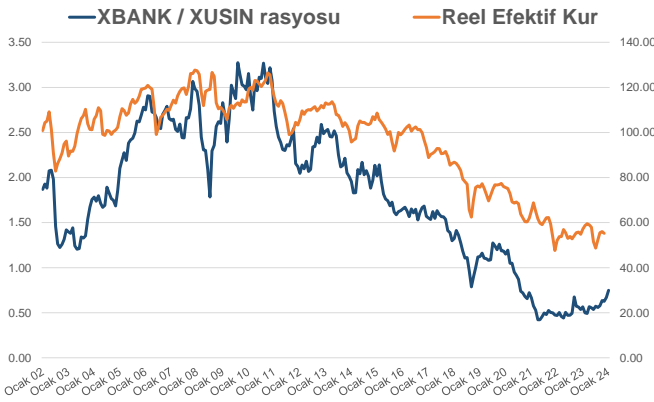


konusunda bir geçmişe sahiptir. Jeopolitik gerilimlerin artması küresel/iç piyasalarda her zaman dalgalanma yaratabilecek olsa da, Türkiye'nin zor zamanlarda bile yol almaya devam edeceğini düşünüyoruz.

(c) Blok satışlar ile piyasa likiditesi baskı altında kalabilir

Borsa İstanbul, 2021-2023 döneminde 120 milyar TL (6,9 milyar ABD doları) değerinde 146 halka arzla dünyadaki en yüksek halka arz aktivitesinden birine tanık oldu. Hisse senetlerinin halka arz sonrası güçlü performansı, bireysel yatırımcıların sayısında bir patlamaya yol açtı ve bu da halka arzlarla yönelik talebin artmasına neden oldu. Yeni halka arz şirketlerinin performansını izleyen XHARZ Endeksi, 2019 sonundan bu yana 37 kat getiri kaydetti (yıllık bazda %149). Genel olarak, halka arzlardan sonra hissedarlar için 12 aylık bir ek satış kısıtlama süresi vardır, ancak bu süre sonrasında olası blok satışlardan kaynaklanan likidite riski, piyasada bir dezavantaj yaratabilir.

TL'nin istikrar kazanması, Bankaları ön plana çıkartıyor



Enflasyon zirvesi sonrası performansı (2018 örneği)

Enflasyonda Zirve Görüldükten Sonraki Getiriler (Eylül 2018)

	3 Ay	6 Ay	12 Ay
USD/TL'de Değişim	-6.6%	5.5%	3.7%
XU100 BIST100 (TL bazında getiri)	-4.5%	8.1%	8.8%
XU100 BIST100 (USD bazında getiri)	2.3%	2.5%	4.8%

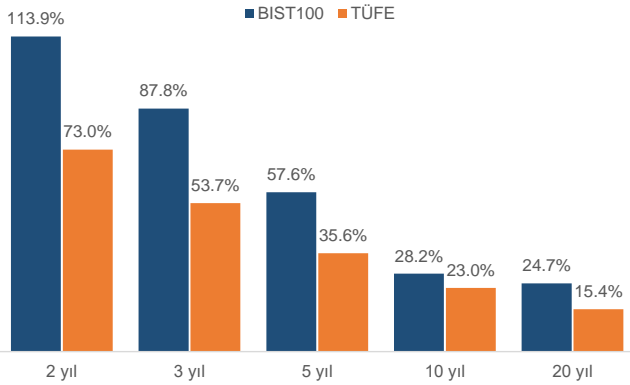
En Güçlü Sektörler

Sektör	BİST Banka	BİST Ticaret	BİST İletişim	BİST Hizmetler	BİST Gıda, İçecek
X BANK	11.3%	14.2%	9.7%	1.9%	-4.1%
XTCRT	36.4%	12.1%	30.3%	5.6%	2.1%
XILTM	47.3%	28.0%	24.9%	12.8%	12.2%
XUHIZ					
XGIDA					

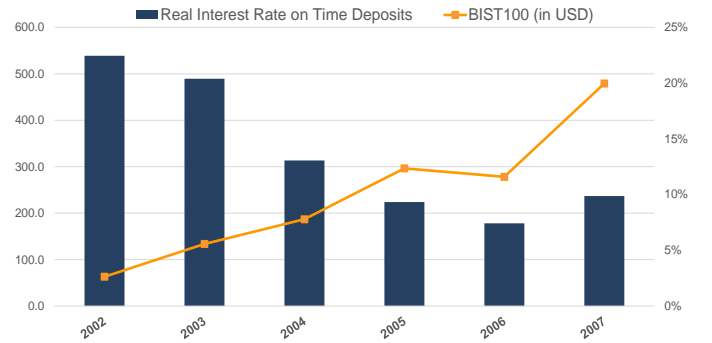
En Zayıf Sektörler

Sektör	BİST Sınai	BİST Gayrimenkul Y.O.	Taş-Toprak	Ana Metal
XUSIN	-14.5%	-10.1%	-18.6%	-32.9%
XGMYO	-3.1%	-3.8%	-9.1%	-19.9%
XTAST	-6.4%	-8.4%	-17.0%	-34.2%
XMANA				

BIST Getirisi uzun vadelerde enflasyon üzerinde



2002-2007 döneminde pozitif reel faize rağmen BIST dolar bazında güçlü performans gösterdi



Model Portföy'de Değişiklikler

	Hisseler		Fiyat			Piyasa Değeri		Portföy Getirisi	
	Şirket İsmi	Kodu	Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TLmln	US\$mln	Relatif	Nominal
Eklendi	Eregli Demir Celik	EREGL	42.90	65.00	52%	150,150	5,025		
Eklendi	Tav Havalimanlari	TAVHL	114.50	245.00	114%	41,596	1,392		
Eklendi	Migros	MGROS	349.50	623.00	78%	63,278	2,118		
Eklendi	T. Vakıflar Bankasi	VAKBN	15.25	21.00	38%	151,218	5,060		
Eklendi	Tofas Otomobil Fab.	TOASO	217.50	325.00	49%	108,750	3,639		
Eklendi	Enka Insaat	ENKAI	33.68	52.50	56%	202,080	6,763		
Çıkarıldı	Koc Holding	KCHOL	144.00	241.00	67%	365,169	12,220	35%	660%
Çıkarıldı	Kardemir (D)	KRDMD	24.72	42.00	70%	19,287	645	-3%	44%
Portföyde	Reysas G.M.Y.O.	RYGYO	25.00	40.00	60%	12,500	418	12%	7%
Portföyde	Yapi Ve Kredi Bankasi	YKBNK	22.42	32.00	43%	189,383	6,338	47%	53%
Portföyde	Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	8.13	15.04	85%	30,894	1,034	4%	-5%
Portföyde	Sabancı Holding	SAHOL	62.20	130.00	109%	126,913	4,247	7%	53%
Portföyde	Turkcell	TCELL	62.50	95.00	52%	137,500	4,601	29%	64%
Portföyde	Türk Telekom	TTKOM	26.70	47.00	76%	93,450	3,127	22%	23%
Portföyde	Pegasus Hava Tasimaciligi	PGSUS	695.50	1345.00	93%	71,149	2,381	81%	598%
Portföyde	Petkim	PETKM	19.65	33.00	68%	49,801	1,667	2%	2%

* Kapanış fiyatları 9 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

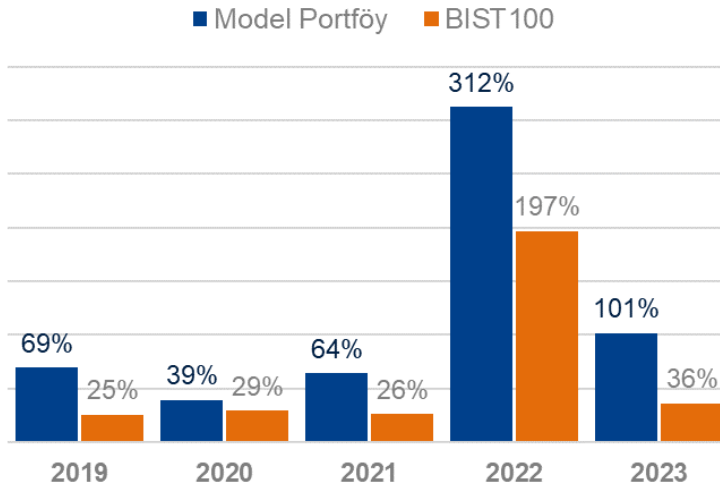
Yatırım Finansman - Araştırma Model Portföy Performans

Şirket	Hisse	Kodu	Fiyat (TL)			Piyasa Değeri (milyon)		Eklenme Tarihi	Eklendikten sonra getiri	
			Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TL	US\$		Göreceli	Mutlak
Reysas G.M.Y.O.		RYGYO	25.00	40.00	60%	12,500	418	11-Eyl-23	12%	7%
Emlak G.M.Y.O.		EKGYO	8.13	15.04	85%	30,894	1,034	06-Eki-23	4%	-5%
Sabancı Holding		SAHOL	62.20	130.00	109%	126,913	4,247	21-Ara-22	7%	53%
Kardemir (D)		KRDMD	24.72	42.00	70%	19,287	645	27-Oca-23	-3%	44%
Türk Telekom		TTKOM	26.70	47.00	76%	93,450	3,127	15-Kas-23	22%	23%
Türkcell		TCELL	62.50	95.00	52%	137,500	4,601	05-Tem-23	29%	64%
Petkim		PETKM	19.65	33.00	68%	49,801	1,667	25-Ağu-23	2%	2%
Yapi Ve Kredi Bankasi		YKBNK	22.42	32.00	43%	189,383	6,338	07-Ağu-23	47%	53%
Koc Holding		KCHOL	144.00	241.00	67%	365,169	12,220	09-Tem-21	35%	660%
Pegasus Hava Tasimaciligi		PGSUS	695.50	1345.00	93%	71,149	2,381	08-Ara-21	81%	598%

Model Portföy Performans - Eşit Ağırlıklı

Son değişimden bu yana portföy getirisi *	9.5%
Son değişimden bu yana BIST100 getirisi	0.9%
Son değişimden bu yana Model Portföyün BIST100'e göre getirisi *	8.6%
Yılbaşından bu yana model portföy getirisi	7.2%
Yılbaşından bu yana BIST100 getirisi	3.6%
Yılbaşından bu yana model portföyün BIST100'e göre getirisi	3.5%

*Portföydeki son değişim 15 Kasım 2023'te yapılmıştır.



Sektörel Görünüm: Bankalar & Diğer Finansal Şirketler

2024 yılı zorlukların ve fırsatların birleşimi

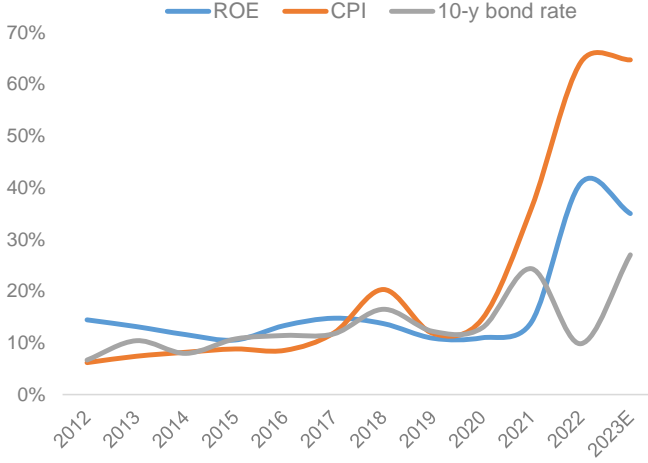
Yüksek faiz oranları ve TCMB'nin kredi büyüme sınırları sebebiyle kredi büyümesinin 2024 yılının ilk yarısında zayıf kalmasını, TL mevduat büyümesinin ise güçlü devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle sektörün kredi-mevduat rasyosu 1Y24'te yatay veya biraz daha düşük olabilir, ancak kredi büyümesinin 2024 yılı ikinci yarısında toparlanacağını düşünüyoruz. Bankacılık sektörünün 2024 yılında TL kredilerde yıllık bazda %35 civarında, mevduatlarda ise %40 civarında büyümesini öngörüyoruz. BDDK'nın aylık raporuna göre, TCMB'nin politika basitleştirmesinin etkisiyle, bankacılık sektörünün TL çekirdek spreadi Temmuz 2023'teki %-4,8 seviyesinden Kasım 2023'te %-0,4'e yükseldi. Devam eden kredi yeniden fiyatlandırması sayesinde spreadlerdeki iyileşmenin önümüzdeki çeyreklerde de devam etmesini bekliyoruz. TL mevduat faizleri de %45-50 seviyelerinde zirve yapıyor gibi görünmekte ve mevduat faizlerindeki potansiyel geri çekilme marjlara yardımcı olabilir. Mevduatların kredilerden daha hızlı büyümesi nedeniyle bankaların likidite fazlası ile karşı karşıya kaldıklarını, ancak TCMB'nin son dönemde (bankaların TCMB'ye politika faizi civarında fazla likidite borç vereceği) TL depo ihaleleri başlatma adımının bankaların bu durumu yönetmesine yardımcı olacağını belirtiyoruz. Enflasyona endeksli tahvillerin katkısı yavaşlayabilir fakat bu tahviller olumsuz bir senaryo durumunda Banka hisse senetleri için güçlü bir koruma sağlamaya devam edecek. Toplam net faiz marjlarının 2024'de yaklaşık 200 baz puanlık bir genişleme görebileceğini, bunun muhtemelen düşük menkul kıymet getirileri ve varlık kalitesindeki bir miktar bozulma ile dengeleneceğini, sektör için %20 civarında ılımlı bir net kar artışına yol açacağını tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, bankacılık sektörü özkaynak karlılığının hafifçe azalarak 2023T'deki %34'ten 2024T'de %30'a düşeceğini tahmin ediyoruz.

Sigorta şirketleri, 2023'te 1Y23'te yüksek kur farkı gelirleri ve 2Y23'te güçlü TL faiz oranlarının etkisiyle yatırım gelirinde önemli artış elde etti. Bu sene de yatırım gelirlerinin güçlü kalmasını bekliyoruz, ancak yüksek TL faiz oranlarının aynı zamanda prim üretimine yönelik rekabeti de artırdığını ve potansiyel olarak teknik gelir üzerinde baskı oluşturduğunu belirtiyoruz. Ayrıca 2023 yılındaki deprem etkisi sonrasında reasürans maliyetlerinde artış yaşanacaktır. Güçlü hisse senedi performanslarını da dikkate aldığımızda sigorta sektörü açısından nötr kalıyoruz.

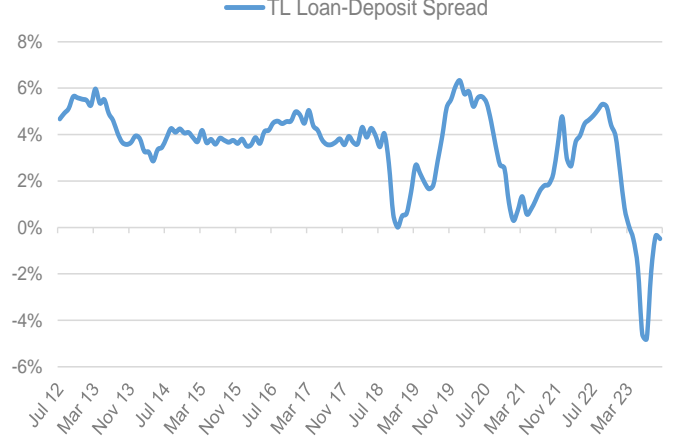
Bankacılık sektörünün aktif kalitesindeki olası bozulma, bankaların donuk kredilerini satmasını hızlandırabilir ve bu durum GLCVY dahil varlık yönetimi şirketlerine fayda sağlayabilir. Yüksek enflasyonun takipteki kredilerin tahsilat olasılığını artırması nedeniyle tahsilat performansının da dirençli olduğunu söyleyebiliriz.

Kapsamımızdaki özel bankalar 2023T F/K 3,2x ve PD/DD 1,05x seviyesinde işlem görürken, kamu bankaları 2023E F/K 6,0x ve PD/DD 0,79x çarpanlarıyla işlem görüyor.

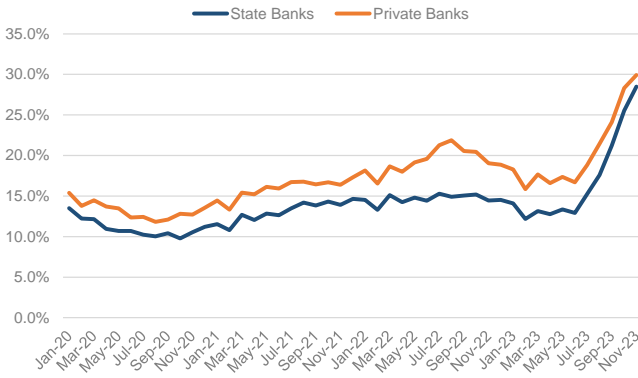
Bankacılık sektörü özkaynak getirisi, 10 yıllık tahvil faizi üzerinde



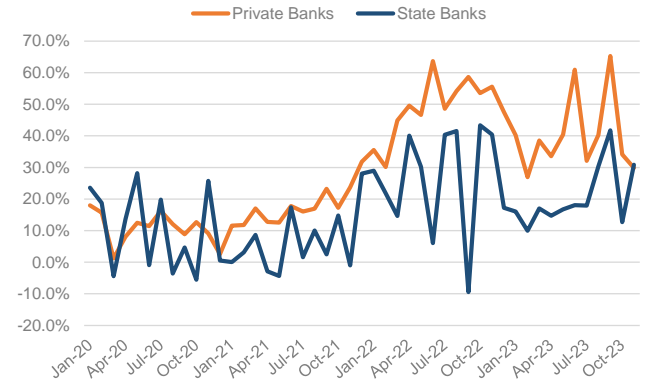
TL çekirdek spread toparlıyor, halen sıfır civarında



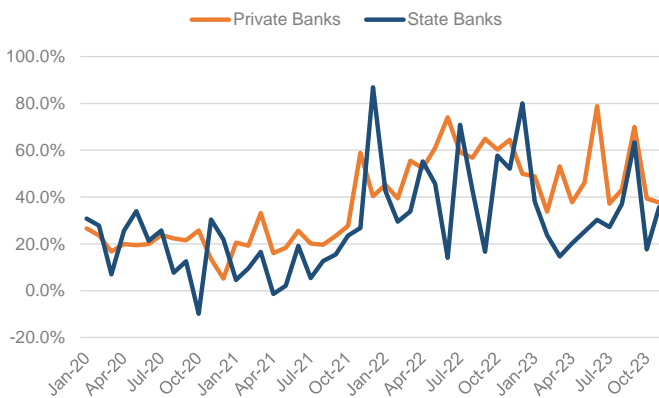
Kamu bankaları Kredi faizlerini özel bankalara yakın hızda yukarı çekiyor



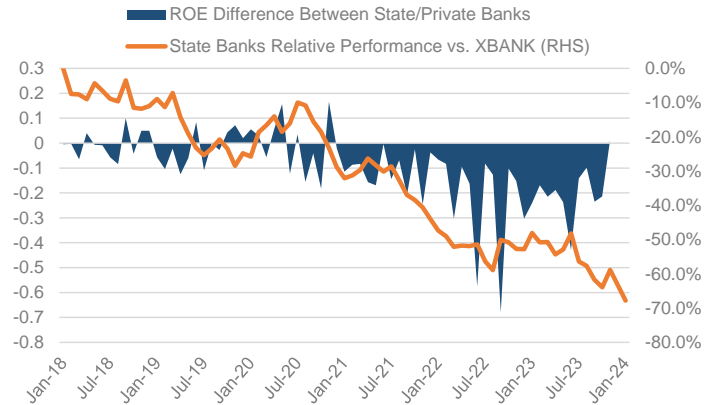
Kamu ve Özel bankalar arasındaki özkaynak getirisi makası kapanıyor



Karşılıklar ile düzeltme yapıldığında, kamu ve özel bankalar arasında özkaynak getiri farkı daha düşük



Bu eğilim devam ederse Kamu banka hisse performanslarının geride kalması sona erebilir



AKBNK

Hizmete Özel / Official Use Only

2023 için 37% Özsermaye Karlılığı tahmini

Akbank, artan mevduat maliyetinin olumsuz etkisini dengelemeye yardımcı olan güçlü menkul kıymet portföyü getirileri (öz kaynakların %77'sini oluşturan 147 milyar TL'lik TÜFE'ye endeksli portföyün desteğiyle) ve ticari kar sayesinde %41,2 özkaynak kârlılığı ile güçlü bir 9 aylık sonuç açıkladı. Komisyon gelirleri de güçlü müşteri kazanımı, etkin fiyatlandırma ve artan hacimler sayesinde güçlü performans gösterdi. Aktif kalitesi tarafında, sınırlı donuk alacak girişiyle donuk alacak oranı 2022'deki %2,8 seviyesinden %2,0'ye geriledi. 2023 yılında net kârın 66 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini ve özkaynak kârlılığının %37 olacağını tahmin ediyoruz.

2024'te karlılıkta sabit seyir beklentisi

2024 yılı net kar tahminimiz 73,2 milyar TL (yıllık +%11) olup, özkaynak karlılığı TÜFE'ye endeksli getirilerdeki düşüş ve ticari kazançlarındaki normalleşme nedeniyle yumuşayacaktır. TL kredi faizlerinin TCMB tarafından açıklanan faiz artırımları ve sadeleştirme adımları ile iyileşmeye devam etmesini, mevduat faizlerinin çekirdek spreadler üzerindeki olumsuz etkisinin Banka'nın güçlü maliyet yönetimi ile hafifletilmesini bekliyoruz. Banka'nın güçlü sermaye tamponu 2025'e kadar büyüme görünümünü destekleyecektir.

Hedef Fiyatımızı 42,50TL'den 56.80TL'ye revize ediyoruz

Hedef Fiyatımızı 42,50TL'den 56.80TL'ye revize ederken, %43 yukarı potansiyelle Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz %35 sürdürülebilir özsermaye karlılığına (ve %29 risksiz faiz oranı), dayanmaktadır. Hisse 2024T 0.76 PD/DD ve 2.8 F/K ile işlem görmektedir. 2023 ve 2024 karlarından %15 dağıtım oranıyla 9,9mlrTL ve 11mlrTL temettü dağıtılmasını beklerken, temettü verimleri %4.8 ve %5.3'ye işaret etmektedir.

Riskler

Makro riskler, risksiz getiri oranında yukarı yönlü riskler ve TL'de olası değer kaybının değerlememiz üzerinde aşağı yönlü risklere işaret ettiğinin altını çiziyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	56.80
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	39.84
Getiri Potansiyeli	43%

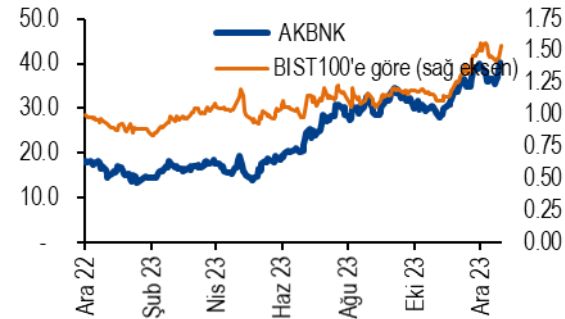
Bloomberg Hisse Kodu	AKBNK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	207,168
Halka Açıklık Oranı	52%
Hisse Adedi(mn)	5,200
Ortalama İşlem Hacmi-3 Aylık(TLm)	3,160

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	34.96	32.26	16.16
Nominal(TL)	14.0%	20.2%	157.9%
BIST100'e göre	16.6%	30.8%	64.8%

Tahminler	2023T	2024T	2025T
Net Kar	65,664	73,200	109,695
Büyüme (y/y)	9%	11%	50%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	37.0%	30.5%	34.2%
Aktif Karlılık	5.1%	3.8%	3.6%
F/K (x)	3.2	2.8	1.9
F/DD (x)	1.00	0.76	0.56
Temettü Verimliliği	4.8%	5.3%	7.9%

Fiyat Grafiği



GARAN

Hizmete Özel / Official Use Only

2023 için %40 Özsermaye karlılığı tahmini

Güçlü çekirdek faiz geliri üretimi, komisyon gelirleri (yıllık +%121) ve ticari kar (yıllık +%67) sayesinde Banka 9A23'te %41,1 özkaynak karlılığı açıkladı. Varlık kalitesi tarafında artan hacimler ve sınırlı donuk alacak girişiyle donuk alacak oranının %1,7'ye (2023:%1,9) gerilemesini bekliyoruz. Böylelikle 2023'te %40 özkaynak karlılığıyla 76 mlrTL net kar açıklanmasını bekliyoruz.

2024 yılında %18 kar artışı beklentisi

2024 yılı net karının 90 milyar TL (yıllık +%18) ve özkaynak karlılığının %33 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz, zira çekirdek spread'deki iyileşme komisyon/ticari kar/TÜFE bağlantılı kalemlerdeki normalleşme ve risk maliyetindeki potansiyel artış ile dengelenecektir.

Hedef fiyatımızı TL85,1 olarak değiştiriyoruz

Hedef Fiyatımızı 63,50 TL'den 85,1 TL'ye revize ederken, Endeks Üstü Getiritavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz %35 sürdürülebilir özkaynak karlılığına (%29,0 risksiz faiz oranı) dayanmaktadır. Hisse 2024T 0.84 PD/DD ve 2.9 F/K ile işlem görmektedir. 2023 ve 2024 karlarından %15 dağıtım oranıyla 11,4mlrTL ve 13,5mlrTL temettü dağıtılmasını beklerken, temettü verimleri %4.3 ve %5.1'e işaret etmektedir.

Riskler

Makro riskler, risksiz getiri oranında yukarı yönlü riskler ve TL'de olası değer kaybının değerlememiz üzerinde aşağı yönlü risklere işaret ettiğinin altını çiziyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	85.14
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	62.60
Getiri Potansiyeli	36%

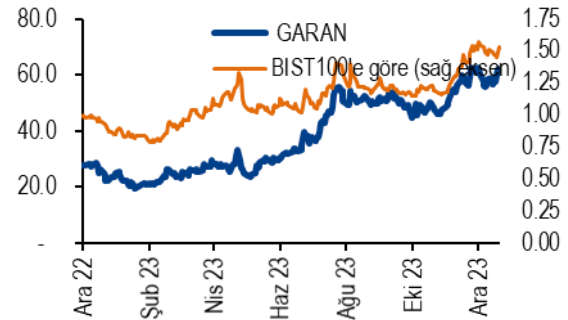
Bloomberg Hisse Kodu	GARAN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	262,920
Halka Açıklık Oranı	14%
Hisse Adedi(mn)	4,200
Ortalama İşlem Hacmi-3 Aylık(TLm)	1,836

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	57.70	49.80	24.82
Nominal(TL)	8.5%	22.7%	161.4%
BIST100'e göre	11.0%	33.1%	68.6%

Tahminler	2023T	2024T	2025T
Net Kar	76,102	90,113	136,341
Büyüme (y/y)	30%	18%	51%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	40.0%	32.9%	36.4%
Aktif Karlılık	5.2%	4.4%	4.1%
F/K (x)	3.5	2.9	1.9
F/DD (x)	1.12	0.84	0.60
Temettü Verimliliği	4.3%	5.1%	7.8%

Fiyat Grafiği



YKBNK

Güçlü 2023 sonuçları TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirileri ve ortalamının üzerinde kredi getirileri ile desteklenmekte

Yapı Kredi, güçlü menkul kıymet pozisyonu (157 milyar TL'lik TÜFE'ye endeksli portföy, özkaynakların %97'si), güçlü komisyon geliri yaratımı (yıllık +%128), ticari kar(yıllık +%120) ve 2Y'23'teki hızlı spread iyileşmesi sayesinde 9A'23'te %46 özkaynak kârlılığı elde etmiştir. Güçlü dijital müşteri penetrasyonu ve artan hacimler sayesinde Yapı, faaliyet giderleri enflasyonunu komisyon gelirlerindeki güçlü büyüme ile telafi etmeye devam etti. Aktif kalitesi tarafında, Banka güçlü tahsilat performansı göstermiş ve bu da net risk maliyetinin 2022'deki 147 baz puandan 9A'23'te 31 baz puana düşmesine yardımcı olmuştur. YKBNK'nın 2023 net karının %43 özkaynak kârlılığına karşılık gelen 65 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Devam eden kredi yeniden fiyatlandırmasının 2024 görünümünü desteklemesi muhtemel

Kredi-mevduat makasındaki iyileşmenin TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirilerindeki yavaşlamayı telafi edeceğini tahmin ettiğimiz için 2024 net kar tahminimiz 76 milyar TL (yıllık +%17) ve %36 özkaynak kârlılığıdır. TL kredi getirilerinin TCMB'nin faiz artırımları ve sadeleştirme adımları ile iyileşmeye devam edeceğini ve mevduat faizlerinin çekirdek spreadler üzerindeki olumsuz etkisinin Banka'nın güçlü maliyet yönetimi ile hafifletileceğini düşünüyoruz. Komisyon geliri yaratımındaki güçlü performansın devam edeceğini, karşılık giderlerinin ise sıkışan finansal koşullar nedeniyle artabileceğini tahmin ediyoruz. Kredi büyümesinin 2Y'24 ve 2025T'de hızlanmasını beklediğimizden, önümüzdeki yıla girerken net kar görünümünün kademeli olarak iyileşmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Hedef Fiyat 24,60 TL'den 32,00 TL'ye revize ediyoruz

Hedef Fiyatımızı 24,60 TL'den 32,0 TL'ye revize ederken, Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz %35 sürdürülebilir özkaynak kârlılığına (%29,0 risksiz faiz oranı) dayanmaktadır. Hisse 2024T 0.78 PD/DD ve 2.5 F/K ile işlem görmektedir. 2023 ve 2024 karlarından %15 dağıtım oranıyla 9,8mırlTL ve 11,4mırlTL temettü dağıtılmasını beklerken, temettü verimleri %5.2 ve %6.0'e işaret etmektedir

Riskler

Makro riskler, risksiz getiri oranında yukarı yönlü riskler ve TL'de olası değer kaybının değerlememiz üzerinde aşağı yönlü risklere işaret ettiğinin altını çiziyoruz.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Tavsiye****Endeks Üzeri Getiri**

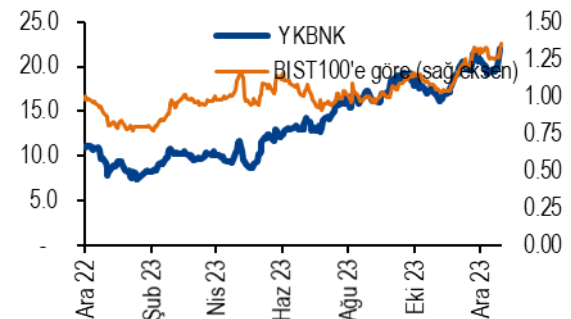
Hedef Fiyat	32.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	22.42
Getiri Potansiyeli	43%

Bloomberg Hisse Kodu	YKBNK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	189,383
Halka Açıklık Oranı	39%
Hisse Adedi(mn)	8,447
Ortalama İşlem Hacmi-3 Aylık(TLmn)	3,459

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	19.67	18.52	9.28
Nominal(TL)	14.0%	16.6%	156.6%
BIST100'e göre	16.6%	28.2%	61.5%

Tahminler	2023T	2024T	2025T
Net Kar	65,160	76,022	105,323
Büyüme (y/y)	24%	17%	39%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	43.0%	36.1%	36.2%
Aktif Karlılık	4.9%	4.0%	3.9%
F/K (x)	2.9	2.5	1.8
F/DD (x)	1.07	0.78	0.56
Temettü Verimliliği	5.2%	6.0%	8.3%

Fiyat Grafiği

HALKB

Hizmete Özel / Official Use Only

2023 için 12% Özsermaye karlılığı tahmini

Halkbank, çekirdek spread üzerindeki baskı ve bir defaya mahsus giderler nedeniyle 9A23'te %10,1 (9A22: %20,1) özkaynak karlılığı açıkladı. Sağlam menkul kıymet pozisyonlaması net faiz gelirini destekledi (TÜFE'ye endeksli portföy 190 milyar TL, özkaynakların %155'i), komisyon geliri üretimi sektöre benzer şekilde güçlü olmuştur (yıllık +%126). Aktif kalitesi tarafında, sınırlı donuk alacak girişi sayesinde donuk alacak oranı 2022'deki %2,1 seviyesinden 2023'te %1,5'e geriledi. 2023 net karınının 13 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini ve %12 özkaynak karlılığına tekabül edeceğini tahmin ediyoruz.

2024 net karda iyileşme bekliyoruz

İyileşen TL kredi getirileri, sağlam menkul kıymet portföyü ve faaliyet giderlerinin normalleşmesi sayesinde 2024 net kar tahminimiz 23 milyar TL'dir. Özkaynak karlılığı trendinin 2024'te ve 2025'te sırasıyla %17 ve %21 tahminlerimizle iyileşmeye devam etmesini bekliyoruz.

Hedef Fiyatı 17,0 TL olarak revize ediyoruz

Özkaynak karlılığı tahminlerimizdeki yukarı yönlü reviziyona bağlı olarak Hedef Fiyatımızı 17,00 TL/hisse olarak revize ettik. 23% yukarı yönlü potansiyel ile Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz %24 sürdürülebilir özkaynak karlılığına(%29,0 risksiz faiz oranı) dayanmaktadır. Hisse 2024T 0.65 PD/DD ve 4.2 F/K ile işlem görmektedir.

Riskler

Makro riskler, risksiz getiri oranında yukarı yönlü riskler ve TL'de olası değer kaybının değerlememiz üzerinde aşağı yönlü risklere işaret ettiğinin altını çiziyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

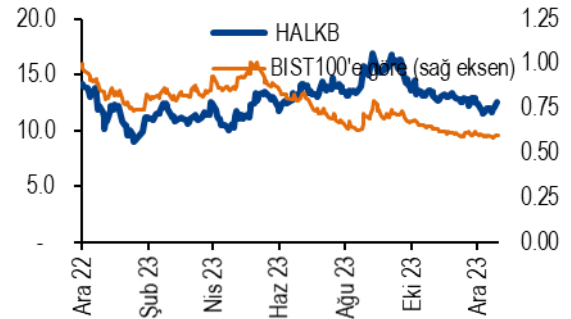
Hedef Fiyat	32.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	22.42
Getiri Potansiyeli	43%
Bloomberg Hisse Kodu	YKBNK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	189,383
Halka Açıklık Oranı	39%
Hisse Adedi(mn)	8,447
Ortalama İşlem Hacmi-3 Aylık(TLm)	3,459

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	19.67	18.52	9.28
Nominal(TL)	14.0%	16.6%	156.6%
BIST100'e göre	16.6%	28.2%	61.5%

Tahminler	2023T	2024T	2025T
Net Kar	65,160	76,022	105,323
Büyüme (y/y)	24%	17%	39%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	43.0%	36.1%	36.2%
Aktif Karlılık	4.9%	4.0%	3.9%
F/K (x)	2.9	2.5	1.8
F/DD (x)	1.07	0.78	0.56
Temettü Verimliliği	5.2%	6.0%	8.3%

Fiyat Grafiği



VAKBN

Hizmete Özel / Official Use Only

2023 için 21% Özsermaye karlılığı tahmini

Vakıfbank, 1Y23'teki zayıf spreadler nedeniyle 9A23'te %15,4 (9A22: %29,2) özkaynak karlılığı açıklarken, hızlı kredi yeniden fiyatlaması ve TÜFE'ye bağlı menkul kıymet geliri katkısı 3Ç'23'te güçlü bir toparlanmaya yol açtı. Banka ayrıca menkul kıymet pozisyonlamasını korudu (TÜFE'ye endeksli portföyü 193 milyar TL, özkaynakların %126'sı) ve komisyon geliri üretimi güçlü kaldı (yıllık +%126). 2023 yılı net karının %21 özkaynak karlılığına karşılık gelen 28,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

2024 yılında daha yüksek net faiz marjı sayesinde %29 kâr artışı tahmini

2024 net kar tahminimiz 36,8 milyar TL (yıllık +%29) ve %20 özkaynak karlılığıdır, zira çekirdek spreadlerdeki önemli iyileşme TÜFE'ye bağlı getirilerdeki düşüş ve varlık kalitesindeki potansiyel bozulma ile dengelenecektir. Kamu bankalarının TCMB faiz artışlarına paralel olarak kredileri hızla yeniden fiyatlamasını olumlu buluyoruz ve VAKBN değişken faizli kredilerin toplam TL kredi defterindeki %79'luk payı ile öne çıkıyor. Banka 2024 yılında herhangi bir sermaye enjeksiyonu beklemiyor, ancak büyüme görünümüne bağlı olarak döviz tahvili ihraçlarını değerlendirebilir. VAKBN'nin özkaynak karlılığındaki iyileşmenin 2025T'de kredi talebindeki olası toparlanma ve ekonomik büyüme sayesinde daha görünür olmasını bekliyoruz.

Hedef Fiyatı 21,0 TL olarak revize ediyoruz

Hedef Fiyatımızı %38 yukarı potansiyel sunan 21,00 TL/hisse olarak revize ettik. Değerlememiz %26 sürdürülebilir özkaynak karlılığına (%29,0 risksiz faiz oranına kıyasla) dayanmaktadır. Hisse 2024T 0.74 PD/DD ve 4.1 F/K ile işlem görmektedir.

Risks

Makro riskler, risksiz getiri oranında yukarı yönlü riskler ve TL'de olası değer kaybının değerlememiz üzerinde aşağı yönlü risklere işaret ettiğinin altını çiziyoruz.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	21.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	15.25
Getiri Potansiyeli	38%

Bloomberg Hisse Kodu	VAKBN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	151,218
Halka Açıklık Oranı	6%
Hisse Adedi(mn)	9,916
Ortalama İşlem Hacmi-3 Aylık(TLmn)	1,019

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	13.78	16.50	10.61
Nominal(TL)	10.7%	-11.2%	52.0%
BIST100'e göre	13.2%	-2.1%	-3.9%

Tahminler	2023T	2024T	2025T
Net Kar	28,495	36,770	58,550
Büyüme (y/y)	19%	29%	59%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	21.0%	19.9%	25.2%
Aktif Karlılık	1.4%	1.6%	1.6%
F/K (x)	5.3	4.1	2.6
F/DD (x)	0.91	0.74	0.58
Temettü Verimliliği	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



ANSGR

Teknik görünümde iyileşme

Artan prim üretimi, görece stabil kur ve düşen hasar frekanslarıyla Şirket 9M23'te %113,6 (9M22: %130,3) kombine rasyosu açıkladı. Diğer branşlara kıyasla daha düşük hasar oranlarına sahip olan ferdi kaza (yıllık +%85), genel zararlar (+%173,2) ve sağlık (yıllık +%210) branşlarındaki güçlü yıllık büyümeler de teknik karlılığı destekledi. Ayrıca teknik rezervlerin iskonto faktöründe değişiklik gibi regülasyonlar da Şirket'in teknik karlılığını destekledi. Brüt prim üretiminin 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla 40,3mlrTL ve 67,7mlrTL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Böylelikle, 2023 ve 2024 yıllarında 2,8mlrTL ve 1,2mlrTL teknik zararlar %111 ve %105 kombine rasyosu tahmin ediyoruz.

Makro şartlara uygun yatırım portföyü

9A23 itibariyle 27,8mlrTL (repo fonlaması nedeniyle kısa vadeli finansal yükümlülükler hariç) seviyesinde olan Şirket yatırım portföyü fonlar (%35), bonolar (%29), mevduatlar (%23) ve hisse senetlerinden (%12) oluşmaktadır. Detayına bakacak olursak, Eurobond (bonoların %72'si) ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymetler (bonoların %27'si) enflasyon ve kur riski karşısında Şirket'e hedge imkanı sağlamaktadır. Ayrıca, mevduatların %78'i 1 ay vadeli olduğu için artan faiz ortamında Şirket'e avantaj sağlamaktadır. Ayrıca Şirket 9A23 itibariyle 5,4mlrTL döviz uzun pozisyon taşımaktadır. ANSGR'nin güncel makro dinamiklerden pozitif etkilenmeye devam etmesini bekliyoruz. Bu beklentilerle, yatırım gelirlerinin 2023 ve 2024 yıllarında 7,5mlrTL ve 9mlrTL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Böylelikle, Şirket'in 2023 ve 2024 yıllarında %66 ve %44 özkaynak karlılığıyla 7,5mlrTL ve 9mlrTL net kar açıklamasını öngörüyoruz.

Hedef Fiyatımızı 74,70TL'ye revize ediyoruz

Son 12 ayda ANSGR BIST100 endeksinde göre %141 daha yüksek getiri elde etti. Kar beklentilerindeki güçlü görünümün halihazırda fiyatlara yansıtıldığını düşünüyoruz. Şirket için 74,70TL hedef fiyat hesaplararken Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz %37,7 sürdürülebilir özsermaye karlılığı, %29 risksiz getiri oranı ve %5 hisse risk primine dayanmaktadır. Hisse 2024T 1.4 PD/DD ve 3.8 F/K ile işlem görmektedir.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	TL74.70
Hisse Fiyatı	TL68.10
Getiri potansiyeli	10%
Bloomberg Hisse Kodu	ANSGR TI
Piyasa Değeri (TLmn)	34,050
Halka Açıklık Oranı	35%
Hisse adedi (mn)	500
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	243

Fiyat Performansı

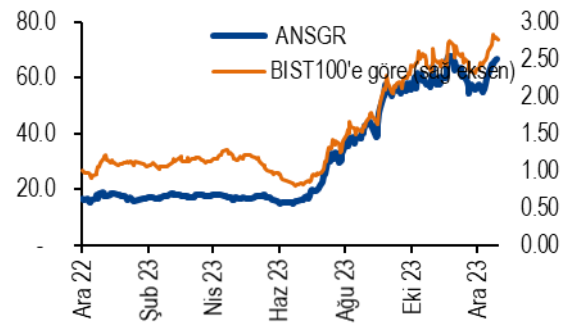
	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	61.3	55.5	18.87
Nominal(TL)	11%	19%	268%
BIST100'e göre	14%	30%	141%

Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
Defter Değeri	16,916	23,746	28,984
Net Kar	7,543	8,983	9,440
Büyüme	566%	19%	5%

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	66%	44%	36%
Aktif Karlılığı	11%	10%	10%
F/K	4.5x	3.8x	3.6x
F/DD	2.0x	1.4x	1.2x



GLCVY

Hizmete Özel / Official Use Only

2023'te karlılıkta %79 büyüme beklentisi

9A23 itibariyle, Şirket'in 2,7mlrTL defter değerine sahip 17,6mlrTL (22mlrTL'den kalan) anapara değerinde kredi portföyü bulunmaktadır. 9A23'te Şirket 1,2mlrTL değerinde alacak satın alımı gerçekleştirmiş ve yılsonunda bu miktarın 3mlrTL'ye ulaşabileceğini düşünüyoruz. Aynı zamanda, Şirket tahsilatları 9A23'te 1,8mlrTL'ye (9A22: 790mnTL) ulaşırken 2023 yılı tahminimiz 2,5mlrTL seviyesinde bulunmaktadır. Güçlü tahsilat performansına paralel olarak FAVÖK %63,9 marjla 1,2mlrTL (2023T: %60 marjla 1,5mlrTL FAVÖK) seviyesine ulaştı. Böylelikle Şirket 9A23'te 504mnTL (2023T: 697mnTL) net kar açıkladı.

Makro dinamiklere uygun avantajlı pozisyon

2024'te ekonomideki ve kredi büyümelerindeki yavaşlamayla bankacılık sektörü donuk alacak oranının %2,5 seviyelerine yaklaşmasını bekliyoruz. Bu durumda da bankaların tahsili gecikmiş alacak satışlarında artış olacağını düşünüyoruz. Makro görünüm ve TL'deki olası değer kaybının da varlık kalitesi açısından risk oluşturduğunun altını çiziyoruz. Ayrıca, son dönemde yaklaşık 0,40x seviyelerinde bulunan ihale çarpanlarının (yatırım miktarı/satın alınan portföyün anapara değeri) 0,25x seviyelerine gerileyeceğini düşünüyoruz. Böylelikle, son 15 yılda Türk bankalarının tahsili gecikmiş alacak portföylerindeki satıştan %25 pay alan sektör lideri GLCVY'nin yukarıda bahsedilen dinamiklerden pozitif etkilenmesini bekliyoruz.

2024'te yıllık %62 büyümeyle güçlü tahsilat performansı

2024'te GLCVY'nin 4,1mlrTL anapara değerindeki kredi portföyünü 1mlrTL yatırımla satın almasını bekliyoruz. Şirket tahsilatlarının enflasyondaki yukarı yönlü trende paralel 4mlrTL'ye (yıllık +%62) ulaşmasını bekliyoruz. Güçlü tahsilatlarla, FAVÖK'ün %62 marjla 2,5mlrTL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Böylelikle Şirket'in 2024 yılında 1,1mlrTL net kar açıklamasını bekliyoruz.

Hedef fiyatımızı TL55.7 olarak revize ediyoruz

İNA modelimizde 10 yıllık projeksiyon üzerinden terminal değeri Gelecek Varlık'ın portföyündeki anapara değeri ve yaklaşık 465 milyon TL değerindeki satışa hazır gayrimenkul portföyünü ekledik. Bu nedenle HF'mizi 34,00 TL/hisse'den 55,7 TL/hisse'ye çıkararak %64 artış potansiyeli ile Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz. Tahminlerimizin üzerinde takipteki alacak satışları ve yurt dışından portföylere yapılacak olası yeni yatırımların değerlememiz üzerinde yukarı yönlü riskler, varlık yönetim şirketlerine yönelik olası mevzuat değişikliklerinin ise aşağı yönlü riskler olarak sıralanabileceğini düşünüyoruz.

Tavsiye

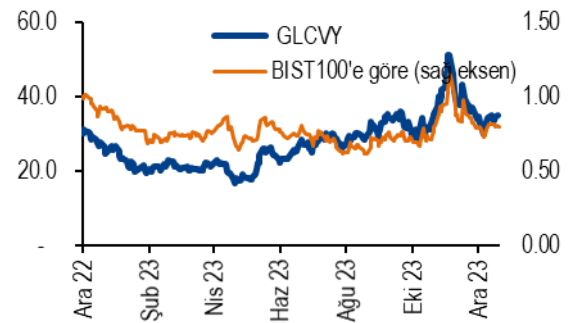
Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	TL55.7
Hisse Fiyatı	TL33.9
Getiri potansiyeli	64%
Bloomberg Hisse Kodu	GLCVY TI
Piyasa Değeri (TLmn)	4,733
Halka Açıklık Oranı	19%
Hisse adedi (mn)	140
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	49

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-14%	-6%	31%
Nominal (USD)	-17%	-13%	-18%
BIST100'e göre	-12%	3%	-15%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	2,465	4,000	4,794
FAVÖK	1,479	2,497	3,212
Net Kar	719	1,058	1,741

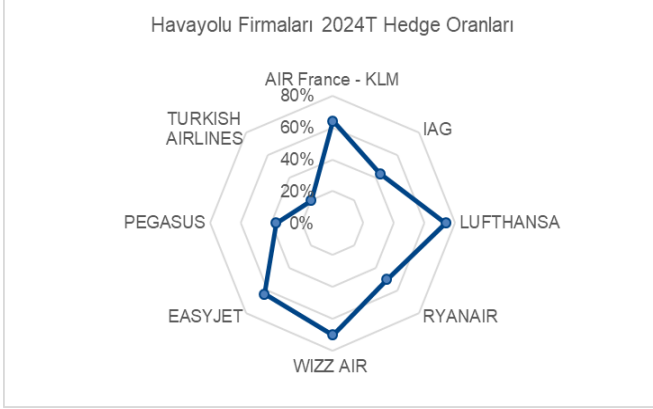
Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	6.6x	4.5x	2.7x
FD/FAVÖK	3.4x	2.1x	1.7x
F/DD	3.1x	2.0x	1.3x
Temettü verimi	6.3%	7.9%	9.9%



2024 Sektörel Görünüm: Havacılık

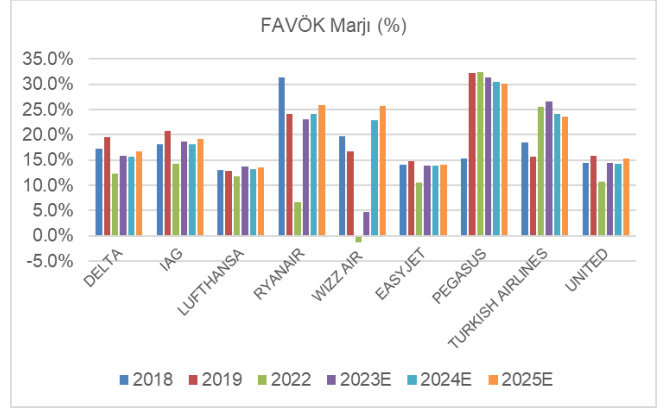
Güçlü performansın ardından görünüm hala parlak: 2022 yılında 50,5 milyon yolcu ile (2019'un %99'u) Türkiye'deki turizm faaliyeti benzer ülkelere kıyasla daha hızlı toparlanmıştır. Türk Lirası'ndaki değer kaybının ardından Türkiye'deki seyahat paketlerinin rekabetçi konumu, ülkenin coğrafi konum avantajı ve fiyat/performans açısından daha iyi konumlandırılması hızlı toparlanmanın ana nedenleri olmuştur. Öte yandan, Türk Hava Yolları ve Pegasus yüksek talebe başarılı bir şekilde yanıt vermiş ve kapasitelerini uluslararası benzerlerinden daha hızlı artırmayı başarmıştır. Buna karşılık, küresel pilot ve personel sayısındaki yetersizlikler ve darboğazlar nedeniyle yeni teslimatlardaki gecikmeler, geçen yıl küresel AKK büyümesinin sınırlı kalmasında etkili olmuştur. Öte yandan, uluslararası hava trafiğinde devam eden toparlanma sayesinde Türkiye'yi ziyaret eden turist sayısı 9A23'te 2019 seviyesinin %9 üzerinde gerçekleşmiştir. Buna bağlı olarak, Türkiye'nin turizm gelirleri 3Ç23'te yıllık bazda %13,1 artarak 20,2 milyar ABD dolarına ulaşmış ve bu 3Ç'ler özelinde yeni bir rekor olmuştur. 2024 yılında havayolları için çift haneli AKK büyümesi (THYAO için %13,5 ve PGSUS için %11,7) ve TAV için %10 yolcu sayısı büyümesi öngörüyoruz. 2023'teki güçlü hisse performanslarına rağmen, havacılık sektörünün cazibesini korumasını ve i) uluslararası benzerlerine kıyasla cazip değerlendirme ii) uluslararası yolcu sayısında çift haneli yolcu büyümesi beklentisi iii) benzerleri arasında düşük maliyet tabanı avantajı nedeniyle güçlü performansını sürdürmesini bekliyoruz. Yolcu sayıları ve doluluk oranları, yolcu getirilerindeki normalleşme eğilimleri nedeniyle 2024'te havayolları için daha önemli hale gelecektir. Hem Pegasus'un hem de Türk Hava Yolları'nın filo genişletme planları göz önüne alındığında, her iki havayolunun da iyi konumlandığını düşünüyoruz. TAVHL'de, kapasite artırım yatırımlarında sona yaklaşılmasıyla yatırımlar karşılığını vermeye başlayacağından, piyasanın şirketin değerlendirme çarpanlarını yükseltebileceğini düşünmekteyiz. 2023 yılında THYAO hisseleri %62,2 yükselirken, PGSUS ve TAVHL sırasıyla %35 ve %15 yükselmiştir. Havacılık hisselerinin 2024'te de güçlü performans göstereceğine inanıyoruz.

2024 Küresel Havayollarının Hedge Oranları



Kaynak: Şirket Sunumları, YF Araştırma

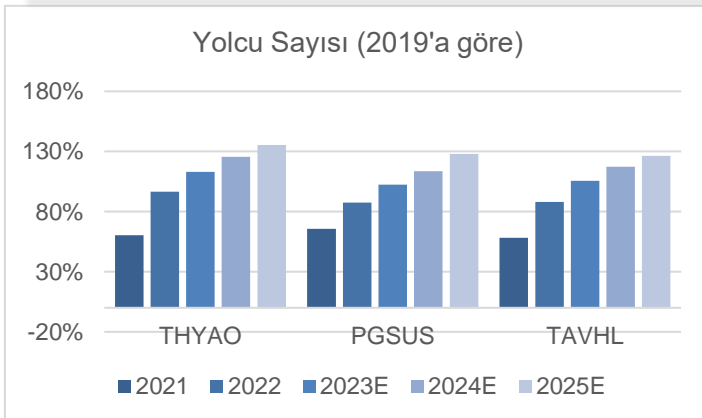
Küresel Havayollarının FAVÖK Marjları



Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma

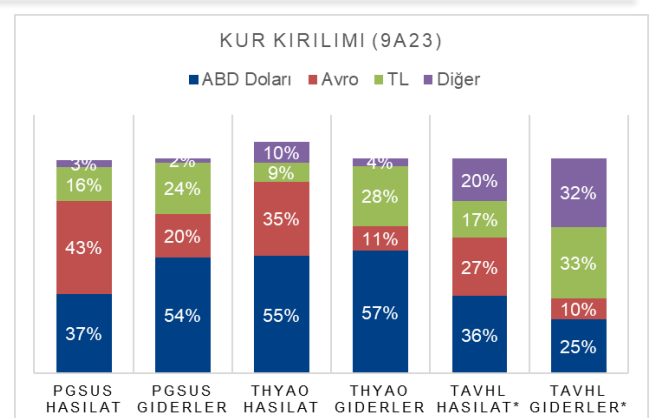
**PGSUS ve THYAO verileri 2023T - 2025T dönemleri için tahminlerimize dayanmaktadır.

Yolcu Sayısı (2019'a kıyasla)



Kaynak: Şirket Verisi, YF Araştırma Tahminleri

Kur Kırılımı



Kaynak: Şirket Sunumları, YF Araştırma

*TAVHL, 2022/12 itibarıyla

THYAO

Türk Hava Yollarının yolcu getirileri normalleşmeye rağmen hala güçlü

Normalleşme eğilimine rağmen, Türk Hava Yolları'nın yolcu verimi 9A23'te yıllık +%7 ile güçlü seyrini sürdürmüştür. 3Ç23'te geçen yıldan gelen yüksek baz etkisi nedeniyle artış %1 ile sınırlı kalsa da, 2019'un aynı dönemine kıyasla %23 daha yüksekte gerçekleşmiştir. Öte yandan, Türk Hava Yolları, 9A23'te yıllık %17'lik güçlü AKK (kapasite) artışı sayesinde nispeten güçlü getirilerden faydalanmaya devam etmiştir. Yolcu gelirleri (13,6 milyar ABD Doları, toplamda %86 pay), 9A23'te yıllık %16'lık konsolide gelir (9A23 itibarıyla 15,8 milyar ABD Doları) büyümesinin ana itici gücü olurken, kargo gelirleri (1,8 milyar ABD Doları, toplamda %11,4 pay) normalleşmiş ve aynı dönemde -%38 daralarak yıllık bazda zayıf performansını sürdürmüştür. 2024 yılında Türk Hava Yolları'nın kapasitesinin %13,5 artacağını, yolcu sayısının %11 artışla 93,2 milyona ulaşacağını ve şirketin konsolide gelirlerinin son 3 yılda olduğu gibi ABD doları bazında çift haneli büyümesini sürdürerek 23 milyar ABD dolarına ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Cazip hedge pozisyonu

Küresel benzerlerine kıyasla, Türk Hava Yolları'nın daha düşük hedge oranları (2023 için %20 ve 2024 için %9 ve 3Ç23 itibarıyla 79 ABD Doları başa başfiyat), Şirket'in jet yakıtı fiyatlarındaki düşüşten daha fazla faydalanmasını ve 9A23'te yakıt dışı birim maliyetlerdeki artışı dengelemesini sağlamıştır. Şirketin FAVÖK marjı, 3Ç'de birim gelirlerdeki daha sınırlı artışa ve 9A23'te yakıt dışı birim giderlerdeki yıllık %13,9'luk artışa rağmen, 9A23'te yıllık bazda yaklaşık 120 baz puan artarak %28,2'ye yükselmiş ve benzerlerinin oldukça üzerinde bir performans göstermiştir. Marjların 2024 yılında 50baz puan normalleşmesini ve Şirket tanınımı FAVÖK'ün yıllık bazda %3 artarak 5,6 milyar ABD dolarına ulaşmasını bekliyoruz.

Düşük borç seviyesi büyüme için alan sağlıyor...

Türk Hava Yolları'nın düzeltilmiş net borç/FAVÖK oranı, son 3 yıldaki güçlü operasyonel sonuçlar sayesinde 2020'deki 9,5x seviyesinden Eylül 23'te tarihi düşük seviye olan 1,1x'e gerilemiştir. Daha yüksek yatırım harcaması beklentimize rağmen (2024T'de bir yıl öncesine kıyasla yatırım harcamalarında +1 milyar ABD doları artış), düzeltilmiş Net Borç / FAVÖK oranının 2024T'de yatay kalacağını tahmin ediyoruz. Türk Hava Yolları'nın Eylül23 itibarıyla 6,9 milyar ABD Doları likiditesi bulunurken, düşük borç seviyeleri büyüme planları için alan sağlamaktadır.

2033 Planları THY'nin mevcut büyüklüğünün iki katına çıkarılmasını öngörüyor

THY'nin 2033 stratejisi ve hedefleri kapsamında şirket yönetimi, 2022 yılında RPK bazında küresel havacılıktaki pazar payını %2,7'den %3,8'e çıkarmayı hedefliyor. Buna göre, yolcu sayısının 2033 yılında 170 milyon yolcu aşması hedeflenirken, konsolide gelirin mevcut seviyenin iki katından fazla artarak +50 milyar ABD dolarına ulaşması bekleniyor. Toplam filodaki uçak sayısının 800'ü aşması beklenirken, Şirket'in düşük maliyetli havayolu iştiraki AJET'in filosunun (Eylül 23 itibarıyla 90 uçak) 200 uçağa ulaşması beklenmektedir. Kargo tarafında, küresel pazar payının 2022'de %5,2'den 2033'te %7,5 - %8'e yükselmesi beklenmektedir.

THYAO için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 340,00 TL'den 375,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

Revize edilmiş tahminlerimize göre, hisseler hala cazip bir şekilde 2024T'de 3,1x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir, bu da emsallerine göre %35 iskontoya işaret etmektedir. Değerleme çarpanımızı 4,5x FD/FAVÖK olarak korumaktayız. Daha yüksek yolcu sayısı ve kargo hacmi, daha düşük jet yakıt fiyatları değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risklerdir.

Tavsiye Hizmete Özel / Official Use Only Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL375
Hisse Fiyatı	TL243
Getiri potansiyeli	54%

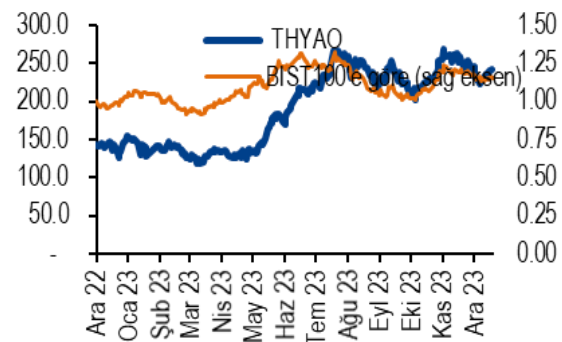
Bloomberg Hisse Kodu	THYAO TI
Piyasa Değeri (TLmn)	335,202
Halka Açıklık Oranı	50%
Hisse adedi (mn)	1,380
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	8,727

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-4%	6%	94%
Nominal (USD)	-8%	-2%	22%
BIST100'e göre	-2%	11%	19%

Tahminler (USDmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	489,449	765,052	1,026,708
FAVÖK	113,655	173,355	228,710
% Marj	23.2%	22.7%	22.3%
Net Kar	72,444	89,370	121,742
% Marj	15%	12%	12%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	4.6x	3.8x	2.8x
FD/FAVÖK	4.7x	3.1x	2.4x
F/DD	0.9x	0.6x	0.5x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	0.0
Temettü verimi	0%	0%	0%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

PGSUS

Hizmete Özel / Official Use Only

2024T'de yolcu sayılarındaki artış ana itici güç olacak

2022'deki keskin yolcu verimindeki artışının ardından, 2023'ün ikinci yarısında düşük yakıt fiyatı ve tüm sektör için daha yüksek kapasite nedeniyle normalleşme eğilimi başladı. Normalleşmeye rağmen, yolcu başına yan gelirlerdeki ve yolcu sayısındaki artışın 2024T'de PGSUS için ana itici güçler olmasını bekliyoruz. Buna göre, 2024T'de AKK (kapasite) büyümesini +%11,7 olarak tahmin ederken, yolcu sayısı tahminimiz 35 milyon (yıllık +%11,1) seviyesindedir. Doluluk oranı varsayımımız 2024T'de uluslararası doluluk oranında 0,8 puan artışla %84'e (2019: %84,3) işaret etmektedir. Uluslararası yolcu sayısındaki daha fazla büyümenin, yolcu başına daha yüksek yan gelirler sayesinde şirkete daha iyi bir mix sağladığını not ediyoruz. IATA'nın tahminlerine göre, Avrupa bölgesinde 2024T'de yıllık %10,5 RPK büyümesi beklenirken bu Asya/Pasifik'ten sonra en yüksek ikinci büyümeye işaret etmektedir. Güçlü talep ve normalleşen getiri trendi ortamında, Pegasus'un rekabetçi maliyet yönetimi sayesinde uluslararası düşük maliyetli emsalleri arasında daha iyi konumlandığını düşünüyoruz.

Sektör ortalamasının üzerinde sürdürülebilir marjlar

2024 yılında maliyet yönetiminin havayolu şirketleri için öncelik listesinin başında yer alacağını, PGSUS'un ise etkin maliyet yönetimi sayesinde daha zorlu iş koşullarına rağmen sektör için oldukça yüksek olan karlılık oranlarını (FAVÖK Marjı son 3 yılda %30 civarındaydı) koruyabileceğini düşünüyoruz. Tahminlerimiz 2024 yılında FAVÖK marjının yıllık yaklaşık 1,0 puan düşüşle %30,4'e gerileyeceğine işaret ederken, FAVÖK'ün Euro bazında %8 artışla 897mn Euro'ya yükselmesini bekliyoruz.

Sabiha Gökçen Havalimanı'nda ikinci pist açıldı

Sabiha Gökçen Havalimanı'nda geçtiğimiz yıl faaliyete geçen metro hattı, havalimanının lojistik kabiliyetlerini artırmıştır. Buna ek olarak, Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki 2. pist 2023'ün sonlarında açıldı. İkinci pistin açılmasıyla birlikte havalimanının kapasitesinin iki kattan fazla artması bekleniyor. Öte yandan, 2025 yılında iki pistin aynı anda kullanılması planlandığından, ikinci pistin önümüzdeki yıl için tahminlerimiz üzerinde bir etkisi olmadığını not etmekteyiz.

2024 yılında filo genişlemesinin hızlanmasına rağmen sınırlı net borç artışı

Teslimat programına göre, şirketin 2024 yılında tamamı Airbus Neo 321 modeli olmak üzere 17 uçak teslim alması bekleniyor. Öte yandan, devam eden güçlü nakit üretimi sayesinde Şirket'in düzeltilmiş net borcunun 2023T'deki 2,2 milyar Avro'dan 2024E'de 2,4 milyar Avro'ya hafif bir artış göstermesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak, net borç/FAVÖK oranının 2023T'de 2,68x'ten 2024T'de 2,75x'e hafif bir artış göstermesini bekliyoruz.

Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı TL1345,0/hisse'ye (TL1255,0/hisse'den) revize ediyoruz.

Revize edilmiş beklentilerimize göre, PGSUS hisseleri 2024 yılında 3,7x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine göre %42 iskontolu işlem görmektedir. Yolcu odaklı büyüme, normalleşen getiri ortamına karşı yeni dönem için daha iyi konumlanma ve şirketin uluslararası benzerlerinden ayrılan yüksek karlılık oranları PGSUS'a yönelik olumlu görüşümüzün arkasındaki nedenlerdir. Euro'nun Türk Lirası ve ABD Doları karşısında değer kazanımı, yolcu getirilerinin beklenenden daha güçlü olması tahminlerimiz üzerindeki başlıca yukarı yönlü risklerdir. 9A23 itibarıyla Şirket'in gelirlerinin %43'ü Avro ve %37'si ABD Doları cinsinden, giderlerinin ise %54'ü ABD Doları ve %20'si Avro cinsinden gerçekleşmiştir.

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL1345
Hisse Fiyatı	TL695.5
Getiri potansiyeli	93%

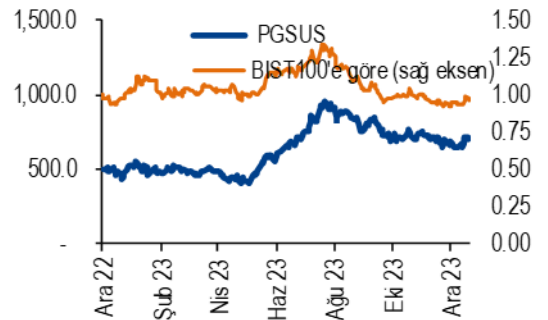
Bloomberg Hisse Kodu	PGSUS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	71,149
Halka Açıklık Oranı	43%
Hisse adedi (mn)	102
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,336

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-3%	-9%	53%
Nominal (USD)	-6%	-16%	-4%
BIST100'e göre	-3%	-3%	-1%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	67,887	118,056	158,340
FAVÖK	21,271	35,896	47,612
% Marj	31.3%	30.4%	30.1%
Net Kar	10,216	14,909	19,515
% Marj	15.0%	12.6%	12.3%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	7.0x	4.8x	3.6x
FD/FAVÖK	6.3x	3.7x	2.8x
P/DD	1.7x	1.3x	1.1x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi	0%	0%	0%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@vf.com.tr

TAVHL

Almatı Havalimanı'nın göz alıcı performansı

TAVHL, 2021 yılında Almatı Havalimanı'nın %85'ini toplam 415 milyon ABD Doları (365 milyon ABD Doları + 50 milyon ABD Doları kazanç ödemesi) karşılığında satın almış ve havalimanı satın alma işleminden bu yana güçlü performans göstermeye devam etmiştir. 9A23 döneminde havalimanının yolcu sayısı 7,05 milyon ile 9A19 seviyesinin %47 üzerinde gerçekleşirken, iç hat ve dış hat yolcu sayıları 2019 seviyelerinin sırasıyla %62 ve %32 üzerinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, havalimanında gelirin ana kaynağı olan uluslararası ATM sayısı 9A19 ve 9A22'ye kıyasla 9A23'te sırasıyla %30 ve %44 daha fazla olmuştur. Satın alınanın ardından açıklanan yatırım planına göre şirket, 200 milyon ABD doları yatırım harcamasıyla havalimanının kapasitesini iki kattan fazla artırmayı ve 14 milyon yolcu aşmayı hedeflemektedir. Yeni terminal yatırımı sonucunda TAV Kazakistan'ın duty free ve ekstra lounge ve yiyecek-içecek gelirleri elde etmesi bekleniyor. Eylül 2023 itibarıyla inşaatının %76'sı tamamlanan yeni terminalin 2024 yılının ikinci yarısında açılması bekleniyor.

Antalya ve Ankara Havalimanları Yatırımları

TAVHL'nin 2025-2050 dönemini kapsayan 25 yıllık Antalya Havalimanı imtiyaz ihalesini (7,25 milyar USD+KDV) kazanması, TAV'ın son 2 yıldaki bir diğer önemli stratejik hamlesi oldu. Üç fazda planlanan yatırımlar sonucunda havalimanının kapasitesinin 35 milyon yolcudan 80 milyon yolcuya çıkarılması planlanıyor. Antalya'ya ek olarak Ankara Havalimanı'nın da 25 yıllık imtiyaz ihalesini 475mn Avro + KDV bedelle kazanan TAV, ilk fazda 210mn Avro yatırımı bulunurken ve Eylül 2023 itibarıyla inşaatın %25'ini tamamlamış durumda. Türk Hava Yolları'nın düşük maliyetli iştiraki AJET'in Ankara'yı hub olarak kullanma, yine Türk Hava Yolları'nın bir diğer iştiraki Sunexpress'in Antalya Havalimanı'nda yoğunlaşma ve benzer şekilde Pegasus'un da Antalya Havalimanı'nı Sabiha Gökçen Havalimanı'na ek olarak ikinci bir hub olarak konumlandırmasının altını çiziyoruz. Şirketlerin filo genişletme planları, her iki havalimanında da güçlü bir potansiyele işaret etmektedir.

Net Borç / FAVÖK'ün 2025 yılına kadar 2,5x'e düşmesi bekleniyor

TAVHL'nin 2021 yılında 1,25 milyar Avro olan net borcu, son 2 yıldaki yoğun yatırım harcamaları programı ve ihaleler sonrasında yapılan peşin ödemeler nedeniyle 9A23 itibarıyla 1,7 milyar Avro'ya yükselmiştir. Öte yandan, devam eden yatırımların planlaması dikkate alındığında, FAVÖK'teki artış sayesinde net borç/FAVÖK oranının 2025 yılında 2,5x-3,3x seviyesine (2023T'deki 5x-6x seviyesinden) iyileşmesi beklenmektedir. 2024T yılında TAV'ın yolcu sayısının %10,5 artışla 104,5 milyona ulaşmasını beklerken, FAVÖK tahminimiz yıllık bazda +%18 artışla 444 milyon Avro seviyesinde bulunuyor. 2024 ve 2025 yıllarında marj artışının devam ederek sırasıyla %30 ve %32'ye (2023E'de %29'dan) ulaşmasını bekliyoruz. Borçlülükteki artış, 2023 yılında hisse senedinin BIST100'e (TAVHL %15, BIST100 %36) kıyasla daha düşük performans göstermesinin ana nedeniydi. Şirket yaptığı yatırımların karşılığını 2024 ve 2025 yıllarında almaya başlayacağından, piyasa gelecek dönemde beklenen büyümeyi fiyatlamaya başlayabilecektir. Öte yandan, şirketin yolcu sayısı odaklı gelir yapısı sayesinde uçak bileti fiyatlarındaki normalleşmeye karşı da daha iyi bir konumda olduğunu düşünüyoruz.

TAVHL için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 158,00 TL'den 245,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

TAVHL'nin değerlendirilmesi için parçaların birleşimi yöntemini kullandık ve 2,7 milyar Avro hedef NAD değerine ulaştık. Buna göre, hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyor ve HF'mizi 158,0 TL/hisse'den 245,0 TL/hisse'ye yükseltiyoruz. Öngörülerimizin üzerinde uluslararası yolcu sayısı ve Almatı Havalimanı'nın daha iyi performansı değerlememize yönelik başlıca yukarı yönlü risklerdir.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL245.0
Hisse Fiyatı	TL114.5
Getiri potansiyeli	114%

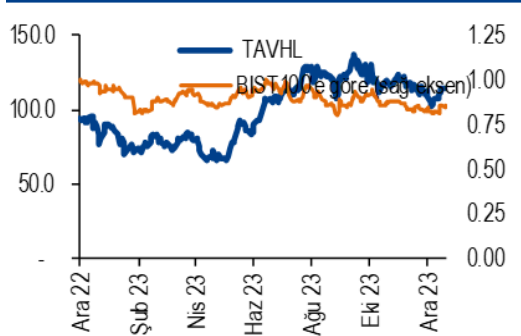
Bloomberg Hisse Kodu	TAVHL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	41,596
Halka Açıklık Oranı	48%
Hisse adedi (mn)	363
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	414

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-2%	-14%	37%
Nominal (USD)	-5%	-20%	-14%
BIST100'e göre	-2%	-8%	-12%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	34,133	54,065	70,640
FAVÖK	9,915	16,214	22,629
% Marj	29%	30%	32%
Net Kar	4,402	5,266	9,626
% Marj	13%	10%	14%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	9.4x	7.9x	4.3x
FD/FAVÖK	7.3x	4.5x	3.2x
F/DD	1.0x	0.7x	0.5x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi (%)	0%	0%	0%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

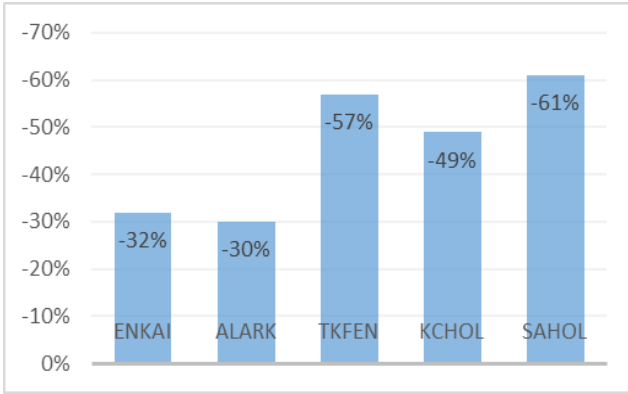
emre.duman@vf.com.tr

2024 Sektörel Görünüm: Holding

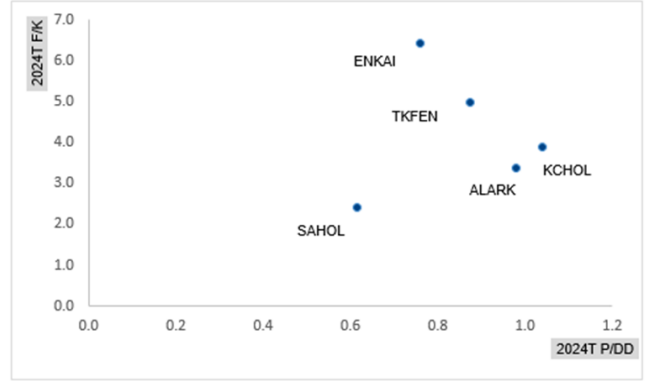
KCHOL & SAHOL cazip kalmaya devam ediyor: Model portföyümüzdeki her iki holdingin de 2023 yılında BIST100'den daha iyi performans göstermiştir (KCHOL +%73 ve SAHOL +%40,3, BIST100 +%36). Her iki holdingin değerlemesinin, tarihi yüksek NAD iskontosu nedeniyle hala cazip olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'nin 5 yıllık CDS'lerindeki düşüş, artan yabancı yatırımcı ilgisi, dengeli portföy yapıları bu holdingler için olumlu görüşümüzün arkasında yer alıyor. Hem KCHOL hem de SAHOL'un bankacılık ve finans sektörüne önemli ölçüde ağırlıkları bulunmaktadır. Mevcut NAD tahminlerimize göre, YKBNK KCHOL'un NAD'sinde %20 paya sahipken, AKBNK SAHOL'un NAD'sinde %40 paya sahiptir. Bu nedenle, Holdingleri Banka hisselerini taşımanın daha cazip bir alternatifi olarak da görüyoruz.

Ayrıca, önümüzdeki dönemde yenilenebilir enerji yatırımlarını artırabilecek ENKA'yı defansif bir seçim olarak vurguluyoruz.

Hedef NAD'ye göre iskonto



F/K ve P/D çarpanları (2024E)



KCHOL

Güçlü net nakit pozisyonu

Koç Holding'in solo net nakit pozisyonu, iştiraklerinden elde ettiği yüksek temettü gelirleri sayesinde 2022 yılındaki 74 milyon dolar seviyesinden Eylül 23 sonunda 632 milyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Düzeltilmiş solo net nakit (Ford Otosan, EYAŞ temettü ödemeleri ve 4Ç'23'te gerçekleşen Marmaris Altinyunus sermaye artırımına göre düzeltilmiş) daha da artarak 850 milyon dolar civarına yükselmiştir.

Güçlü kazanç performansı

Koç Holding'in konsolide net karı 9A23'te Finans (yıllık +%47), Otomotiv (yıllık +%154) ve Enerji (yıllık +%53) sektörlerinin güçlü performansı ile yıllık bazda %75 artarak 73,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Holding 9A23'te 16,03 milyar TL temettü elde etmiş ve 6,5 milyar TL temettü dağıtmıştır. Holding'in 2024 yılında 95 milyar TL konsolide net kar elde etmesini (yıllık +%12) ve hisse başına 3,3 TL temettü dağıtmasını bekliyoruz. Koç Holding'in dengeli portföy yapısı, 2024 yılında otomotiv ve dayanıklı tüketim malları gibi döngüsel sektörlerde iç pazardaki olası zayıf talebi hafifletecektir. Buna ek olarak, KCHOL'ün Türkiye'nin toplam ihracatındaki %7'lik payı göz önünde bulundurulduğunda, Holding 2Y'24'ten itibaren ana ihracat pazarlarındaki toparlanmadan doğrudan faydalanacaktır.

Değerleme güçlü hisse performansının ardından hala cazip

KCHOL hisse fiyatı 2023 yılında %73 artışla BIST100 endeksinden %28 daha iyi performans göstermiştir. Güçlü hisse performansına rağmen KCHOL'ün NAV iskontosu son 2 yılda fazla değişmeyerek ortalama %33 olarak gerçekleşmiştir. Hisse mevcut hesaplamalarımıza göre %27 NAD iskontosu ile işlem görmektedir. Öte yandan, BIST'te yabancı yatırımcı payının görece daha yüksek olduğu 2018-2019 yıllarında KCHOL'ün ortalama %6 NAD iskontosu ile işlem gördüğünü not ediyoruz.

KCHOL için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı 241 TL'ye yükseltiyoruz.

2024 beklentilerimize göre, KCHOL 3,5x F/K ve 0,9x P/D çarpanlarıyla işlem görmektedir. Holding'in Piyasa değeri de hedef NAV'ımıza göre %49'luk bir iskontoya işaret etmektedir (iştiraklerin gerçeğe uygun değer tahminimize göre). Türkiye'nin 5 yıllık CDS'i iyileşmeye devam ederken, holding iskonto varsayımımızı %15 olarak koruyoruz. Tahminlerimizi revize ettikten sonra, KCHOL için Hedef Fiyatımızı 197,0 TL'den 241,0 TL'ye yükseltiyor ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL241.0
Hisse Fiyatı	TL144.0
Getiri potansiyeli	67%

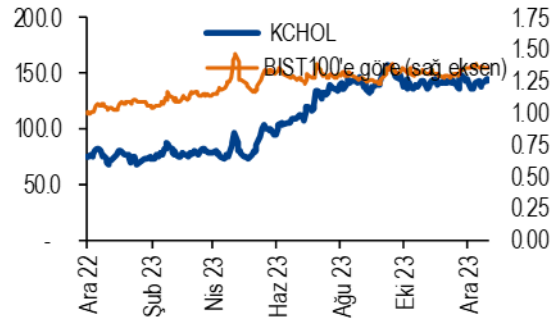
Bloomberg Hisse Kodu	KCHOL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	365,169
Halka Açıklık Oranı	22%
Hisse adedi (mn)	2,536
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,946

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	2%	-8%	104%
Nominal (USD)	-2%	-15%	28%
BIST100'e göre	1%	-2%	31%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Özsermaye	245,888	354,064	505,708
Net Kar	84,890	94,742	123,500

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	4.2x	3.5x	2.7x
F/DD	2.2x	0.9x	0.7x
Hisse Başına Temettü	3.3	3.7	4.9
Temettü Verimi (%)	1%	2%	2%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

SAHOL

İştiraklerin performansı sayesinde güçlü kar büyümesi

Sabancı Holding 9A23'te yıllık %35 büyüme ile 36,7 milyar TL konsolide net kar elde ederken, 3Ç23'te konsolide net kar büyüme oranı yıllık %59 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık operasyonlarının güçlü performansına ek olarak, banka dışı segmentin kombine FAVÖK'ü 3Ç23'te yıllık bazda +%74 artmıştır. Yapı malzemeleri (kombine FAVÖK yıllık +%162) ve dijital segment (kombine FAVÖK yıllık +%141) yıllık bazda en yüksek büyümeyi kaydederken, enerji segmentinin toplam kombine FAVÖK içindeki payı %16,7 ile banka dışı segmentler arasında en yüksek katkıyı sağlayan segment olmuştur. Sabancı Holding'in konsolide net karının 2024T'de %17 artarak 52,3 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Holding'in banka dışı Net Borç/FAVÖK oranı yalnızca 0,4x olup, Holding'e artan temettü akışı potansiyeline işaret etmektedir. Bu durum, Holding'e yeni ekonomi alanlarına (Yenilenebilir Enerji, İleri Malzeme Teknolojileri, Dijital) yatırım yapmak için alan sağlayacaktır.

Enerji ve Yapı Malzemeleri segmentleri güçlü görünümünü 2024'te de koruyacaklar

Elektrik üretim hacmindeki %26'lık düşüşe (çoğunlukla doğalgaz santrallerindeki düşük KKO nedeniyle) ve elektrik fiyatlarındaki (ABD Doları bazında) bir miktar normalleşmeye rağmen, Enerjisa Üretim'in FAVÖK'ü 3Ç23'te yıllık bazda %41 artarak 3,2 milyar TL'ye yükselmiş ve 9A23'te 9,1 milyar TL FAVÖK elde etmiştir. Buna göre, şirketin SOA FAVÖK'ü 454 milyon dolar olurken, Net Borç/FAVÖK Eylül 2023'te sadece 0.2x seviyesinde oldukça düşük seviyededir. Holding'in 2026 yılına kadar Türkiye'de 1000 MW'lık yenilenebilir enerji yatırımını tamamlamayı beklediğini not ediyoruz. Yatırımlar sonrasında portföy 5,0 GWh kurulu güce ulaşacakken, yenilenebilirin toplam portföy içindeki payı %60'a yükselecek. Ayrıca, Sabancı Holding'in %100 iştiraki olan Sabancı Renewables'ın ABD'deki Cutlass II Solar projesinin (272MW kurulu güç) 2Ç24'te devreye alınması beklenmektedir. Dağıtım ve perakende tarafında, ENJSA'nın yüksek enflasyondan ve yatırım harcamalarındaki artıştan faydalanmasını bekliyoruz. 2024T'de 60 milyar TL Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT) ve 30 milyar TL konsolide operasyonel kazanç öngörüyoruz. Banka dışı segmentin bir diğer itici gücü olan yapı malzemeleri, Marmara Bölgesi'ndeki kentsel dönüşüm ve deprem bölgesinin yeniden inşası sırasında öne çıkabileceğini düşünmekteyiz. Değişken maliyet yapısı ve daha iyi miks yönetimi sayesinde brüt marjdaki iyileşme, son 5 yıllık ortalama seviyelerin üzerindeki marjları korumaya devam edebilecek olan segment için ana itici güçler olmalıdır.

NAD iskontosu cazip değerlemeye işaret ediyor

Hesaplamalarımıza göre, SAHOL hisseleri Mevcut NAD'sine göre (listelenen iştiraklerin piyasa fiyatına göre) %40 iskontolu işlem görmektedir. Öte yandan, 10,99 milyar dolar hedef NAD'ye ulaşıyoruz (iştirakler için hedef değerlememize dayanarak), bu da SAHOL'un mevcut piyasa değerinde %61 iskontoya işaret ediyor. Tahminleri revize ettikten ve %20 holding iskontosunu koruduktan sonra, HF'mizi 130,0 TL'ye yükseltiyoruz (Önceki: 93,0 TL). SAHOL hisseleri 2024T tahminlerimize göre 2.3x F/K ve 0.6x P/D çarpanlarıyla cazip bir şekilde işlem görmektedir.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL130.0
Hisse Fiyatı	TL62.2
Getiri potansiyeli	109%

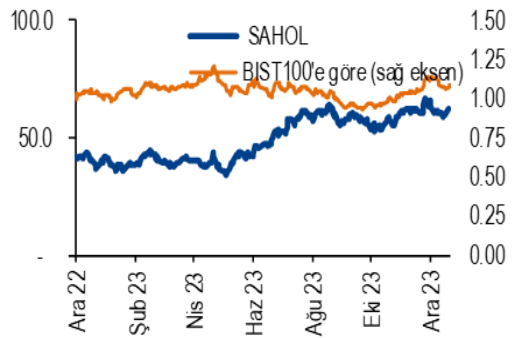
Bloomberg Hisse Kodu	SAHOL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	126,913
Halka Açıklık Oranı	49%
Hisse adedi (mn)	2,040
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,688

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	1%	6%	62%
Nominal (USD)	-3%	-2%	2%
BIST100'e göre	0%	13%	4%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Özsermaye	147,266	206,186	285,216
Net Kar	44,743	52,330	73,079

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	2.7x	2.3x	1.7x
P/DD	0.8x	0.6x	0.4x
Hisse Başına Temettü	2.2	3.8	5.4
Temettü Verimi (%)	4%	6%	9%

Fiyat Grafiği



Emre Duman
+90 (212) 334 98 58
emre.duman@yf.com.tr

ENKAI

Yeni yatırımlar beklentileri kuvvetlendirebilir

ENKAI, döviz bazlı nakit akışı sağlamaya devam ederken, büyük miktardaki nakit pozisyonu defansif gücünü artırıyor. Bu faktörler hisse senedinin son dönemde piyasadaki gerilemeye rağmen daha dayanıklı kalmasında etkili oldu. Şirket 2023 yılında yeni yatırımlar açıkladı; (1) Trakya bölgesinde, 2025 yılında devreye alınması beklenen ve AB pazarlarına elektrik ihraç edebilecek 890 MW'lık gaz yakıtlı elektrik santrali projesi (2) Arnavutluk'ta 2024 sonunda devreye alınması beklenen 30 MW'lık güneş enerjisi projesi. Enka'nın yenilenebilir enerji sektöründeki yatırımlarını daha da artırabileceğini ve bu durumun yatırım temasının çekiciliğini potansiyel olarak artırabileceğini düşünüyoruz.

İnşaat iş kolu ılımlı büyüme hızını sürdürüyor

İnşaattan elde edilen gelirin 2022'deki 1,9 milyar ABD dolarından 2023'te 2,1 milyar ABD dolarına, 2024'te 2,3 milyar ABD dolarına ve 2025'te 2,4 milyar ABD dolarına ulaşmasını bekliyoruz. İnşaat segmenti FAVÖK marjı 9A23'te normalleşme yaşarken, marjların 2024'te ve 2025'de %20 civarında seyredeceğini düşünüyoruz. Alınan toplam işler (backlog) 4,3 milyar ABD doları tutarındadır. Özel projeler (ABD hükümeti için Caddell İnşaat ile ortaklık yoluyla diplomatik tesislerin inşası) toplam işlerin %25'ini oluştururken, Rusya'nın toplam backlog içindeki payı bir önceki yılki %35'ten %8'e düştü. K. Makedonya, Sırbistan ve İngiltere'deki projeler sırasıyla %17, %16 ve %13'lük katkılarla toplam backlog'ta en büyük payı oluşturdu.

Enerji segmentinde düşük kapasite kullanımı

Enerji üretiminin FAVÖK'ü 9 aylık dönemde sadece 21 milyon dolar oldu. Düşen doğalgaz ve kömür fiyatlarının da etkisiyle elektrik piyasasında arz-talep dengesinin normalleştiği gözlemlendi. Mevcut durumda kârlılığa katkısı sınırlı olmakla birlikte, toplam kapasitesi 4000 MW olan doğalgaz santrallerinin varlık değerleri, tahminlerimize göre halen Enka'nın NAD'sinin %8'ini oluşturmaktadır.

Hedef fiyatı 52,5 TL olarak revize ediyoruz

ENKA'nın net nakit bakiyesi 4,7 milyar ABD doları olup, bu rakam şirketin piyasa değerinin %70'ine denk gelmektedir. Revize edilen tahminlerimiz doğrultusunda hedef fiyatımızı hisse başına 52.50 TL'ye yükselterek hisse senedine ilişkin Endekse Paralel Getiri notumuzu da Endeks Üzeri Getiri olarak güncelliyoruz. ENKAI, 2024 tahminlerimize göre 6,4x F/K çarpanından işlem görüyor.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

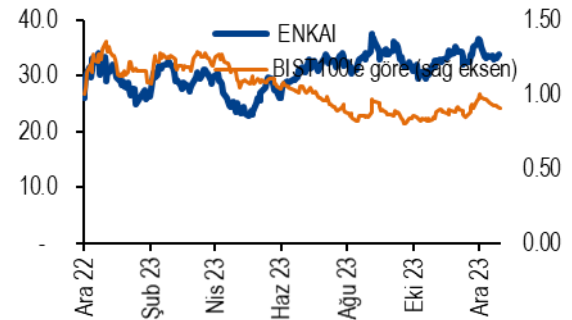
Hedef Fiyat	TL52.5
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL33.7
Getiri potansiyeli	56%
Bloomberg Hisse Kodu	ENKAI TI
Piyasa Değeri (TLmn)	202,080
Halka Açıklık Oranı	12%
Hisse adedi (mn)	6,000
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	926

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	4%	1%	6%
Nominal (USD)	0%	-7%	-33%
BIST100'e göre	6%	8%	-29%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	83,591	121,160	153,175
FAVÖK	16,580	25,874	32,599
% marj	19.8%	21.4%	21.3%
Net Kar	17,247	31,540	34,080
% marj	20.6%	26.0%	22.2%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	11.7x	6.4x	5.9x
FD/FAVÖK	4.5x	2.9x	2.3x
F/DD	1.0x	0.8x	0.6x
Hisse Başına Temettü	0.36	1.50	2.00
Temettü verimi	1.1%	4.5%	5.9%

Fiyat Grafiği



TKFEN

Hizmete Özel / Official Use Only

Yeni strateji

Tekfen, Eylül 2023'te grubu daha verimli ve sürdürülebilir bir yapıya dönüştürmeyi amaçlayan büyük bir strateji değişikliği duyurdu. Şirket, offshore /modül üretimine odaklanmayı hedeflerken taahhüt faaliyetlerini küçültmeyi planlıyor. Gübre alanında dikey entegrasyon ve net sıfır projeleri için toplam 500 milyon ABD doları tutarında yatırım yapmayı planlayan Tekfen, Ceyhan Limanı'nda yeni depolama tesisleri inşa etmeyi de planlıyor. Grup, yatırımları %35 özsermaye ve %65 borç karışımını kullanarak finanse etmeyi planlamaktadır. Bunu desteklemek amacıyla bazı gayrimenkul varlıkları satılabilir ve/veya teminat olarak kullanılabilir.

4Ç23'te bir zarar karşılığı daha bekleniyor

Tekfen, geçtiğimiz günlerde Katar projesinde yaklaşık 130mn USD tutarında maliyet aşımı ile karşılaşılacağını açıklamış ve başka bir projede USD50mn tutarındaki hasar tahsilatını da dikkate alarak 4. çeyrek finansallarında 60 milyon USD tutarında net karşılık etkisi beklenebileceğini açıklamıştı. İnşaat projelerinin toplam büyüklüğü 1,2 milyar ABD doları seviyesindedir. 2024 ve 2025'te inşaat segmentinin (yeni girişimlerin etkisi hariç) sırasıyla 0,6 milyar ABD Doları ve 0,7 milyar ABD Doları gelir kaydetmesini bekliyoruz.

Gübre marjlarının 2024'te toparlanması bekleniyor

Gübre satış hacmi 9A23 döneminde 1.2 mn ton'dan 1.3 mn ton'a yükseldi. Ortalama fiyat/ton ilk 9 aylık dönemde dolar bazında %19 düşüş gösterdi, ancak yılın ikinci yarısında fiyatlar toparlanmaya başladı. FAVÖK marjı ilk yarıdaki %1,0 seviyesinden 3. çeyrekte %11,7'ye yükseldi (hala bir yıl önceki %17,4'ün altında). FAVÖK marjının 2024T'de %15'e, 2025T'de ise %17'ye toparlanmasını bekliyoruz. Tekfen'in NAD'sinde en büyük payı gübre varlıklarının oluşturduğunu düşünüyoruz (tahminlerimize göre %75 pay). Holding'in bu değeri netleştirecek herhangi bir kararı (halka arz ve/veya stratejik ortaklık) önemli bir katalizör olabilir.

2023'te net borç pozisyonuna geçildi

TKFEN, 2022 sonu itibarıyla 69 milyon ABD Doları net nakit pozisyonun ardından 3Ç23 itibarıyla 88 milyon ABD Doları konsolide net borç pozisyonu bildirdi. İkinci çeyrekteki temettü ödemesi ve yüksek işletme sermayesi gereksinimi, borç pozisyonundaki artışın ana etkenleri oldu.

58,0 TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri getiri

Hisse 2024T tahminlerimize göre 4,8x F/K ve 2,1x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

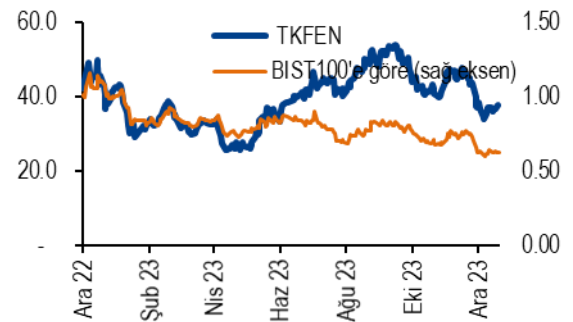
Hedef Fiyat	TL58.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL36.3
Getiri potansiyeli	60%
Bloomberg Hisse Kodu	TKFEN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	13,446
Halka Açıklık Oranı	48%
Hisse adedi (mn)	370
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	350

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-23%	-30%	-10%
Nominal (USD)	-25%	-35%	-43%
BIST100'e göre	-21%	-25%	-40%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	37,224	51,680	62,010
FAVÖK	844	5,695	7,552
% marj	2.3%	11.0%	12.2%
Net Kar	125	2,784	3,988
% marj	0.3%	5.4%	6.4%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	107.6x	4.8x	3.4x
FD/FAVÖK	14.1x	2.1x	1.6x
F/DD	1.1x	0.8x	0.6x
Hisse Başına Temettü	2.82	0.00	0.00
Temettü verimi	7.8%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



ALARK

Hizmete Özel / Official Use Only

Yeni yatırım harcamaları çeşitlendirmeye yol açacak

Alarko, 2010'lu yılların başında başladığı enerji yatırımlarının son yıllarda meyvelerini aldığını gösterdi. Enerji segmentindeki borçların önemli oranda ödenmesi ile birlikte, tarım sektöründe uzun vadeli bir yatırım döngüsüne başlandı. Şirket, seracılık alanında toplam 5 bin dönüm alana ulaşmayı hedeflediğini ve bu hedefe ulaştığında yıllık 600 milyon USD gelir ve 175 milyon ABD Doları'nın üzerinde FAVÖK elde etmeyi beklediğini açıkladı. Isıtma, sera operasyonlarında ana maliyet bileşeni olduğundan, Şirket jeotermal ısıtma suyuna erişimi olan yerleri seçerek önemli bir rekabet avantajı sağlıyor. Grup, benzer bir iş planını Kazakistan'da da uygulamayı planlıyor. Kazak hükümetiyle imzalanan mutabakat zaptı ile doğal gazın (cazip bir maliyet ile) ısıtmada kullanılması planlanmaktadır.

Enerji segmenti sonuçlarının normalleşeceği gözükmekte

Enerji segmenti 2022'de güçlü sonuçlar elde etti ve elektrik piyasasında tavan fiyat ve düşük spot fiyatlar nedeniyle 2023'te bir miktar normalleşmeyle karşı karşıya kaldı. Enerji üretim segmentinin kombine FAVÖK'ünün 2022'de 1 milyar USD'den 2023'te 0,5 milyar USD'ye gerilediğini tahmin ediyoruz. 2024'te ise kombine FAVÖK'ün, kömürle çalışan santraller için normalleşen spreadler sonucunda 400 milyon USD seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Dağıtım iş kolunda daha düşük enflasyon etkisi ile kar büyümesinin daha sınırlı olacağını düşünüyoruz.

Müteahhitlik segmenti Kazakistan otoyolu projesi nedeniyle net borç pozisyonunda

Alarko, müteahhitlik segmentinde ortalama olarak başabaş sonuçları bildirmekte. Kazakistan'da yap-işlet türündeki otoyol imtiyaz projesi yatırımının tamamlanmasının ardından segmentin net borcu olması nedeniyle, müteahhitlik segmentinin değerlemeye katkısı sınırlı olacaktır.

Yeni otel yatırımları hedefleniyor

Holding için turizm bir başka odak noktası durumunda. Satın alınan otel binasında yenileme çalışmalarına başlanmıştır. Alarko, Hill Side markası altında faaliyet gösteren otel ağını genişletmek için yeni satın alımların düşünülebileceğini belirtmektedir.

Finansal yatırımlar ivme kazanıyor

Alarko, kamusal ve özel sermayeye finansal yatırım yapılmasını kolaylaştıracak yeni işbirliklerini hayata geçirdi. Şirket, kamu yatırımlarına yılda 20 milyon ABD doları, özel sermaye yatırımlarına ise yılda 15 milyon ABD doları ayırmayı hedefliyor. Uzun vadede yatırım portföyünün şirketin NAD'nin %20'sini oluşturması öngörülmekte.

NAD güncellemesi ile hedef fiyatımız TL120/hisse

Alarko Holding'in tarım segmentindeki yeni yatırımlardaki ivmeyi dikkate alarak değerlememizi güncelliyoruz, Endekse Paralel Getiri notumuzu devam ettiriyoruz.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

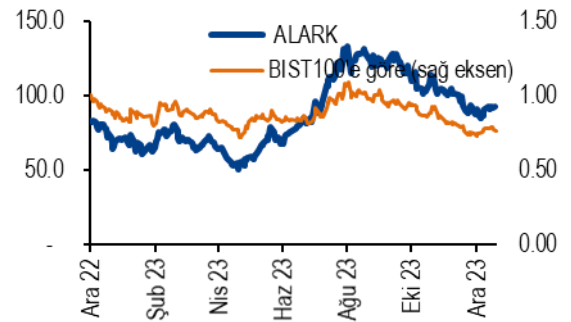
Hedef Fiyat	TL120.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL91.2
Getiri potansiyeli	32%
Bloomberg Hisse Kodu	ALARK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	39,672
Halka Açıklık Oranı	31%
Hisse adedi (mn)	435
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	629

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-3%	-26%	35%
Nominal (USD)	-6%	-31%	-16%
BIST100'e göre	-1%	-20%	-10%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Kar	13,000	12,000	14,000

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	3.1x	3.3x	2.8x
F/DD	1.4x	1.0x	0.7x
Hisse Başına Temettü	1.61	2.30	3.45
Temettü verimi	1.8%	2.5%	3.8%

Fiyat Grafiği



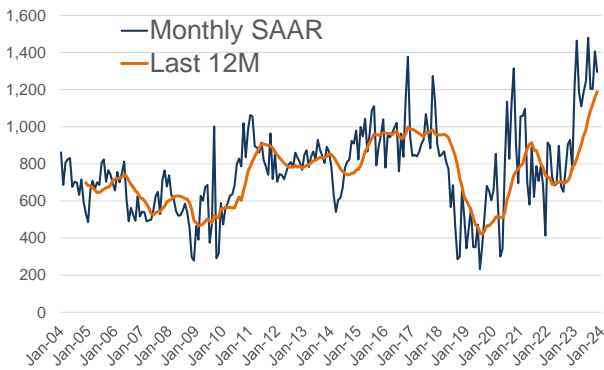
2024 Sektörel Görünüm: Otomotiv ve Dayanıklı Tüketim Malları

2024'te döngüsel yavaşlama

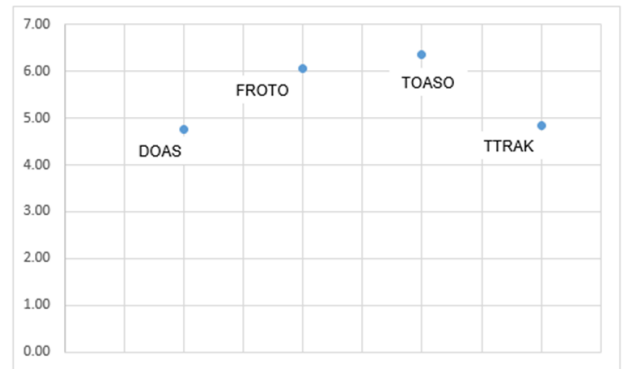
Otomotiv pazarı 2023'te yeni rekorlar kırarken, hafif araç satışları (binek + hafif ticari araçlar) tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 1,2 milyon adete ulaştı (2022'de 783 bin ve son 10 yılın ortalaması 800 bin adet). Genişleyici ekonomi politikaları (negatif reel faiz), demografik özellikler (düşük otomobil sahipliği) ve spekülasyon talebi (ikinci el otomobil fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin yatırım/ticaret amaçlı alımları tetiklemesi) satışların itici güçleri arasında yer aldı. Tedarikte yaşanan sorunların hafifletilmesi aynı zamanda üreticilerin daha fazla araç getirmesine de olanak sağladı. Ancak bu dinamiklerin çoğu, TCMB'nin art arda yaptığı faiz artırımlarıyla bozulmaya başladı; bu durum TL borçlanma maliyetlerinin yükselmesine ve yatırım alternatifi olarak otomotive olan talebin azalmasına neden oldu. Bununla birlikte şirketlerden gelen geri bildirimler, filo satışlarının hızlanmaya başlamasıyla birlikte hacimlerin güçlü kaldığını gösteriyor. Ancak son 2 yılda gördüğümüz satıcı piyasasının aksine artık daha çok alıcı piyasası görünümündeyiz. Bu nedenle şirketler için asıl etken marjlardaki seyir olacaktır. Önümüzdeki çeyreklerde marjların düşerek normalleşmesini bekliyoruz, ancak bu marj sıkışmasının boyutu şirketler arasında farklılık gösterecektir. Daha düşük ÖTV oranlarına sahip elektrikli araçların arzının artması da pazardaki rekabeti tetikleyebilir. Hatırlatmak gerekirse, Türkiye otomotiv pazarının elektrikli araç payı 2023'te %6,8 olarak gerçekleşti.

Traktör pazarında da 2023 yılı benzer şekilde güçlü geçmiştir, ancak Ziraat Bankası'ndan alınan kredilerin azalması ve ikinci el traktör fiyatlarındaki ivmenin zayıflaması önümüzdeki dönemde pazarda yavaşlama olabileceğine dair işaretlerde bulunmaktadır. Türkiye traktör pazarının 2023'te 80 bin adeti geçerek rekor satış seviyesine ulaşmasının ardından (2022'de 66,9 bin adetten) 2024'de yaklaşık %10 daralmasını bekliyoruz.

Hafif Motorlu Satışlar



FD/FAVÖK çarpanları (2024T)



FROTO

Güçlü hacim büyümesi bekliyoruz

Ford Otosan, kapasite artışları ve elektrikli araçlara geçişle güçlü bir büyüme hikayesi sunmaya devam ediyor. Şirketin toplam üretim kapasitesi 2019'daki 455 binden 2023'ün dördüncü çeyreği itibarıyla 746 bine yükseldi ve 2025'te 900 binin üzerine çıkması bekleniyor. Şirket ayrıca 2025 yılına kadar tüm mevcut ürün portföyünün EV versiyonlarının piyasaya sürülmesini planlıyor (Elektrikli Transit halihazırda piyasada, yeni E-Transit Custom 1Y24'te, yeni E-Transit Courier 2Y24'te, elektrikli Puma 2024'te ve elektrikli Ağır Kamyon modeli 2025'te). Ford Otosan'ın önümüzdeki yıllarda VW için 1 tonluk yeni orta ticari aracı da üreteceğinin de altını çiziyoruz. Yeni modeller ve daha yüksek üretim kapasitesinin yardımıyla şirketin toplam satış hacminin 2023E'deki 622 bin seviyesinden 2024E'de 700 bine ve 2025E'de 730 bine çıkmasını bekliyoruz.

Marj normalleşmesinin hızı 2024'teki temel belirsizlik

FROTO, güçlü iç piyasa ve TL'deki değer kaybının etkisiyle 2022 ve 2023 yıllarında güçlü marjlar elde etti. Ortalama brüt kar (amortisman öncesi), son 3 yılda araç başına 2000 Euro'nun altındaki uzun vadeli ortalamadan >3000 Euro/araç'a sıçradı. Üretimdeki sorunların hafiflemesi, TL faizlerinin artması ve rekabetin kızışması nedeniyle 2024'ten itibaren kar marjlarında bir miktar normalleşme görülmesi muhtemel. Ayrıca, yeni ürün lansmanlarının tek seferlik maliyet etkilerine neden olabileceğini ve EV modellerinin 2024 ve 2025'te marjlarda bir miktar azalma yaratabileceğini de not ediyoruz. Tüm bunları göz önünde bulundurarak, marjlarda bir miktar normalleşme bekliyoruz, 2023T'deki %11,3 seviyesindeki FAVÖK marjının düşüş ile 2024T'de %9,0 ve 2025T'de %9,3 FAVÖK marjı ile gerçekleşmesini projekte ediyoruz.

Ford markası kapsamında stratejik pozisyon. Ford Otosan, Ford'un Avrupa'daki hafif ticari araç satışlarının %75'ini üretiyor ve hafif ticari araçlar, Ford'un Avrupa işlerinin temel itici gücü olmaya devam ediyor. Ford, güçlü ürün ve maliyet liderliği sayesinde hafif ticari araçlarda AB pazar payını 2012'de %8,5'ten 2022'de %15,0'a çıkarmayı başardı. Yeni Custom ve yeni Courier, 2023'ün dördüncü çeyreğinde üretim hattından çıktı ve bunların Ford'un büyümesini desteklemesini, 2024'te Avrupa'da lider konumunu pekiştirmesini bekliyoruz.

Kamyon işi tek başına bir değer unsuru olabilir. Ford Otosan, hafif ticari araç işinden farklı olarak ağır kamyon modellerinin fikri mülkiyet haklarına sahip ve aynı zamanda kamyon iş kolu için motor geliştirmekte/üretmektedir. 2025'te elektrikli kamyonun piyasaya sürülmesiyle kamyon işlerinin genişletilmesi, Ford Otosan için büyük bir değer artışı sağlayabilir. Şirket şu anda Türkiye pazarında güçlü bir paya sahip (%30 civarında pazar payı) ve ağır kamyon ihracatını da büyütüyor.

Değerleme Güncellemesi: Tavsiyemizi 1150TL/hisse HF ile Endeks Üzeri Getiriye yükseltiyoruz. Hisse senedinin 2024/2025 tahminlerimizde 6,1x/4,7x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmesi ve aynı zamanda 2024T'de %8,0'lik temettü verimi sunması nedeniyle artık değerlemeyi daha çekici buluyoruz. Hafif ticari araç pazarındaki rekabeti, AB ekonomilerindeki yavaşlamayı, elektrikli araçlara geçişteki operasyonel zorlukları ve iç talepte daha uzun süreli bir yavaşlamayı ise temel risk faktörleri olarak görüyoruz.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Tavsiye****Endeks Üzeri Getiri**

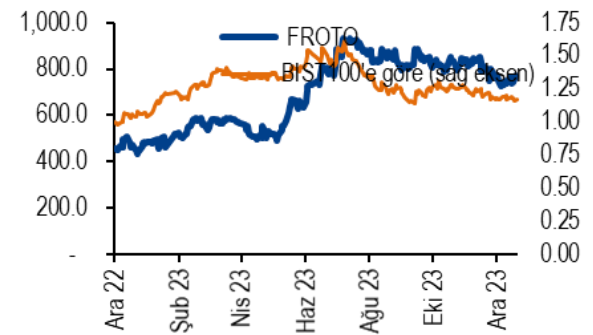
Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	TL1150.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL754.5
Getiri potansiyeli	52%
Bloomberg Hisse Kodu	FROTO TI
Piyasa Değeri (TLmn)	264,762
Halka Açıklık Oranı	18%
Hisse adedi (mn)	351
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	935

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-7%	-12%	67%
Nominal (USD)	-10%	-19%	5%
BIST100'e göre	-5%	-5%	12%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	324,539	555,782	705,625
FAVÖK	36,789	50,100	65,330
% marj	11.3%	9.0%	9.3%
Net Kar	36,266	43,600	54,830
% marj	11.2%	7.8%	7.8%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	7.3x	6.1x	4.8x
FD/FAVÖK	8.1x	6.0x	4.6x
F/DD	6.3x	4.1x	2.9x
Hisse Başına Temettü	44.01	62.01	74.55
Temettü verimi	5.8%	8.2%	9.9%

Fiyat Grafiği

TOASO

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)

Büyüme zamanı

Tofaş, PSA Türkiye operasyonlarının satın alınmasını 2024'de tamamlamayı planlarken, üretim tarafında yapılacak yeni yatırımların 2025'ten itibaren kapasite kullanım oranlarını artırması bekleniyor. Bu hedefler gerçekleşirse Şirket 2 yıl içinde yaklaşık %100 oranında bir hacim büyüme potansiyeline ulaşmış olacaktır. Mevcut değerlemenin bu potansiyeli tam olarak yansıtmadığını düşünüyoruz.

PSA satın alımı yurt içi pazar payını artıracaktır

Tofaş halihazırda Türkiye hafif araç pazarında %16 pazar payına sahiptir. PSA markalarının (Peugeot, Citroen, Opel) pazar payı 2023'te %18 oldu ve bu da Tofaş dahil Stellantis'in toplam pazar payının %34 seviyesinde olduğunu gösteriyor. Şirketin Stellantis Türkiye'nin satın alınmasından sonra ölçek ekonomisi sayesinde sinerji yaratması muhtemel.

Yeni K0 modeliyle ihracat toparlanacak

Bursa fabrikasında Doblo üretiminin sona ermesinin ardından Tofaş'ın ihracatında düşüş devam etti. 2022'de 121 bin adet seviyesinde olan ihracat hacminin, 2023 yılında 60 bin adet olduğunu tahmin ediyoruz. 2025'den itibaren ihracatta bir toparlanma görebiliriz, çünkü şirketin çoğunlukla ihracat pazarlarını hedef alacak yeni bir hafif ticari araç modeli (Stellantis tarafından K0 olarak adlandırılan) için yatırımları tamamlaması bekleniyor. Bu modelle 2025 yılında ihracatın 150 bin adete çıkmasının mümkün olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye pazarının rekor yüksek 2023 rakamlarından sonra daralması muhtemel

Türkiye hafif araç satışları 2023 yılını 1,2 milyon adet satışla tamamladı. Sıkılaştan finansal koşulların ardından otomotiv talebi de soğuyor ve satışların 2024'de 900 bin adete gerilemesini bekliyoruz. Tofaş'ın yurtiçi satışlarının 2023'de 200 bin, 2024'de 170 bin adet olmasını bekliyoruz.

2023'te güçlü serbest nakit akışı ve artan nakit pozisyonu

Yurt içi kar marjlarının güçlü kalması nedeniyle Tofaş'ın 2023'te 16,5 milyar TL net kar açıklamasını bekliyoruz. Vergi öncesi kar marjı 9A23'te 800 baz puan artışla %19.5'e yükseldi ve yönetim, vergi öncesi kar marj beklentisini >%15'e yükseltti. Güçlü kâr performansı sayesinde net nakit pozisyonu 13 milyar TL'ye yükseldi. Hisse başı temettünün 25,0 TL olacağını tahmin ederek, 2023 yılı karından %11,5 temettü verimi hesaplıyoruz.

Hedef fiyatımızı 320 TL'ye ve tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. Revize ettiğimiz tahminlerimize göre HF'mizi hisse başına 295 TL'den 320 TL/hisse'ye yükseltiyor, hisselerin son dönemdeki düşük performansının ardından notumuzu Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. 2024/2025 tahminlerimize göre TOASO sırasıyla 6,5x/4,4x FD/FAVÖK ve 7,7x/5,1x F/K çarpanlarında işlem görmekte.

Tavsiye

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

Getiri potansiyeli

Bloomberg Hisse Kodu

Piyasa Değeri (TLmn)

Halka Açıklık Oranı

Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-3%	-26%	47%
Nominal (USD)	-7%	-31%	-8%
BIST100'e göre	-1%	-20%	-2%

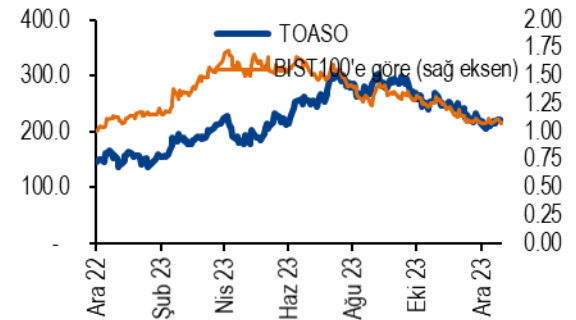
Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	99,603	122,199	192,900
FAVÖK	15,747	15,253	22,719
% marj	15.8%	12.5%	11.8%
Net Kar	16,517	14,053	21,219
% marj	16.6%	11.5%	11.0%

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
F/K	6.6x	7.7x	5.1x
FD/FAVÖK	6.3x	6.5x	4.4x
F/DD	4.4x	4.1x	3.1x
Hisse Başına Temettü	6.00	25.00	25.00
Temettü verimi	2.8%	11.5%	11.5%

Fiyat Grafiği



DOAS

Hizmete Özel / Official Use Only

2024 yılında marj daralması muhtemel

DOAS 2022-2023 döneminde yurtiçi araç piyasasında güçlü talep ortamının sayesinde yüksek kar marjları elde etti. TL faiz oranlarının 2Y23'te ciddi oranda artması ve arzda yaşanan sorunlarının büyük oranda giderilmesi nedeniyle piyasa dinamikleri giderek alıcılar açısından daha avantajlı, satıcılar açısından ise daha az avantajlı hale geliyor. Bu nedenle 2024 yılında şirket için hem hacim daralması hem de daha düşük marjlar öngörüyoruz. Ancak DOAS'ın güçlü marka portföyü, geçmiş döngülerdeki tecrübesi ve bilanço gücü sayesinde dirençli kalabileceğine inanıyoruz.

2024'de %25 oranında daha düşük satış hacmi tahminimiz mevcut

Türkiye otomobil pazarı 2023 yılında 1,2 milyon adede ulaşarak rekor seviyeye ulaştı ve DOAS, Skoda dahil olmak üzere %12.9 (2022'ye göre yatay) pazar payına ulaştı. Toptan satış hacminin 2022'deki 86 bin'den 2023'te 132 bin adete yükseldiğini tahmin ediyoruz ve toplam pazardaki daralmaya paralel olarak 2024'de Şirketin satışlarının 100 bin adet seviyesine kadar daralabileceğini düşünüyoruz.

Doğuş GYO konsolide edilecek

DOAS, Doğuş GYO'nun kontrol hisselerinin devralınmasını tamamladı ve 4Ç23'ten itibaren mali tablolara Doğuş GYO'yu konsolide edecek. Doğuş GYO, Doğuş Otomotiv tarafından kiralanan bazı showroom varlıklarını da içeren bir gayrimenkul portföyüne sahip. Gayrimenkullerin yeniden değerlendirilmesi son çeyrekte tek seferlik kazanç yaratabilir, fakat GYO'nun finansal kredilerden kaynaklanan yaklaşık 85 milyon Euro civarında kısa döviz pozisyonu taşıdığını da not ediyoruz.

Hedef fiyatımızı hisse başı 300 TL'ye yükseltiyor, Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi sürdürüyoruz

Tahminlerimizi güncelleyerek DOAS için hedef fiyatımızı 300 TL'ye yükseltiyoruz. Dengeli risk/getiri görünümü ile hisse için nötr kalıyoruz. 2024'te erken faiz indirimi ve/veya kredi teşviki durumunda piyasanın korkulandan daha iyi performans gösterdiğini görebiliriz, bu da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturabilir. DOAS hissesi 2024T tahminimize göre 7.8x F/K çarpanında işlem görüyor ve 2023 karından %14,4 temettü getirisi oluşabileceğini tahmin ediyoruz.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

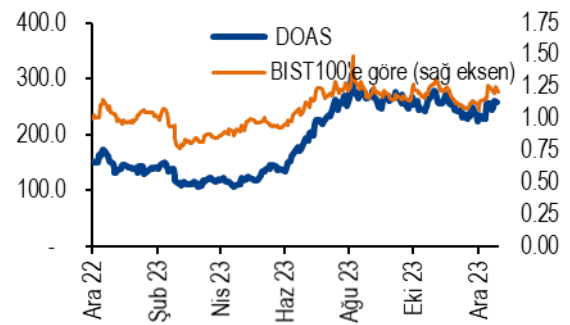
Hedef Fiyat	TL300.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL251.75
Getiri potansiyeli	19%
Bloomberg Hisse Kodu	DOAS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	55,385
Halka Açıklık Oranı	34%
Hisse adedi (mn)	220
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	575

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	8%	-7%	80%
Nominal (USD)	4%	-14%	13%
BIST100'e göre	10%	0%	20%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	112,437	108,354	137,068
FAVÖK	20,278	11,384	13,885
% marj	18.0%	10.5%	10.1%
Net Kar	18,802	7,121	8,634
% marj	16.7%	6.6%	6.3%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	2.9x	7.8x	6.4x
FD/FAVÖK	2.3x	4.2x	3.4x
F/DD	2.2x	2.3x	2.3x
Hisse Başına Temettü	26.14	36.36	36.36
Temettü verimi	10.4%	14.4%	14.4%

Fiyat Grafiği



TTRAK

İç talep rekor bir yılın ardından normalleşecek

Türkiye Traktör Pazarı, düşük faiz oranları (tarımsal krediler için daha da düşük) ve tarımsal gelirdeki artış sayesinde 2021-2023 döneminde güçlü hacimler kaydetti. TTRAK'ın 77 bin-83 bin adetlik 2023 yılı Türkiye Traktör Pazarı büyüklüğü beklentisi rekor bir yıla işaret ederken, normalleşmenin 2024'ten itibaren başlayacağını düşünüyoruz. Faiz oranlarındaki keskin artış ve düşük kredi büyümesi, yurtiçi satışlardaki yavaşlama beklentimizin arkasındaki ana nedenlerdir. Şirketin yurtiçi satışlarının 2024T'de yıllık bazda %8 daralmasını bekliyoruz. Şirketin cirosunun 2024'de yıllık bazda %40 büyümesini beklerken, ihracat satışlarının yıllık bazda %2 artarak 16 bin adet olmasını bekliyoruz. Yurtiçi talepteki yavaşlamaya rağmen, şirket 2024T'de yurtiçi pazar payını mevcut seviyelerde (2023/10: %43) koruyacaktır.

Zayıflayan talep daha düşük marjlara yol açabilir

Şirketin FAVÖK marjının 2024T yılında 350 baz puan daralarak %21,3'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz, ancak yine de FAVÖK'ün 2024E'de TL bazında %21 artacağını düşünüyoruz. Faaliyet Giderleri/Satışlar oranı yatay kalırken, brüt kar marjındaki normalleşme FAVÖK marjındaki düşüşün ana nedeni olabilir. Şirketin 2023T FAVÖK marjının (YFe: %28,6) uzun vadeli tarihsel ortalaması olan %14'ün oldukça üzerinde olduğunu not ediyoruz.

Temettü beklentimiz 68TL/hisse olup, %10 temettü verimine işaret etmektedir

Şirketin 2023E karından %75 dağıtım oranı ile TL6.8milyar temettü ödemesini bekliyoruz. 23T temettü beklentimiz +%224 yıllık büyümeye işaret ediyor, bu da hisse fiyatındaki aşağı yönlü riski sınırlayabilir. Ayrıca, şirketin işletme sermayesinin daha yüksek stok seviyeleri nedeniyle 3Ç23'te 1,4 milyar TL yükseldiğini not ediyoruz. Tarihsel ortalama olan %13,3 ile karşılaştırıldığında halen düşük olsa da, işletme sermayesi/Ciro oranı 2Ç23'teki %1,1 seviyesinden 3Ç23'te %4,6'ya yükselmiştir.

TTRAK için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye revize ederken HF'mizi TL905.0/hisse'den TL880.0/hisse'ye revize etmekteyiz.

Değerleme yöntemi olarak İNA'yı kullandık. Güçlü hisse performansının ardından (2022 ve 2023 yıllarında +%594), TTRAK için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye revize ediyoruz. Tahminlerimize göre hisse senedi 2024T yılında 4.8x FD/FAVÖK ve 5.3x F/K çarpanlarında işlem görmektedir. Daha yüksek risksiz faiz oranı varsayımımız, TTRAK için hedef fiyatımızdaki aşağı değişimin ana nedeni konumundadır.

Potansiyel Riskler ve Katalizörler

TürkTraktör %83 ihracat payı ve %43 iç pazar payı ile lider konumdadır. TCMB'nin erken faiz indirimine başlaması, iç piyasada talebin güçlenmesi, tarımsal emtia fiyatlarındaki artış değerlememiz üzerindeki ana risk unsurlarıdır.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endekse Paralel

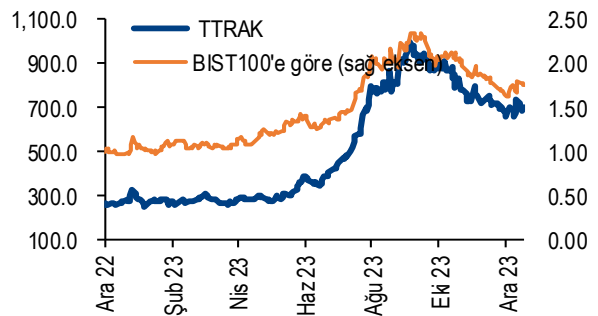
Hedef Fiyat	TL880.0
Hisse Fiyatı	TL680.0
Getiri potansiyeli	29%
Bloomberg Hisse Kodu	TTRAK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	68,045
Piyasa Değeri (USDmn)	2,277
Halka Açıklık Oranı	24%
Hisse adedi (mn)	100
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	428

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-8%	-28%	135%
Nominal (USD)	-9%	-33%	50%
BIST100'e göre	-1%	-18%	65%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	45,440	63,864	80,327
FAVÖK	11,250	13,628	15,936
% Marj	24.8%	21.3%	19.8%
Net Kar	9,060	13,087	15,527
% Marj	19.9%	20.5%	19.3%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	7.7x	5.3x	4.5x
FD/FAVÖK	5.9x	4.8x	4.1x
F/DD	6.6x	4.1x	3.1x
Hisse Başına Temettü	67.9	98.1	116.4
Temettü verimi	9.7%	14.0%	16.6%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

ARCLK

Hizmete Özel / Official Use Only

2024T'de karışık talep görünümü

TÜRKBESD verilerine göre, Türkiye Beyaz Eşya Pazarı (6 ana üründe) yıllık yaklaşık 8,5 milyon adetlik iç satış hacmi ile son 3 yıldaki güçlü performansını sürdürmüştür. Benzer şekilde, yurtiçi satış hacmi 9A23'te yıllık bazda %18 artmıştır. Düşük faiz oranları ve genişlemeci politikalar iç talebi artırırken, Türkiye Beyaz Eşya Pazarı'nın 2024 yılında daha yüksek faiz oranları ortamı nedeniyle yıllık %4 düşüşle normalleşeceğini tahmin ediyoruz. Uluslararası tarafta, rekabetçi baskılar ve zayıf talep, 2024 yılında -%2,5'lik uluslararası satış hacmi daralma beklentimizin arkasındaki ana nedenlerdir (2023'te ana pazarlardaki çift haneli daralmaya takiben). Öte yandan, Arçelik'in küresel pazarlardaki pazar payı ve son yıllarda satın almalar yoluyla küresel ayak izini genişletmesi sayesinde 2Y24'te olası faiz indirimlerinin etkisiyle küresel talepte toparlanma için iyi konumlandığını not ediyoruz.

Hammadde maliyetlerinin düşüşü marjları destekliyor

Şirketin 2023 hedeflerine göre FAVÖK marjının yıllık yaklaşık 2 puan artışla yılı %10,5 seviyesinde kapatması beklenirken, küresel piyasalarda devam eden zayıf talep görünümüne rağmen hammadde maliyetlerindeki keskin düşüş Şirket'in marjları üzerinde olumlu etki etmektedir. Üretimde kullanılan emtia fiyatlarındaki düşüşle birlikte, mevcut seviyelerin gelecek yıl 2 daha korunabileceğine inanıyoruz.

Birleşme Arçelik'in Avrupa'daki lider konumunu güçlendirecek

Bu yılın başında duyurulan, Arçelik ve Whirlpool'un Avrupa'daki iştiraklerinin, Arçelik'in çoğunluk hissesini kontrol edeceği (%75'i Arçelik'e ait) Beko Europe adlı yeni kurulan bir şirket altında birleşmesine ilişkin Arçelik ve Whirlpool arasında bir iştirak anlaşması imzalandı. Avrupa Birliği birleşmeye Ekim ayında onay verirken, önümüzdeki dönemde İngiltere Rekabet Kurumu'nun (CMA) kararı takip edilecek. Hatırlanacağı üzere birleşme sonrasında Beko Europe'un yıllık 24 milyon üretim kapasitesine sahip olması beklenirken, 2021 ve 9A22 tarihli finansallara göre şirketlerin toplam geliri 6 milyar Euro ve 4,3 milyar Euro olarak açıklanmıştı. Birleşme sonucunda +200 milyon Euro'luk bir maliyet sinerjisi yaratılabileceği ve net işletme sermayesinin satışlara oranının düşebileceği ifade edilmişti. Özellikle nakit çıkışı olmaması ve maliyet sinerjilerinin marjları destekleyebilecek olmasının Arçelik için önemli bir kilometre taşı olacağına inanıyoruz.

Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 190,00 TL'den 200,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

Revize edilmiş 2024 tahminlerimize göre, hisseler 3,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. HF'mizi 190,00 TL/hisse'den 200,00 TL/hisse'ye yükseltiyor ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Birleşmeye ilişkin haber akışlarının hisse için potansiyel bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz. Arçelik'in gelecek 12 aylık FAVÖK çarpanı son 4 yılda 4,5x-5,5x aralığında seyretmiştir. Bununla birlikte, yabancı benzerlerinin değerlendirme çarpanlarında olası bir toparlanmanın Arçelik'in değerlendirme çarpanlarının da yükselmesine yardımcı olabileceğini düşünüyoruz. 2024'te beklenenden daha iyi talep ve daha güçlü marj görünümü değerlememize yönelik yukarı yönlü risklerdir.

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL200.0
Hisse Fiyatı	TL128.3
Getiri potansiyeli	56%

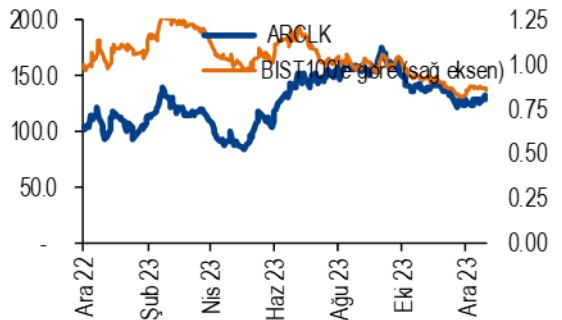
Bloomberg Hisse Kodu	ARCLK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	86,696
Halka Açıklık Oranı	15%
Hisse adedi (mn)	676
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	503

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-4%	-22%	28%
Nominal (USD)	-7%	-28%	-20%
BIST100'e göre	-4%	-17%	-17%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	206,751	310,820	402,878
FAVÖK	21,734	32,572	42,219
% Marj	11%	10%	10%
Net Kar	4,949	6,174	12,538
% Marj	2%	2%	3%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	16.9x	13.6x	6.7x
FD/FAVÖK	5.9x	3.9x	3.0x
F/DD	2.4x	2.1x	1.7x
Hisse Başına Temettü	1.8	2.3	4.6
Temettü Verimi (%)	1%	2%	4%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

2024 Sektör Görünümü:

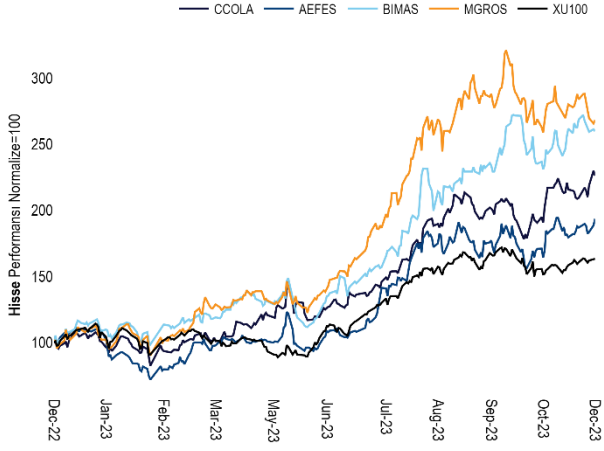
Perakende / Gıda&İçecek / Sağlık Hizmetleri

Yüksek faiz oranlarına karşı düşük hassasiyet 2024 yılı için önemli bir pozitif unsur, ancak olası dezenflasyonist süreç yeni zorluklar doğuruyor: 2022 ve 2023 yıllarında, Türk gıda perakendecileri yükselen enflasyon ve düşük faiz ortamından istifade etti. Sektör, güçlü talep sayesinde enflasyonist baskıları satış fiyatlarına yansıtılabildiği için çoğu şirket enflasyonun üstünde güçlü bir ciro büyümesine tanık oldu. Gıda ve içecek perakende hacimleri, hem düşük faiz oranlarının cazibesi hem de tüketicilerin artan enflasyon beklentileri nedeniyle yıllık ortalama %21 büyüme gösterdi. Ancak, parasal sıkılaştırmanın devam etmesiyle birlikte, güçlü iç talebin sürdürülebilirliği konusunda bir miktar risk oluşuyor. Ayrıca, şirketlerin üç temel faktörden kaynaklanan marj baskısıyla karşılaşmaya başlayabileceğini öngörüyoruz: 1) talepteki yavaşlama fiyat rekabetini tetikleyebilir. 2) düşük enflasyonla birlikte faaliyet kaldırıcının etkisinin azalması. 3) Artan sermaye maliyeti nedeniyle büyüme yatırımlarına yönelik iştahın azalması, bu da şirketlerin genişleme yerine fiyatlara yatırım yapmayı tercih etmesi riski.

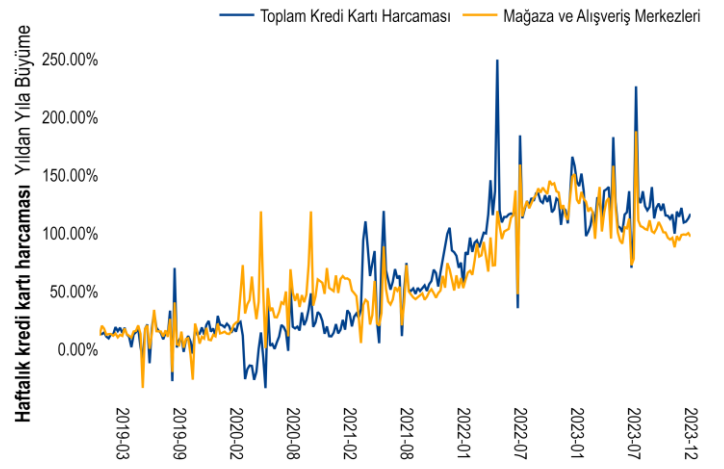
Gıda-İçecek sektörü hisseleri de faiz artırım döngüsü sırasında defansif özellikleri nedeniyle son 3 ayda piyasadaki daha iyi performans gösterdi. Kapsamımızdaki hisseler (BIMAS, MGROS, AEFES, COLA) Ekim 2023'ten bu yana %10 yükselirken, aynı dönemde genel piyasa %11 düştü. Bu nedenle, sektördeki hisseler arasında daha seçici bir yaklaşım benimseme zamanı olduğunu düşünüyoruz. AEFES'i en ilginç hikaye olarak vurguluyoruz, çünkü şirket Rusya'daki bira işinin tam kontrolünü ele geçiriyor, Türkiye'de karlılık toparlanmaya devam ediyor ve hisse senedi COLA'ya dolaylı olarak sahip olmak için daha ucuz bir seçenek sunuyor. AEFES, 2024T'de 3,4x FD/FAVÖK gibi ucuz bir değerlendirme ile işlem görmektedir. Gıda perakendesinde, MGROS'u BIMAS'a tercih ediyoruz, çünkü BIM'in rekabet gücünü zorlayabilecek bazı maliyet sorunlarıyla karşı karşıya olduğunu düşünüyoruz. Gıda dışı perakendede, tüketici harcamalarında beklenen yavaşlama nedeniyle 2024 görünümü hakkında temkinli olmaya devam ediyoruz.

Türkiye'nin demografik yapısının önümüzdeki on yıllarda yaşlı nüfusun payının artacağına işaret etmesi, sağlık turizmi ve özel sağlık sigortasının artan penetrasyonu gibi faktörler nedeniyle sağlık hizmetleri alanının umut verici görüldüğünü düşünüyoruz. Şirket iyi performans göstermeye devam ettiği ve makul katsayılarla işlem gördüğü için MPARK'ı beğeniyoruz.

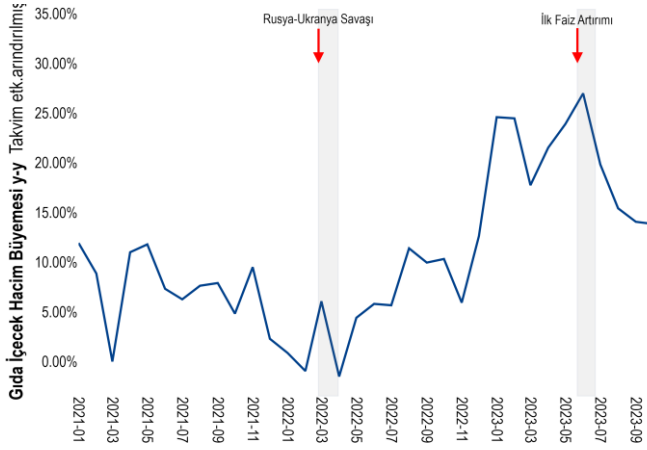
Perakende Hisselerinin Performansı MGROS 2023'de en yüksek getiri sağlayan oldu



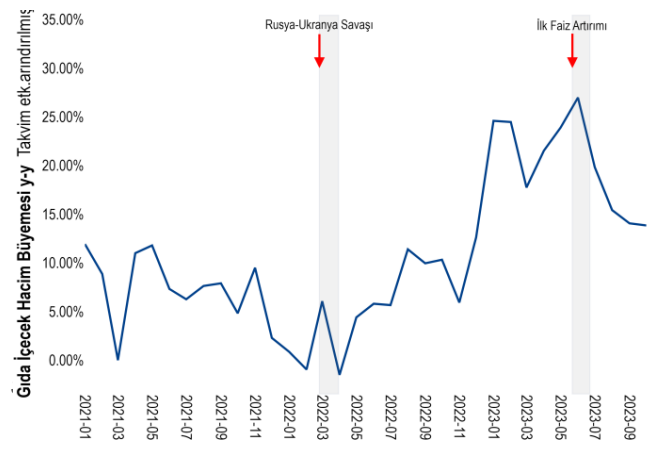
Haftalık kredi kartı harcaması yıldan yıla büyüme Harcamaların momentum kaybetmesini bekliyoruz



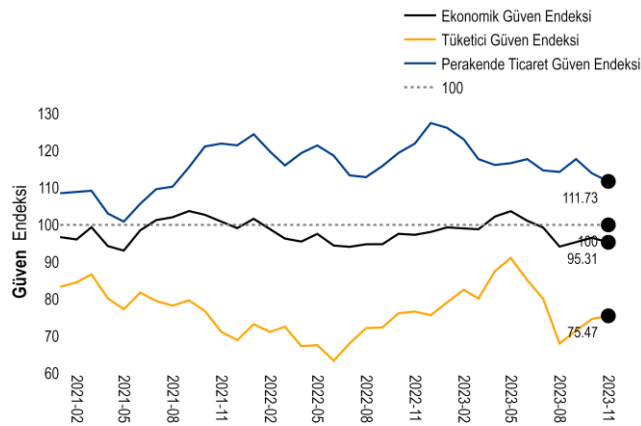
Gıda ve İçecek Hacim büyümesi faiz artırımından sonra Düşüşünü sürdürüyor



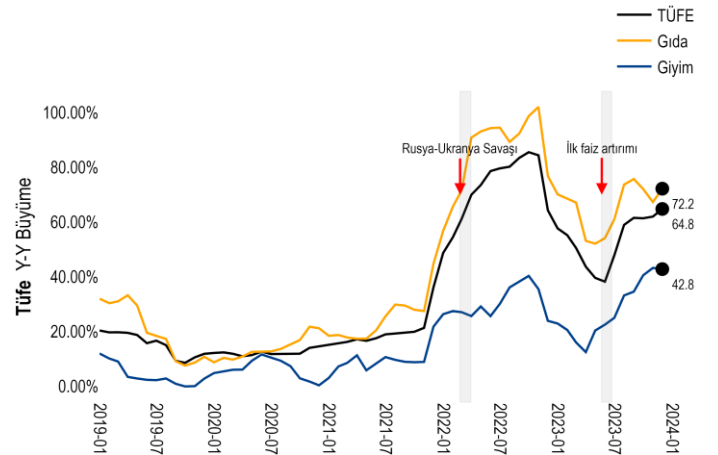
Tekstil, Giyim ve Ayakkabı da benzer şekilde düşüşünü sürdürüyor



Ekonomik Güven Endeksi 5 aydır düşüşte Kötümser bölgede kalmaya devam ediyor



Hacimler azalmaya devam ederken, fiyatlar gecikmeli tepki gösteriyor



BIMAS

Hizmete Özel / Official Use Only

Maliyet baskısı

BIM, sınırlı sayıda SKU, özel markalı ürünler ve sıkı operasyonel gider kontrolü sayesinde sayesinde market pazarında lider konuma gelmiştir. Ancak, rakiplerinin BIM fiyatlarını daha geniş bir ürün yelpazesıyla benzer fiyatlar sunabiliyor olması şirketin son zamanlarda pazardaki konumunu zorluyor. 2024'de artan rekabet baskısı ve kira gibi maliyet kalemlerinde artış beklentimiz nedeniyle şirketin zorluklarla karşılaşabileceğini düşünüyoruz. 3Ç23 sonuçlarında rekabet baskısının etkisini bir nebze gördük. Şirketin aynı sepet büyümesi 3Ç'23'te yıllık %60,4 ile BIM'in %63'lük iç enflasyonunun altında gerçekleşti. 2024'de BIM'in rekabetçi ortamda pazar payını korumak için ek kampanyalar başlatmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, birçok perakendecinin özel markalı ürünler üretme kabiliyetinin artması ve bunun sonucunda fiyatların neredeyse aynı hale gelmesi nedeniyle, trading-down temasının gücünü kaybettiğine inanıyoruz.

Kira baskısı serbest nakit akımı üretimini baskılayabilir

BIM mağazaları, pahalı ana caddeleri yerine çoğunlukla daha uygun fiyatlı ikincil caddelerde yer almaktadır. Şirketin kira sözleşmeleri de genellikle uzun vadeli ve bu durumun son 2 yılda kira giderlerinde enflasyonun altında bir artışa yol açtığını gözlemliyoruz. BIM'in kira giderlerinin ciroya oranı 2023 yılında %1,4 ile tarihi düşük bir seviyeye gerilemiştir. Geçtiğimiz sene konut emlak endeksindeki %167'lik artışa rağmen, kira giderleri yalnızca %49,5 oranında artarak piyasa gerçeklerinin oldukça altında kalmıştır. Mevcut piyasa fiyatlarıyla portföylerine yeni mağazalar eklendikçe ve mevcut mağaza sözleşmeleri yenilendikçe, kira giderlerinin artarak normalleşmeye başlayacağına inanıyoruz. Ayrıca, 3Ç23'te %20,9'a ulaşan brüt kar marjı ilerlemesi, şirketin enflasyon düştükçe muhtemelen kaybolacak olan avans ödemelerinden yararlanması nedeniyle sürdürülebilir olmadığını düşünüyoruz.

Tavsiyemizi Endeks Üstü Getiriden Endekse Paralel Getiriye Çekiyoruz

BIMAS, 5 yıllık tarihsel ortalaması olan 13,8x F/K ve 7,4x FD/FAVÖK ile karşılaştırıldığında, 2024T tahminlerimize göre şu anda 11,2x F/K ve 6,2x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. BIMAS geçmişte emsallerine göre primli işlem görüyordu, ancak 5 yıllık ortalama tarihsel iskontosu şu anda %22 iskontodadır. Değerlememiz, 2024T tahminimize uygulanan 14,1x F/K'ya (emsal ortalamasına %20 iskonto) dayanmaktadır. Yeni Hedef Fiyatımız %25 getiri sunarken, marj baskısı ve artan rekabet beklentimiz nedeniyle 2024 ve 2025 yıllarında daha az cazip risk-getiri gördüğümüz için BIM'e ilişkin notumuzu E.Ü Getiri'den, E. Paralel Getiri'ye düşürüyoruz.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

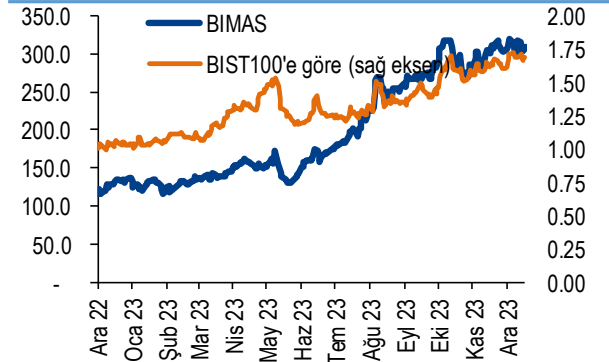
Hedef Fiyat	TL400.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL319.50
Getiri potansiyeli	25%
Bloomberg Hisse Kodu	BIMAS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	194,000
Halka Açıklık Oranı	60%
Hisse adedi (mn)	607
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,298

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	0%	1%	151%
Nominal (USD)	-3%	-7%	58%
BIST100'e göre	3%	9%	68%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	265,506	434,284	628,027
FAVÖK	20,647	32,470	46,955
% marj	7.8%	7.5%	7.5%
Net Kar	11,782	17,265	23,884
% marj	4.4%	4.0%	3.8%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	16.5x	11.2x	8.1x
FD/FAVÖK	9.8x	6.2x	4.3x
F/DD	5.7x	4.1x	3.0x
Hisse Başına Temettü	5.00	7.23	10.58
Temettü verimi	1.6%	2.3%	3.3%

Fiyat Grafiği



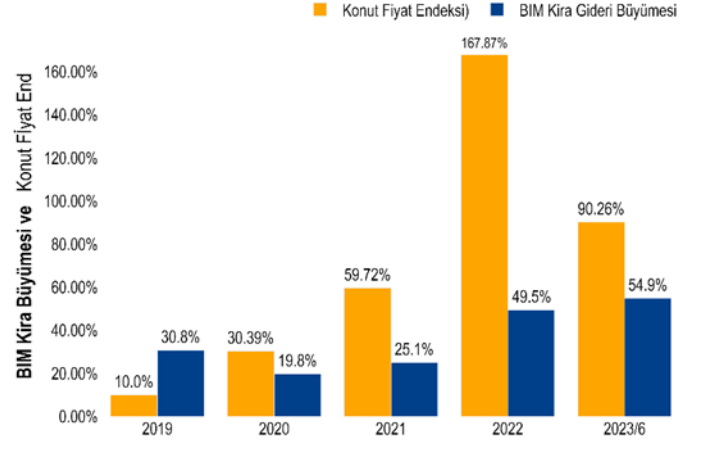
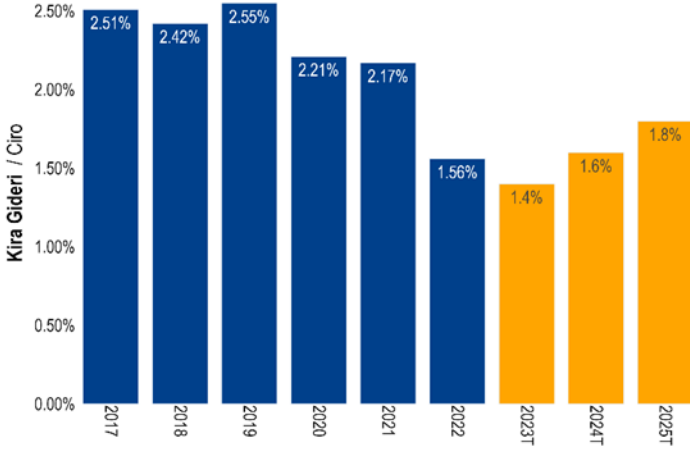
Mustafa Kemal Karaköse

+90 (212) 334 98 49

[mkemal.karakose@yf.com.tr](mailto:mk Kemal.karakose@yf.com.tr)

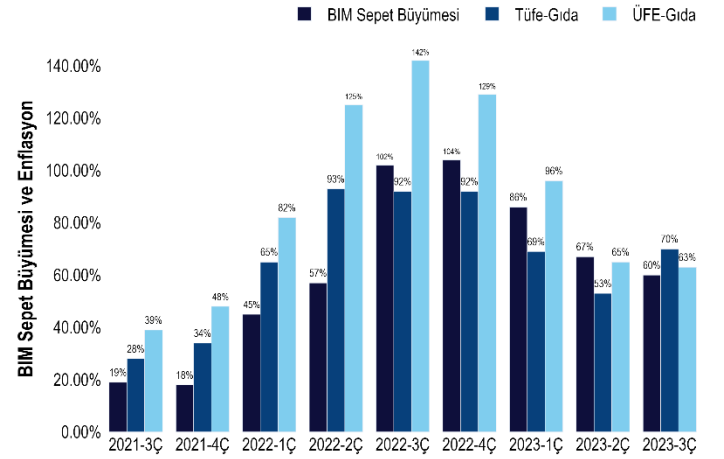
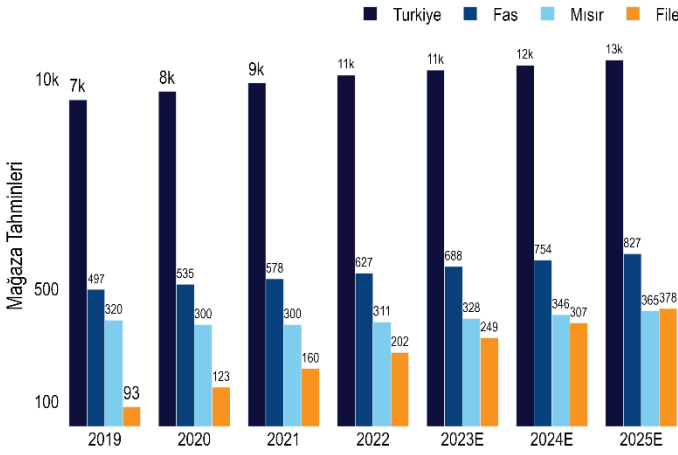
Kira / Ciro oranı tarihi düşük seviyelerde Normalleşmenin başlamasını öngörüyoruz

BIM kira büyümesi Konut endeksinin gerisinde kalmıştır



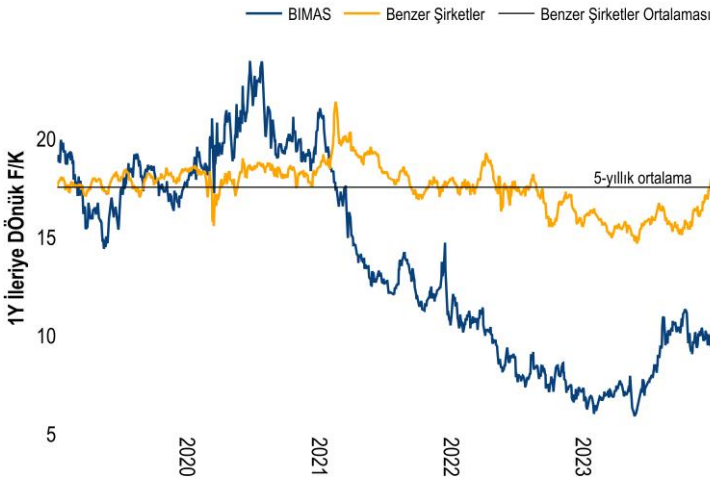
Mağaza Açılış Trendinin Devam Etmesini Öngörüyoruz , FILE operasyonlarının en hızlı büyüyeceğini tahminliyoruz

BIM sepet büyümesi ve TÜFE



BIM ve Benzer Şirketlerin İleriye Dönük F/K'sı

BIMAS Tarihsel İskontosu



MGROS

Hizmete Özel / Official Use Only

Fiyat yatırımları meyvelerini vermeye devam edecek

Migros'un 2023 yılındaki güçlü performansının ardından, 2024 yılında da güçlü finansal sonuçların devam edeceğini öngörüyoruz. Migros, hem geleneksel hem de organize perakendecilerden başarılı bir şekilde pazar payı kazanmaya devam ediyor. Artan fiyat rekabetine ilişkin endişelere rağmen Migros, 2020'de %15,3 olan pazar payını 2023'te %16,3'e çıkararak dayanıklılık gösterdi. Çok sayıda perakendecinin özel markalı ürünler sunma kabiliyetinin artmasına bağlı olarak, trading-down söyleminin etkisinin azaldığını gözlemliyoruz. Migros sadece fiyatlandırma konusunda rekabet etmekle kalmıyor, aynı zamanda müşteri tabanı için genel alışveriş deneyimini geliştirmek amacıyla Migros One, Cloud Kitchen ve Moneypay gibi girişimleri kapsayan genişleyen ekosisteminden de yararlanıyor. Bu stratejik yaklaşım, müşterilerin uygun fiyatlara erişmesini sağlarken, gelişmiş bir çevrimiçi kanal deneyimiyle güçlendirilmiş daha kapsamlı bir ürün yelpazesini tecrübe etmelerini sağlamaktadır.

Sağlıklı Bilanço

MGROS'un bilançosunda mevcut piyasa değerinin %18'ine denk gelen 12,1 milyar TL net nakit pozisyonu bulunuyor. Şirketin 2019 sonunda 755mn USD net borcu olduğunu ve SNA üretimi ve bazı varlık satışları yoluyla bilançosunda başarılı bir şekilde bilançoda yükünü azalttı. MGROS, yerel ve uluslararası benzerleri de dahil olmak üzere benzerleri arasında en iyi işletme sermayesi / satış oranlarından birine sahiptir. Şirketin artan nakit pozisyonu, tedarikçilerden daha fazla iskonto almak için ödenecek günlere yatırım yapma seçeneği sunuyor.

Ufukta Devam Eden Büyüme

MGROS, 2020 yılında 209 olan online hizmet mağazasını 2023 yılında 1053'e çıkararak online kanalda önemli bir uzmanlık göstermiştir. Yönetim, önümüzdeki üç yıl içinde online operasyonlarını üç katına çıkarmayı hedefliyor ve bu da %70'lik etkileyici bir YBBO işaret ediyor. Ayrıca, 2024 yılına kadar 150 yeni Mion mağazası kurulması hedefleniyor. Projeksiyonlarımız 2024 yılında + 522 yeni açılışla toplam 3916 mağaza açılmasını öngörüyoruz.

Hedef fiyatımızı revize ediyoruz

MGROS şu anda 2024T tahminlerimize göre 7,1x F/K ile işlem görmektedir. 2 yıllık ortalama ise 10,4x'tir. Değerlememiz İNA ve F/K bazlı değerlendirme karışımıdır (%50-50). %29'luk risksiz faiz oranına dayalı olarak %30,2'lik bir AOSM varsayıyoruz. Göreceli değerlememiz, 2024 tahminimize uygulanan 14,1x FK'ya (küresel emsallere göre %20 iskonto) dayanmaktadır. Hedef Fiyatımızı 380 TL'den 623 TL'ye revize ederken, %78 yukarı potansiyel için Endek Üstü Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Tavsiye

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

Getiri potansiyeli

Bloomberg Hisse Kodu
Piyasa Değeri (TLmn)Halka Açıklık Oranı
Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

Endekse Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

TL623.00

TL349.50

78%

MGROS TI
63,278

51%

181

542

Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-2%	-14%	171%
Nominal (USD)	-5%	-20%	70%
BIST100'e göre	0%	-7%	81%

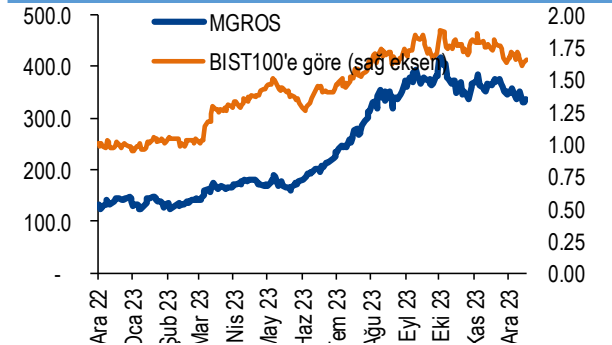
Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	145,361	249,656	370,441
FAVÖK	10,023	16,466	24,432
% marj	6.9%	6.6%	6.6%
Net Kar	5,574	8,952	13,947
% marj	3.8%	3.6%	3.8%

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
F/K	11.4x	7.1x	4.5x
FD/FAVÖK	5.9x	3.6x	2.4x
F/DD	7.0x	3.8x	2.1x
Hisse Başına Temettü	2.61	5.95	12.06
Temettü verimi	0.7%	1.7%	3.4%

Fiyat Grafiği

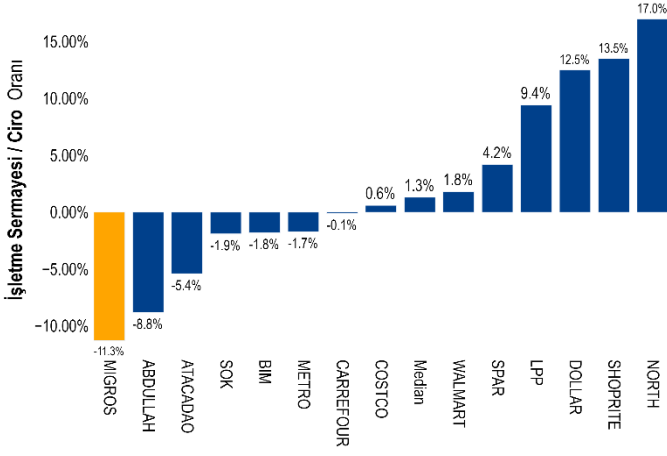


Mustafa Kemal Karaköse

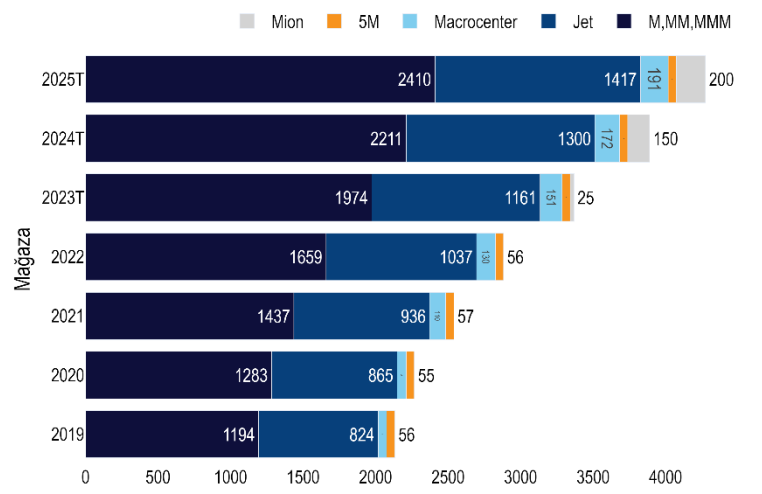
+90 (212) 334 98 49

mkemal.karakose@vf.com.tr

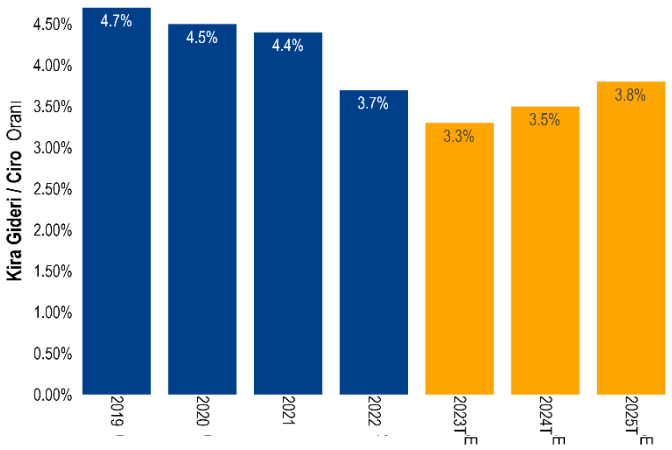
İşletme Sermayesi Ciro Oranı Benzerlerin Göre En İyisi



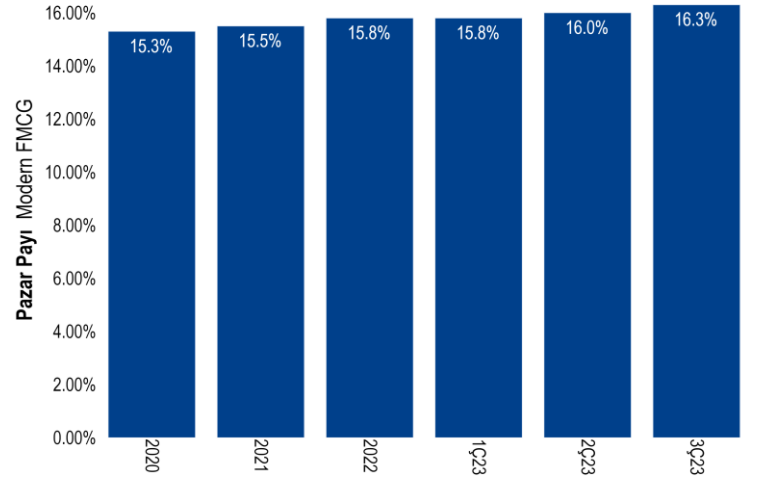
Mağaza Açılış Momentumunun Korunmasını Bekliyoruz



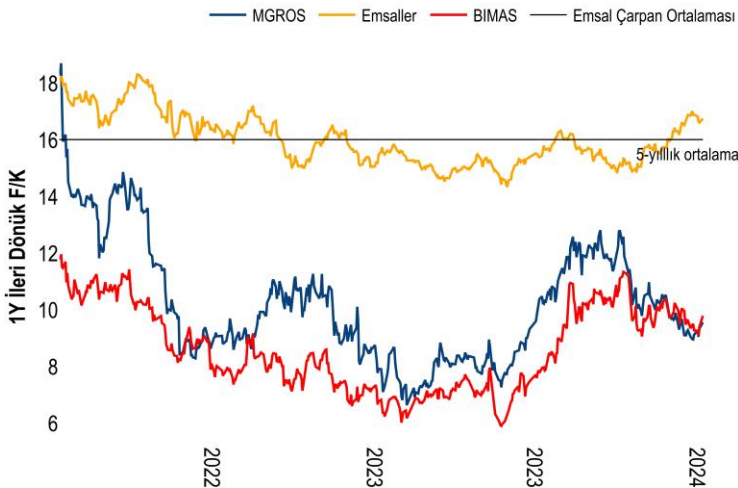
Kira Ciro Oranında Artış Bekliyoruz



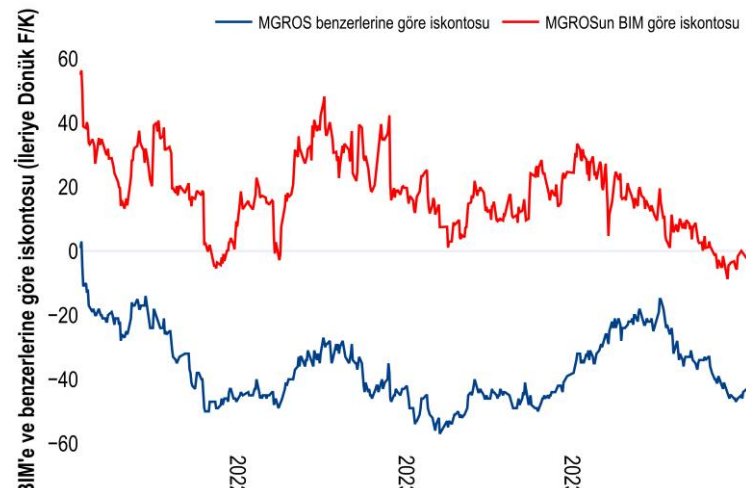
Pazar Payı Kazanımı Devam Ediyor



MGROS'un Tarihsel İleriye Dönük F/K'sı



Migrosun Bim'e ve Benzerlerine Göre İskontosu



CCOLA

Hizmete Özel / Official Use Only

Güçlü 2023 Performansı

2023 yılında CCOLA %65 USD getiri ile şişeleyciler arasında en iyi performans gösteren şirket olurken, diğer şişeleyciler ortalama %35 performans göstermiştir. Fiyatlandırma ve miks etkisinin aynı anda marjlara katkıda bulunması nedeniyle 2023'ün CCI için istisnai bir yıl olduğunu düşünüyoruz. Hacimlerin korunmasında karşılaşılan zorluklar, 3Ç23'te 2,5 USD ile son 10 yılın en yüksek kasa başı fiyata ulaşılmasıyla dengelendi (2020-2022 döneminde ortalama 1,9). Güçlü büyüme potansiyeli mevcut değerlemelere dahil edilmiş gibi görünse de, Türkiye'deki sıkışma ortamı nedeniyle genel tüketim trendlerinde devam eden yavaşlama göz önüne alındığında, 2024 yılında fiyat dinamiklerinde bir miktar yavaşlama bekliyoruz.

Faaliyet Giderlerinin Normalleşmesi ve Brüt Marjın İyileştirilmesi

Pakistan'daki ekonomik zorlukların yarattığı olumsuzluklara rağmen, şirket 9A23'te %16,4 ile en düşük Faaliyet Giderleri/Satışlar oranlarından birini elde etmeyi başardı. Çeşitli maliyet kalemlerinin enflasyonla uyumlu hale gelmesiyle işletme giderlerinde normalleşme beklerken, brüt marjlarda daha fazla artış potansiyeli nedeniyle iyimserliğimizi koruyoruz. Küçük paketler normallerine göre kasa başına 2 kat birim fiyat ve 1,5 kat brüt kar marjına sahip ve şu anda CCI'daki toplam satışların %21'ini oluşturuyor ve özellikle %39'luk dünya ortalaması göz önüne alındığında genişleme alanı olduğunu gösteriyor. Özellikle, yerinde tüketim kanal payı istikrarlı bir şekilde arttıkça (2020: %16, 9A23: %21), daha yüksek marjlı ürünlere geçişle daha da desteklenen brüt marj iyileşmesi bekliyoruz. 3Ç23 itibarıyla, alüminyumun %50'si ve reçinenin %42'si hedge edilmiştir ve bu da 2024 yılı için kontrollü bir maliyet tabanı olduğunu göstermektedir.

Hacim Görünümü

Pakistan'da devam eden ekonomik istikrar programları ve başarılı IMF dilimleri ile desteklenen kademeli bir toparlanma öngörüyoruz. Genel olarak, 2024 yılında uluslararası operasyonlarda %7 (2023'te -%1,1) ve Türkiye'de %2 (2023'te -%5,1) hacim büyümesi bekliyoruz. 2024 yılında konsolide hacim büyümesi %5 (2023'te %5) bekliyoruz. 2024 tahminlerimiz, konsolide hacimlere yıllık %2-3 oranında katkı sağlayabilecek Bangladeş'teki potansiyel satın almayı dikkate almamaktadır.

Tavsiyemizi Endeks Üstü Getiriden Endekse Parl. Get' ye Çekiyoruz

CCOLA, 2024 tahminlerimize göre 4,5x FD/FAVÖK ile işlem görürken, 5 yıllık ortalama 4,9x ve global benzerlerine kıyasla %36 iskontolu işlem görmektedir. Global benzerleri için medyan 2024 FD/FAVÖK katsayısı 7,5x'tir, ancak %15 iskonto oranı uyguladıktan sonra, CCOLA'yı 2024 tahminimize uygulanan 6,3x hedef FD/FAVÖK katsayısına göre değerlendiriyoruz, bu da %36 yukarı potansiyeli temsil eden 655 TL/hisse (464 TL'den yukarı) işaret ediyor. 2024'te daha az cazip risk-getiri gördüğümüz için CCOLA'ya ilişkin notumuzu Endeks Üzeri Getiri'den, Endekse Paralel Getiri'ye çekiyoruz

Tavsiye

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

Getiri potansiyeli

Bloomberg Hisse Kodu

Piyasa Değeri (TLmn)

Halka Açıklık Oranı

Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

TL655.00

TL480.00

36%

CCOLA TI

122,098

25%

254

216

Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	9%	21%	159%
Nominal (USD)	6%	12%	62%
BIST100'e göre	12%	31%	73%

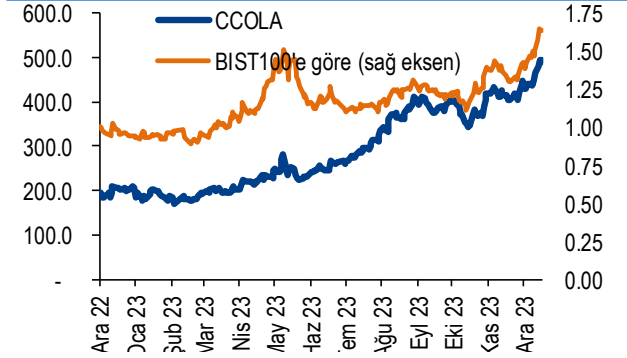
Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	91,225	149,960	212,919
FAVÖK	18,792	30,742	43,861
% marj	20.6%	20.5%	20.6%
Net Kar	8,073	12,987	20,099
% marj	8.8%	8.7%	9.4%

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
F/K	15.1x	9.4x	6.1x
FD/FAVÖK	7.4x	4.5x	3.2x
F/DD	2.1x	1.6x	1.3x
Hisse Başına Temettü	2.95	6.54	8.23
Temettü verimi	0.6%	1.3%	1.6%

Fiyat Grafiği



AEFES

Hizmete Özel / Official Use Only

Operasyonel iyileşme 2023'te de devam etti

AEFES, 2022 yılındaki güçlü bazına rağmen yıllık bazda %3 artan bira hacmi ile 9A23'te güçlü bir operasyonel performans sergilemiştir. Bira segmenti ciro büyümesi Ruble'deki değer kaybı nedeniyle %51,7 ile sınırlı kalsa da, etkin fiyatlandırma stratejileri, elverişli ürün karması ve hedging mekanizmasının olumlu etkisi sayesinde brüt kar marjı yıllık bazda 524 baz puan arttı. Brüt kar marjlarının 2023 yılı için istisnai olduğunu düşünüyoruz ve 2024 yılı için Ruble'nin değer kaybettiği bir senaryoda zayıf fiyatlandırma ve daha yüksek maliyet tabanı beklentimiz nedeniyle brüt kar marjlarında yaklaşık 400 baz puan düşüş öngörüyoruz

Rusya'da Tam Kontrol Sahibi Oluyor

AEFES, AB InBev'in Rusya-Ukrayna operasyonlarına sahip ortak girişimindeki %50 hissesini, AEFES için sınırlı nakit çıkışı getiren cazip bir anlaşmayla satın almayı kabul etti. AB InBev'in AEFES'te %24 oranında hissedar olarak kalmaya devam ettiği de unutulmamalıdır. Rusya, yıllık 56 litrelik kişi başı tüketimiyle dünyanın en büyük bira pazarlarından biri konumundadır. Rusya'nın kur ve politik riskleri nispeten yüksek olsa da, Anadolu Efes'in mevcut değerlemesinin, Rusya operasyonlarına hiçbir değer atfetmesek bile (Rusya için sıfır değer ile yaklaşık 4,5x EV/EBITDA) cazip olduğunu not ediyoruz. Bu nedenle, Rusya'daki herhangi bir geri dönüş önemli bir yukarı yönlü etki yaratabilir.

Hacim Görünümü

AEFES'in Türkiye operasyonları, 2023 yılı boyunca hacim artışında önemli bir rol oynamış ve üst üste sekizinci çeyrekte de büyüme kaydetmiştir. Rusya bira operasyonları ise, zorlu ekonomik görünüm altında, uygun fiyat seviyeleri sayesinde bir önceki yıla kıyasla istikrarını korumuştur. İleriye dönük olarak, yönetimin pazardaki konumunu korumaya öncelik vermesi nedeniyle Rusya operasyonlarının hacim büyümesinin 2024 yılında yatay seyredeceğini öngörüyoruz, Türkiye operasyonlarının 2024 yılında %2 daralacağını tahmin ediyoruz.

Hedef Fiyatımızı 185 TL'ye Revize Ediyoruz

AEFES, 2024 tahminlerimize göre 3,4x FD/FAVÖK ile işlem görürken, ileriye dönük FD/FAVÖK için 5 yıllık ortalama 5x'tir. CCOLA'nın piyasa değerini AEFES'in %50,3'lük hissesini baz alarak hesapladığımızda, Bira segmentinin piyasa tarafından ima edilen değeri 383mn USD gibi cazip bir değere ulaşmaktadır. Değerleme yaklaşımımız, Bira segmenti için 7x EV/EBITDA katsayısı kullanarak ve CCOLA için hedef değerimizi hesaba katarak SOTP yöntemini kullanmaktadır. Hisse için Endeks Üstü Getiri notumuzu koruyor ve hedef fiyatımızı %48 yukarı potansiyel ile 135 TL'den 185 TL/hisse'ye yükseltiyoruz. Bu hisse senedinin CCOLA'ya maruz kalmak için daha ucuz bir seçenek sunduğunu düşünüyoruz. Değerlememize yönelik başlıca yukarı yönlü riskler arasında Ruble'nin değer kazanması ve bira segmentinde beklenenden daha iyi marjlar yer alıyor.

Tavsiye

Endekse Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

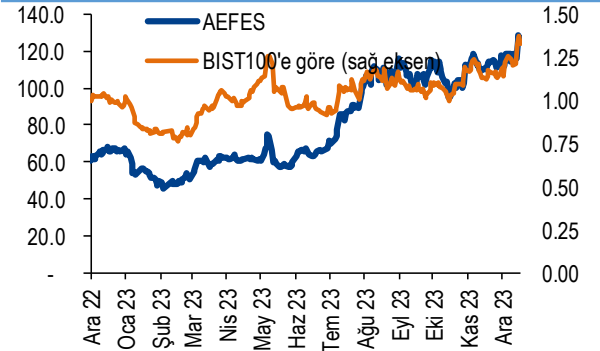
Hedef Fiyat	TL185.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL124.70
Getiri potansiyeli	48%
Bloomberg Hisse Kodu	AEFES T1
Piyasa Değeri (TLmn)	73,836
Halka Açıklık Oranı	32%
Hisse adedi (mn)	592
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	375

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	5%	9%	112%
Nominal (USD)	2%	1%	33%
BIST100'e göre	5%	16%	37%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	146,503	229,114	311,954
FAVÖK	29,350	39,895	53,061
% marj	20.0%	17.4%	17.0%
Net Kar	8,003	10,288	13,871
% marj	5.5%	4.5%	4.4%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	9.2x	7.2x	5.3x
FD/FAVÖK	4.6x	3.4x	2.5x
F/DD	0.6x	0.5x	0.4x
Hisse Başına Temettü	2.14	2.81	3.65
Temettü verimi	1.6%	2.2%	2.8%

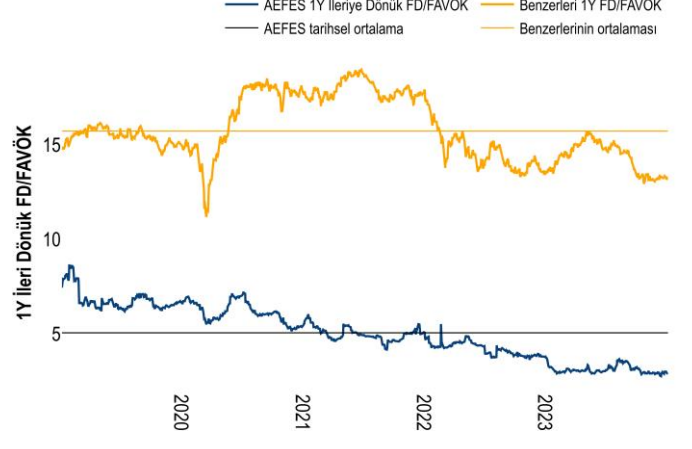
Fiyat Grafiği



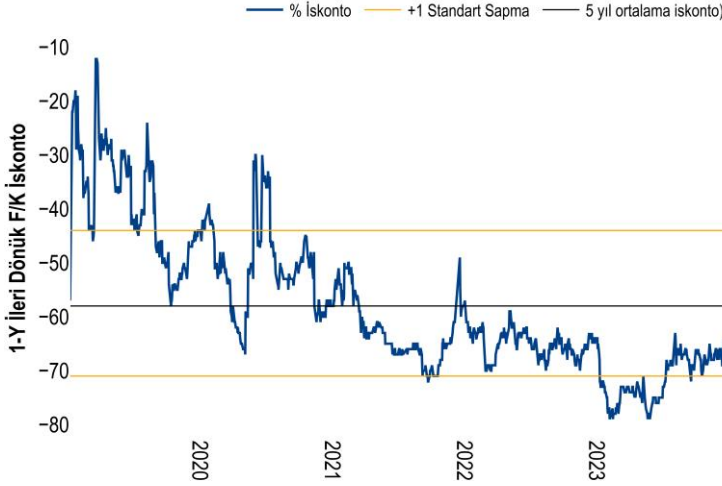
Tarihsel AEFES 1-Y İleri Dönük F/K



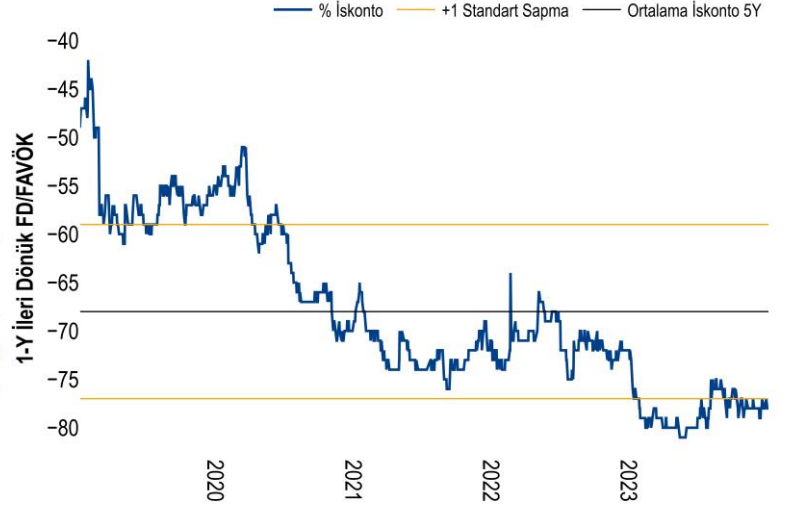
Tarihsel 1-Y İleri Dönük FD/FAVÖK



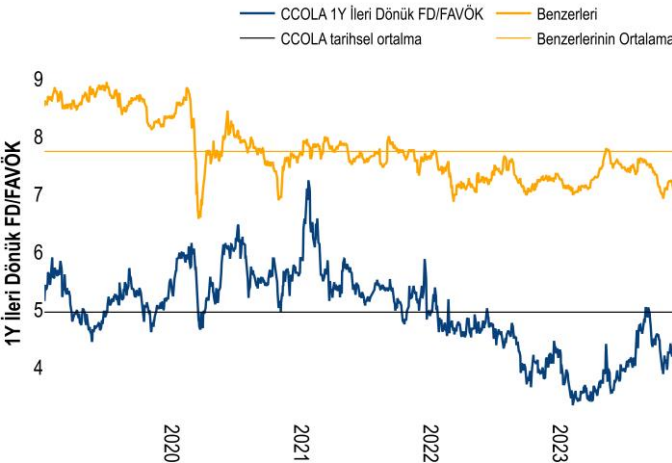
AEFES Benzerlerine Göre Tarihsel İskonto 1-Y İleri Dönük F/K



AEFES Benzerlerine Göre Tarihsel İskonto 1Y İleri Dönük FD/FAVÖK



CCOLA ve Benzerlerinin tarihsel ileri dönük FD/FAVÖK Çarpanı



Aefes Piyasa Değer (USD), CCOLA piyasa değeri düşülerek(50,3%)



MAVI

Hizmete Özel / Official Use Only

Mavi pazar payı kazanmaya devam ediyor

Mavi, son iki yılda pazar payını başarılı bir şekilde artırmış ve jean kategorisindeki payı %15,6'dan %17,6'ya yükselmiştir. Mavi'nin enflasyonist bir pazarda uluslararası hızlı moda rakiplerine karşı kendini daha iyi konumlandırması dikkat çekiyor. Mavi'nin yurt dışı rakipleri fiyatlarını döviz hareketlerine bağlı olarak anında ayarlarken. Mavi ise, önümüzdeki çeyrek için maliyet tabanının büyük ölçüde sabit olması nedeniyle fiyat istikrarını korumuştur. Bu yaklaşım, Mavi'yi tüketiciler için yüksek kaliteli ve uygun fiyatlı bir seçenek olarak pazarda olumlu bir şekilde öne çıkarmıştır. MAVİ ayrıca, ürünlerinin %80'ini yerel üreticilerden sağlayarak rekabet gücünü pekiştirmekte ve bu sayede talep dinamiklerindeki değişimlere daha hızlı yanıt verebilmektedir.

2024 görünümü daha zorlu olabilir

Daha rekabetçi bir ortama rağmen MAVİ'nin 2024 yılında pazar payı kazanımlarını korumaya odaklanacağını düşünüyoruz. İç talepte önemli bir yavaşlama olması durumunda, tüketiciler daha düşük kaliteli ürünleri tercih edebilir ve MAVİ bir miktar fiyat baskısıyla karşılaşabilir. Yönetim ayrıca, pazardaki herhangi bir yavaşlamaya doğru ürünleri doğru fiyatla pazara sunarak yanıt vermeye hazır olduklarının sinyalini veriyor. Bu nedenle, 2024 yılında 1) zayıf fiyatlandırma 2) kira fiyatlarındaki normalleşme nedeniyle marjlarda bir miktar düşüş öngörüyoruz. Mavi'nin toplam kira giderleri 2019'daki %12,1 seviyesinden 2023'te %8,4'e gerilemiştir. Şirketin daha fazla mağaza açması ve kontratlarını yenilemesiyle sabit kira giderlerinde normalleşme bekliyoruz. 2024'te %64 ciro büyümesi (2023T'de %90'a kıyasla) ve %49 FAVÖK büyümesi öngörürken, marjlarda 2 puanlık bir düşüş öngörüyoruz.

Bilanço zorlu bir yıl için güçlü

MAVİ 2021 sonundan bu yana net nakit pozisyonundadır ve 3Ç23 itibarıyla 2.1bn TL net nakit pozisyonuna sahiptir. Mavi'nin artan net nakdiyle birlikte, faiz gelirlerinin 2024 yılında 1,3 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz (2023'te 782mn'a kıyasla). Finansal giderler açısından, 2023 yılında %1 olan kredi kartı komisyon giderlerinin 2024 yılında %1,4'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, 2023'te satışların %2,1'i olan vadeli alım faiz kaleminin 2024'te satışların %2,4'üne yükselmesini bekliyoruz.

Değerleme

MAVİ için 2024 yılında marj baskıları öngörmemize rağmen, hisse senedi 2024 tahminlerimize göre 6,1x F/K ile işlem görmektedir ve bunu cazip buluyoruz. Değerlememiz İNA (risksiz faiz oranı %29 ve AOSM %31,7) ve 5 yıllık tarihsel ortalama F/K olan 8,1x'in bir karışımıdır. Buna göre, MAVİ için hedef fiyatımızı 82,90 TL'den 155 TL'ye revize ediyor ve notumuzu Endek Üstü Getiri olarak koruyoruz.

Tavsiye

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

Getiri potansiyeli

Bloomberg Hisse Kodu

Piyasa Değeri (TLmn)

Halka Açıklık Oranı

Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

Endekse Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

TL155.00

TL114.40

35%

MAVİ TI

22,723

73%

199

210

Fiyat Performansı

1 Ay

3 Ay

1 Yıl

Nominal (TL)

3%

5%

98%

Nominal (USD)

-1%

-3%

25%

BIST100'e göre

3%

12%

28%

Tahminler (TLmn)

2023T

2024T

2025T

Net Satışlar

20,072

32,854

44,430

FAVÖK

4,714

7,026

9,413

% marj

23.5%

21.4%

21.2%

Net Kar

2,681

3,751

5,009

% marj

13.4%

11.4%

11.3%

Değerleme

2023T

2024T

2025T

F/K

8.5x

6.1x

4.5x

FD/FAVÖK

4.6x

3.1x

2.3x

F/DD

2.9x

2.0x

1.6x

Hisse Başına Temettü

2.16

3.97

5.56

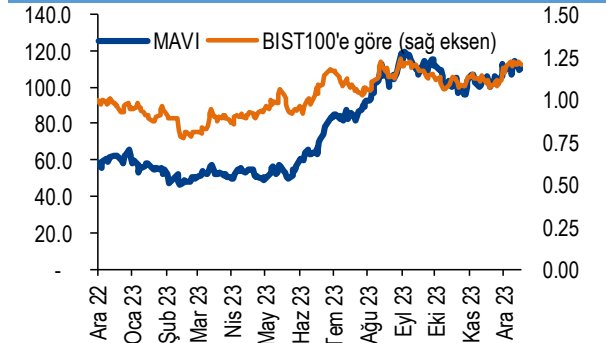
Temettü verimi

1.9%

3.5%

5.0%

Fiyat Grafiği



SUNTK

Hizmete Özel / Official Use Only

Kârlı Büyüme Cazip Değerlemede

Tasarım odaklı bir hazır giyim ve tekstil markası olan SUNTK'yı, %55 yukarı yönlü potansiyel sunan 25,0 TL/hisse 12A fiyat hedefi ile AL olarak başlatıyoruz. SUNTK'nın (1) tekstil üretim segmentindeki yeni yatırımlar; (2) büyüyen uluslararası ayak izi ve (3) genişleyen ürün portföyüne bağlı olarak 2024-2026 yılları arasında EUR bazında %11'lik bir gelir YBBO'su sağlamasını bekliyoruz. Marjı yüksek tekstil segmenti, minimum yatırım harcaması gerektiren hazır giyim segmenti ve sağlıklı bir bilanço ile birlikte, bu büyümenin karlı olmasını ve 2024-2026T dönemi için EUR cinsinden yaklaşık %16'lık bir FAVÖK YBBO'ya dönüşmesini bekliyoruz.

Ekoten'in kapasite artışı marjları artıracak

Sun Tekstil'in %97 oranında iştiraki olan Ekoten, normal tekstillere göre daha yüksek marjlara sahip tekstilleri sunmaktadır. Bunlardan en önemlisi teknik tekstildir. Teknik tekstillerin 2021 yılında %22 olan cirodaki payı %59'a ulaşmıştır. Ekoten'in %50 kapasite artışı sağlayacak 100mn TL'lik yeni yatırımının konsolide marjlar üzerinde olumlu bir etkisi olacak ve bu yatırımın 2024 yılının ilk yarısında tamamlanması bekliyoruz. Ayrıca SUNTK, yeni kurulan Afyonkarahisar Merkez 2. Organize Sanayi Bölgesi'nde 100.000 m² arsa üzerinde tekstil segmentine yönelik bir tesis kurmak için arsa ön tahsis sözleşmesi imzalamıştır. Sanayi Bölgesi şu anda faal değildir ve 2025 yılında tam olarak faaliyete geçmesi planlanmaktadır. Afyon'daki yatırımların potansiyel etkisini değerlememize dahil etmedik. Önümüzdeki dönemde Ekoten'in olası bir halka arzının da mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

SUNTK rekabet üstünlüğüne sahip

SUNTK, daha çok tasarım ve katma değerli ürün odaklı olduğu için diğer hazır giyim şirketlerinden ayrılmaktadır. Suntk'ın köklü tedarik zinciri yapısı da giriş engeli yaratmaktadır. Şirket şu anda yıllık 30 milyon adetlik bir kapasiteye sahiptir ve bunun %10'unu kendi fabrikasında üretirken geri kalanını 30 üreticiden tedarik etmektedir. Tedarikçileri farklı lokasyonlarda organize etmek ve aynı kaliteyi korumak yeni gelenler için bir giriş engeli oluşturmaktadır. Şirket, üretim tabanını ve satın alma tabanını genişletmek ve çeşitlendirmek amacıyla Bangladeş'deki tedarikçilerle de görüşmektedir. Türkiye, Avrupalı müşterilere yakın olmakla birlikte, düşük üretim maliyeti nedeniyle temel ürünler olan pamuklu tişörtler ağırlıklı olarak bu ülkelerde üretilmektedir. Şirket ağırlıklı olarak kadın giyimi üretse de ürün yelpazesini genişleterek erkek ve çocuk ürünleri üzerinde de çalışıyor. Ayrıca Sun Tekstil, şirket ortaklarının sahip olduğu Jimmy Key mağazalarının en büyük tedarikçisi konumundadır. Yurtiçinde 67, yurtdışında 3 mağazası bulunan Jimmy Key, 2023'ün ilk yarısında cirosunu geçen yıla göre 3 kat artırdı. Jimmy Key tarafındaki büyüme hikayesi SUNTK'ın cirosunu da artıracaktır.

Tavsiye

Endeks Üstü Getiri

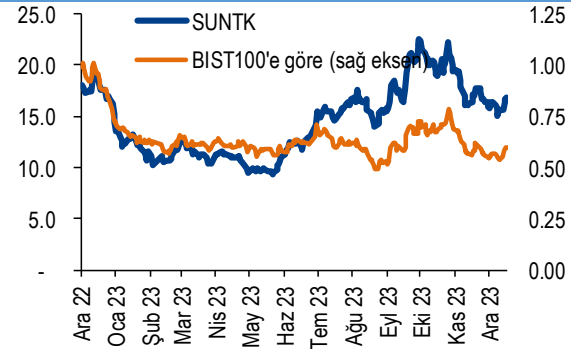
Hedef Fiyat	TL25.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL16.10
Getiri potansiyeli	55%
Bloomberg Hisse Kodu	SUNTK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	7,641
Halka Açıklık Oranı	21%
Hisse adedi (mn)	475
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	27

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-2%	-22%	28%
Nominal (USD)	-5%	-28%	-20%
BIST100'e göre	-2%	-17%	-17%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	6,283	10,778	14,828
FAVÖK	888	1,517	2,197
% marj	14.1%	14.1%	14.8%
Net Kar	667	963	1,367
% marj	10.6%	8.9%	9.2%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	11.5x	7.9x	5.6x
FD/FAVÖK	8.7x	5.1x	3.5x
F/DD	3.5x	2.5x	1.8x
Hisse Başına Temettü	0.18	0.20	0.29
Temettü verimi	1.1%	1.2%	1.8%

Fiyat Grafiği



Özet Finansallar

Değerleme Çarpanları	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	12.3x	11.5x	7.9x	5.6x
FD/FAVÖK	13.6x	8.6x	5.0x	3.5x
F/DD	4.8x	3.5x	2.5x	1.8x
SNA Verimi	0.3%	4.0%	6.5%	13.8%
Temettü Verimi	1.1%	1.2%	1.8%	2.6%

Gelir Tablosu (TLmn)	2022	2023T	2024T	2025T
Hasılat	3,975	6,283	10,778	14,828
Brüt Kar	843	1,397	2,379	3,379
Brüt Kar Marjı	21.2%	22.2%	22.1%	22.8%
Nakit Operasyonel Giderler	327	577	981	1,351
Opere.Gid./Hasılat	8.2%	9.2%	9.1%	9.1%
FVÖK	516	820	1,399	2,028
FVÖK Marjı	13.0%	13.0%	13.0%	13.7%
FAVÖK	558	888	1,517	2,197
FAVÖK Marjı	14.0%	14.1%	14.1%	14.8%
Diğer+ Finansal Giderler	109	-20	-112	-184
VÖK	625	799	1,287	1,844
Net Kar	623	667	963	1,367
Net Kar Marjı	15.7%	10.6%	8.9%	9.2%

Büyüme (%)	2022	2023T	2024T	2025T
Hasılat Büyümesi	79%	58%	72%	38%
FAVÖK Büyümesi	44%	59%	71%	45%
Net Kar Büyümesi	198%	7%	44%	42%

Nakit Akımı	2022	2023T	2024T	2025T
FVÖK	516	820	1,399	2,028
(-) Vergi	108	189	322	466
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	408	631	1,077	1,562
(+) Amortisman	41	69	118	169
(-) Yatırım Harcaması	101	220	377	297
(-) İş. Ser. Değişim	322	178	322	376
Serbest Nakit Akımı	0	0	0	0
Temettü	87	93	136	195

Kaynak: Şirket Bilgileri, YF Tahminleri

Bilanço (TL milyon)	2022	2023T	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	1,815	3,047	4,673	6,699
Nakit ve Nakit Benzerleri	643	867	1,110	1,859
Ticari Alacaklar	401	960	1,497	2,059
Stoklar	615	923	1,587	2,163
Diğer Dönen Varlıklar	80	122	210	288
Maddi Duran Varlıklar	517	669	928	1,056
Diğer Duran Varlıklar	366	366	366	366
Toplam Varlıklar	2,699	4,081	5,966	8,121

Kısa Vadeli Yükümlülükler	2022	2023T	2024T	2025T
Ticari Borçlar	533	1,221	2,100	2,862
Kısa Vadeli Borçlanmalar	324	324	324	324
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	69	70	79	87
Uzun Vadeli Borçlanmalar	140	240	340	440
Diğer Uzun Vadeli Borçlanmalar	55	55	55	55
Toplam Yükümlülükler	1,120	1,911	2,898	3,769
Özkaynaklar	1,578	2,170	3,068	4,352
Toplam Yük. & Özkaynaklar	2,699	4,081	5,966	8,121

Net Borç	2022	2023T	2024T	2025T
Net Borç	-178	-302	-445	-1,094
İşletme Sermayesi	483	661	984	1,360

Rasyolar	2022	2023T	2024T	2025T
Net Borç / FAVÖK	-0.3x	-0.3x	-0.3x	-0.5x
Net Borç / Özkaynak	-0.1x	-0.1x	-0.1x	-0.3x
Yat. Har. / Ciro	2.5%	3.5%	3.5%	2.0%
ROE	59.4%	35.6%	36.8%	36.8%
ROIC* nopat	32.2%	30.6%	37.3%	41.3%

Hisse Başı Metrikler	2022	2023T	2024T	2025T
HBK	1.31	1.41	2.03	2.88
HBT	0.18	0.20	0.29	0.41
HBDD	3.3	4.6	6.5	9.2

Suntk hakkında: 1987 yılında kurulan Sun Tekstil, küçük bir giyim atölyesinden büyük bir moda tedarikçisine dönüşerek hazır giyim ve tekstil üretiminde öncü bir konuma gelmiştir. Yaklaşık 2000'den fazla çalışanı bulunan Sun Tekstil, ciro bakımından Türkiye'nin en büyük 500 şirketi arasında yer almaktadır. Türkiye, İngiltere ve İspanya'da tasarım ofisleri bulunan şirket, Inditex, M&S, H&M ve Tesco gibi büyük müşterileri için her ay +1500 yeni ürün tasarlamaktadır.

Genel Bakış

SUNTK: Şirket, hazır giyim ve tekstil olmak iki ana iş kolunda faaliyet göstermektedir. Hazır giyim segmenti tekstile kıyasla daha düşük marjlara sahip olmasına rağmen, üretimin yaklaşık %90'ının dış kaynak kullanımı ile sermaye açısından hafif yapısı ile dikkat çekiyor, bu nedenle şirket daha fazla yatırım harcaması yapmadan talep artışına hızlı bir şekilde yanıt verebilmektedir. Türkiye'nin Avrupa'ya yakınlığı bir başka avantajdır ve sezonda hızlı bir talep olduğunda, şirket İzmir limanına yakınlığı sayesinde talep artışını karşılayabiliyor. Şirket, Bangladeş gibi ülkelerdeki üreticilerle devam eden görüşmelerle, üretim hattını çeşitlendirmeyi ve maliyet verimliliğinden yararlanmayı amaçlıyor. Öncelikli odak noktası kadın giyimi olsa da, erkek ve çocuk giyimine doğru genişleme ek bir büyüme yolu sunuyor. Genel olarak, 2024-2029 yılları arasında hacimde %3'lük bir YBBO ile 2022'deki 26,8 milyon adede kıyasla 32 milyon adede ulaşılmasını ve birim fiyatların Avrupa enflasyonuna paralel olarak %2 oranında artmasını bekliyoruz.

EKOTEN: Diğer segment ise, normal tekstillere göre daha yüksek marjlara sahip olan teknik tekstilleri sunan ve %97'sine sahip olunan Ekoten'dir. Ekoten tarafından yapılacak ve kapasiteyi %50 artıracak 100 milyon Liralık yatırımın konsolide marjları 1,5 puan artırmayı öngörüyoruz. Ayrıca SUNTK, yeni kurulan Afyonkarahisar Merkez 2. Organize Sanayi Bölgesi'nde 100.000 m² arsa üzerinde tekstil segmentine yönelik bir tesis kurmak için arsa ön tahsis sözleşmesi imzalamıştır. Sanayi Bölgesi şu anda faal değil ve 2025 yılında tam olarak faaliyete geçmesi planlanıyor. Ekoten'in olası bir halka arzının Ekoten'e yeni yatırımlar için mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Afyon'daki yatırımların potansiyel etkisini değerlememize dahil etmedik ancak Afyon yatırımı Ekoten'in cirosunu ikiye katlayabilir. 2024 yılında %10, 2025 yılında ise %20 hacim artışı öngörüyoruz. Ayrıca, kilogram başına fiyatın Euro Bölgesi enflasyonu ile uyumlu olarak %2 YBBO göstermesini bekliyoruz.

Model

Toplam (EUR Milyon)	2021/12	2022/12	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Hasılat	212.7	228.5	239.8	265.0	294.3	326.2	352.2	377.6	401.8
Brüt Kar	48.2	48.5	53.3	58.5	67.1	76.5	83.5	90.2	96.5
Genel Yönetim Giderleri	5.4	7.9	8.1	8.8	9.9	11.0	11.9	12.8	13.6
Pazarlama Giderleri	7.5	9.7	12.2	13.3	14.8	16.4	17.8	19.0	20.3
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	1.2	1.1	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	2.8
Amortisman	2.9	2.4	2.6	2.9	3.3	3.8	4.2	4.5	4.9
FAVÖK	37.0	32.1	33.9	37.3	43.6	50.5	55.5	60.3	64.6
FAVÖK Marjı (%)	17.4%	14.0%	14.14%	14.1%	14.8%	15.5%	15.8%	16.0%	16.1%
SUNTK- Hazır Giyim (EUR milyon)									
Hasılat	159	155	166	178	187	197	207	217	228
Brüt Kar	31	25	28	29	31	33	35	36	38
Brüt Kar Marjı (%)	19%	16%	17%	16%	17%	17%	17%	17%	17%
Genel Yönetim Giderleri	3	5	5	6	6	6	6	7	7
Hasıllata Oranı	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Pazarlama Giderleri	6	7	8	9	9	10	10	11	11
Hasıllata Oranı	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	1	1	1	1	2	2	2	2	2
Hasıllata Oranı	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Amortisman	1.5	1.8	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6
FAVÖK	22.5	13.6	14.8	14.6	15.7	16.9	17.8	18.7	19.6
FAVÖK Marjı (%)	14.1%	8.7%	8.9%	8.2%	8.4%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
Ekoten -Tekstil (EUR milyon)									
Revenue	77	89	81	92	113	136	153	168	182
Gross Profit	18	25	26	30	37	45	50	55	60
Brüt Kar Marjı (%)	23%	28%	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Genel Yönetim Giderleri	3	3	3	3	4	5	6	6	7
Hasıllata Oranı	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Pazarlama Giderleri	2	4	4	5	6	7	8	8	9
Hasıllata Oranı	3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Hasıllata Oranı	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Amortisman	1.3	1.2	1.5	1.7	2.0	2.4	2.7	3.0	3.3
FAVÖK	13.8	18.0	17.1	20.4	24.9	30.0	33.7	37.1	40.1
FAVÖK Marjı (%)	17.9%	20.1%	21.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
Hacim mn									
SUNTK (adet)	30.0	26.8	26.8	27.8	28.7	29.5	30.4	31.3	32.3
YY Büyüme (%)		-11%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
Ekoten (kg)	7.2	7.3	6.66	7.46	8.80	9.86	10.65	11.07	11.29
YY Büyüme (%)		2%	-9%	12%	18%	12%	8%	4%	2%
Fiyat kg/adet									
SUNTK (adet)	5.3	5.8	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
YY Büyüme (%)		9%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ekoten (kg)	10.7	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
YY Büyüme (%)		14%	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kilo ve adet başına FAVÖK									
SUNTK (unit)	0.75	0.51	0.55	0.52	0.55	0.57	0.58	0.60	0.61
Ekoten (kg)	1.92	2.46	2.57	2.78	2.84	2.89	2.95	3.01	3.07

Değerleme

İNA EUR milyon	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Hasılat	229	240	265	294	326	352	378	402
Büyüme (%)	7%	5%	10%	11%	11%	8%	7%	6%
FVÖK	30	31	34	40	47	51	56	60
(-) Vergi	7	7	8	9	11	12	13	14
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	23	24	26	31	36	40	43	46
(+) Amortisman	2	3	3	3	4	4	5	5
FAVÖK	32	34	37	44	51	56	60	65
FAVÖK Marjı (%)	14.0%	14.1%	14.1%	14.8%	15.5%	15.8%	16.0%	16.1%
(-) Yatırım Harcamaları	6	8	9	6	7	7	8	8
(-) İşletme Sermayesindeki Değişim		7	8	7	7	5	5	5
SNA	1	12	12	21	27	32	35	37
İskonto Faktörü			1.00	0.89	0.79	0.71	0.63	0.56
İskonto Dönemi				1	2	3	4	5
İndirgenmiş Nakit Akımı			12	19	21	22	22	21
Risksiz Faiz Oranı	7.5%							
Beta	1.00							
Risk Primi	5.0%							
Sermaye Maliyeti	12.5%							
Borç Maliyeti	11.5%							
Vergi Oranı	25.0%							
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	8.6%							
AOSM	12.2%							
Sermayenin Oranı (%)	93%							
Borcun Oranı (%)	7%							
Terminal Değer								
Terminal Büyüme:	2%							
Terminal Değer	361.3							
Ulaşılan Terminal FAVÖK Çarpanı	5.6 x							
(+) Terminal Değerin BD	202.9							
(+) İNA Toplamı	116.9							
Firma Değeri	320							
Terminal Değerin Firma Değerindek	63.5%							
(+) Nakit ve Benzerleri	16.6							
(+) Finansal Yatırımlar	5.8							
(-) Toplam Borç	19.5							
Net Borç	(2.9)							
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.4							
Sermaye Değeri	321							
Pay Sayısı	475							
Fiyat	0.5							
Hedef Fiyat	0.68							
Potansiyel	36.9%							

MPARK

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Artan hasta sayısı ve fiyatlarla güçlü yurtiçi hasta gelirleri**

Özel sigorta penetrasyonundaki yukarı yönlü trendin devam ettiğini gözlemliyoruz. 3Ç23'te tamamlayıcı sağlık sigortası olan kişi sayısı yıllık %26,7 yükseldi. Özellikle tamamlayıcı sağlık sigortası maliyet avantajı sayesinde cazip kalmaya devam ediyor. Şöyle ki, son on iki aylık ortalamalara göre tamamlayıcı sağlık sigortası olan kişi sayısındaki artış pandemi öncesinde 228bin iken pandemi sonrasında 669bine ulaştı. Bu artış da özel hastanelerin müşteri tabanındaki artış potansiyelini gösteriyor. Özel sağlık sektöründeki bu pozitif faktörlerden en büyük faydayı, 5,7k+ yatak kapasitesi ve 29 hastane sayısı ile sektör lideri olan MLP'nin sağlayacağını düşünüyoruz. Hasta sayısı ve fiyatlardaki artış etkisiyle MLP'nin yurtiçi gelirlerinin 2023'te 14,1mlrTL ve 2024'te 21,8mlrTL'ye ulaşmasını öngörüyoruz.

Medikal turizm karlılığı desteklemeye devam ediyor

TL'deki değer kaybı ve hastanelerdeki hizmet kalitesiyle medikal turizm gelirlerinin karlılığı desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Medikal turizm gelirlerinin 2023'te 3mlrTL'ye (toplam gelirlerin %17'si) ve 2024'te 4,6mlrTL'ye (toplam gelirlerin %18'i) yükselmesini bekliyoruz.

2023'te %74 2024'te %55 ciro büyüme beklentisi

Sonuç olarak, güçlü yurtiçi gelirler ve medikal turizm gelirleriyle toplam gelirlerin 2023'te 17,1mlrTL (yıllık +%74) ve 2024'te 26,6mlrTL'ye (yıllık +%55) ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca, 3Ç23 itibarıyla gelirlerin %14'ünü oluşturan kısmın Sağlık Uygulama Tebliği'ndeki (SUT) fiyatlara tabi olduğunu ve olası artışın tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğunun altını çiziyoruz. 2023'te FAVÖK marjının %22,9 ve 2024'te %24 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

0,8x net borç/FAVÖK oranıyla sağlıklı bilanço

3Ç23 itibarıyla, Şirket'in net borç pozisyonu 3.1mlrTL seviyesinde olup 0,8x net borç/FAVÖK çarpanına tekabül etmektedir. Şirket, yakın zamanda Bakü ve Budapeşte'de iki hastane anlaşması imzaladığı duyurdu. Bu hastanelerde ufak renovasyonlar sebebiyle net borcun 2023 sonunda 3,2mlrTL'ye yükselebileceğini düşünürken 2024 yılında 1,8mlrTL'ye gerilemesini öngörmekteyiz. Ayrıca, Şirket'in İstanbul, Adana ve İzmir'de yeni hastane yatırımları yaparak büyümeyi planladığının altını çiziyoruz.

Hedef Fiyatımızı 156,80TL'den 218,10TL'ye revize ediyoruz

Hedef Fiyatımızı %56 yukarı potansiyel ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyesiyle 156,80TL'den 218,10TL'ye revize ediyoruz. Fiyatlarda, hasta sayılarında olası artış ve hastane satın alımlarının değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risklere işaret ettiğinin altını çizirken, beklenti üzeri olası maliyet baskısının aşağı yönlü risklere işaret ettiğini düşünüyoruz.

Tavsiye**Endeks Üzeri Getiri**

Hedef Fiyat	TL218.1
Hisse Fiyatı	TL140.00
Getiri potansiyeli	56%
Bloomberg Hisse Kodu	MPARK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	29,125
Piyasa Değeri (USDmn)	1,688
Halka Açıklık Oranı	35%
Hisse adedi (mn)	208
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	124

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	7,914	8,193	5,171
Hisse Fiyatı (TL)	142.5	152.2	84.90
Nominal(TL)	-2%	-10%	74%
BIST100'e göre	0%	-3%	10%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	17,139	26,563	37,738
FAVÖK	3,923	6,372	8,939
Net Kar	2,195	3,823	4,927

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	13.4x	7.7x	6.0x
FD/FAVÖK	8.3x	5.1x	3.6x
F/DD	7.4x	3.8x	2.3x
Temettü verimi	n.a.	n.a.	n.a.

Fiyat Grafiği

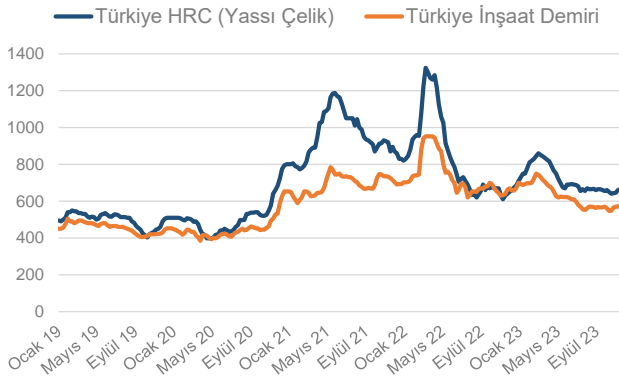
2024 Görünüm: Demir-Çelik / Taş-Toprak-Cam / Madencilik

Çelik üreticileri için kademeli toparlanma bekleniyor. Çelik fiyatları, küresel sanayi aktivitesinin zayıf olması ve Çin ekonomisindeki toparlanmanın beklenenden yavaş olması nedeniyle 2023 yılında genel olarak baskı altında kaldı. 2024 yılına girerken FED'in faiz indirimine ilişkin beklentiler emtia fiyatlarını destekleyecek unsurlar arasındadır. Çin'in iç talebindeki herhangi bir iyileşme bu eğilimi daha da destekleyebilir. Bu görünüm altında, çelik üreticilerinin karlarının kademeli bir iyileşme sağlamasını ve Çelik fiyatlarının 2Y'24'te daha da yükselmesini bekliyoruz.

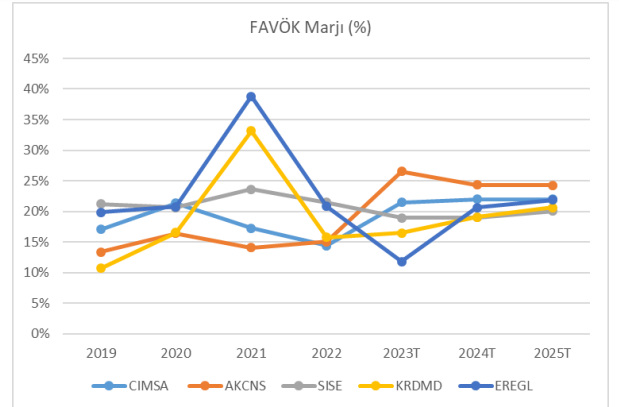
Çimento sektöründe güçlü yurt içi talep ortamı devam edebilir. Şubat 2023'te yaşanan deprem felaketinin ardından inşaat faaliyetleri sadece deprem bölgesinde değil, Türkiye'nin genelinde ivme kazandı. Kentsel dönüşüm projeleri hızlanarak konut piyasasındaki yavaşlamanın olumsuz etkisini telafi etti. Bu durum, artan faiz oranlarına rağmen çimento sektörünü güçlü bir konuma getiriyor. Çimento üreticileri ayrıca, güçlü yurt içi fiyatlar ve uygun maliyetlerin etkisiyle 2023'te artan kar marjları elde etti. 2024'te daha fazla marj artışı görmeyi beklemiyoruz ancak bir miktar normalleşme bekliyoruz. Diğer yandan katma değerli ürünlere sahip şirketlerin marjlarında yükseliş eğilimi devam edebilir.

SISE güçlü yurt içi inşaat aktivitesinden yararlanan bir diğer isim olabilir, ancak soda külü segmentindeki aşağı yönlü fiyat hareketi düz cam iş birimindeki toparlanmayı dengeleyebileceğinden genel karlılık görünümü karışık seyrediyor.

Çelik Fiyatları toparlanma arayışında



Çimento üreticilerinin dayanıklı marjları



EREGL

İyileşme 2024T'de başlayacak

Çelik fiyatlarındaki düşüş ve depremin İsdemir fabrikasının kapasite kullanımına olumsuz etkisi, EREGL'in 2023'te zayıf sonuçlar elde etmesine neden oldu. Ancak sıcak rulo fiyatlarının yükseliş eğilimine girmesi, ithalat baskısının azalması ve küresel talebin toparlanma beklentisi sebebiyle 2024 yılında sonuçların iyileşmesini bekliyoruz. Satış hacminin 2024'de 8,1 milyon tona yükseleceğini (2023'de 7,2 milyon ton) ve ortalama FAVÖK'ün 2023'de 90 USD/tondan 2024'de 155 USD/tona yükseleceğini tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, tahminlerimiz FAVÖK performansının 2023'de 0,7 milyar USD'den 2024'de 1,3 milyar USD'ye yükseleceğine işaret etmekte.

Avrupa'da sıcak rulo fiyatı Ekim ayındaki düşük seviyelere göre yaklaşık %15 arttı

AB'deki tesislerin kapasite kullanım oranlarının düşmesi ve ithalat baskısının azalmasının ardından sıcak rulo fiyatları Kasım ve Aralık 2023'te toparlanmaya başladı. Çin'in inşaattan ziyade endüstriyel büyümeye odaklanması, sıcak rulo fiyat görünümünü inşaat demirine göre daha pozitif kılmaktadır.

İthalata yönelik soruşturma yurt içi fiyatlara destek sağlayabilir

Yurt içi çelik tüketimi 10A'23 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %17,1 artarken, Türkiye'ye yapılan ithalatın %18,8 oranında artması nedeniyle yurt içi üretim aynı dönemde %8,8 azaldı. İthalattaki eğilimin ardından hükümet Ocak 2020-Haziran 2023 dönemini kapsayacak ithalat soruşturması başlattı. Bu incelemenin ithalata olan ilgiyi azaltıp yurt içi fiyatları desteklemesi muhtemel.

Madencilik yatırımı EREGL'nin dikey entegrasyonunu artıracak

Erdemir, 2022 yılının sonlarında, madencilik işbirliğinin yeni demir cevheri rezervleri keşfettiğini ve yıllık 3 milyon ton pelet üretmesi beklenen (EREGL'in yıllık 4 milyon tonluk pelet ithalatının büyük bölümünü karşılayan) yeni bir peletleme tesisi kurma kararı aldığını duyurdu. Yatırımın toplam 550 milyon ABD dolarına ulaşması bekleniyor ve üretimin 2026'da başlaması planlanıyor. Şirket dikey entegrasyonun artışı ile birlikte toplam demirli hammaddeler için kendi kendine yeterliliğin %15-20'den %40-45'e çıkacağını öngörüyor ve yıllık 200-250 milyon ABD doları tutarında olumlu etki bekliyor.

Birikmiş karlardan temettü mümkün olabilir

Net borç, 2022 sonundaki 0,8 milyar ABD dolarından 3Ç23 itibarıyla 1,4 milyar ABD dolarına yükseldi. Yatırım harcamalarıyla ilgili toplam nakit çıkışı 9A23'te 955 milyon ABD doları olarak gerçekleşti.

Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak yükseltiyor ve hedef fiyatımızı 65,0 TL/hisse olarak güncelliyoruz

Tahminlerimize göre EREGL 2024 için 4,4x ve 2025 için 3,0x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görüyor.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	TL65.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL42.9
Getiri potansiyeli	52%

Bloomberg Hisse Kodu	EREGL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	150,150

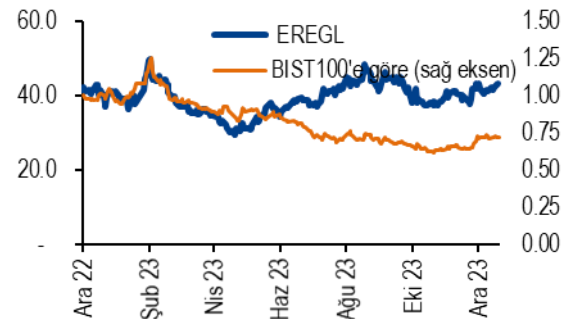
Halka Açıklık Oranı	48%
Hisse adedi (mn)	3,500
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	2,945

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	9%	-5%	13%
Nominal (USD)	6%	-12%	-29%
BIST100'e göre	12%	3%	-24%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	140,649	210,522	293,085
FAVÖK	16,599	43,490	64,155
% marj	11.8%	20.7%	21.9%
Net Kar	63	19,612	35,459
% marj	0.0%	9.3%	12.1%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	a.d.	7.7x	4.2x
FD/FAVÖK	11.6x	4.4x	3.0x
F/DD	0.9x	0.7x	0.6x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	4.20
Temettü verimi	0.0%	0.0%	9.8%

Fiyat Grafiği



KRDMD

2023 sektördeki zayıflığa rağmen Kardemir daha dayanıklı performans gösterdi

Kardemir, hem yurt içi hem de küresel piyasalarda zayıflayan çelik fiyatlarına rağmen kârlılığını sağlıklı seviyelerde tutmayı başardı. Uygun maliyet tabanı ve miks iyileştirmeler Kardemir'in dirençli kalmasına yardımcı olmaya devam ettiğini düşünüyoruz. Ortalama FAVÖK 2023T'de ton başına 120 ABD Doları civarında olurken; 2024T'de ise 135 ABD Doları/ton civarına yükselmesini bekliyoruz. Demir cevheri ve hurda fiyatlarının 2Y'23'te yükselmeye başlaması, çelik ürün fiyatlarında da 2024 yılında toparlanmaya yol açacaktır. Kardemir'in satış hacminin 2024 yılında 2,3 milyon tona yükseleceğini tahmin ediyoruz (2023'teki 2,2 milyon ton). Genel olarak tahminlerimiz, FAVÖK performansının 2023'te 250 milyon ABD dolarından 2024E'de 310 milyon ABD dolarına yükseleceğine işaret etmekte.

İthalata yönelik soruşturma yurt içi fiyatlara destek sağlayabilir

Yurt içi çelik tüketimi 10A'23 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %17,1 artarken, Türkiye'ye yapılan ithalatın %18,8 oranında artması nedeniyle yurt içi üretim aynı dönemde %8,8 azaldı. İthalattaki eğilimin ardından hükümet Ocak 2020-Haziran 2023 dönemini kapsayacak ithalat soruşturması başlattı. Bu incelemenin ithalata olan ilgiyi azaltıp yurt içi fiyatları desteklemesi muhtemel. Türkiye ayrıca yeni yıldan itibaren bazı ülkelerden yapılan filmaşın ithalatına 175 ABD Doları/tonluk geçici vergi getirdi.

Stratejik yatırımlar hızlanabilir

Kardemir'in yeni başkanı, şirketin yerli savunma sanayii için gerekli hammaddelerle desteklemeye yönelik yatırımları artırmayı değerlendirebileceğini basına açıkladı. Önümüzdeki dönemde yeşil çelik projelerinin de değerlendirilebileceği kaydedildi. Söz konusu açıklamalar, ürün çeşitliliğinde daha yüksek katma değerli ürünlere yönelmesinin Kardemir için yatırım temasının önemli bir parçası olmaya devam edeceğini göstermekte.

Hedef fiyatımızı 42,0 TL/hisse olarak güncellerken Endeks Üzeri Getiri tahminimizi koruyoruz

Tahminlerimize göre KRDMD 2024 için 2,7x ve 2025 için 1,9x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görüyor.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Tavsiye****Endeks Üzeri Getiri**

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat**TL42.0**

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

TL24.7

Getiri potansiyeli

70%

Bloomberg Hisse Kodu

KARDMTI

Piyasa Değeri (TLmn)

26,580

Halka Açıklık Oranı

89%

Hisse adedi (mn)

1,140

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

1,437

Fiyat Performansı**1 Ay****3 Ay****1 Yıl**

Nominal (TL)

6%

-20%

38%

Nominal (USD)

2%

-26%

-14%

BIST100'e göre

8%

-14%

-8%

Tahminler (TLmn)**2023T****2024T****2025T**

Net Satışlar

37,717

37,717

56,603

FAVÖK

6,207

10,790

14,976

% marj

16.5%

19.1%

20.6%

Net Kar

1,892

5,813

8,345

% marj

5.0%

10.3%

11.5%

Değerleme**2023T****2024T****2025T**

F/K

14.0x

4.6x

3.2x

FD/FAVÖK

4.6x

2.7x

1.9x

F/DD

2.0x

1.4x

1.0x

Hisse Başına Temettü

0.2x

0.2x

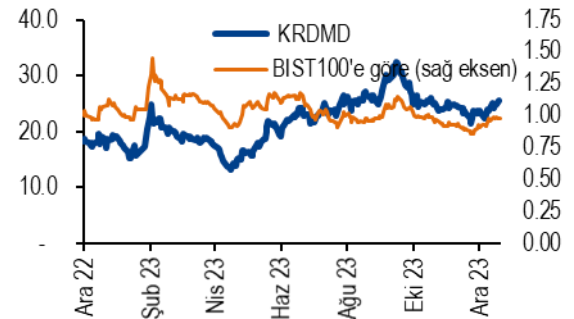
1.3x

Temettü verimi

0.9%

0.9%

5.6%

Fiyat Grafiği

SISE

Hizmete Özel / Official Use Only

2024 için karışık görünüm

SISE, Avrupa'da enerji fiyatlarının normalleşmesiyle ürün fiyatlarında yaşanan düşüş ve küresel talep baskısı sonucu üretim hacimlerindeki zayıflık nedeniyle 2023'te marj baskısıyla karşı karşıya kaldı. Şirketin FAVÖK'ü 9A23'te yıllık bazda %17 artış gösterdi, FAVÖK marjı ise geçen yılın aynı dönemindeki %23,7'den %19,4'e düştü. 2024'e girerken hacim açısından bir miktar toparlanma öngörüyoruz ancak soda külü sözleşmelerinde daha fazla aşağı yönlü fiyat hareketi beklentisi nedeniyle genel marj görünümü zorlu görünüyor. Soda segmentindeki potansiyel zayıflığın, diğer iş birimlerindeki ılımlı toparlanma ile telafi edilmesini ve 2024 yılında döviz bazlı faaliyet karında yatay seyir gerçekleşmesini bekliyoruz.

Yatırım harcamaları artıyor

Şirketin toplam sermaye giderinin, çok sayıda projenin hız kazanmasıyla birlikte 2024'de 1,5 milyar ABD Dolarına ulaşması bekleniyor (2023 yılında 0,7 milyar ABD Doları). Şirketin gerekli lisans başvurusunun sonucu tamamlandığında doğal soda külü projeleri için ABD'de toplam 4 milyar ABD doları Yatırım yapmayı planladığını da belirtelim. SISE'nin net borç pozisyonu 2022 sonundaki 1,0 milyar ABD dolarından 3Ç23 itibarıyla 1,3 milyar ABD dolarına yükseldi (USD bazında 1,2x Net Borç/FAVÖK rasyosuna karşılık geliyor).

Yurt içi talebin güçlü kalması bekleniyor

Mali koşulların sıkılaştırılması genel olarak SISE'ye yardımcı olmasa da, deprem bölgesinde devam eden çalışmalar ve büyük şehirlerdeki kentsel dönüşüm çalışmaları nedeniyle inşaat faaliyetlerinin dirençli kalacağını düşünüyoruz. Cam ambalaj gibi diğer iş kollarının da ekonomik yavaşlama dönemlerinde genel olarak dirençli kalması nedeniyle SISE'nin Türkiye'nin GSYİH'sındaki potansiyel yavaşlamadan sınırlı bir baskı göreceğini düşünüyoruz.

Hisse başına 65,0 TL hedef fiyat

SISE, 2024 tahminlerimize göre 5,7x FD/FAVÖK seviyesinde işlem görüyor. Değerleme çarpanı büyük bir iskontoya işaret etmese de, şirketin özellikle kimya iş kolundaki iddialı büyüme planlarının ve planlanan yatırımlarının hisse senedinin uzun vadeli çekiciliğini desteklediğini düşünüyoruz. SISE için 65,0 TL/hisse hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

TL65.00

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

TL47.20

Getiri potansiyeli

38%

Bloomberg Hisse Kodu

SISE TI

Piyasa Değeri (TLmn)

144,584

Halka Açıklık Oranı

49%

Hisse adedi (mn)

3,063

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

1,661

Fiyat Performansı

1 Ay

3 Ay

1 Yıl

Nominal (TL)

-1%

-12%

18%

Nominal (USD)

-4%

-18%

-26%

BIST100'e göre

2%

-5%

-21%

Tahminler (TLmn)

2023T

2024T

2025T

Net Satışlar

137,719

192,236

238,953

FAVÖK

26,077

36,555

47,855

% marj

18.9%

19.0%

20.0%

Net Kar

20,336

25,328

31,033

% marj

14.8%

13.2%

13.0%

Değerleme

2023T

2024T

2025T

F/K

7.1x

5.7x

4.7x

FD/FAVÖK

7.6x

5.4x

4.2x

F/DD

1.5x

1.2x

1.0x

Hisse Başına Temettü

0.69

0.83

1.00

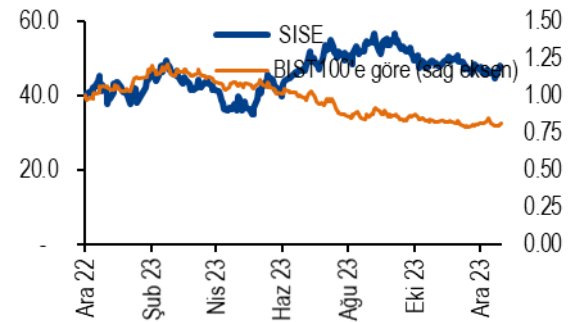
Temettü verimi

1.5%

1.8%

2.1%

Fiyat Grafiği



KOZAL

Hizmete Özel / Official Use Only

Altın üretim hacmindeki düşüş eğilimi 2023 yılında da devam etti

Altın üretim hacmi, 2022'deki 194 bin ons ve 2019 üretim zirvesindeki 354 bin ons seviyesinden tahminimize göre 2023'te 1666 bin ons olarak gerçekleşti. Nakit maliyetler de geçen yılın aynı dönemindeki 811 USD/onstan 2023 yılı 9 aylık dönemde 1309 USD/ons'a yükseldi. Sonuç olarak, döviz kurlarının olumlu etkisine rağmen 2022 yılında 3,0 milyar TL olan FAVÖK'ün 2023 yılında 2,5 milyar TL olacağını tahmin ediyoruz.

2024 üretimi 2023'e oranla yatay kalabilir

Üretim hacminin 2024T'de 170 bin ons seviyesinde yatay seyredeceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK tahminimiz ise normalleşen nakit maliyetler, yüksek altın fiyatı ve döviz kuru artışının etkisiyle %130 artışla 5,8 milyar TL seviyesindedir.

Net nakit pozisyonu 9,6 milyar TL seviyesinde

Koza Altın 3Ç23 döneminde 9,6 milyar TL net nakit pozisyonu açıkladı. Şirket 9A23 döneminde 1,3 milyar TL temettü ödemesi ve 0,5 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirmesine rağmen güçlü nakit pozisyonunu korudur. 9A23'te toplam finansal gelir, bir önceki yılın aynı dönemine göre 1,8 milyar TL'den 4,3 milyar TL'ye yükseldi.

Rezervlerdeki artış üretimin toparlanmasında anahtar

Koza Altın'ın potansiyel kaynağı 5,2 milyon ons, kanıtlanmış rezervleri ise 2022 sonu itibarıyla 2,0 milyon ons seviyesinde bulunuyor. KOZAL kısa bir süre önce Mollakara sahası için yaklaşık 230 milyon ABD Doları yatırım başlattığını açıkladı. Bu yatırımın yaklaşık 417 bin ons yeni rezerv getirmesi (toplam rezervlerin yaklaşık %20'si) ve tahminimize göre 2025T'de üretime başlaması bekleniyor. Bu yatırımlar sonucu önümüzdeki yıllarda altın üretiminde tekrardan yukarı yönlü seyir görebiliriz.

Hedef fiyatımızı TL29.0/hisse seviyesinde tutuyoruz

KOZAL hisseleri, Hazine Müsteşarlığı'na devrini kesinleştiren mahkeme kararının ardından güçlü bir performans sergiledi ancak son 12 aylık dönemde Bist-100'ün %51 puan altında performans sergiledi. Mahkeme kararının aynı zamanda yatırımcı haklarının korunmasını ve tüm Grup şirketlerinin borsada işlem görmeye devam etmesini sağladığını da belirtmeliyiz. Hisse başına 29,0 TL HF ile tarafsız duruşumuzu sürdürüyoruz. Hazine'nin mülkiyeti devretme ve/veya borsada işlem gören grup şirketlerini birleştirme yönündeki potansiyel kararı, hisseler için potansiyel katalizörler arasında yer alabilir.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

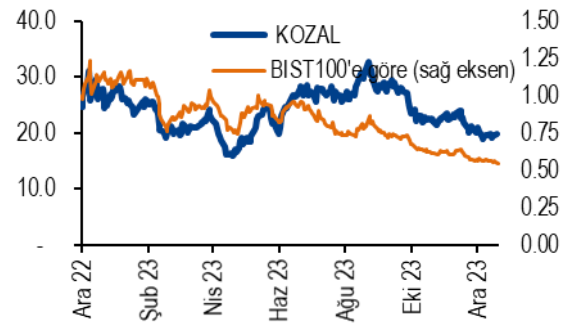
Hedef Fiyat	TL29.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL19.5
Getiri potansiyeli	49%
Bloomberg Hisse Kodu	KOZAL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	62,289
Halka Açıklık Oranı	29%
Hisse adedi (mn)	3,203
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,715

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-11%	-30%	-26%
Nominal (USD)	-14%	-35%	-54%
BIST100'e göre	-9%	-25%	-51%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	7,557	12,716	17,908
FAVÖK	2,510	5,787	8,140
% marj	33.2%	45.5%	45.5%
Net Kar	5,940	7,932	10,454
% marj	78.6%	62.4%	58.4%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	10.5x	7.9x	6.0x
FD/FAVÖK	20.0x	8.7x	6.2x
F/DD	3.7x	2.6x	1.9x
Hisse Başına Temettü	0.56	0.74	0.98
Temettü verimi	2.1%	2.9%	3.8%

Fiyat Grafiği



AKCNS

Talebin 2024T'de dirençli kalması muhtemel

Kentsel dönüşüm ve altyapı projeleri nedeniyle inşaat malzemeleri talebinin 2024 yılında özellikle Marmara bölgesinde güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu durum, döngüsel sektörlere (otomobil, beyaz eşya vb.) kıyasla dirençli bir pazar yapısına işaret etmektedir. 2024 yılında şirketin kapasite kullanım oranının korunmasını ve satış hacminin yatay seyretmesini bekliyoruz. AKCNS'nin ortalama ürün karma fiyatlamasının enerji maliyetlerindeki düşüşün etkisiyle dolar bazında yıllık %10 gerilemesini bekliyoruz. FAVÖK tahminimiz 2024 yılında 5,1 milyar TL olup yıllık bazda %28 artışa işaret etmektedir.

Düşük klinkerli ürünler öne çıkıyor

Akçansa, Çanakkale ve Büyükçekmece fabrikalarının modernizasyonunun yanı sıra yeni ürünler geliştirmek için düzenli yatırımlar gerçekleştirmiştir. Yapılan yatırımlar sonucunda Şirket, 2023 yılında düşük klinkerli yeni ürünlerini piyasaya sunmuştur. Yeni nesil çimentolar, Portland çimentosuna kıyasla daha düşük klinker tüketimi ile aynı dayanıma ulaşabilmektedir. Düşük klinkerli ürünlerin toplam satış hacmindeki payının artması, I) CO2 emisyonunu azaltacak II) mevcut kapasite ile daha yüksek üretim yapılmasını sağlayacak III) diğer tip ürünlere kıyasla verimliliği artıracak III) ürün karmasını iyileştirecektir. Öte yandan, AKCNS'nin yıllık 7 milyon ton klinker üretim kapasitesi göz önüne alındığında, yeni nesil ürünlere olan talebin artması şirketin büyüme profilini destekleyecektir. Bu da orta vadede istikrarlı bir büyümeye yol açacaktır.

AKCNS için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı 220TL/hisse'ye yükseltiyoruz.

AKCNS için değerlendirme yöntemi olarak İNA kullanıyoruz (ABD Doları cinsinden +%8,5 risksiz faiz oranı). Revize tahminlerimize göre, hisse 2024T'de 5,6x FD/FAVÖK ve 5,6x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. AKCNS için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korurken, HF değerimizi 202,0 TL'den 220,0 TL/hisse'ye yükseltiyoruz.

Potansiyel Riskler & Katalizörler

Elektrik fiyatlarındaki ve diğer maliyetlerdeki keskin artış değerlememiz için aşağı yönlü risk oluştururken, daha güçlü talep ve daha yüksek fiyatlandırma yukarı yönlü risklerdir.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat TL220.0
Hisse Fiyatı TL149.6
Getiri potansiyeli 47%

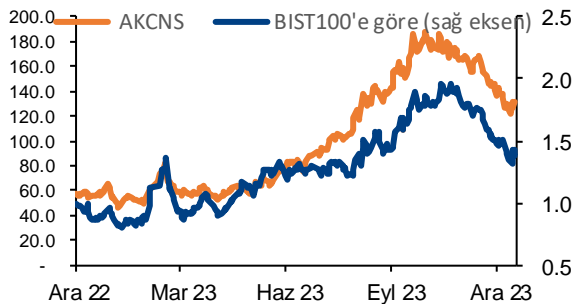
Bloomberg Hisse Kodu AKCNS TI
Piyasa Değeri (TLmn) 28,640
Halka Açıklık Oranı 19%
Hisse adedi (mn) 191
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn) 183

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	0.0	-0.2	0.3
Nominal (USD)	-4%	-22%	-21%
BIST100'e göre	0%	-9%	-14%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	15,038	21,065	25,089
FAVÖK	3,992	5,122	6,091
% marj	26.5%	24.3%	24.3%
Net Kar	3,871	5,156	6,550
% marj	25.7%	24.5%	26.1%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	7.4x	5.6x	4.4x
FD/FAVÖK	7.2x	5.6x	4.7x
F/DD	3.1x	2.1x	1.5x
Hisse Başına Temettü	3.03	8.08	17.11
Temettü verimi	2.0%	5.4%	11.4%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

CIMSA

Sabancı Building Solutions finansalları konsolide edilmeye başlanacak

Çimsa, Sabancı Building Solutions'ın (SBS) %10,1 hissesini 25,3mn Avro karşılığında satın almış olup, bu işlem şirketin tamamı için 250,3mn Avro değerlemeye karşılık gelmektedir. İşlem 4. çeyrekte resmi olarak tamamlanmış ve ödeme CIMSA tarafından yapılmıştır. İşlem sonrasında Çimsa'nın Sabancı Building Solutions'daki payı %50'nin üzerine çıkarken, daha önce özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen SBS'nin finansallarının Çimsa finansalları altında konsolide edilmeye başlanması beklenmektedir. Bir diğer stratejik adım ise Sabancı Holding'in Exsa'yı birleşme yoluyla satın alması olmuştur. Birleşme sonucunda Çimsa, Exsa hisseleri karşılığında 27,6 milyon adet SAHOL hissesi alacaktır. Projeksiyonlarımız SBS konsolidasyonu öncesi finansalları içerirken, SBS'nin işlem fiyatı üzerinden değerlemesi de eklenmiştir.

FAVÖK marjı 2024 yılında da dirençli kalmaya devam edebilir

2023 yılında 700 baz puanlık artış beklentimizin ardından, CIMSA'nın FAVÖK marjının 2024E'de %22'de dirençli kalacağını tahmin ediyoruz. Elektrik ve yakıt maliyetlerindeki düşüş ve daha iyi miks yönetimi bu beklentimizin ana nedenleridir. Ayrıca, Çimsa'nın Mersin Fabrikası'nda daha iyi mix fırsatları da sunan kalsiyum alüminat çimentosu (CAC) kapasite artışının 4Ç23'te faaliyete geçtiğini not ediyoruz. Fabrikanın kapasitesi 50 bin tondan 116 bin tona yükselecektir. Ayrıca ABD'de kurulmasına karar verilen ve 2025 yılında devreye alınması planlanan yıllık 600 bin ton kapasiteli gri çimento öğütme tesisi ile yurt dışındaki taleplere daha hızlı cevap verilebilecek, lojistik ve navlun açısından avantaj sağlanacaktır.

Alternatif Yakıt Kullanımı sektör ortalamasının çok üzerinde

Çimsa'nın Eylül 2023 itibarıyla alternatif yakıt kullanım (AF) oranı %30 ile Türkiye sektör ortalamasının (2022: %10) oldukça üzerindedir. Bu oran 2020 yılında Çimsa için %7,8 ile Türkiye ortalamasına benzer bir seviyedeydi. Daha yüksek alternatif yakıt kullanımı, elektrik fiyatlarındaki volatiliteye bağlı olumsuz etkiyi sınırlandırmakta ve şirketin ESG'deki öncü konumunu güçlendirmektedir. Şirket, 2030 yılına kadar alternatif yakıt oranını %40'a çıkarmayı, yenilenebilir enerji tüketim oranını ise %80'e çıkarmayı hedeflemektedir.

CIMSA için hedef fiyatımızı 36TL'ye yükseltirken Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi korumaktayız

CIMSA için değerlendirme yöntemi olarak İNA yöntemini kullanıyoruz (+%29,0 risksiz oran). Revize edilmiş tahminlerimize göre, hisse 2024 yılında 7,1x FD/FAVÖK ve 8,5x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Hisse için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi korurken, HF'mizi 29,30'dan 36,0 TL/hisse'ye yükseltiyoruz.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endekse Paralel

Hedef Fiyat	TL36.0
Hisse Fiyatı	TL28.9
Getiri potansiyeli	25%

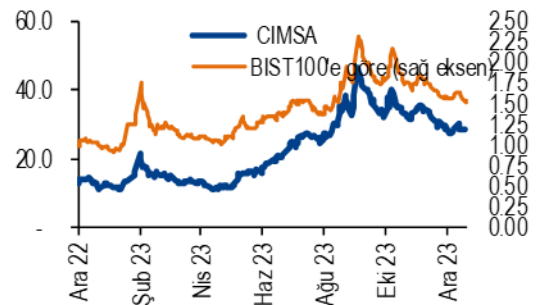
Bloomberg Hisse Kodu	CIMSA TI
Piyasa Değeri (TLmn)	27,290
Halka Açıklık Oranı	45%
Hisse adedi (mn)	946
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	540

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-9%	-23%	138%
Nominal (USD)	-12%	-28%	49%
BIST100'e göre	-9%	-17%	53%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	12,157	17,323	21,458
FAVÖK	2,614	3,811	4,721
% Marj	22%	22%	22%
Net Kar	2,859	3,090	4,310
% Marj	24%	24%	24%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	9.2x	8.5x	6.1x
FD/FAVÖK	10.4x	7.1x	5.8x
P/DD	3.0x	2.3x	1.8x
Hisse Başına Temettü	0.60	0.65	0.91
Temettü Verimi (%)	2.1%	2.3%	3.2%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

Sektörel Görünüm: Petrol&Gaz / Petrokimya / Enerji

Rafineri marjları, Rusya'ya uygulanan yaptırımlar ve OPEC'in üretim kesintileri sonucu arzın daralması nedeniyle 2023'te güçlü kalmayı sürdürdü. Talep tarafında ise, jet yakıtı talebindeki toparlanma sürerken, karayolu yakıtları talep dinamikleri de sağlıklı seyretti. Türkiye'de 2023 yılı 11 aylık dönemde motorin satışları %7, benzin satışları ise %25 büyüme gösterdi. Uluslararası Enerji Ajansı'nın tahminleri, 2024 yılında talep projeksiyonlarındaki 0,9 milyon varil/gün artışa işaret ederken, buna paralel olarak küresel rafinerilerin sevkiyatında günde 1 milyon varil artışa işaret etmekte. Talep görünümüne ilişkin risklerin aşağı yönlü olduğunu düşündüğümüz için rafineri marjlarının 2024'te sakinleşeceğini ancak yine de uzun vadeli ortalamaların üzerinde kalacağını düşünüyoruz.

Öte yandan Asya'daki yeni kapasite artışları ve küresel sanayi üretimindeki zayıf trend nedeniyle petrokimya ürün piyasaları arz fazlası ile karşı karşıya kaldı. Zayıf talebin yanı sıra doğalgaz fiyatlarındaki gerileme de petrokimya fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı yarattı. Avrupa'da özellikle zayıf marjlarla karşı karşıya olan nafta bazlı üreticiler, pazar dinamiklerine tepki olarak kapasite oranlarını düşürdü. Türkiye'de petrokimya fiyatları Rusya'dan yapılan rekabetçi ithalat nedeniyle de baskı altında kaldı. 2024 yılında arzdaki düzeltmeler ve talep görünümündeki kademeli toparlanmanın etkisiyle marjların bir miktar toparlanma göstermesini bekliyoruz.

Elektrik piyasasında fiyatlar, 2Ç22'de uygulanmaya başlanan tavan fiyat uygulaması, doğal gaz ve akaryakıt fiyatlarındaki keskin düşüş, yüksek faiz ortamı ve küresel ekonomilerdeki yavaşlama nedeniyle 3Ç22'de zirve yaptıktan sonra 2023 yılı genelinde normalleşme kaydetmiştir. Türkiye'de spot elektrik fiyatları 2023 yılında yıllık %34 düşüşle 97,2 USD'ye gerilemiştir. Spot elektrik fiyatlarının 2024'de yıllık %13 düşüşle ortalama 85 USD/MWh seviyesine gerilemesini, 2027'de ise kademeli olarak tarihsel ortalama olan 70 USD seviyesine dönmesini bekliyoruz. YEKDEM olarak adlandırılan tarife garantisi mekanizmasının öngörülebilir yapısı sayesinde yine öne çıkacağını düşünüyoruz. YEKDEM fiyatlarının 23 Aralık ortalama spot fiyatı olan 73 USD/MWh'a kıyasla Hidro & Rüzgar, Jeo ve Güneş & Biyogaz için sırasıyla 73 USD/MWh, 105 USD/MWh ve 133 USD/MWh olduğunu not ediyoruz.

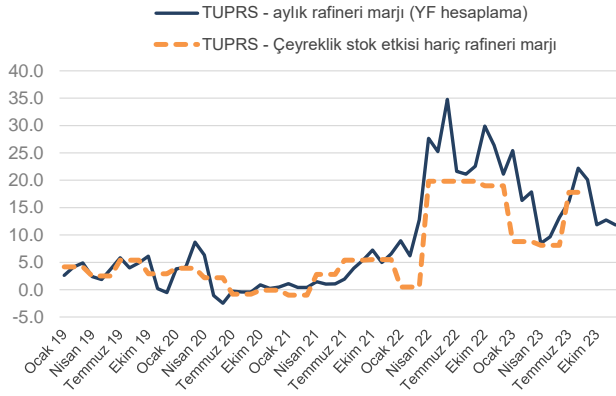
EPDK'nın Ekim ayı raporuna göre, Türkiye'de toplam kurulu güç, yenilenebilir enerji kaynaklarındaki kapasite artışının etkisiyle yıllık %2,6 artışla 106 GW'a ulaştı. Geçen yılın aynı döneminde %8,83 olan güneş enerjisi santrallerinin payı Ekim2023'te %10,53 olmuştur.

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın 2035 yılı projeksiyonlarına göre, yenilenebilir enerji yatırımlarındaki artış sayesinde toplam güneş ve rüzgar enerjisi kurulu güçlerinin sırasıyla 52,9 GW ve 29,6 GW'a ulaşması beklenmektedir. Türkiye'nin birincil enerji tüketiminde net ithalatçı konumu göz önüne alındığında, hükümetin önümüzdeki

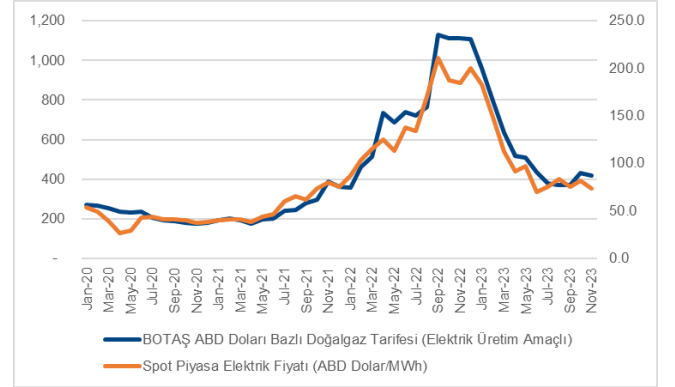
yıllarda Türkiye için daha iyi bir makro ortam sunan yenilenebilir enerji sektörüne desteğini sürdüreceğine inanıyoruz.

Sektörün diğer tarafında, elektrik dağıtım ve perakende şirketleri uygun faiz oranları sayesinde geçen yıl yatırımlarını hızlandırmak için bir alan buldu. Mevcut faiz ortamı karlılık üzerinde baskı yaratsa da, 2024'te düzenlenmiş varlık tabanı (DVT) büyümesinin güçlü kalmasını bekliyoruz. Hatırlanacağı üzere, elektrik dağıtım şirketlerinin Düzenlenmiş Varlık Tabanı yıl ortası enflasyonuna (Haziran enflasyonu) göre ayarlanmaktadır. Haziran23'te yıllık TÜFE, baz etkisi nedeniyle 2023 yıl sonu TÜFE'sinin çok altında %38,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu arada, yine baz etkisini göz önünde bulundurarak, TÜFE'nin Mayıs 2024'te tepe noktaya ulaşacağını ve ardından yılsonuna kadar düşme eğiliminde olmasını tahmin ediyoruz. Buna ek olarak, 1Y24'te elektrik fiyatlarının daha da normalleşmesi şirketlerin serbest akışını destekleyecek ve bu da daha fazla yatırım için alan sağlayacaktır.

TUPRS'nın rafineri marjlarının güçlü görünümü



Doğalgaz ve Elektrik fiyatlarında gerileme



TUPRS

2023'te etkileyici serbest nakit akışı

TUPRS, 2023 yılında özellikle orta distilatlarda güçlü ürün marjlarından faydalanmaya devam etti. Şirketin FAVÖK ve Net Karı 9A23 döneminde sırasıyla %46 ve %50 artarken, serbest nakit akışı performansı işletme sermayesinin gerilemesi ile birlikte daha da güçlendi. Sonuç olarak net nakit pozisyonu, yıl içindeki temettü ödemesine rağmen 2022 sonundaki 0,9 milyar USD'den 3Ç23 itibarıyla 1,9 milyar USD seviyesine yükseldi.

2024'te bir miktar marj normalleşmesi muhtemel

Tüpraş'ın net rafinaj marjı 9A23'te 13,3 dolar/varil olurken, 5 yıllık ortalama 6 dolar/varil civarındaydı. Dizel ve jet yakıtında 2023'te ortalama 27 ABD doları/varil ve 25 ABD doları/varil olan güçlü ürün marjları, karlılığın ana itici gücü olmaya devam etti. Benzinde ise 2022'deki 20 ABD doları/varil olan ortalama marj, 2023'te ortalama 21 ABD doları/varil oldu, ancak yavaşlayan küresel talep ve arz fazlasının bir sonucu olarak marjlar 4Ç23'te düşüş eğilimi gösterdi. TUPRS yönetimi, rafinaj marjlarının 2023 yılında 11-12 USD/varil seviyesinde olmasını öngörüyordu; biz de bu marjın 2024T'de 8 USD /varil civarına düşebileceğini tahmin ediyoruz.

Duruşlara rağmen güçlü satış hacmi korundu

Türkiye'de 2023 yılında hem karayolu yakıtlarının hem de jet yakıtının yurt içi tüketimi 2019 seviyelerinin üzerine çıktı. Yönetim, Tüpraş'ın 2023 yılı satış hacmini 29-30 milyon ton (2022 yılında 29 milyon ton) ve üretim beklentisini ise 24-25 milyon ton (duruşlar nedeniyle 2022 yılındaki 26 milyon tonun altında) olarak öngörüyor. Şirket, RUP ünitesinin periyodik bakımını 2024 yılında yapacağını, bunun da yaklaşık 0,9 milyon ton üretim kaybına neden olacağını açıkladı.

Önümüzdeki dönemde ESG yatırımları takip edilecek

TUPRS, yenilenebilir enerji yatırımlarına hız verdi. Şirket İzmir rafinerisindeki bir ünitesini biyoyakıt (Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı) üretmek üzere dönüştürmeyi ve yeşil hidrojen projelerine yatırım yapmayı planlıyor ancak bu projelerle ilgili şu ana kadar herhangi bir detay açıklanmadı. Şirket, 2035'e kadar toplam yatırım harcamasının 5 milyar ABD Doları (yılda 350 milyon ABD Doları) civarında olacağını planlamakta.

200 TL Hedef Fiyat ile Endeks Üzeri Getiri notunu koruyoruz

TUPRS, 2024T tahminlerimize göre 7,1x F/K ve 4,1x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görüyor. Hisse başına hedef fiyatımızı %45 artış potansiyeli ile 200 TL/hisse seviyesinde tutuyoruz. 2023 yılı karından hisse başına 17,26 TL temettü bekliyoruz, bu da 2024 yılında tahmini temettü veriminin %12,5 seviyesinde olduğunu gösteriyor.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat

TL200.0

Hisse Fiyatı (09-01-2024)

TL138.1

Getiri potansiyeli

45%

Bloomberg Hisse Kodu

TUPRS TI

Piyasa Değeri (TLmn)

266,090

Halka Açıklık Oranı

49%

Hisse adedi (mn)

1,927

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

4,044

Fiyat Performansı

1 Ay

3 Ay

1 Yıl

Nominal (TL)

-10%

-6%

130%

Nominal (USD)

-13%

-13%

44%

BIST100'e göre

-7%

1%

53%

Tahminler (TLmn)

2023T

2024T

2025T

Net Satışlar

565,137

697,163

780,012

FAVÖK

74,326

61,200

62,400

% marj

13.2%

8.8%

8.0%

Net Kar

47,507

37,525

40,300

% marj

8.4%

5.4%

5.2%

Değerleme

2023T

2024T

2025T

F/K

5.6x

7.1x

6.6x

FD/FAVÖK

3.4x

4.1x

4.0x

F/DD

3.0x

2.9x

2.5x

Hisse Başına Temettü

14.01

17.26

13.63

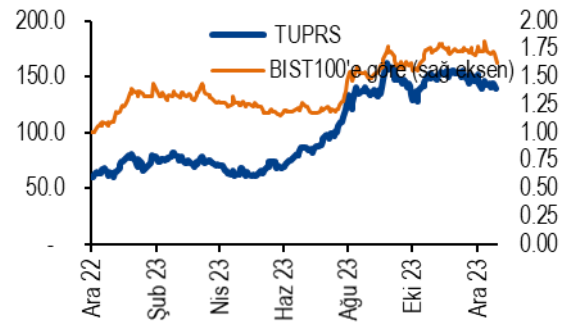
Temettü verimi

10.1%

12.5%

9.9%

Fiyat Grafiği



PETKM

Faaliyet karı dipten toparlanma eğiliminde

PETKM 3Ç sonuçlarında faaliyet karında ilk 6 aylık döneme göre iyileşme kaydetmeyi başardı. Bu iyileşmede Star Rafinerisi ile yapılan revize hammadde alım anlaşmasının getirdiği esneklik ile beraber Şirket yönetiminin kapasite optimizasyonları (kârsız üretim birimlerinde üretimin azaltılması) gibi kararlar etkili olmuştur. Bu sayede çeyreklik FAVÖK, 2Ç'de sadece 1 milyon USD ve 1Ç'de -13 milyon USD zarar seviyesindeyken, 3Ç döneminde 46 milyon USD seviyesine yükselmiştir. Yönetim, karlılık görünümünün halen belirsiz olduğunu vurguladı fakat buna rağmen 2023 yılı tamamı için toplam yaklaşık 100 milyon USD FAVÖK elde edebileceklerini belirtti (önceki tahminleri 70-80 milyon USD bandındaydı). Buna göre Petkim'in 4Ç döneminde de çeyreklik FAVÖK performansının yaklaşık 50 milyon ABD Doları seviyesinde devam edebileceği anlamına geliyor. Küresel talep görünümündeki toparlanma beklentimiz ile birlikte, biz Petkim'in yıllık FAVÖK rakamının 2024'te 263 milyon USD ve 2025'te ise 382 milyon USD seviyesine çıkmasını bekliyoruz

Star rafinerisinin hisse alımı tamamlandı

Petkim, Star rafinerisinin %12 oranında dolaylı hissesinin satın alınmasının tamamlanmasıyla birlikte Star'ın 4Ç'23'ten itibaren net gelir katkısı kaydetmeye başlayacak. Ayrıca Star'ın defter değeri ile Petkim'in satın alma maliyeti arasındaki farka (480 milyon ABD doları) dayanarak 2023 yılının son çeyreğinde tek seferlik bir etkinin görüleceğini tahmin ediyoruz.

Ham petrolde son dönemde yaşanan düşüş nafta bazlı üreticilere destek olabilir

Petkim'in temel girdisi olan nafta ve etilen fiyatları arasındaki makas, 1Y'23'teki ortalama 275 USD/ton ve 2022 yıl ortalaması olan 365 USD/ton seviyesinden 3Ç'23 döneminde 85 USD/ton seviyelerine daraldı. Ham petrol fiyatlarındaki yükseliş 2023'te nafta bazlı üreticilerin aleyhine olurken, petrokimya ürün fiyatlarındaki artışlar marjları korumaya yetmedi. Ham petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan gerilemenin ise (Brent petrol Eylül ayından bu yana ~%16 düşüşle 80 USD seviyesine geriledi) bu eğilimi tersine çevirerek Petkim için maliyet baskısını hafifletebileceğini düşünüyoruz.

Petkim stratejik konumunu koruyor

Küresel emtia döngüsünden bağımsız olarak, petrokimya tedarik zinciri zaman zaman salgın, kış fırtınaları, jeopolitik olaylar gibi öngörülemez dış şoklara maruz kalıyor. Türkiye'deki tek üretici olmanın ve güvenli doğal gaz tedariki ile AB pazarlarına ihracat yapma kabiliyetinin Petkim için önemli bir stratejik değer olduğu bu tür vakalarda ortaya çıktı ve Şirket bu dönemlerde hedef pazarlarındaki arz kesintilerinden faydalanma fırsatları buldu. Bunun yatırım teması açısından önemli bir destek olduğunu, Petkim'in büyük üreticilere karşı ölçek dezavantajını dengeleyecek bir faktör olduğunu düşünüyoruz.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

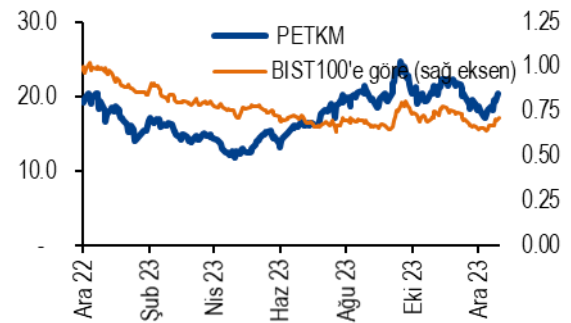
Hedef Fiyat	TL33.00
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL19.65
Getiri potansiyeli	68%
Bloomberg Hisse Kodu	PETKM TI
Piyasa Değeri (TLmn)	49,801
Halka Açıklık Oranı	47%
Hisse adedi (mn)	2,534
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	2,153

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-2%	-20%	9%
Nominal (USD)	-6%	-26%	-32%
BIST100'e göre	0%	-14%	-27%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	47,030	72,432	89,945
FAVÖK	2,701	8,847	14,064
% marj	5.7%	12.2%	15.6%
Net Kar	4,950	8,995	11,562
% marj	10.5%	12.4%	12.9%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	10.1x	5.5x	4.3x
FD/FAVÖK	15.6x	4.8x	3.0x
F/DD	2.1x	1.5x	1.1x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



KORDS

Hizmete Özel / Official Use Only

Ana faaliyet alanındaki rekabetçi baskılar

KORDS'un kompozit segmenti, geçen yılın aynı döneminde %10 olan konsolide gelirler içindeki payını 9A23'te %20'ye çıkararak güçlü performansını sürdürmüştür. Microtex'in satın alınması ve organik büyüme ana etkenler olsa da, şirketin ana faaliyet alanındaki (lastik takviye, 9A23 itibarıyla satışlardaki payı %78) nispeten zayıf performans bir diğer nedendir. Küresel lastik takviye pazarındaki daralma ve Asyalı üreticilerin agresif fiyatlandırma stratejileri segmentin zayıf performansının ana nedenleridir. Yılın ilk yarısında yavaşlama devam etse de, yılın ikinci yarısında toparlanma küresel talebe bağlı olarak başlayabilir. Kompozit segmentinde, küresel havacılık sektöründeki toparlanma talep artışının ana itici gücü olacaktır. Uçak üreticilerinin, havayolu şirketlerinin iyileşen kâr görünümünü, motor ve üretimdeki darboğazların hafiflemesini takiben önümüzdeki yıllarda yıllık teslimatlarını kademeli olarak artırması bekleniyor. Küresel prepreg ve karbon elyaf tekstil pazarı tahminlerine bakıldığında, ABD doları bazında pazar büyüklüğünün 2024 yılında sırasıyla %8,1 ve %7,8 oranında büyümesi bekleniyor.

2024'E'de FAVÖK marjı artışı için sınırlı alan

Ana faaliyet segmentinde fiyat baskısının devam etmesi nedeniyle 2024T'de FAVÖK marjında sınırlı bir genişleme (+100 baz puan) öngörüyoruz. Türk Lirası ve Brezilya Real'i'nin ABD Doları karşısındaki görece istikrarlı performansı, şirketin en büyük ikinci gider kalemi olan personel giderlerinin (toplam giderlerin %15'ini oluşturuyor) ABD Doları bazında artmasına neden olabilir.

Serbest nakit akışı kapasitesi inorganik büyüme için alan sağlamakta

Zorlu iş ortamına rağmen, güçlü serbest nakit yaratımı sayesinde şirketin Net Borç/FAVÖK oranı bir önceki çeyreğe göre 3,8x'e (önceki: 4,6x) gerilemiştir. 3Ç23'te, serbest nakit akışının ana itici gücü FAVÖK'ün ABD Doları bazında yıllık %19 artması ve düşük talep nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacının azalması oldu. Şirketin mevcut borç pozisyonuna göre, mevcut seviyelerin inorganik genişleme için de alan sağladığını düşünüyoruz. Buna ek olarak, Sabancı Holding'in Sanayi segmentinde ileri malzeme teknolojilerine yönelik stratejik odağı bulunduğu bilinmektedir. Şirket, 2022 yılında Microtex'i satın alarak Avrupa kompozit pazarındaki küresel ayak izini başarılı bir şekilde genişletmeyi başarmıştır. 3Ç23'te Kompozit segmentinin satış gelirleri 50mn ABD Doları seviyesinde gerçekleşirken, aynı dönemde Microtex'in katkısı 9mn ABD Doları olmuştur.

Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyor ve HF'yi 100,00 TL/hisse'den 105,0 TL/hisse'ye yükseltiyoruz.

Revize edilmiş 2024 tahminlerimize göre, hisse senetleri 10,2x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir. HF'mizi 100,00 TL/hisse'den 105,00 TL/hisse'ye yükseltiyor ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. USD'nin TL ve BRL karşısında değer kazanması, Çin'de ekonomik toparlanmanın hızlanması değerlememize yönelik yukarı yönlü risklerdir.

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL105.0
Hisse Fiyatı	TL77.7
Getiri potansiyeli	35%

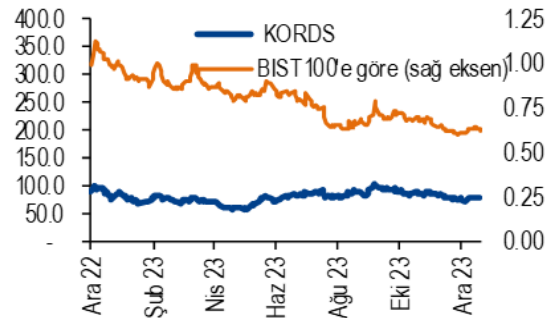
Bloomberg Hisse Kodu	KORDS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	15,115
Halka Açıklık Oranı	28%
Hisse adedi (mn)	195
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	89

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-2%	-19%	-4%
Nominal (USD)	-6%	-25%	-40%
BIST100'e göre	-2%	-13%	-38%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	26,606	43,016	55,436
FAVÖK	2,118	3,868	7,498
% Marj	8%	9%	14%
Net Kar	58	842	2,596
% Marj	0%	2%	5%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	258.4x	18.0x	5.8x
FD/FAVÖK	18.6x	10.2x	5.3x
P/DD	1.3x	1.2x	1.0x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.9	2.7
Temettü Verimi (%)	0.0%	0.4%	1.4%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

KMPUR

Hizmete Özel / Official Use Only

Büyüme ivmesi 2023'te güçlü seyretti

Kimpur, depremle ilgili projelerin desteklediği rijit ürün segmentindeki güçlü artışın etkisiyle 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde %44 hacim artışı kaydetti ve toplam satış hacmi 108 bin tona ulaştı. Şirket ayrıca 2023 yılında Düzce fabrikasında faaliyete başladı ve kapasitede yıllık 30 bin tonluk artış kaydedildi (daha sonra 50 bin ton/yıl'a çıkması bekleniyor). Gebze fabrikasının kapasitesi de küçük proses ayarlamaları sonrasında 129 bin tondan 141 bin ton/yıla çıkarıldı. Şirketin Türkiye'deki toplam kapasitesi 171 bin ton/yıla ulaştı.

2024T için hacim artışında bir miktar yavaşlama bekliyoruz

2023'teki güçlü baz göz önüne alındığında, küresel talepteki toparlanmanın yurt içi pazardaki yavaşlamayı telafi etmesi sonucu 2024 yılında satış hacminin %5 artış göstermesini bekliyoruz. Ürün fiyatlarında 2023 yılında yaşanan gerilemenin ardından 2024 yılında fiyatlarda yatay bir seyir izleneceğini öngörüyoruz.

Artan TL faiz oranları zorlayıcı etki yaratabilir

Kimpur'un 3Ç23 itibarıyla %32 seviyesinde bulunan işletme sermayesi/satış oranı yatay seyir izledi. Şirket işletme sermayesi ihtiyacını çoğunlukla TL kredilerle karşıladığından, artan faiz oranları zorlayıcı olabilir. Diğer yandan kaldıraç oranı artık önceki yıllara göre daha düşük olduğu için (Net Borç/FAVÖK oranı 3Ç23 itibarıyla 0,9x'e gerilemiş durumda) bu etki yönetilebilir boyuttadır.

Tahmin revizyonları

Kimpur'un 2023'te 7,7 milyar TL ve 2024'te 11,7 milyar TL gelir elde etmesini bekliyoruz. Döviz kurları için daha az cazip bir görünüm nedeniyle 2024'te FAVÖK marjının yaklaşık 150 baz puan düşerek %12,6'ya gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Faizlerin olası artışının etkisini de dikkate aldığımızda, net karın 2023T'deki 1,0 milyar TL'den 2024T'de 0,9 milyar TL'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme: Kimpur'a yönelik Endekse Paralel notumuzu, %26 artış potansiyeli sunan revize edilmiş hedef fiyat olan 75,0 TL ile koruyoruz. Kimpur, 2024T tahminlerimize göre 10.5x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat **TL75.0**
Hisse Fiyatı (09-01-2024) TL59.7
Getiri potansiyeli 26%

Bloomberg Hisse Kodu KMPUR TI
Piyasa Değeri (TLmn) 14,501

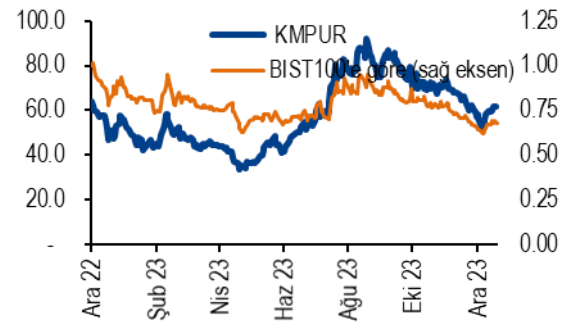
Halka Açıklık Oranı 27%
Hisse adedi (mn) 243
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn) 113

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-10%	-25%	16%
Nominal (USD)	-13%	-31%	-27%
BIST100'e göre	-8%	-19%	-22%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	7,749	11,673	14,707
FAVÖK	1,094	1,465	1,869
% marj	14.1%	12.6%	12.7%
Net Kar	1,046	889	1,131
% marj	13.5%	7.6%	7.7%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	13.9x	16.3x	12.8x
FD/FAVÖK	14.0x	10.5x	8.2x
F/DD	6.7x	5.5x	4.2x
Hisse Başına Temettü	1.23	1.72	1.46
Temettü verimi	2.1%	2.9%	2.5%

Fiyat Grafiği



ENJSA

Hizmete Özel / Official Use Only

2024T'de 60 milyar TL düzenlenmiş varlık tabanı

ENJSA'nın dağıtım segmentinde, finansal gelirler 9A23'te yıllık %67 artışla 6,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Buna bağlı olarak, operasyonel kazançlar yıllık %48 artışla 12,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Segmentteki yatırım harcamaları geçen yılın 3 katına çıkarak 7,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Büyüme odaklı yatırımların 2024 yılında 14,5 milyar TL yatırım harcaması beklentisi ile devam etmesini bekliyoruz. Daha yüksek yatırımlar orta vadede daha güçlü DVT büyümesine ve daha yüksek yatırım harcaması geri ödemesine yol açacaktır, ancak kısa vadede serbest nakit akışı üzerinde bir miktar baskı yaratabilecektir (9A22'de -2,7 milyar TL'ye kıyasla 9A23'te -5,25 milyar TL). 2024 yılı için %43 enflasyon beklentimizi göz önünde bulundurarak, DVT'nin 2024 sonunda 60 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

EPDK'nın toptan fiyatlara ilişkin düzenlemesi nakit akışını iyileştirecektir

9A23'te -8,2 milyar TL'lik fiyat eşitleme etkileri izlenirken, ulusal aktif elektrik tarifesi perakende şirketleri için elektrik tedarik maliyetinin altında kalmıştır. Öte yandan EPDK, EÜAŞ'ın elektrik toptan satış tarifesini görevli perakende şirketleri için %56 oranında düşürmüştür. Toptan satış tarifesindeki değişiklik perakende şirketlerinin nakit akışını kademeli olarak iyileştirecektir.

Düşük borçluluk yatırımlar için alan sağlıyor

ENJSA'nın finansal net borcu, perakende operasyonlarındaki yüksek yatırım harcamaları ve negatif serbest nakit akışı nedeniyle geçen yılın aynı dönemindeki 14,0 milyar TL'den 9A23'te 19,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Öte yandan, Net Finansal Borç / Operasyonel Kazanç oranı operasyonel kazançlardaki artış sayesinde 1x'in altına gerilemiştir (9A22: 1.1x). 2024 yılında, artan yatırım harcamalarına rağmen mevcut Net Borç/FAVÖK seviyelerinin korunacağını tahmin ediyoruz (2024E Net Borç/Operasyonel Kazanç: 0,9x). Buna ek olarak, 2024E'de perakende operasyonlarının nakit akışı için tedarik maliyetiyle ilgili riskleri sınırlayacak olan ortalama spot elektrik fiyatlarında (ABD Doları cinsinden) yıllık -%18 düşüş bekliyoruz.

2023T kazancından 2,8TL'lik bir hisse başına temettü bekliyoruz

2023 yılı için 5,5 milyar TL net kâr tahminimize dayanarak, %60 temettü dağıtım oranı ile hisse başına 2,8 TL temettü dağıtılmasını bekliyoruz. Baz alınan net kâr tahminimiz yıllık %28 kâr büyümesine işaret ederken, net kâr büyüme oranının 2022-2025 yılları arasında %27 YBBO ile gerçekleşmesini bekliyoruz.

ENJSA için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 67,00 TL'den 73,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

ENJSA için çarpan bazlı değerlendirme yöntemini kullandık. Buna göre, dağıtım işi için 1,3x katsayı (2024 DVT ile çarpılarak) ve perakende ve müşteri çözümleri segmentleri için 7x operasyonel kazanç çarpanı kullandık. Buna göre HF'mizi 67,00 TL'den 73,00 TL'ye yükseltiyoruz ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL73.0
Hisse Fiyatı	TL46.5
Getiri potansiyeli	57%

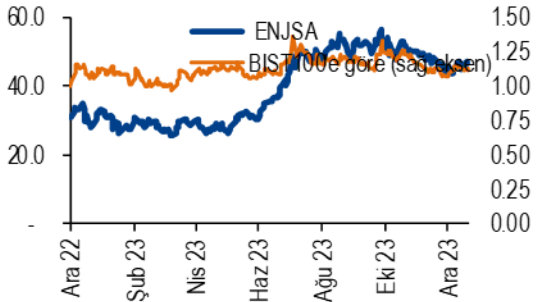
Bloomberg Hisse Kodu	ENJSA TI
Piyasa Değeri (TLmn)	54,872
Halka Açıklık Oranı	20%
Hisse adedi (mn)	1,181
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	630

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-4%	-8%	60%
Nominal (USD)	-7%	-15%	0%
BIST100'e göre	-4%	-2%	3%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Faaliyet Gelirleri	21,899	29,749	38,835
Baz Alınan Net Kar	5,521	6,933	9,277

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/Baz Alınan Net Kar	9.9x	7.9x	5.9x
FD/Faaliyet Gelirleri	3.5x	2.6x	2.0x
P/D	1.6x	1.3x	1.1x
Hisse Başına Temettü	2.8	3.5	4.7
Temettü Verimi (%)	6%	8%	10%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

BIOEN

YEKDEM'e yüksek ağırlık aşağı yönlü riskleri sınırlıyor

BIOEN'in tamamı yenilenebilir enerji santrali portföyü sayesinde şirket, ABD Doları garantili tarife garantisi mekanizmasından (Biyogaz için 133 ABD Doları/MW sabit fiyat) yararlanmaktadır. Şirketin kurulu gücü 9A23'te %21 artışla 118,4MW'a (9A22: 97,8MW) yükselirken, elektrik üretimi aynı dönemde yıllık %6 artışla 422,4GW'a ulaştı. Konsolide gelirler 9A23'te %55 artışla 1,3 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK aynı dönemde %31 arttı. YEKDEM'e olan yüksek maruziyetin BIOEN için aşağı yönlü riskleri sınırladığını ve güçlü yatırım getirisi sağlamaya yardımcı olduğunu düşünüyoruz.

...bu durum yüksek marjların korunmasına yol açacaktır

BIOEN'in FAVÖK marjı 9A23'te yıllık bazda 5 puan daralarak %27'ye geriledi. Aynı dönemde FAVÖK yıllık bazda %31 arttı. Kapasite kullanımındaki olası iyileşme ve daha yüksek marjlı segmentlerden (atık ayrıştırma ve karbon satışları) elde edilen gelirler dikkate alındığında, 2024T ve 2025T'de FAVÖK'te (Balıkesir tesisinin %50 FAVÖK'ü dahil) 300bps ve 400bps marj artışı öngörüyoruz.

Karbon ticareti önümüzdeki yıllarda daha fazla öne çıkacak

Avrupa Birliği Emisyon Ticaret Sistemi, 2022 yılında toplam emisyon azaltım hedefini %43'ten %62'ye yükseltti. Hatırlatmak gerekirse, sanayi tesisleri ve enerji üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketler, Avrupa'da fazla karbon emisyonu için karbon sertifikasına ihtiyaç duyarken, Türkiye'de bu durum gönüllülük esasına dayanmaktadır. Buna göre, AB karbon piyasasında karbon emisyon sertifikalarının fiyatı ton başına 100 Avro'ya ulaşırken, 2023E'de ortalama fiyatı 85 Avro olmuştur. Biotrend'in sertifikasyon programları Verra, GCC ve ICR sertifikasyon programları emisyon azaltım sertifikasyon projeleri kapsamında 16 tesisi kapsamaktadır. Buna göre Biotrend, katılımları aracılığıyla yılda 2 milyon karbon kredisi karbon emisyonunu azaltmayı taahhüt etmektedir. Şirketin karbon kredisi gelirleri 9A23'te 46,8mn TL'ye (yaklaşık 3mn USD) ulaşırken, bu rakamın 2024E ve 2025E'de sırasıyla 180mn TL ve 300mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz.

Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 19,00 TL'den 26,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

Revize edilmiş 2024T tahminlerimize göre, hisseler 10,7x FD/FAVÖK ve 12,1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. HF'mizi 19,0 TL/hisse'den 26,0 TL/hisse'ye yükseltiyor ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Karbon kredilerinden elde edilen daha yüksek gelir ve daha yüksek kapasite kullanım oranı değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risklerdir.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

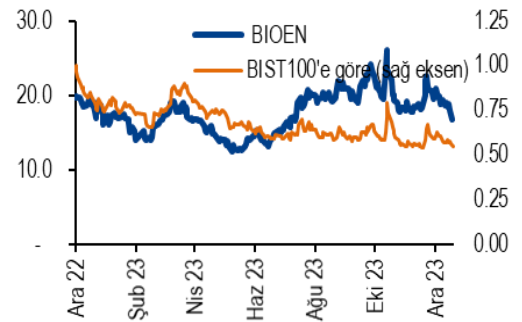
Hedef Fiyat	TL26.0
Hisse Fiyatı	TL18.3
Getiri potansiyeli	42%
Bloomberg Hisse Kodu	BIOEN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	9,155
Halka Açıklık Oranı	38%
Hisse adedi (mn)	500
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	272

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-13%	-12%	14%
Nominal (USD)	-16%	-18%	-29%
BIST100'e göre	-13%	-6%	-27%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	2,015	3,684	4,990
FAVÖK	536	1,105	1,704
% marj	26.6%	30.0%	34.1%
Net Kar	497	754	1,316
% marj	24.7%	20.5%	26.4%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	18.4x	12.1x	7.0x
FD/FAVÖK	22.0x	10.7x	6.9x
F/DD	12.2x	8.1x	5.1x
Temettü verimi	0.0%	4.1%	7.2%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

TRCAS

Cazip çarpanlar ile enerji ve perakende sektörlerine yatırım: Turcas Petrol'ü Araştırma kapsamına alıyoruz. Turcas, küresel enerji şirketlerinin yerel ortağı olarak iki ortak girişimde %30 hisseye sahiptir: (1) Shell-Turcas, Türkiye'nin 1 numaralı akaryakıt perakendecisidir ve pazar payı %21 üzerindedir (2020'de %18 civarındaydı). Shell'in güçlü marka değeri sayesinde istasyon başına en yüksek satış hacmi ile sektörde liderdir. (2) RWE-Turcas, 2013 yılında 600 milyon Avro yatırımla devreye alınan 800 MW'lık gaz yakıtlı elektrik santraline sahiptir. Turcas'ın portföyünün değerini 628 milyon ABD doları seviyesinde hesaplıyoruz, bu da mevcut piyasa değerinin %70 iskontolu olduğu anlamına geliyor. Hedef değerlememizi %40 oranında holding ve azınlık iskontosunu da içerecek şekilde hisse başına 49,0 TL olarak belirliyor, %119 artış potansiyeli öngörüyoruz. Hisse senedinin getirisinin sadece NAD iskontosundaki iyileşmeden değil, ayrıca (a) Shell-Turcas'taki potansiyel pazar payı kazançları ve kar artışlarından (b) RWE-Turcas'ın KKO/spread'lerindeki iyileşmeden c) bilançosunu önemli ölçüde küçülten Turcas'ın potansiyel yeni yatırımlarından olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Shell-Turcas büyüyen pazarda güçlü konuma sahip: Türkiye'de akaryakıt talebi son 10 yıllık dönemde yıllık ortalama %5,3'lük hacim büyümesi gösterdi. Artan otomobil sahipliği ve şehirleşmenin etkisiyle büyümenin devam eğiliminin devam etmesini bekliyoruz. Shell-Turcas, küresel Shell uzmanlığını Turcas'ın yerel deneyimiyle birleştirerek pazarda güçlü bir konuma sahiptir. Ortak girişim, Turcas'ın akaryakıt işini Shell ile birleştirmeyi kabul etmesinin ardından 2006 yılında kuruldu. Bu işlem sonucu Turcas daha büyük ölçekli ve daha karlı bir şirkette azınlık pay sahibi olurken, Shell ağıni genişleterek pazar lideri oldu. Bugün 1170 akaryakıt istasyonundan oluşan bir zincire sahip olan Shell-Turcas, son 5 yılda ortalama 210 milyon USD (tahminimize göre 2023 yılında 275 milyon USD) FAVÖK elde etti. Şirket yıllık 9 milyar USD ciro ile Türkiye'nin en büyük 10 şirketi arasındadır. Ayrıca TOGG'un bir yan kuruluşu olan Trugo ile yapılan anlaşma ile elektrikli şarj hizmetini sunmaya başlayan Shell-Turcas; yakıt dışı perakende alanında büyümeyi stratejik odak noktası yapmıştır.

Shell-Turcas'ta revize ortaklık anlaşması uyarınca Turcas'ın sahip olduğu hisseler Shell tarafından satın alınabilir. 2017 yılında yapılan ortaklık anlaşmasındaki revizyonlara göre, Shell'in dilediği zaman Shell-Turcas'ta Turcas'ın sahip olduğu %30 oranındaki hisselerini satın almak amacıyla Şirketin piyasa değerini hesaplatma hakkı bulunmaktadır. Bu kapsamda Turcas, Shell-Turcas'tan yıllık 8 milyon USD imtiyazlı temettü almaya başlamıştır. Bu yapı, Shell'in opsiyonunu kullanmaya karar vermesi durumunda Turcas'ın hisselerini adil bir fiyatla paraya çevirmesine yardımcı olacaktır.

RWE-Turcas borçsuz bilançosu ile ayrışıyor: Şirket son 6 yılda ortalama %55 KKO ile çalışan, %57 verimlilik oranına sahip bir kombine çevrim doğalgaz santrali işletmektedir. Baz yük enerji üreticilerine yapılan kapasite ödemeleri sayesinde FAVÖK performansı son yıllarda iyileşen RWE-Turcas, 2021-2022 döneminde ortalama 45 milyon ABD doları civarında FAVÖK elde etti. Ayrıca santralin iç tüketimini karşılayacak ve karlılığını artıracak 20 MW'a kadar hibrit güneş enerjisi yatırımı için ön fizibilite çalışmalarına başladığı açıklandı.

Enflasyon muhasebesi iştirak değerlerini daha görünür kılacaktır

Turcas, ortak girişimlerden gelen temettü akışı ve 2021 yılında gerçekleşen varlık satışı sayesinde net borcunu 2020 sonunda 102 milyon avrodan 2023 sonunda 12,3 milyon avroya düşürmeyi başardı ve bu sayede şirket kur riskini ortadan kaldırdı. Diğer yandan, enflasyon muhasebesi uygulanmasıyla iştiraklerin özsermaye değerindeki olası artış nedeniyle Turcas'ın enflasyon muhasebesinden olumlu bir etki görebileceğini tahmin ediyoruz.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

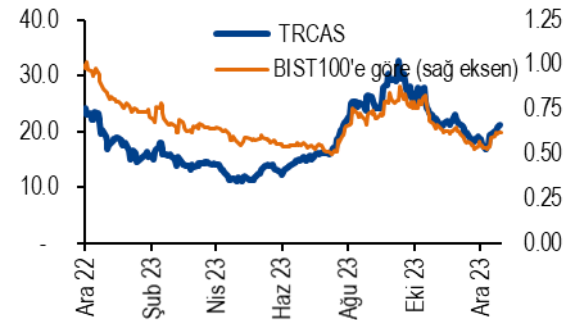
Hedef Fiyat	TL49.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL22.4
Getiri potansiyeli	119%
Bloomberg Hisse Kodu	TRCAS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	5,720
Halka Açıklık Oranı	28%
Hisse adedi (mn)	256
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	48

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	13%	-25%	22%
Nominal (USD)	9%	-30%	-23%
BIST100'e göre	16%	-19%	-18%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Kar	820	1,378	1,847

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	7.0x	4.1x	3.1x
F/DD	3.0x	1.8x	1.1x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



AYDEM

Cazip bir iskontoyla büyüyen yenilenebilir enerji portföyü

Aydem Yenilenebilir Enerji, Türkiye'deki halka açık yenilenebilir enerji şirketleri arasında en büyük kurulu güce sahiptir. Şirket, 9A'23 döneminde kapasitesini %14,5 artırarak 1.168 MW'a çıkarmıştır ve yeni yatırımlarla 2025T sonuna kadar kapasitesini 1.969 MW'a çıkarmayı planlamaktadır. Bu, Aydem için daha çeşitlendirilmiş bir portföyü sağlayacak olup hidro santrallerinin toplam güçteki payını 2022'deki %84 seviyesinden 2025T'ye kadar %43'e düşürecektir. Rüzgar ve güneş enerjisinin toplam kapasite içindeki payının 2025T'de sırasıyla %21 ve %35'e yükselmesi beklenmektedir. Artan kapasiteye paralel olarak, Aydem'in elektrik üretim hacminin önümüzdeki 3 yıl içinde (2023-2026) %13,4 YBBO ile büyümesini bekliyoruz. Aydem'in hisse fiyatının iki aşamada yükselebileceğini düşünüyoruz: (1) FAVÖK destekli büyüme aşamasında, artan FAVÖK büyümesi cazip değerlendirilecek ve daha yüksek değerlendirme için alan yaratacaktır. (2) Borç azaltma aşamasında (büyüme patikası olgunlaştığında), FAVÖK'ün çoğu borcu ortadan kaldırmak için kullanılacak ve bu da daha yüksek özsermaye değerlemesi anlamına gelecektir.

YEKDEM tarifesi döviz bazlı gelir akışı sunuyor

Aydem'in portföyünün büyük bir kısmı, şirketin döviz bazlı garantili gelir elde etmesine imkan sağlayan ortalama 3 yıllık kalan süre ile tarife garantisi mekanizmasına tabiidir (YEKDEM). Öte yandan Aydem, yönetimin spot elektrik fiyatlarının görünümüne ilişkin görüşüne dayanarak kapasitesinin yaklaşık %29'unu spot piyasaya tahsis ettiğini duyurmuştur. Ana kaynağa ek olarak, "hibrit sistemler" olarak adlandırılan yeni yatırımlar da ABD doları bazlı tarife garantisi mekanizmasından yararlanmaktadır.

Yeni yatırımları SNA ile finanse ederken, Eurobond geri alımları

Nisan 2021'deki halka arzın ardından Aydem, 2 Ağustos 2021'de %7,75 getirili 5 yıl vadeli yeşil eurobond ile 750mn ABD Doları tutarında borçlanmıştır. Şirket, Eurobond'dan elde ettiği gelirle bankalara olan finansal borcunun tamamını geri öderken, Eurobond Aydem'in bilançosundaki tek borç konumundadır. Yönetim proaktif olarak Eurobondun bir kısmını piyasadaki geri satın alarak kalan nominal tutarı 674 milyon dolara kadar düşürmüştür. Şirket, döviz kurlarındaki dalgalanmanın Kâr-Zarar üzerindeki etkisini azaltmak için riske korunma muhasebesi uyguluyor olsa da, nakit dışı döviz zararlarının kâr-zarar üzerinde baskı yarattığı not edilmelidir. Ancak, şirketin FAVÖK üretimi hem yeni yatırımları hem de kupon ödemelerini finanse etmek için yeterli olduğundan, bu durum Aydem'in geri ödeme kabiliyetine zarar vermemektedir.

45.0TL hedef fiyat ve %130 yükseliş potansiyeli ile AYDEM'i araştırma kapsamına alıyoruz. Aydem, 24T tahminlerimize göre 4,0x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir ve bu da benzerlerine göre 63% iskontoya işaret etmektedir. FD/Kurulu Güç katsayısına göre Aydem'in mevcut değerlemesi 0,85mn USD/MW olup, bu da benzerlerine kıyasla %52 daha düşüktür. Aydem'i dolar bazlı İNA ve emsal karşılaştırması (FD/FAVÖK) kullanarak değerlendiriyoruz. Hisse senedi için TL45.0/hisse hedef fiyatımız bulunurken, %130 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Riskler

Yüksek spot piyasa fiyatları ve hidroloji, değerlememize yukarı yönlü riskler olacaktır. Öte yandan, kapasite artırımı yatırımlarındaki gecikmeler ve spot piyasadaki düşük elektrik fiyatları değerlememiz için aşağı yönlü riskler olacaktır. YEKDEM mekanizmasının elektrik fiyatlarındaki normalleşmeye karşı aşağı yönlü riskleri sınırladığını not ediyoruz. Öte yandan şirket, Türkiye'de güneş modülü üretiminde de faaliyet gösteren Aydem Grup şirketleri ile sinerji sayesinde yeni yatırımlar için gerekli olan güneş panellerinin tedarikini de sağlamıştır.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Tavsiye****Endeks Üzeri**

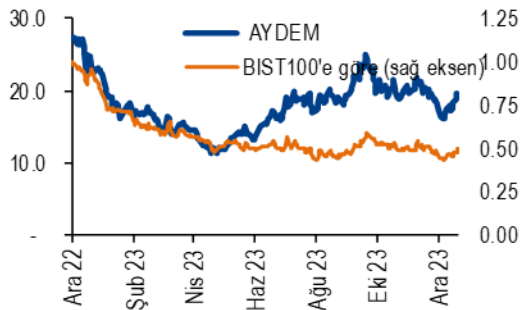
Hedef Fiyat	TL45.0
Hisse Fiyatı	TL19.6
Getiri potansiyeli	130%

Bloomberg Hisse Kodu	AYDEM TI
Piyasa Değeri (TLmn)	13,797
Halka Açıklık Oranı	18%
Hisse adedi (mn)	705
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	79

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-5%	-19%	-20%
Nominal (USD)	-8%	-25%	-50%
BIST100'e göre	-5%	-14%	-48%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	4,931	8,981	11,320
FAVÖK	3,996	7,586	9,498
% Marj	81%	84%	84%
Net Kar	-2,370	2,115	4,638
% Marj	a.d.	24%	41%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	-	6.1x	2.8x
FD/FAVÖK	7.7x	4.0x	3.2x
PD/DD	0.5x	0.3x	0.2x
Hisse Başına Tem etti	0.0	0.0	0.0
Tem etti Verim i (%)	0%	0%	0%

Fiyat Grafiği**Emre Duman**

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

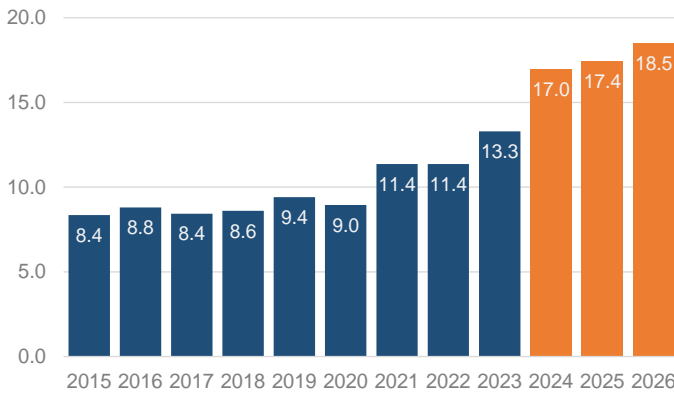
Sektörel Görünüm: Savunma Sanayii

Modernizasyon programlarının hızlanmasıyla Türkiye savunma bütçesinin 2024'ten itibaren artacağı tahmin ediliyor. Bütçe projeksiyonlarına göre, toplam savunma harcaması son 5 yılda ortalama 14,1 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşirken 2024 yılında yaklaşık 17,0 milyar ABD dolarına yükseleceği öngörülmekte. Savunma harcamalarının GSYİH'ye oranı açısından bakıldığında, 2023 yılında harcamalar GSYİH'nin %1,7'sine ulaştı; bu oran 2022'deki %1,3 ve 10 yıllık ortalama olan %1,1'e kıyasla yüksek bir seviye. Savunma harcamalarının önümüzdeki yıllarda GSYİH'nin yüzde 1,5'inin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir.

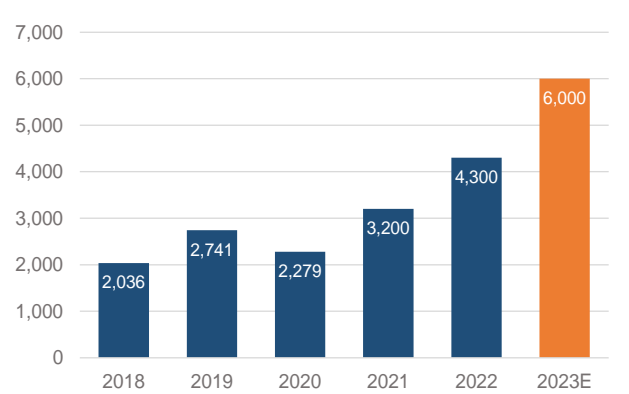
Türk savunma şirketleri son yıllarda ihracatlarını artırmayı başardı. Sektörün toplam ihracatının 2021'de 3,2 milyar ABD doları, 2022'de 4,3 milyar ABD doları seviyesinde iken 2023'te 6,0 milyar ABD dolarına ulaştığı tahmin ediliyor. Ukrayna-Rusya savaşı küresel silah ihracatının artmasına yol açarken, Türkiye'nin Orta Doğu ülkeleriyle tekrardan ilişki kurması da ihracatta artışı destekleyebilir. Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın 2023'te S.Arabistan, BAE ve Katar'a yaptığı ziyaretlerde en çok konuşulan konular arasında savunma sanayii anlaşmaları vardı.

Hükümetin 5 yıllık kalkınma planına göre, 2022'de 12 milyar ABD dolarında olan Türkiye'deki toplam savunma sanayii gelirinin 2028'de 26 milyar ABD dolarına yükseleceği öngörülmekte. İhracatın toplam sanayi gelirleri içindeki payının 2028 yılında ihracatla %40'ı aşması beklenmekte ve 2022'de 4,3 milyar ABD doları olan ihracat gelir tahmini, 2028'de 11 milyar ABD doları seviyesinde.

Türkiye savunma bütçesi (Milyar USD)



Sektörel İhracat (Milyon USD)



ASELS

Hizmete Özel / Official Use Only

2023'te siparişler açısından güçlü bir performans gerçekleştirdi

ASELS, yeni siparişler açısından 2023'te güçlü bir performans sergiledi ve Şirketin birikmiş sipariş stoku 2022 sonunda 8,2 milyar ABD dolarında iken 3Ç23 itibarıyla 10,8 milyar ABD dolarına yükseldi. Yeni sözleşmelerin toplamı 9A23'te 4,0 milyar ABD dolarına ulaştı ve muhtemelen yıl sonu itibarıyla 5 milyar ABD doları seviyesini geçmiş durumda. Alınan siparişlerdeki artış Şirketin Ar-Ge programının olgunlaştığı ve seri üretim taleplerini karşılayabilir hale geldiğini göstermekte.

Ciro büyümesi de hızlanabilir

Aselsan'ın ABD doları bazında satış geliri 9A'23 döneminde %30 arttı. 2023 yılı için satışların 2022'ye göre %10 artışla 2,2 milyar ABD dolarına ulaşmasını bekliyoruz. Alınan siparişlerdeki artışın da etkisiyle, çift haneli ABD doları cinsinden satış büyümesinin sürmesini, 2024T ve 2025T yıllarında sırasıyla 2,5 milyar ABD Doları ve 2,8 milyar ABD Doları tutarında satış geliri gerçekleşmesini bekliyoruz. Aselsan yönetiminin 2023 yılı içinde 6 aylık sonuçların ardından 2023 için gelir artışı tahminini TL bazında >%40'tan >%65'e yükselttiğini hatırlatıyoruz.

Faaliyet kar marjı performansı istikrarlı

Aselsan, 9A23'te FAVÖK marjını %22,3 olarak açıkladı; bu oran, 2023 tahmini olan %24,0'un biraz altında ve geçen yılın aynı dönemine göre 100 baz puan daha düşük. 2023 yılında FAVÖK marjının %23,5, 2024 ve 2025 yıllarında %24,0 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyon muhasebesinin etkisini henüz tahminlerimize dahil etmediğimizi hatırlatıyoruz. Döviz bazlı sözleşmelerin şirketin toplam siparişlerinin yaklaşık %80'ini oluşturması nedeniyle Aselsan'ın marjlarının döviz risklerine karşı korunduğunu düşünüyoruz.

Yeni yönetim rekabet gücünü ve ihracatı artırmaya odaklanacak

Aselsan'ın eski Yönetim Kurulu Başkanı Sn. Görgün'ün Haziran 2023'te Savunma Sanayi Başkanlığı' atılması, Aselsan'da yönetim değişikliğine yol açtı. Yeni liderlik altında Şirket, verimliliği artırarak ve teknoloji altyapısına yatırım yaparak rekabet gücünü artırmayı hedeflemekte. Bu, Aselsan'ın ihracatını artırmaya yardımcı olabilir. Yeni yönetim uzun vadede ihracatın toplam gelirdeki payını %50 civarına çıkarmayı hedeflemektedir.

Hedef fiyatımızı hisse başına 55 TL olarak güncelliyoruz

Aselsan'ın büyüme dinamikleri güçlü kalmaya devam ediyor, ancak son 3 ayda hisse fiyatı da Endeks'in %18 üzerinde getiri sağladı. Şirketin net borç seviyesi 3Ç23 itibarıyla yaklaşık 0,5 milyar ABD Doları seviyesinde (2022 sonunda 0,3 milyar ABD Doları) ve yıl sonunda da bu seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Aselsan için hedef fiyatımızı 42,50 TL'den hisse başına 55,0 TL'ye revize ediyor ve notumuzu da Endekse Paralel getiri olarak koruyoruz. Hisse senedi, 2024 tahminlerimize göre 9,9x F/K ve 10,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Tavsiye

Endekse Paralel Getiri

Önceki: Endekse Paralel Getiri

Hedef Fiyat	TL55.0
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL46.9
Getiri potansiyeli	17%

Bloomberg Hisse Kodu	ASELS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	214,046

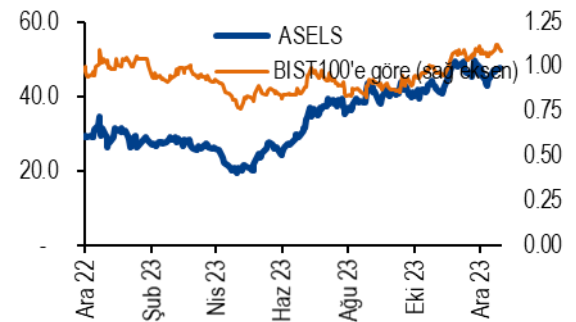
Halka Açıklık Oranı	26%
Hisse adedi (mn)	4,560
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	2,438

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	2%	10%	62%
Nominal (USD)	-2%	2%	2%
BIST100'e göre	4%	18%	8%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	59,445	85,510	110,097
FAVÖK	13,994	20,728	26,527
% marj	23.5%	24.2%	24.1%
Net Kar	17,517	21,513	27,392
% marj	29.5%	25.2%	24.9%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	12.2x	9.9x	7.8x
FD/FAVÖK	16.0x	10.8x	8.5x
F/DD	3.7x	2.7x	2.0x
Hisse Başına Temettü	0.18	0.19	0.24
Temettü verimi	0.4%	0.4%	0.5%

Fiyat Grafiği



OTKAR

Ticari otobüs segmenti 2023 yılında büyümenin ana itici gücü oldu

İhracattaki güçlü büyüme sayesinde ticari araç satışlarından elde edilen gelirin 2022 yılındaki 301 milyon ABD Doları seviyesinden 2023 yılında 440 milyon ABD Dolarına ulaştığını tahmin ediyoruz. Otokar'ın Avrupa pazarlarında genişleyen varlığı, IVECO ile yapılan üretim anlaşmasının etkisi, yeni ürünler (Elektrikli Otobüs modelleri dahil) ve Türkiye'de yaklaşan yerel seçimler ticari segmentteki büyüme ivmesinin korunmasına yardımcı olabilir.

Savunma bölümü 2024'ten itibaren hızlı büyümeye hazır

Otokar, 3Ç23 itibarıyla 7,2 milyar TL tutarında (yaklaşık 260 milyon ABD doları) birikmiş siparişe sahipti ve Aralık 2023'te 136 milyon ABD doları değerinde yeni bir sipariş alımını duyurdu. Zırhlı araç satışlarından elde edilen gelirin 2024 ve sonrasında ivme kazanmasını bekliyoruz. Otokar, BAE'de 400 adet 8x8 aracın teslimatını tamamladı ve basında çıkan haberlere göre söz konusu projenin yeni fazları olabilir. Şirket aynı zamanda Kazakistan'ın 8x8 ihalesinde teklif verenler arasında yer alıyor ve basında çıkan haberlere göre araçları test aşamasında. Bu beklentilere ek olarak Orta Doğu ve Doğu Avrupa bölgelerinden artan jeopolitik gerilimler nedeniyle savunma alanında yeni fırsatlar yakalanabilir. Sonuç olarak Otokar'ın savunma segmenti gelirlerinin 2023'te yaklaşık 210 milyon USD, 2024'de 350 milyon USD ve 2025'de 450 milyon USD'ye yükselmesini tahmin ediyoruz.

4Ç23'te güçlü bir son çeyrek gelmesini tahmin ediyoruz

Otokar'ın 2023 net karınının, 9A23'teki zayıf sonuçlara rağmen 2022'deki 1,2 milyar TL'nin üzerinde, 1,6 milyar TL olmasını bekliyoruz. Zırhlı araç teslimatı sayısındaki artışın 4. çeyrekte daha iyi sonuçlara yol açacağını düşünüyoruz.

İşletme sermayesi gereksiniminden dolayı net borç artmakta

Otokar'ın net borcu, 2022 sonundan bu yana 300 milyon ABD Doları seviyesinde kaldı, net borç 2021'de 130 milyon ABD Doları tutarındaydı. Artıştaki temel sebebin yüksek işletme sermayesi ihtiyacı olduğunu düşünüyoruz ve teslimatların hızlanmasıyla bu durumun normale dönmesini bekliyoruz. Ayrıca, yeni siparişlerin genellikle avans ödeme getirdiğini ve siparişlerdeki olası artışın da işletme sermayesi ihtiyacının finansmanına yardımcı olabileceğini hatırlatıyoruz.

Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz ve hedef fiyatımızı 625 TL'ye yükseltiyoruz. OTKAR, 2024 ve 2025 tahminlerimize göre sırasıyla 11,6x ve 7,3x F/K çarpanlarında işlem görmekte. Gelirlerdeki güçlü ihracat payı (%80 civarında) ve çeşitlendirilmiş satış dağılımını (ticari ve savunma araçlarında iki güçlü iş kolu) Otokar'ın yatırım temasındaki iki ana olumlu faktör olarak görüyoruz.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Tavsiye****Endeks Üzeri Getiri**

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat **TL625.00**
Hisse Fiyatı (09-01-2024) TL428.50
Getiri potansiyeli 46%

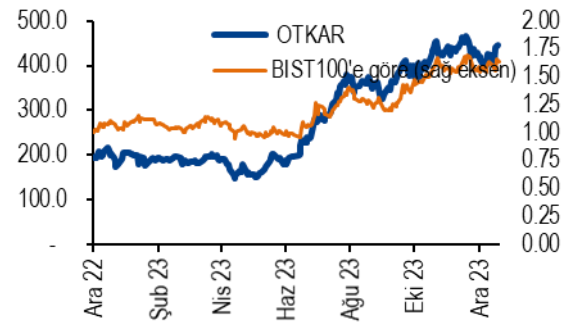
Bloomberg Hisse Kodu OTKAR TI
Piyasa Değeri (TLmn) 51,420

Halka Açıklık Oranı 27%
Hisse adedi (mn) 120
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn) 218

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-8%	7%	133%
Nominal (USD)	-11%	-1%	46%
BIST100'e göre	-6%	15%	56%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	21,244	33,320	43,485
FAVÖK	3,289	5,970	8,169
% marj	15.5%	17.9%	18.8%
Net Kar	1,539	4,608	7,283
% marj	7.2%	13.8%	16.7%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	33.4x	11.2x	7.1x
FD/FAVÖK	18.0x	9.9x	7.2x
F/DD	14.1x	6.2x	4.0x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	23.04
Temettü verimi	0.0%	0.0%	5.4%

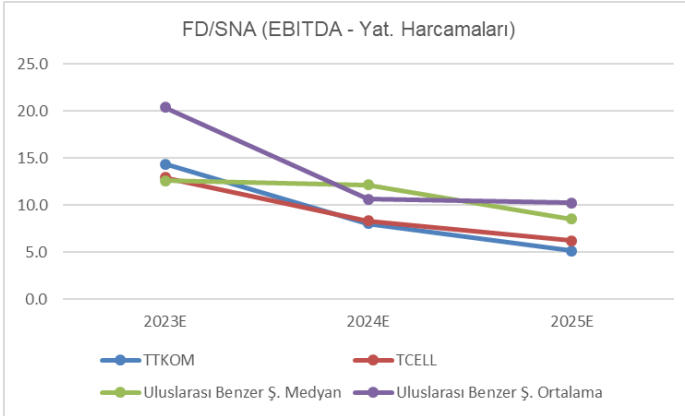
Fiyat Grafiği

Sektörel Görünüm: Telekom

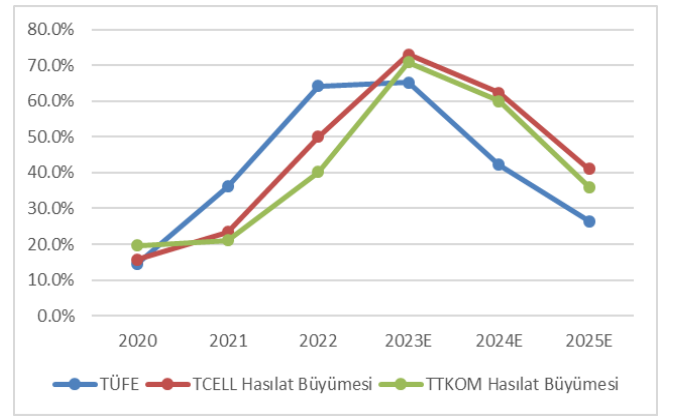
Sektör için zorlu geçen iki yılın ardından, devam eden yeniden fiyatlandırma ve enflasyonist fiyat düzeltmelerinin gecikmeli etkisinin bu yıl öne çıkacağına inanıyoruz. Yüksek faiz ortamı göz önüne alındığında, şirketlerin güçlü abone tabanı, döngüsel sektörlerin aksine, 2024T'de dirençli talebe işaret ediyor. BTK'nın 2Ç23 verilerine göre, Türkiye'deki telekom şirketlerinin genişbant ve mobilde sırasıyla 93,1mn ve 91,4mn abonesi bulunmaktadır. Türk Telekom'un mobil pazar payı (abone sayısına göre) %20'den (2009-2014 ortalaması) 2Ç23 itibarıyla %28'e yükselirken, Turkcell aynı dönemde +%41 pazar payı ile mobilde pazar liderliğini sürdürmüştür. Sabit genişbant tarafında, Türkiye'deki toplam fiber uzunluğu 2Ç23 itibarıyla 536 bin km'ye ulaşırken, TT'nin fiber uzunluğu 419 bin km olmuştur. 2018 yılında %16 olan sabit genişbant penetrasyonunun 2Ç23 itibarıyla %22,5'e yükselmesinde fiber abone sayısındaki artış ve artan veri talebi ana etkenler konumundadır.

Buna ek olarak, Türkiye'de makro politikadaki değişim 2024T'de sektör görünümünü iyileştirmeye yardımcı olmaktadır. Dezenflasyonist dönem 2024'ten itibaren başlayacağından, telekom şirketlerinin serbest nakit akışları beklenen enflasyonun üzerinde büyüme sayesinde düşük seviyelerden güçlü bir şekilde toparlanmalıdır. Bu nedenle, model portföyümüzde de yer alan Turkcell (TCELL) ve Türk Telekom (TTKOM) için olumlu görüşümüzü muhafaza ediyoruz.

Yurt dışı benzerlerine kıyasla cazip iskonto



Enflasyonun üzerinde ciro büyümesi



TCELL

Enflasyonist fiyatlandırma 2024T'de devam edecek

3Ç23 sonu itibarıyla, Turkcell Türkiye'de mobil ARPU (M2M hariç) büyümesi, takip eden 9 çeyrek boyunca artmaya devam ederek yıllık bazda %87'ye ulaştı. Devam eden güçlü fiyatlandırma ortamına rağmen, net abone kazanımı (yıllık 600 bin net abone kazanımı) ve abone kayıp oranı (3Ç23: %2) sağlıklı seviyelerde kalmaya devam etti. Öte yandan, faturalı abonelerin toplam mobil aboneler içindeki payı 3Ç23'te %70'e ulaşırken, Turkcell Türkiye'de mobil gelirlerin payı aynı dönemde %80'e yükseldi (3Ç22'de %77). Önümüzdeki dönemde, Şirket'in pazardaki lider konumu (abone bazında 2Ç23 itibarıyla %41,2 pazar payı) sayesinde yeniden fiyatlandırmanın olumlu etkisinden yararlanmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Öte yandan, sabit tarafta, 12 aylık sözleşme süresine sahip fiber abonelerin payının %59'a ulaşması, segmentteki fiyatlandırmanın hızlanmasında ana etken olacaktır.

Düşük borçluluk oranları 24T'de güçlü kazanç artışına işaret ediyor

Turkcell'in 3Ç23 itibarıyla net borcu (TFC kredi portföyü hariç) 22,4 milyar TL olurken, net borç/FAVÖK oranı geçen yılın aynı dönemindeki 0,9x seviyesine kıyasla 0,7x seviyesinde gerçekleşti. Güçlü operasyonel performans sayesinde Şirket'in net borç/FAVÖK oranının 2024 yılında 0,4x seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bu da şirketin 2024 yılındaki net kâr görünümünü destekleyecektir. Beklentilerimize göre, şirketin SNA'sının (FAVÖK – Yat. Harc.) dolar bazında %50 artarak 2024T'de 640 milyon dolar'a (2023T'de 412 milyon dolar) ulaşmasını beklerken, yıllık net karının %57 artışla 2024'te 21,8 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Dolar bazında yatay yatırım harcaması beklentimize rağmen, FAVÖK'teki artış (2024T: dolar bazında yıllık +%12) nakit akışındaki toparlanmanın ana itici gücüdür. FAVÖK Marjının ise 2024T'de %41,5'e (2023T'de %42'den) hafifçe normalleşmesini öngörmekteyiz.

Orta vadede marjları destekleyecek yatırımlar

Şirketin tek bakıldığında Turkcell'den daha yüksek değerlendirme çarpanları ile değerlendirilmesi muhtemel olan stratejik odak alanlarındaki iştirakleri, son 4 yılda konsolide gelirin yaklaşık %14'ünü oluşturdu. Fintech operasyonları (Paycell + Financell) 3Ç23'te yıllık bazda %85 artışla 430 milyon TL FAVÖK elde etti. Öte yandan, dijital iş kolunun gelir büyümesi 3Ç23'te %85 ile Turkcell'in konsolide gelir büyümesinin (3Ç23'te %76,5) üzerinde gerçekleşti. Dijital ve fintech alanında devam eden projelere ek olarak, yapay zeka ve siber güvenlik gibi alanlar Şirket için uzun vadede ek büyüme alanları olarak açıklandı. Stratejik odak alanlarında daha fazla büyümenin orta vadede Turkcell marjlarına olumlu etki yapmasını bekliyoruz. Öte yandan, şirketin 2026 yılına kadar elektrik tüketiminin %65'ini yenilenebilir kaynaklardan karşılama hedefi (2025 sonuna kadar 300MW güneş ve 9,6MW ilave rüzgâr kurulu güç kapasitesi) de sürdürülebilirlik ve maliyet yönetimi açısından öne çıkmaktadır. Orta vadede yapılacak yatırımlar sayesinde TCELL'in marjlarının elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalardan daha az etkileneceğini ve Şirket'in FAVÖK marjının uzun vadede %40-%42 seviyesinde korunabileceğini düşünüyoruz.

TCELL için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 85,00 TL'den 95,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

Revize edilmiş 2024 tahminlerimize göre, hisse senetleri 8,3x FD/SNA katsayısı ile işlem görüyor ve bu da uluslararası emsallerine göre %38 iskontoya işaret ediyor. HF değerimizi 85,00 TL/hisse'den 95,00 TL/hisse'ye yükseltiyor ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Mobil tarafta, daha güçlü fiyatlandırma ve tahmin edilenden daha yüksek net abone kazanımı değerlememize yönelik yukarı yönlü risklerdir.

Hizmete Özel / Official Use Only

Tavsiye

Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL95.0
Hisse Fiyatı	TL62.5
Getiri potansiyeli	52%

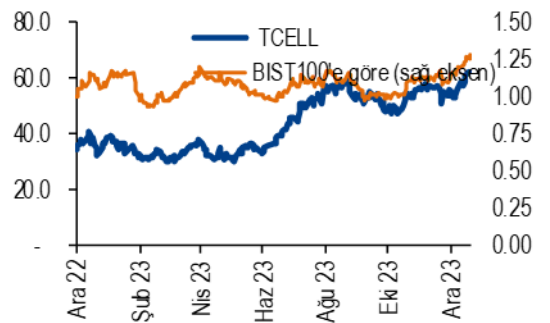
Bloomberg Hisse Kodu	TCELL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	137,500
Halka Açıklık Oranı	54%
Hisse adedi (mn)	2,200
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,702

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	9%	18%	78%
Nominal (USD)	5%	9%	12%
BIST100'e göre	9%	26%	15%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	93,226	151,277	213,471
FAVÖK	39,132	62,764	88,273
% Marj	42.0%	41.5%	41.4%
Net Kar	13,814	21,718	34,011
% Marj	14.8%	14.4%	15.9%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	10.0x	6.3x	4.0x
FD/FAVÖK	4.1x	2.5x	1.8x
P/D	3.3x	2.1x	1.5x
Hisse Başına Temettü	1.6	4.9	7.7
Temettü Verimi (%)	3%	8%	12%

Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

emre.duman@vf.com.tr

TTKOM

Dolar bazında nakit akışındaki iyileşme 2024'ten itibaren başlayacak

2023T'de dip seviyeyi görmesinin ardından (YFT: 316 milyon dolar), TTKOM'un SNA'sının (FAVÖK-Yat. Harc.) 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 565 milyon dolar ve 877 milyon dolara toparlanacağını tahmin ediyoruz. Şirketin 2013-2021 yılları arasındaki ortalama SNA'sı yaklaşık 1,0 milyar dolar olduğundan, 2026T sonunda tamamen iyileşme görüyoruz (YFT: 1,1 milyar dolar). I) Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanmasının yatırım harcamaları tarafındaki olumlu etkisi II) 1Y24 sonundan itibaren enflasyonun düşmeye başlaması ve TTKOM'un gelir büyümesinin (2024E: yıllık +%60) her iki segmentte de (sabit genişbant ve mobil) TÜFE'nin üzerinde olması III) sabit segment karlılığındaki iyileşmenin konsolide marjlar üzerindeki olumlu etkisi görüşlerimizin arkasındaki ana nedenlerdir.

Mobil ve Sabit ARPU'da dolar bazında yıllık %13 büyüme öngörüyoruz

2024T'de mobil ve sabit ARPU'da %57 büyüme öngörürken, son 12 aydaki fiyat artışlarının önümüzdeki yıl enflasyonun üzerinde büyümenin ana itici gücü olmasını bekliyoruz. Buna göre, tahminlerimiz TTKOM için ARPU'nun mobil (2024T: 5,15 dolar) ve sabit genişbant (2024T: 6.5 dolar) için ABD doları bazında sırasıyla %13 ve %12,7 oranında artacağına işaret ediyor. Öte yandan, Türk Lirası'nın 2018'deki keskin değer kaybından önce, ortalama mobil ve sabit ARPU'nun 2014 ve 2017 yılları arasında sırasıyla 8,8 ABD Doları ve 15,2 ABD Doları seviyesinde olduğunu not ediyoruz. Enflasyonist etkilerin devam etmesi nedeniyle, hem mobil hem de sabit genişbantta artan rekabet ortamına rağmen telekomünikasyon şirketleri için rasyonel fiyatlandırmanın devam etmesini bekliyoruz.

...2024T'de FAVÖK marjının 300 baz puan artmasını bekliyoruz

ARPU'lardaki erozyonun bir sonucu olarak büyüme tarafı enflasyonun altında kalırken, FAVÖK (UFRS) marjları 2021'deki %45 seviyesinden 2022'de %37'ye geriledi. SOA'da ise daralma devam ederek %32,6'ya ulaştı. 2 yıllık daralmanın ardından, yıl ortasında personel maaşlarında artış olmayacağı ve enflasyonun oldukça üzerinde büyüme olacağı için 2024 yılında yıllık 300 baz puanlık bir genişleme bekliyoruz. Mobilde marjlar 3Ç23'te %44,1 ile segment için tarihi yüksek seviyelerde gerçekleşirken, sabitte marjlar aynı dönemde %28,5 ile tarihi düşük seviyelerdeydi. Öte yandan, 2015-2021 döneminde sabit genişbant segmentinin ortalama FAVÖK marjının %48 seviyesinde gerçekleştiğinin altını çiziyoruz. Şirket'in sabit genişbanttaki güçlü abone tabanı (3Ç23'te 12,6 milyon fiber abone, Turkcell'in yaklaşık 5,7 katı) göz önüne alındığında, bu segmentte hızlanan fiyatlandırma karşısında Şirket'in iyi konumlandığını düşünüyoruz. 3Ç23 finansallarındaki son ARPU (TTKOM'un Sabit ARPU'su: 134,1 TL) ile mevcut paket fiyatları (şirketin yeni müşterilere 50 mbps fiber kampanyasına göre: ilk 6 ay 265 TL, geri kalan 12 ay için 530 TL) arasındaki fark görüşümüzü desteklemektedir. Daha hızlı paketlere olan talep artarken, bu durum ARPU büyümesini de destekliyor. Geçen yılın aynı döneminde %33 olan +35mbps paketlerin toplam aboneler içindeki payı 3Ç23 itibarıyla neredeyse %50'ye ulaşmıştır.

TTKOM için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak korurken HF'yi 30,00 TL'den 47,0 TL/hisse'ye revize ediyoruz.

Revize edilmiş 2024T tahminlerimize göre, hisseler 8,0x FD/SNA çarpanında işlem görmektedir ve bu da uluslararası emsallerine göre %40 iskontoya işaret etmektedir. HF değerimizi 30,00 TL/hisse'den 47,00 TL/hisse'ye yükseltiyor ve hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Lisans uzatımına ilişkin potansiyel haber akışını potansiyel bir katalizör olarak vurguluyoruz. Sabit tarafta, daha hızlı fiyatlandırma ve daha yüksek net abone kazanımı yukarı yönlü risklerdir.

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Tavsiye****Endeks Üzeri**

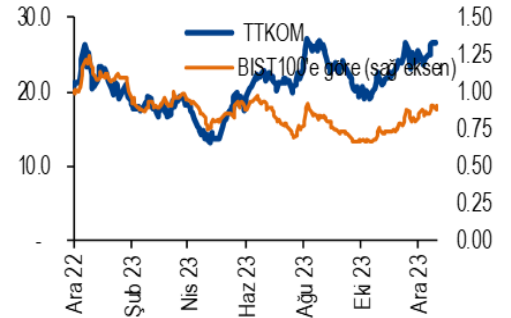
Hedef Fiyat	TL47.0
Hisse Fiyatı	TL26.7
Getiri potansiyeli	76%

Bloomberg Hisse Kodu	TTKOM TI
Piyasa Değeri (TLmn)	93,450
Halka Açıklık Oranı	13%
Hisse adedi (mn)	3,500
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	1,118

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	1%	20%	20%
Nominal (USD)	-3%	11%	-25%
BIST100'e göre	1%	28%	-23%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	82,082	131,328	178,520
FAVÖK	27,094	47,334	69,141
% Marj	33%	36%	39%
Net Kar	6,434	12,898	23,161
% Marj	8%	10%	13%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	14.5x	7.2x	4.0x
FD/FAVÖK	5.0x	2.9x	2.0x
P/DD	2.7x	2.2x	1.6x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.9	1.7
Temettü Verimi (%)	0%	3%	6%

Fiyat Grafiği

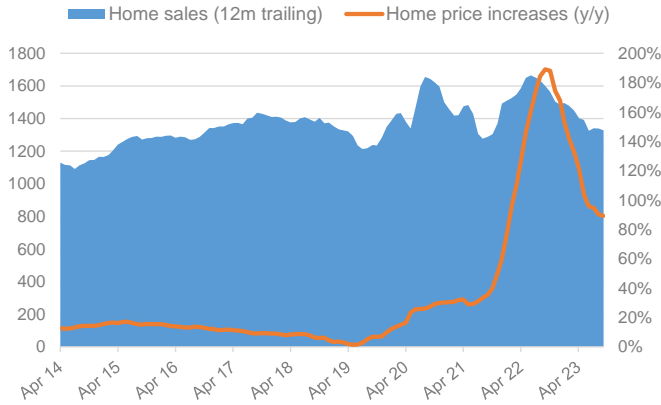
Enre Duman
+90 (212) 334 98 58
enre.duman@yf.com.tr

Sektörel Görünüm: GYO

Türkiye emlak piyasası TCMB'nin ardı ardına yaptığı faiz artırımlarının ardından 2Y'23'te yavaşlamaya başladı. Türk Lirası reel faiz oranlarının (beklenen enflasyona göre) neredeyse pozitive dönmesiyle birlikte, 2022-2023 dönemindeki çok güçlü değerlenmenin ardından yeni konut satışları ve fiyatlarındaki artış eğilimi önemli ölçüde yavaşladı. Arz açığı ve maliyet enflasyonunun fiyatların keskin bir şekilde düşmesini engelleyeceği, likidite koşullarının ise talebi sınırlayabileceği 2024 yılı için karışık bir görünüm öngörüyoruz. Bir sonraki gevşeme döngüsünün muhtemelen 2024'ün sonuna doğru başlayacağını ve bunun da talepte toparlanmaya yol açacağını düşünüyoruz.

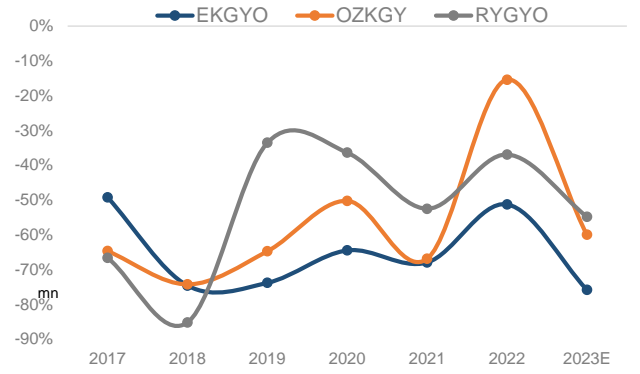
GYO hisselerinin halihazırda piyasadaki sıkı finansal koşulları iskonto ettiğine inanıyoruz. GYO'ları enflasyondaki ani yükseliş riskine karşı cazip bir korunma aracı olarak görmeye devam ediyoruz.

Konut satış hacmi zayıflıyor



Source: EVDS, TUIK

EKGYO'da yüksek iskonto



Source: Company financials

EKGYO

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)

Güçlü NAD ve nakit pozisyonuna rağmen yüksek iskonto

Konut fiyatlarındaki artışla beklentileri aşan GPM proje gelirlerine (2022 yılsonu: 36,1mlrTL, 9A23: 61,5mlrTL) rağmen, hissenin değerinin altında işlem gördüğünü düşünüyoruz. Şirket finansmanı ile ödeme avantajı sağlanan anahtar teslim projeler de enflasyona endeksli nakit akışıyla ve dirençli marjlarıyla karlılığı destekliyor. Ayrıca, arsa stoğu (maliyet değeriyle) ve net nakit pozisyonun, Şirket piyasa değerinin %70'i olan 18,5mlrTL'ye ulaştığının belirtirken arsaların gerçeğe uygun değerinin hesaba katılması halinde toplamın Şirket piyasa değerini de aşabileceğini altını çiziyoruz.

Yeni projeler için sektördeki güçlü Şirket

Sıkılaştırıcı para politikaları sebebiyle son dönemde sektördeki konut satışlarında yavaşlama görülse de, gayrimenkul değerleri arz açığından dolayı özellikle İstanbul'da güçlü kalmaya devam etti. Özel sektörün proje geliştirmedeki düşük iştahı düşünüldüğünde, büyüklüğü, GPM projeleri, öncelikli olarak ulaşabildiği TOKİ arsa portföyü ve Şirket finansmanı ile ödeme avantajı sağlanan anahtar teslim projeleri sayesinde Şirket'in sektördeki güçlü pozisyonunu koruyacağını öngörüyoruz. Ayrıca Şubat ayındaki depremin ardından hızlanan kentsel dönüşüm projeleri için, yukarıda bahsedilen avantajlar sayesinde EKGYO'nun en uygun geliştirici olabileceğini düşünüyoruz.

2023'te 62mlrTL toplam ön satış gelir beklentisi

Şirket'in ön satışları 9A23'te m² başına 69,4bin TL (yıllık +%88) ile 46mlrTL'ye ulaştı. Güçlü ön satış gelirleriyle, Şirket net nakit pozisyonu Şirket piyasa değerinin %41'ine denk gelen 10,8mlrTL'ye yükseldi. 2023'te toplam ön satış gelirlerinin 62mlrTL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. 9A23'te EKGYO beş arsayı ihaleye çıkardı ve bu ihale sonuçlarına göre arsa ekspertiz değerleri 3,3mlrTL iken Şirket'e taahhüt edilen minimum proje geliri 13,4mlrTL olarak açıklandı. İhale edilmiş arsa portföyüne baktığımızda ise 15,9mlrTL'lik arsa stoğunun olası ihalelerle Şirket NAD ve finansallarına pozitif etki edebileceğini düşünüyoruz.

Hedef Fiyatımızı 15,04TL olup %85 yükseliş potansiyeli barındırmaktadır. Değerlememizde GPM ile anahtar teslim projeleri için İNA ve binalar ile arsalar için de satmanın veya ihaleye çıkarmanın zaman alacağını düşündüğümüz için son ekspertiz değerlerine sırasıyla %30 ve %50 iskonto uyguladık. Aynı zamanda düşük riskli 22,2mlrTL'lik bilanço dışı alacağı da %50 iskonto ile değerlememize dahil ettik. Böylelikle, Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korurken %85 yukarı yönlü potansiyel ile 15,04 TL HF'ye ulaşıyoruz. Ayrıca bu yıl için %30 ödeme oranı ve %5,2 temettü verimi öngörüyoruz, ancak kazançlar ve temettü görünümü enflasyon muhasebesinin etkisine de bağlı olacaktır.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

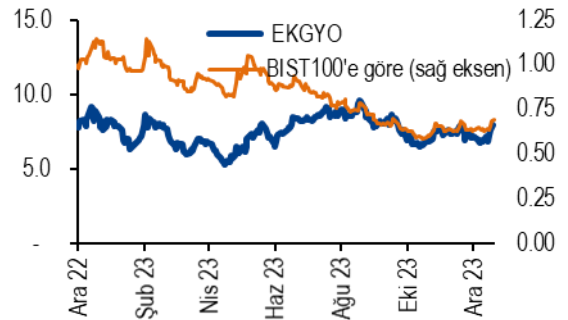
Hedef Fiyat	TL15.04
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL8.13
Getiri Potansiyeli	85%
Bloomberg Hisse Kodu	EKGYO TI
Piyasa Değeri (TLmn)	30,894
Piyasa Değeri (USDmn)	1,034
Halka Açıklık Oranı	51%
Hisse Sayısı (mn)	3,800
Ortalama İşlem Hacmi -3 Aylık (TLmn)	1,695

Fiyat Performansı	1M	3M	12M
Nominal (TL)	3%	-3%	-1%
Nominal (USD)	-1%	-10%	-38%
BIST-100'e göre	5%	5%	-36%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Satışlar	14,174	18,426	25,428
FAVÖK	2,785	4,607	7,628
Net Kar	4,885	6,749	8,828

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	6.2x	4.5x	3.4x
FD/FAVÖK	10.9x	6.6x	4.0x
F/DD	1.3x	1.1x	0.9x
Temettü verimi (%)	4.9%	6.7%	8.8%

Fiyat Grafiği



RYGYO

[Hizmete Özel / Official Use Only](#)**Kira gelirlerindeki artış eğiliminin 2024 yılında da devam etmesi beklenmekte**

RYGYO, 2023'te m² başına kira oranının önemli ölçüde yükseldiğine işaret eden yeni kira sözleşmeleri imzaladı. Yeni sözleşmelerde ortalama kira 100 ABD Doları/m² seviyesi üzerindeyken, mevcut sözleşmeler için 2023T'de ortalama 55 ABD Doları/m² seviyesindedir. Artan kira geliri görünümünü yansıtacak şekilde RYGYO tahminlerimizi yeniden gözden geçirdik. Şirketin depo lokasyonları açısından avantajlı olması nedeniyle %100'e yakın doluluk oranlarının korunacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla, kira gelirinin 2023'teki 1,1 milyar TL'den 2024T'de 1,9 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Yönetim, kiracıların %60'ının 5 yılı aşkın uzun vadeli sözleşmeleri olduğunu belirtmekte, dolayısıyla kira sözleşmelerinde olası yeniden fiyatlandırma ile kira gelirlerinde artış elde etme potansiyeli yüksek. 2023/2024 yılında depolarda m² başına kira gelirinde %65/%60 artış öngörüyoruz.

Konut projelerinden ciddi nakit yaratma potansiyeli

Reysaş'ın İstanbul/Sancaktepe'de iki konut projesi ve Ankara/Sincan'da bir ticari ünite projesi olmak üzere neredeyse tamamlanmış üç konut projesi (maddi net varlık değerinin %5'i) bulunmaktadır. Bunların hepsi Reysaş'a tamamlanan üniteler karşılığında üçüncü taraflarca yapılmaktadır. Önümüzdeki 3 yıl içinde üç projede bu ünitelerin satışından 2,8 milyar TL nakit elde edilmesini öngörüyoruz. Reysaş GYO'nun gelecekte benzer projeler için Türkiye'de 21 adet arsası bulunmaktadır.

Hedef fiyatımız 34,0TL'den 40,0TL'ye yükseltildi

HF'mizi %58 artış potansiyeli ile hisse başına 40,0 TL'ye çıkarıyoruz (kira getirili varlıklar için ortalama kira getirileri ve projeler için İNA değerlemesi kullanılarak).

Riskler

Ekonomik aktivitedeki keskin yavaşlama ve ticari kira oranlarındaki düzenleyici sınırlamalar temel risk faktörleri arasında sayılabilir.

Tavsiye**Hedef Fiyat**

Hisse Fiyatı (09-01-2024)
Getiri Potansiyeli

TL40.00

TL25.00

60%

Bloomberg Hisse Kodu

RYGYO TI

Piyasa Değeri (TLmn)

12,500

Piyasa Değeri (USDmn)

418

Halka Açıklık Oranı

30%

Hisse Sayısı (mn)

500

Ortalama İşlem Hacmi -3 Aylık (TLmn)

49

Fiyat Performansı

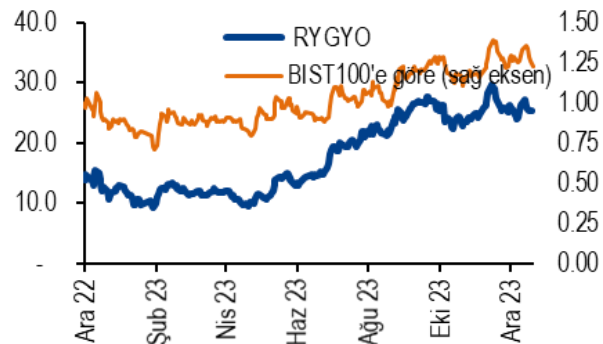
	1M	3M	12M
Nominal (TL)	-9%	-10%	127%
Nominal (USD)	-12%	-16%	43%
BIST-100'e göre	-7%	0%	40%

Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
Satışlar	1,180	2,646	4,327
FAVÖK	925	2,143	3,513
Net Kar	9,908	10,969	21,150

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
F/K	24.4x	7.5x	4.2x
FD/FAVÖK	16.2x	7.0x	4.3x
F/DD	0.6x	0.4x	0.2x
Temettü verimi (%)	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği

OZKGY

Hizmete Özel / Official Use Only

Konut satışlarında sektöre paralel daralma

Konut kredilerini sınırlandıran ve TL enstrümanları daha cazip hale getiren faiz artışlarıyla konut satışlarında yavaşlama gözlemliyoruz. Son 12 aylık konut satışlarına baktığımızda Haziran ayında yıllık %16 daralma gerçekleşti. Bu dinamiklerle Özak GYO satışlarında da daralma gözlemledik. 2023 yılında teslimlerin 541mnTL'ye (2022: 2,6mlrTL) ulaşmasını beklerken 2024'te 487mnTL olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz. Ancak, devlet tarafından orta seviye konut projelerine yönelik olası bir kampanyanın Özak'ın başlanması planlanan Hayat City Mahmutbey, Halkalı ve Maltepe Projelerini destekleyebileceğinin altını çiziyoruz.

2023'te 600mnTL ve 2024'te 870mnTL otel geliri beklentisi

Dirençli turist sayıları ve zayıf TL'nin Ela Otel gelirlerini desteklemeye devam edebileceğini düşünüyoruz. Böylelikle, 2023'te 600mnTL (2022: 393mnTL) ve 2024'te 870mnTL otel geliri açıklanacağını düşünüyoruz. Diğer kira getirili varlıklardan ise 2023'te 180mnTL ve 2024'te 270mnTL gelir öngörüyoruz. Ayrıca, Fişekhane'den elde edilen servis gelirlerinin de 2023'te 138mnTL'ye (2024T: 240mnTL) ulaşmasını bekliyoruz. Ek olarak, Şirket'in turizm sektöründeki büyüme stratejisi doğrultusunda Kemer ve Bodrum'da başlanabilecek yeni projeler hem gelirleri hem de NAD'ı pozitif etkileme potansiyeline sahiptir.

1,2mlrTL net nakit pozisyonla sağlıklı bilanço

3Ç23 itibarıyla, Şirket'in net nakit pozisyonu 1,2mlrTL seviyesindedir. Ancak başlanacak yeni projelerle Şirket net nakit pozisyonunun 2024'te 704mnTL'ye gerileyebileceği görüşüdeyiz.

Hedef fiyatımızı 11,40TL olarak belirliyor ve tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri olarak koruyoruz

Şirketin net nakit pozisyonuyla daha sağlıklı bilançoya sahip olmasının faiz oranlarının yüksek seyrettiği 2024 yılında Şirket'in dirençli kalmasına yardımcı olabileceğini düşünüyoruz. Güçlü otel gelirleri, satışlar ve yeni projeler değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risklere işaret ediyor.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	TL11.40
Hisse Fiyatı (09-01-2024)	TL8.33
Getiri Potansiyeli	37%

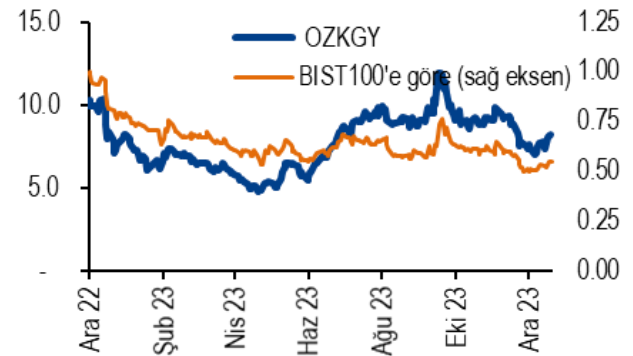
Bloomberg Hisse Kodu	OZKGY TI
Piyasa Değeri (TLmn)	12,128
Piyasa Değeri (USDmn)	406
Halka Açıklık Oranı	25%
Hisse Sayısı (mn)	1,456
Ortalama İşlem Hacmi -3 Aylık (TLmn)	98

Fiyat Performansı	1M	3M	12M
Nominal (TL)	-6%	-30%	8%
Nominal (USD)	-9%	-35%	-32%
BIST-100'e göre	-4%	-26%	-30%

Tahminler (TLmn)	2021	2022T	2023T
Satışlar	1,463	1,797	2,149
FAVÖK	366	467	645
Net Kar	13,801	14,207	13,808

Değerleme	2021	2022T	2023T
F/K	0.9x	0.9x	0.9x
FD/FAVÖK	29.9x	23.4x	17.0x
F/DD	0.3x	0.2x	0.2x
Temettü verimi (%)	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



YF Araştırma Kapsamındaki Hisseler

Hisse	Şirket Adı				F/K			PD/DD		
		Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyeli	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
AKBNK	Akbank	39.84	56.80	43%	3.2	2.8	1.9	1.01	0.77	0.57
GARAN	Garanlı Bankası	62.60	85.10	36%	3.5	2.9	1.9	1.11	0.83	0.60
HALKB	Halk Bankası	13.79	17.00	23%	7.5	4.2	2.8	0.70	0.59	0.48
VAKBN	T. Vakıflar Bankası	15.25	21.00	38%	5.3	4.1	2.6	0.89	0.73	0.56
YKBNK	Yapı Ve Kredi Bankası	22.42	32.00	43%	2.9	2.5	1.8	1.05	0.76	0.55
ANSGR	Anadolu Sigorta	68.10	74.70	10%	4.5	3.8	3.6	1.98	1.41	1.15

Hisse	Şirket Adı				F/K			FD/FAVÖK		
		Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyeli	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
PGSUS	Pegasus Hava Tasimaciligi	695.50	1,345.00	93%	7.0	4.8	3.6	6.3	3.7	2.8
TAVHL	Tav Havalimanlari	114.50	245.00	114%	9.4	7.9	4.3	7.4	4.5	3.2
THYAO	Turk Hava Yollari	242.90	375.00	54%	4.6	3.8	2.8	4.7	3.1	2.4
DOAS	Dogus Otomotiv	251.75	300.00	19%	2.9	7.8	6.4	2.6	4.6	3.8
FROTO	Ford Otosan	754.50	1,150.00	52%	7.3	6.1	4.8	8.1	5.9	4.6
TOASO	Tofas Otomobil Fab.	217.50	325.00	49%	6.6	7.7	5.1	6.1	6.3	4.2
TTRAK	Turk Traktor	680.00	880.00	29%	7.5	5.2	4.4	5.7	4.7	4.0
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	77.70	105.00	35%	n.m.	18.0	5.8	12.9	7.1	3.6
CIMSA	Cimsa	28.86	36.00	25%	9.5	8.8	6.3	11.0	7.6	6.1
AKCNS	Akcansa	149.60	220.00	47%	7.4	5.6	4.4	6.3	4.9	4.2
SISE	Sise Cam	47.20	65.00	38%	7.1	5.7	4.7	7.8	5.6	4.3
ENKAI	Enka Insaat	33.68	52.50	56%	11.7	6.4	5.9	8.0	5.1	4.1
ALARK	Alarko Holding	91.20	120.00	32%	3.1	3.3	2.8			
TKFEN	Tekfen Holding	36.34	58.00	60%	n.m.	4.8	3.4	19.5	2.9	2.2
KCHOL	Koc Holding	144.00	241.00	67%	4.3	3.9	3.0			
SAHOL	Sabancı Holding	62.20	130.00	109%	2.8	2.4	1.7			
ASELS	Aselsan	46.94	55.00	17%	12.2	9.9	7.8	16.4	11.1	8.6
OTKAR	Otokar	428.50	625.00	46%	33.4	11.2	7.1	18.3	10.1	7.4
ARCLK	Arçelik	128.30	200.00	56%	17.5	14.0	6.9	6.2	4.1	3.2
KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	19.45	29.00	49%	10.5	7.9	6.0	21.0	9.1	6.5
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	8.13	15.04	85%	6.3	4.6	3.5	7.4	4.5	2.7
OZGY	Ozak G.M.Y.O.	8.33	11.40	37%	0.9	0.9	0.9	29.9	23.4	17.0
RYGYO	Reysas G.M.Y.O.	25.00	40.00	60%	1.3	1.1	0.6			
MPARK	Mıp Sağlık Hizmetleri	140.00	218.10	56%	13.3	7.6	5.9			
TUPRS	Tupras	138.10	190.00	38%	5.6	7.1	6.6	2.9	3.5	3.4
PETKM	Petkim	19.65	33.00	68%	10.1	5.5	4.3	15.6	4.8	3.0
BIMAS	Bim Birlesik Magazalar	319.50	400.00	25%	16.5	11.2	8.1	9.8	6.2	4.3
MGROS	Migros	349.50	623.00	78%	11.4	7.1	4.5	5.8	3.5	2.4
SUNTK	Sun Tekstil	16.10	25.00	61%	11.5	7.9	5.6	8.6	5.0	3.5
MAVI	Mavi Giyim	114.40	155.00	35%	8.5	6.1	4.5	4.6	3.1	2.3
AEFES	Anadolu Efes Biracilik	124.70	185.00	652%	9.2	7.2	5.3	4.4	3.3	2.5
CCOLA	Coca Cola Icecek	480.00	655.00	36%	15.1	9.4	6.1	7.3	4.4	3.1
EREGL	Eregli Demir Celik	42.90	65.00	45%	n.m.	7.7	4.2	11.6	4.4	3.0
KARDM	Kardemir	24.72	42.00	70%	14.0	4.6	3.2	4.6	2.7	1.9
TCELL	Turkcell	62.50	95.00	52%	10.0	6.3	4.0	4.1	2.5	1.8
TKOM	Turk Telekom	26.70	47.00	76%	14.5	7.2	4.0	5.0	2.9	2.0
KMPUR	Kimteks Poliuretan	59.65	75.00	26%	13.9	16.3	12.8	13.8	10.3	8.1
BIOEN	Biotrend Çevre Ve Enerji Yatirimlari	18.31	26.00	42%	18.4	12.1	7.0	25.5	12.3	7.8
ENJSA	Enerjisa Enerji	46.46	73.00	57%	9.9	7.9	5.9	3.8	2.8	2.1
AYDEM	Aydem Yenilenebilir Enerji	19.57	45.00	130%	n.m.	6.5	3.0	7.6	4.0	3.2
TRCAS	Turcas Petrol	22.38	49.00	119%	7.0	4.1	3.1			
GLCVY	Gelecek Varlik Yonetim	33.88	55.65	64%	6.6	4.5	2.7	3.4	2.0	1.6

2024T Temettü Tahminleri

Sembol	2023T Net Kar	Ödenmesi Beklenen Temettü Tutarı (TL mn)	Hisse Başına Temettü	Temettü Verimi (%)
DOAS	18,802	8,000	36.4	14.4%
TUPRS	47,507	33,255	17.3	12.5%
TOASO	16,517	12,500	25.0	11.5%
TTRAK	9,060	6,795	67.9	10.0%
FROTO	36,266	21,760	62.0	8.2%
ANSGR	7,543	2,489	5.0	7.3%
ENJSA	5,521	3,313	2.8	6.0%
YKBNK	65,160	9,774	1.2	5.2%
AKBNK	65,664	9,850	1.9	4.8%
EKGYO	4,885	1,465	0.4	4.7%
ENKAI	17,247	9,000	1.5	4.5%
GARAN	78,262	11,415	2.7	4.3%
SAHOL	44,743	4,474	2.2	3.5%
MAVI	2,681	789	4.0	3.5%
KMPUR	1,046	418	1.7	2.9%
KOZAL	5,940	1,782	0.6	2.9%
ALARK	13,000	1,000	2.3	2.5%
TCELL	13,814	3,454	1.6	2.5%
KCHOL	84,890	8,489	3.3	2.3%
BIMAS	11,782	4,392	7.2	2.3%
AEFES	8,003	1,666	2.8	2.3%
CIMSA	2,859	572	0.6	2.1%
AKCNS	3,871	581	3.0	2.0%
SISE	20,336	2,542	0.8	1.8%
MGROS	5,574	1,077	5.9	1.7%
ARCLK	4,949	1,237	1.8	1.4%
CCOLA	8,073	1,665	6.5	1.4%
KARDM	1,892	250	0.3	1.3%
SUNTK	667	93	0.2	1.2%
ASELS	17,517	800	0.2	0.7%
HALKB	10,944	0	0.0	0.0%
VAKBN	26,495	0	0.0	0.0%
PGSUS	10,216	0	0.0	0.0%
TAVHL	4,402	0	0.0	0.0%
THYAO	72,444	0	0.0	0.0%
KORDS	58	0	0.0	0.0%
TKFEN	125	0	0.0	0.0%
OTKAR	1,539	0	0.0	0.0%
OZKGY	13,801	0	0.0	0.0%
RYGYO	12,272	0	0.0	0.0%
MPARK	2,195	0	0.0	0.0%
PETKM	4,950	0	0.0	0.0%
EREGL	63	0	0.0	0.0%
TTKOM	6,434	0	0.0	0.0%
BIOEN	497	0	0.0	0.0%
AYDEM	-2,370	0	0.0	0.0%
TRCAS	820	0	0.0	0.0%
GLCVY	697	0	0.0	0.0%

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayımlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yardımcısı	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------------	--------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürcan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75		