

AKYatırım

Dalgalı piyasada yol almak

Türkiye – Strateji ve Hisse Senetleri

16 Mart 2023

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

İçindekiler:

Hisse Stratejisi	2
Hisse Önerileri Listesi	7
Küresel Piyasalar	22
Bankalar	27
Banka dışı hisseler	44
Araştırma kapsamı özeti	92

Araştırma Kapsamındaki Hisseler (alfabetik sıralamaya göre)

<u>Sayfa</u>		<u>Sayfa</u>		<u>Sayfa</u>		<u>Sayfa</u>	
ALBRK	35	AEFES	68	CLKIM	76	SISE	87
GARAN	36	ARCLK	57	KOZAL	84	TAVHL	61
HALKB	37	ASELS	73	KRDMD	45	TCELL	71
ISCTR	38	AYGAZ	48	KRVGD	82	THYAO	62
TSKB	39	BIMAS	64	LKMNH	79	TKFEN	88
VAKBN	40	BIZIM	65	LOGO	85	TOASO	54
YKBNK	41	CCOLA	69	MAVI	66	TTRAK	55
		DOAS	52	MGROS	67	TUPRS	50
		EREGL	44	MPARK	78	ULKER	89
		FROTO	53	PETKM	49	VESBE	58
		INDES	81	PGSUS	60	YATAS	90
		KCHOL	83	SELEC	86		

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

Strateji: Dalgalı piyasada yol almak...

BIST-100 için 12 aylık hedefimiz 7.200 ve dalgalı bir piyasa bekliyoruz. Güncellenen şirket değerlemelerine dayanarak 12 aylık BIST-100 hedefimizi %38 getiri potansiyeli ile 7.200 olarak güncelliyoruz. Piyasa görüşümüz ‘**Ağırlık Arttır**’ yönünde. Güçlü iç talep koşulları, artan ithalat, deprem sonrası artan kaynak ihtiyacı, piyasa faizlerindeki artış ve seçimlerin öne çıktığı bir gündemle başladığımız 2023’ün önemli belirsizlikler içerdiğini de düşünüyoruz. Yakın dönem fiyat oynaklığı riskinin göz ardı edilmemesi koşuluyla olası geri çekilmelerin alım fırsatı olarak görülmesi görüşündeyiz.

Risksiz getiri beklentisi %21. Şirket model güncellemelerimizde risksiz getiri beklentisini %21 olarak aldık. Buna göre %5,5 düzeyindeki hisse senedi risk primi ile BIST için öngördüğümüz öz kaynak maliyeti %26,5 düzeyinde bulunuyor. DİBS yatırımcı kompozisyonunun son dönemdeki değişimi dikkate alındığında 10 yıl vadeli tahvilin %11,7 civarındaki getirisinin, risksiz getiri beklentisini yansıtmakta yetersiz olduğu görüşündeyiz. Bunun yerine, risksiz getiri oranını CDS ile tahvil getirisinin uzun dönemli ilişkisine bakarak mevcut 500-550 bandındaki CDS oranı için %21 civarında öngördük.

Deprem sonrası etkiler ve yaklaşan seçimler gündemi belirliyor. 6 Şubat’ta yaşadığımız deprem felaketi kuşkusuz son yüzyıl da ulusça başımıza gelen en büyük felaketlerden biri. Bunu birlikte aşacağımıza gönülden inanıyoruz. Diğer yandan depremin makro dengeler üzerinde etkileri olacağı da bir sır değil. Farklı çalışmalar, Türkiye’nin ilk etapta depremden etkilenen şehirlerin yeniden inşası için 2023’ten başlayarak 60-80 milyar dolar düzeyinde bir bütçeye ihtiyaç duyacağını gösteriyor. Bu durumun, enflasyonu arttırıcı ve bütçe dengelerini bozucu etkileri olabilir. Gündemin diğer önemli konusu Mayıs 2023’deki cumhurbaşkanlığı ve parlamento seçimleri. Buna ek olarak, 2024 yılı ortasındaki belediye seçimlerinin de yatırım ortamını ne ölçüde etkileyeceği önemli bir husus. Yoğun gündem içerisinde son olarak ülke genelinde hüküm süren kuraklığın 2023’te öne çıkacağını düşünüyoruz.

Banka dışı şirketlerin kârları muhtemelen enflasyona paralel artacak. Şirketler açısından hedef paylaşmanın zor olduğu bir dönemden geçiyoruz. Ancak model güncellemelerimiz, Ereğli, Tüpraş ve THY hariç banka dışı şirketler tarafında, 2023’tte ciro artışının %60 ile ortalama enflasyonun üzerinde, FAVÖK ve net kâr artışının (2022’de çoğunlukla duran varlıkların ÜFE’ye göre yeniden değerlemesinin getirdiği ertelenmiş vergi gelirine göre düzeltildiğinde) %50 ile enflasyon ortalamasına yakın olacağını ortaya koyuyor. 2023’tte bankaların net kârının ise yıllık bazda ortalama %21 gerilemesini bekliyoruz.

Küresel dinamikler kârları olumsuz etkiliyor. Banka dışı şirket kârlarında önemli bir faktör, 2022’de üretici enflasyonuna göre güncellenen varlık değerlemelerinin getirdiği ertelenmiş vergi katkısı oldu. Bu etki hariç tutulduğunda araştırma kapsamındaki otuz beş banka dışı şirket için ortalama net kâr artışını %20 düzeyinde hesaplıyoruz. Operasyonel tarafta pandemi sonrası normalleşmeye geçiş ile birlikte emtia arz/talep koşullarındaki normalleşmenin Ereğli ve Tüpraş’ın, kargo fiyatlarındaki normalleşmenin de THY’nin 2023 ciro ve kârlarında güçlü sonuçlar elde edilen önceki yıla oranla ivme kaybına neden olacağını tahmin ediyoruz. Toplam kar katkısı yüksek olan bu şirketleri denklemden çıkardığımızda, banka dışı şirketlerde enflasyona paralel %50 düzeyinde bir net kâr artışı bekliyoruz.

Yurtiçi tüketime dönük şirketler ve hizmet sektörü öne çıkacak. 2022’de hane halkı tüketimi büyümenin motoru oldu. Özel tüketimin bu ivmeyi 2023’tde korumasını bekliyoruz. İstihdamın zorluklara rağmen makul düzeyde tutulması, asgari ücret artışı, özel sektör ücret ayarlamaları ve uygun kredi koşulları ile iç tüketim ve tüketici güveninin ilk yarıda güçlü kalacağını öngörüyoruz. Ana ihracat pazarımız olan Avrupa’da talep koşullarının son aylarda dip seviyelerden toparlanması Türkiye açısından olumlu. Bununla birlikte, yurtiçi maliyetlerin (kur nedeniyle) birim ihracat fiyatlarının üzerinde artması, ucuzlayan küresel tedarik maliyetlerinin coğrafi rekabet avantajımızı azaltması ihracatçı şirket kârları üzerinde baskılanmaya yol açacaktır. İhracatçı sektörlerde ikinci yarının daha olumlu olabileceğini düşünüyoruz.

Strateji: Dalgalı piyasada yol almak...

Yılsonu kârlarında düşüş beklentisine rağmen bankalarda ilk çeyrek güçlü görünüyor. Özel sektör bankalarında net kâr, 2021'de provizyon yükünün hafiflemesiyle %100 ve 2022'de TÜFE tahvillerin enflasyon getirisi ve genişleyen açılan getiri makasıyla %300 düzeyinde arttı. Kamu bankaları kârları ise daha dalgalı bir seyir gösterdi. 2023'te ise, geçtiğimiz yılın son çeyreğinden itibaren belirgin artış gösteren mevduat maliyetleri, baskılanan kredi getirileri ve düşük sabit getirili devlet tahvillerinin portföyler içerisinde artan ağırlığı nedeniyle, kârların ortalama %18 düşmesini ve öz kaynak kârlılık oranının özel bankalarda %50'lerden %30'lara ve kamu bankalarında %30'lardan %10-15 aralığına gelmesini bekliyoruz. Bununla birlikte bankalar, BDDK Ocak ayı verilerinin de ortaya koyduğu üzere, yılın ilk çeyreğinde güçlü sonuçlar elde ettikleri 2022'nin son çeyreğine yakın kârlar açıklayabilir.

Gıda/içecek, perakende, havacılık ve bankalar yılın ilk yarısında daha çok öne çıkıyor. 2023'ün ilk yarısı için en çok beğendiğimiz sektörler arasında gıda/içecek ve gıda/gıda dışı perakendecilik var. THY'nin kârında düşüşe rağmen havacılık sektörü de beğendiğimiz sektörler arasında yer alıyor. Ayrıca, iskontolu çarpanları ve nispeten güçlü ilk çeyrek beklentileri nedeniyle bankaları da bu listeye ekleyebiliriz. Diğer taraftan demir/çelik, ve petrokimya sektörlerinde küresel döngüsellüğün baskısıyla kârların düşeceğini ve otomotiv sektöründe de kâr artışlarının enflasyonunun altında kalacağını tahmin ediyoruz.

Çarpan bazında yurtdışına kıyasla ucuz kalan sektörler. BIST-100 Ocak ayını %10 ekside kapatarak, MSCI-GOÜ endeksinin %8 ve S&P500 %6 getirisinden negatif ayrılmıştı. Deprem ardından BIST-100, ilk aydaki kayıplarını bir miktar telafi etti. Yurtdışı taraf ise Ocak ayı getirilerini büyük ölçüde geri verdi. Rapor tarihi itibarıyla BIST-100 YBG dolar bazında %7 gerileme gösterirken MSCI-GOÜ %1 ve SP500 %2 artış gösterdi. BIST'in Şubat ayı performansında kuşkusuz emeklilik fonu alımları, şirket geri alımları ve Türkiye Varlık Fonu etkili oldu. Ancak BIST çarpan bazında, özellikle banka, gıda/gıda-dışı perakende, mobilya, sağlık, IT, cam ve telekom sektörlerinde gelişmekte olan ülkelere göre cazip F/K ve FD/FAVÖK iskontosuna sahip. Öte yandan, otomotiv, demir/çelik, dayanıklı tüketim, petrokimya ve altın madencilik sektörlerinde çarpanlar gelişmekte olan ülke ortalamalarına yakın görünüyor.

Daha seçici olma zamanı. Başta da belirttiğimiz gibi önümüzdeki ayların, BIST'de dalgalı geçmesini bekliyoruz. BIST-100'de önceki yıl sağlanan dolar bazında %100'ü aşan bir getiri gerçekçi görünmüyor. Ayrıca, BIST, bir süredir yatırımcı açısından tek alternatif değil. Artan TL mevduat faizleri, döviz korumalı mevduatta faiz tavanının kaldırılması, özellikle enflasyonda bir miktar gerileme ile birlikte artık daha cazip görünüyor. Deprem sonrası özel emeklilik fonlarındaki asgari hisse payının %10'dan %30'a çıkarılması, hızlanan şirket hisse geri alım programları ve Türkiye Varlık Fonu desteği özellikle Şubat'ın ikinci yarısında BIST'e önemli katkı sağladı. Ancak, geçen yılı kayıpla kapatan yurtdışı hisse senedi ve emtia piyasalarının da yatırımcılar açısından bu yıl daha büyük fırsatlar sunabileceğini düşünüyoruz.

Modellerimizde faydalandığımız makro varsayımlarımız (i) 2022'teki güçlü %5,3 reel büyümenin ardından yurtdışı pazarlardaki zayıflamaya ve iç piyasanın ikinci yarıda bir miktar ivme kaybetmesine bağlı olarak 2023'te daha mütevazı %4,1 düzeyinde büyümesi; **(ii)** 2022 sonunda %64,3 seviyesine gerileyen yıllık Tüketici Fiyat Endeksi artışının 2023 sonunda %44'e doğru geri çekilmesi ve yıl ortalamasının %48 seviyesinde kalması; **(iii)** Kur Korumalı Mevduata faiz sınırının kaldırılması ve diğer TL mevduat hesaplarındaki eğilimin devamıyla ortalama TL mevduat faizinin yılbaşına göre 500 baz puan artması, kredi faizlerinde yılın ikinci yarısında mevduat faizinin üzerinde dengelenmesi; **(iv)** 2022'de GSYİH'nin %6'sına yaklaşan cari açığın güçlü turizm gelirleri, enerji ve sanayi emtialarındaki fiyat baskılarının hafiflemesi ile GSYİH içindeki payının 1 puan düşmesi **(v)** cari denge ve finansman kaynaklı baskının bir miktar hafiflemesiyle birlikte dolar/TL kurunun sınırlı yukarı dengelenmesi.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyadır.

Strateji: Hisse Öneri Listesi – Koç Holding ve Logo Yazılım eklendi

Bu raporla birlikte Koç Holding ve Logo'yu hisse önerileri listesine ekleyip portföy dağılımını yeniden düzenliyoruz.

Koç Holding'i, cazip değerlemesi ve NAD iskontosuyla beraber son dönemde Tofaş ve Arçelik gibi iştiraklerle ilgili olumlu gelişmeler sebebiyle model portföyümüze ekliyoruz. Koç Holding mevcut Net Aktif Değeri'ne göre %36 iskantoda işlem görürken, son 2 yıllık ve 5 yıllık ortalama iskanto sırasıyla %32 ve %19 seviyelerindedir.

Logo Yazılım'ı ise büyüme potansiyeli, güçlü nakit yaratma kapasitesi, ürün gamı ve gelir modeli çeşitliliği ve cazip değerlendirme tavsiye listemize dahil ediyoruz.

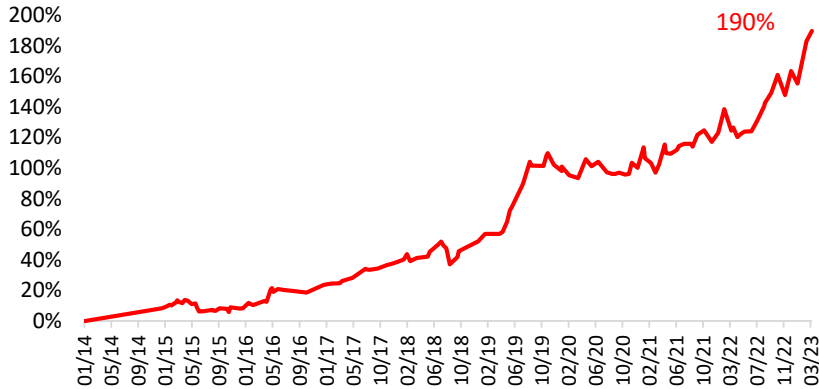
Hisse öneri listemiz 16 Şubat'taki son değişiklikten itibaren %7,0 getiri sağlayarak aynı dönemdeki BIST-100 toplam getiri endeksini %2,4 geçti. 2022 yılı getirimiz %261 ile BIST-100 getirisini %18 yenerken YBG'de %4,5 getiri sağlayarak BIST-100 toplam getiri endeksini %10 geçmeyi başardık.

Hisse Öneri Listesi Seçimleri

	12 aylık Fiyat hedefi	Getiri Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
Arçelik	175.00	35%	8%
BİM	240.00	74%	9%
İndeks B.	28.00	50%	7%
Koç Holding	134.00	66%	7%
Lokman Hekim	41.00	71%	7%
Logo Yazılım	100.60	58%	7%
Mavi	183.00	69%	11%
Pegasus	840.00	74%	8%
TAV	137.00	71%	8%
Tupras	745.00	34%	9%
Yapı Kredi B.	16.90	52%	10%
Yataş	60.00	55%	9%

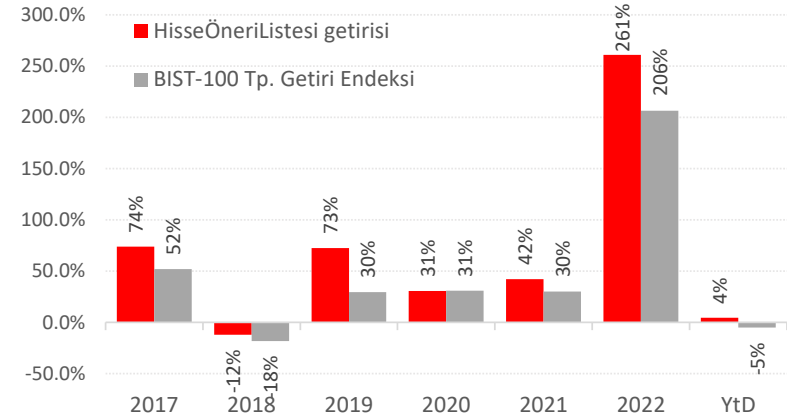
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Hisse Öneri Listesi tarihsel rel. getirisi (BIST-100 top. get. end. göre)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Hisse Öneri Listesi yıllık getirileri



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Strateji: Temel Varsayımlar

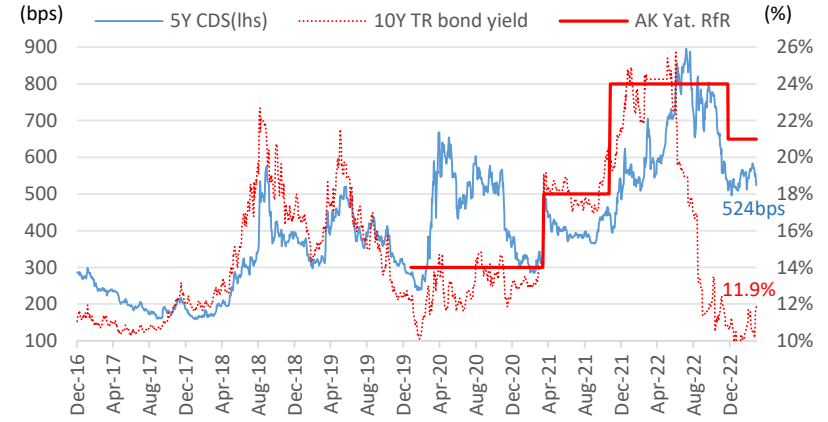
Şirket modelleri için temel varsayımlar

	2021	2022	2023T	2024T	2025T
GSYİH (milyar dolar)	807	906	934	1,000	1,051
GSYİH yıllık artış (reel)	11.4	5.3	4.1	5.5	5.0
Dış Tic. Dengesi (milyar dolar)	-46	-110	-109	-90	-93
Cari Denge (milyar dolar)	-14	-49	-44	-19	-17
Sene sonu TÜFE artışı (%)	36.1	64.3	43.7	28.1	18.0
Yıllık ort. TÜFE artışı (%)	19.6	72.0	47.8	33.7	23.1
Sene sonu Dolar / TL	13.0	18.6	22.7	24.7	26.5
Yıllık ort. Dolar / TL	9.0	16.5	21.2	23.8	25.7
3ay kısa vd. TL mev. faizi (s. sonu) (%)	20.8	24.2	33.0	25.0	17.0
Ort. TL mev. faizi (sene sonu) (%)	19.6	18.6	26.0	21.0	16.0
Ort. TL ticari kredi faizi (%)	22.0	13.3	36.5	26.8	17.5

* Faiz oranları TCMB'nin yayınladığı piyasa ort. faiz serisine göre tahmin edildi

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

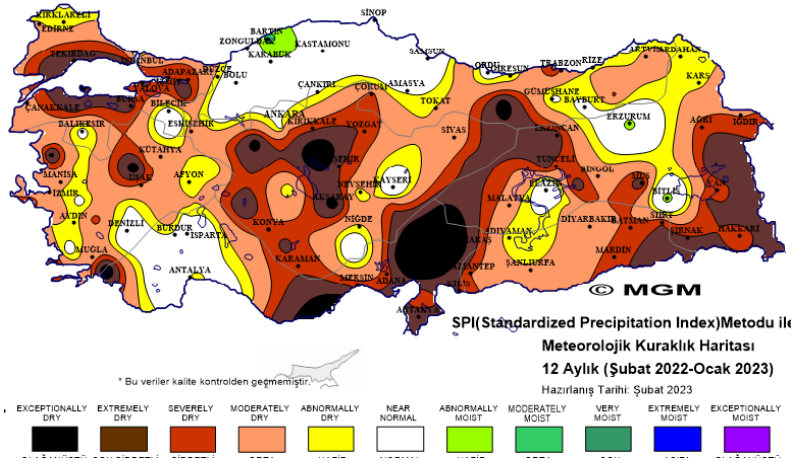
Risksiz getiri oranı varsayımı / CDS ve 10 yıllık tahvil faizi gelişimi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

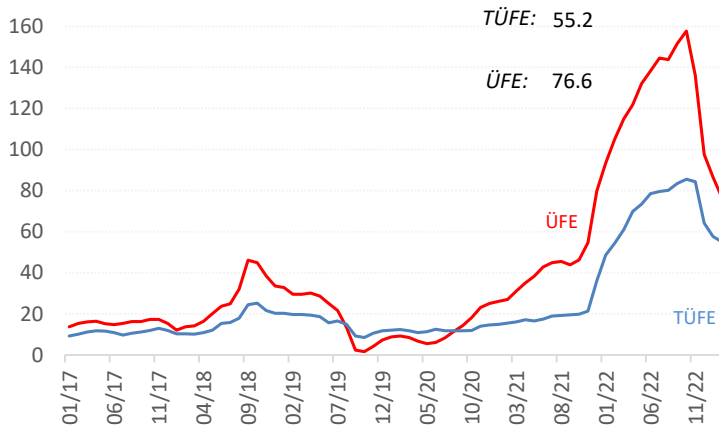
Strateji: Enflasyonda Görünüm

Yağış miktarına dayalı Türkiye kuraklık haritası (son bir yıl)



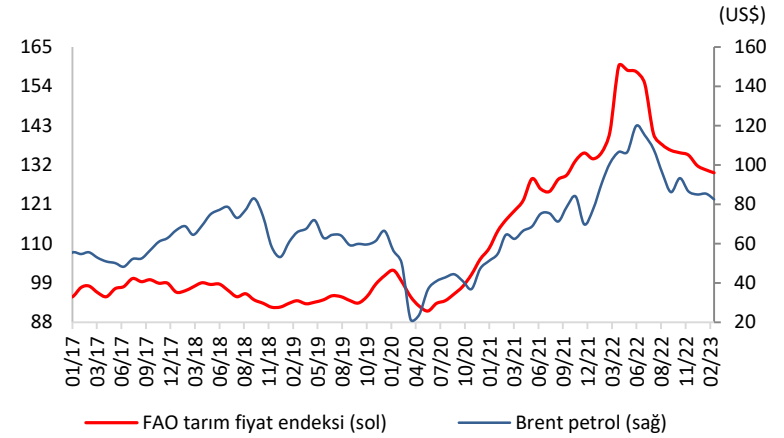
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Meteoroloji Genel Müdürlüğü

TÜFE ve ÜFE enflasyonu



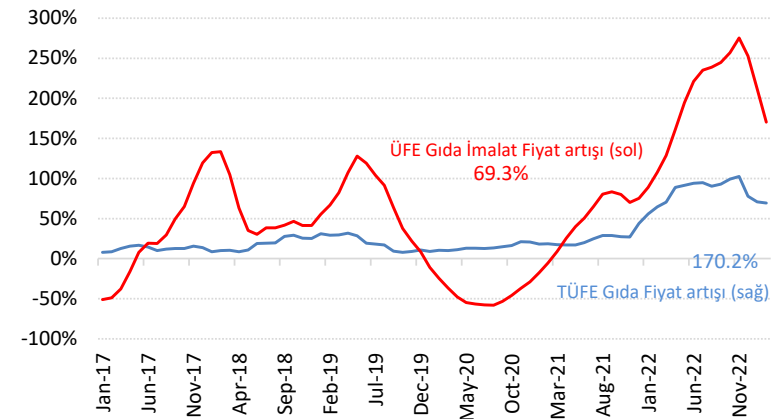
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

Küresel gıda ve enerji fiyatları



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

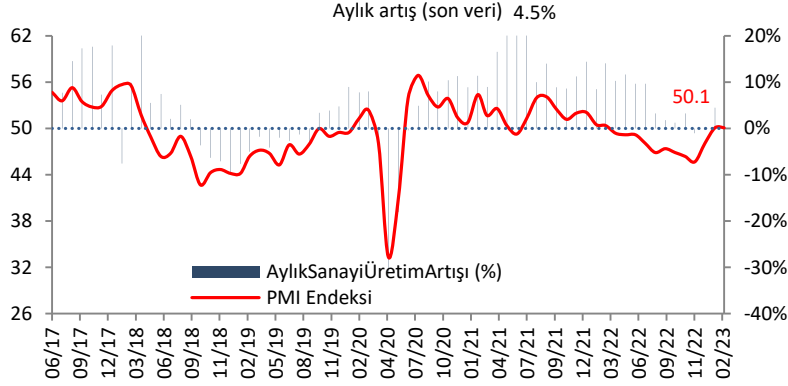
Yurtiçi gıda fiyat artışları



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

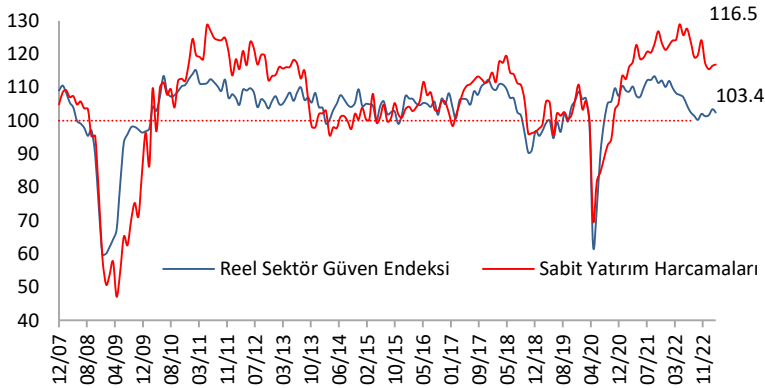
Strateji: Öncü Büyüme Göstergeleri

PMI Endeksi ve Aylık Sanayi Üretimi



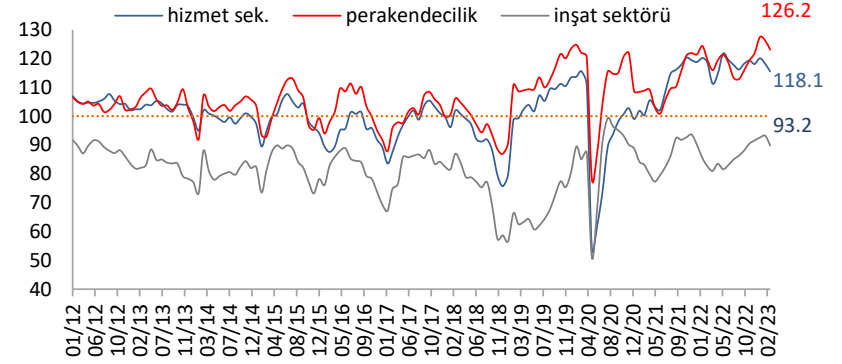
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

Reel Sektör Güven Endeksi



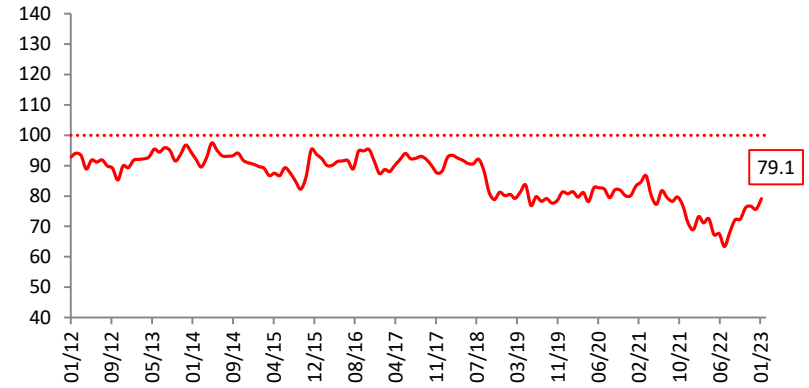
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

Sektörel Güven Endeksleri



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

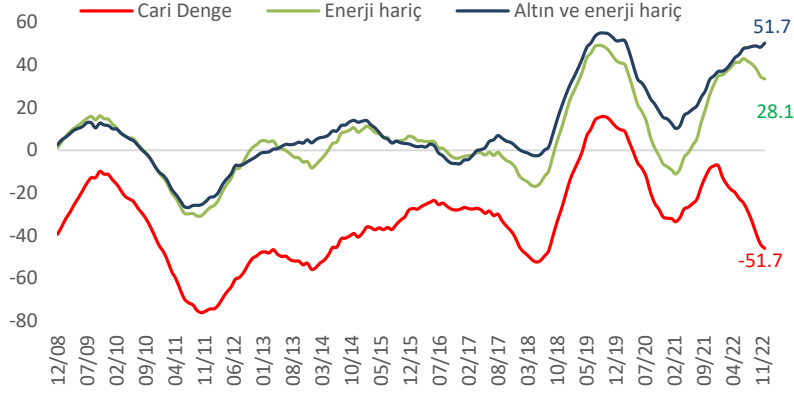
Tüketici Güven Endeksi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

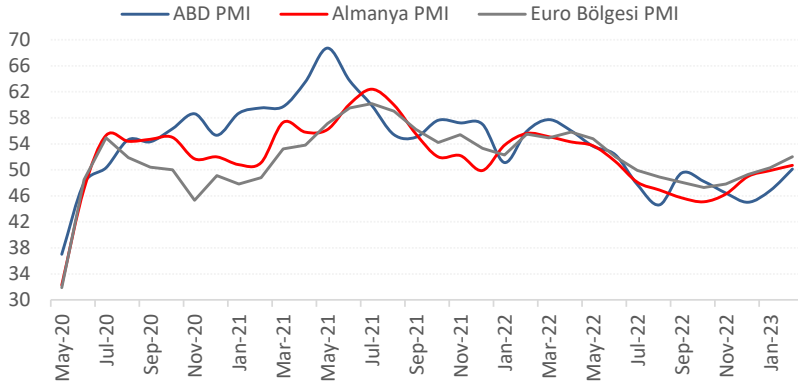
Strateji: Cari Denge Göstergeleri

Cari Dengenin Gelişimi (milyar dolar) son 12 ay birikimli



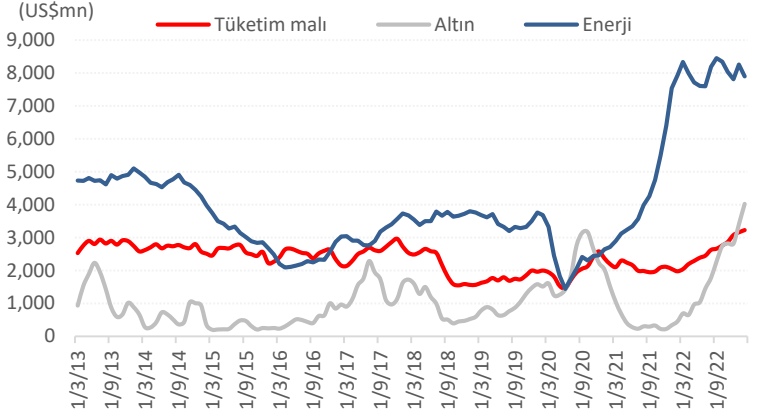
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

Ana ihracat pazarlarında PMI göstergeleri



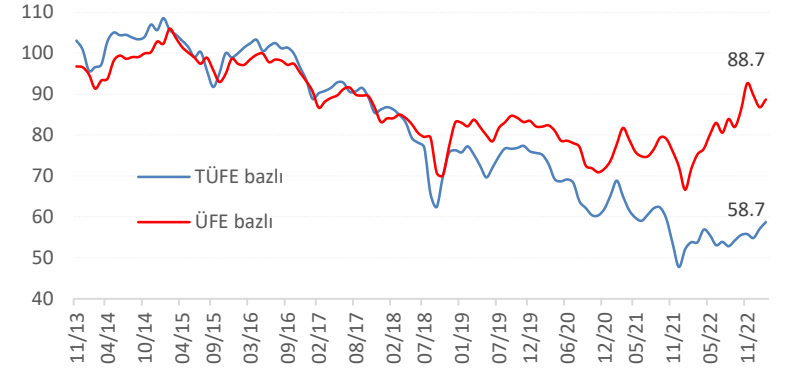
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

Aylık ithalat, ürün grubu bazında (üç aylık ort.)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

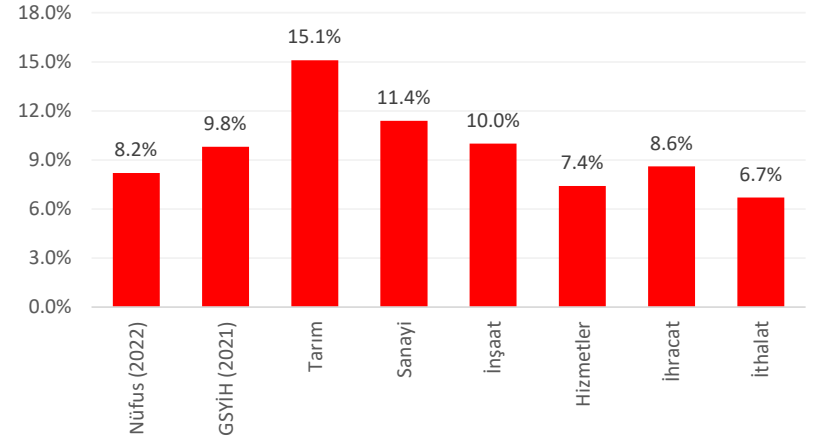
Strateji: Deprem Etkileri

6 Şubat Maraş Depreminden Etkilenen Şehirler



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, AFAD

Depremden Etkilenen Bölgelerin Demografik/Ekonomik Ağırlığı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

Araştırma Kapsamı Hedef Fiyat Değişiklikleri

Şirket Kodu	PD <i>(Milyon TL)</i>	HEDEF FİYAT		ÖNERİ		Getiri Potansiyeli <i>(%)</i>	HESAPLANAN ÇARPANLAR			
		Yeni <i>(TL/pay)</i>	Eski <i>(TL/pay)</i>	Yeni	Eski		F/K		FD/FAVÖK <i>(Bankalar için PD/DD)</i>	
							2023T <i>(x)</i>	2024T <i>(x)</i>	2023T <i>(x)</i>	2024T <i>(x)</i>
Banka										
ALBRK	6.825	2,80	2,00	N	N	3%	4,3	3,5	0,7	0,6
GARAN	110.544	38,30	29,80	E.Ü.	N	46%	2,4	1,9	0,6	0,5
HALKB	55.356	10,50	7,00	E.A.	E.A.	-6%	6,2	3,2	0,6	0,6
ISCTR	143.700	18,90	11,20	E.Ü.	N	32%	2,2	2,0	0,6	0,5
TSKB	12.152	6,30	3,50	E.Ü.	N	45%	2,3	1,8	0,7	0,5
VAKBN	67.558	9,70	8,00	N	N	2%	6,9	4,6	0,6	0,5
YKBK	94.016	16,90	11,50	E.Ü.	E.Ü.	52%	2,3	1,8	0,6	0,5
Banka dışı (1/2)										
AEFES	37.007	98,40	66,00	E.Ü.	E.Ü.	57%	5,0	4,2	3,4	2,6
ARCLK	87.372	175,00	154,00	E.Ü.	E.Ü.	35%	18,1	11,1	6,1	5,0
ASELS	132.126	70,60	n.a.	N	n.a.	22%	8,8	8,3	9,3	7,2
AYGAZ	16.639	108,00	n.a.	E.Ü.	n.a.	43%	5,2	6,9	13,9	5,6
BIMAS	83.672	240,00	195,00	E.Ü.	E.Ü.	74%	7,1	4,6	4,8	3,4
BIZIM	1.842	43,50	35,00	E.Ü.	N	42%	10,5	7,9	1,2	0,6
CCOLA	53.036	325,00	240,00	E.Ü.	E.Ü.	56%	6,1	4,5	3,6	2,6
DOAS	28.490	235,00	235,00	E.Ü.	E.Ü.	81%	3,1	4,2	1,9	2,8
EREGL	138.740	37,87	n.a.	E.A.	n.a.	-4%	10,2	8,9	5,5	4,8
FROTO	204.230	690,00	545,00	N	E.Ü.	19%	6,8	6,0	7,9	6,7
INDES	4.180	28,00	n.a.	E.Ü.	E.Ü.	50%	5,2	4,5	1,7	1,1
KCHOL	204.393	134,00	n.a.	E.Ü.	n.a.	66%	3,2	3,0	2,6	2,2
KLKIM	6.751	75,50	75,50	E.Ü.	E.Ü.	29%	8,6	6,4	8,3	5,1
KRDMD	15.901	24,20	n.a.	N	n.a.	19%	8,5	5,3	4,0	3,2

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet *E.Ü.: Endeks Üzeri Getiri, N: Nötr, E.A.: Endeks Altı Getiri

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Araştırma Kapsamı Hedef Fiyat Değişiklikleri

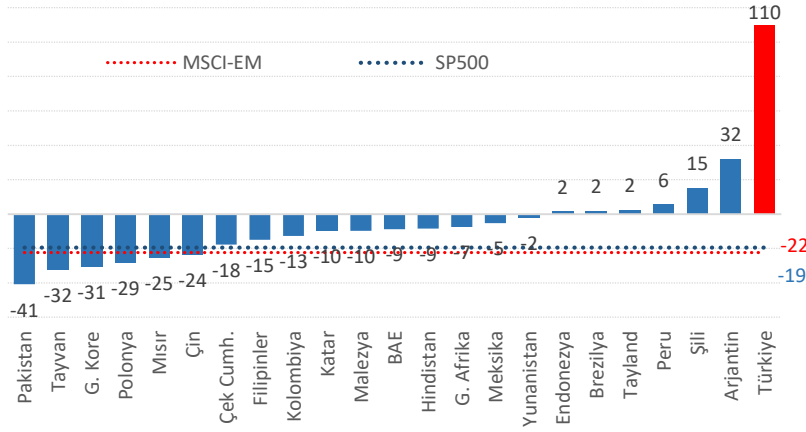
Şirket Kodu	PD <i>(Milyon TL)</i>	HEDEF FİYAT		ÖNERİ		Getiri Potansiyeli <i>(%)</i>	HESAPLANAN ÇARPANLAR			
		Yeni <i>(TL/pay)</i>	Eski <i>(TL/pay)</i>	Yeni	Eski		F/K		FD/FAVÖK <i>(Bankalar için PD/DD)</i>	
							2023T <i>(x)</i>	2024T <i>(x)</i>	2023T <i>(x)</i>	2024T <i>(x)</i>
Banka dışı (2/2)										
KOZAL	67.253	18,90	18,90	E.A.	N	-10%	12,0	10,3	11,8	9,3
KRVGD	5.544	31,00	31,00	E.Ü.	E.Ü.	34%	9,1	6,6	7,0	5,0
LKMNH	863	41,00	41,00	E.Ü.	E.Ü.	71%	4,9	5,0	4,0	2,9
LOGO	6.375	100,60	n.a.	E.Ü.	n.a.	58%	7,7	6,2	5,9	3,4
MAVI	10.726	183,00	175,00	E.Ü.	E.Ü.	69%	4,8	3,8	2,2	1,5
MGROS	29.403	255,00	178,00	E.Ü.	E.Ü.	57%	8,5	5,5	2,5	1,4
MPARK	16.529	129,00	116,50	E.Ü.	E.Ü.	62%	7,2	5,3	4,7	3,0
PETKM	40.018	15,40	n.a.	E.A.	n.a.	-2%	13,4	8,6	18,2	11,5
PGSUS	49.472	840,00	815,00	E.Ü.	E.Ü.	74%	4,1	6,2	4,3	4,9
SELEC	22.667	40,40	39,50	N	N	11%	9,0	7,3	6,5	5,2
SISE	142.194	59,50	44,70	E.Ü.	E.Ü.	28%	6,5	4,9	6,3	4,6
TAVHL	29.026	137,00	135,00	E.Ü.	E.Ü.	71%	9,7	6,2	7,7	5,9
TCELL	75.240	46,60	46,60	E.Ü.	N	36%	10,5	5,2	3,2	2,3
THYAO	182.574	193,00	180,00	E.Ü.	E.Ü.	46%	4,5	5,8	4,7	4,3
TKFEN	14.622	47,50	44,50	N	E.Ü.	20%	4,7	3,9	3,6	2,9
TOASO	95.000	260,00	202,00	E.Ü.	E.Ü.	37%	10,7	7,6	8,0	5,9
TTRAK	28.697	685,00	660,00	N	N	27%	6,8	6,8	5,2	4,6
TUPRS	152.822	745,00	672,00	E.Ü.	E.Ü.	34%	4,2	7,6	2,3	4,1
ULKER	12.326	52,00	29,50	E.Ü.	N	44%	8,0	4,6	4,4	3,5
VESBE	19.120	17,00	12,60	E.Ü.	E.Ü.	42%	8,5	5,7	5,1	3,8
YATAS	5.791	60,00	60,00	E.Ü.	E.Ü.	55%	6,3	4,1	4,4	3,0

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet *E.Ü.: Endeks Üzeri Getiri, N: Nötr, E.A.: Endeks Altı Getiri

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

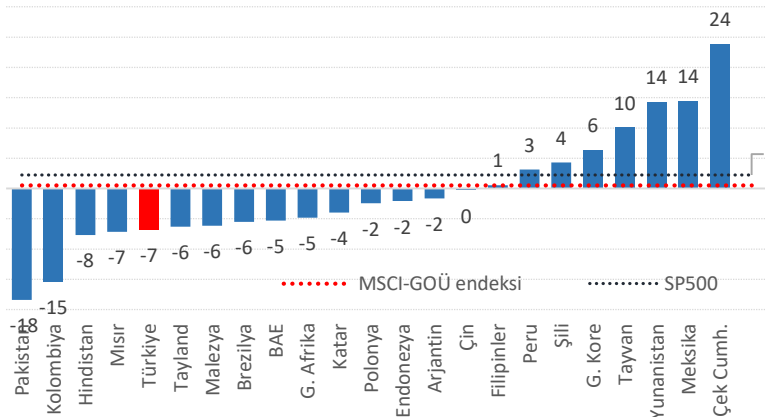
Strateji: BIST getirisi GOÜ arasında 2022’de en yüksek, YBG en düşük

BIST-100 getirisi 2022’de rakiplerinin çok üzerindeydi



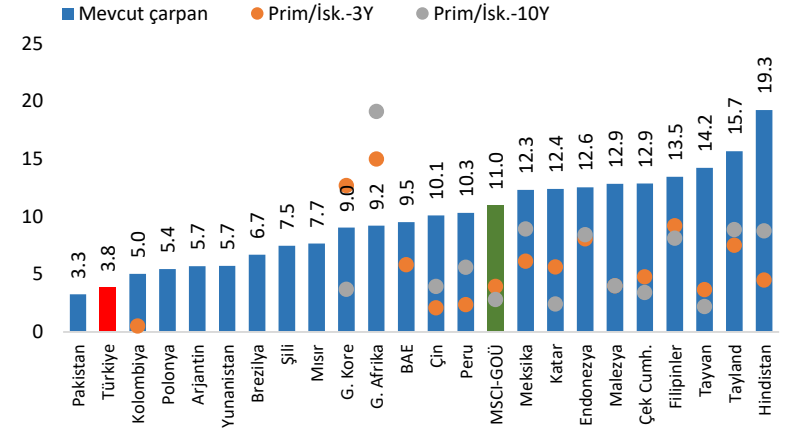
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

Ancak BIST Ocak ayında belirgin olumsuz ayrıştı



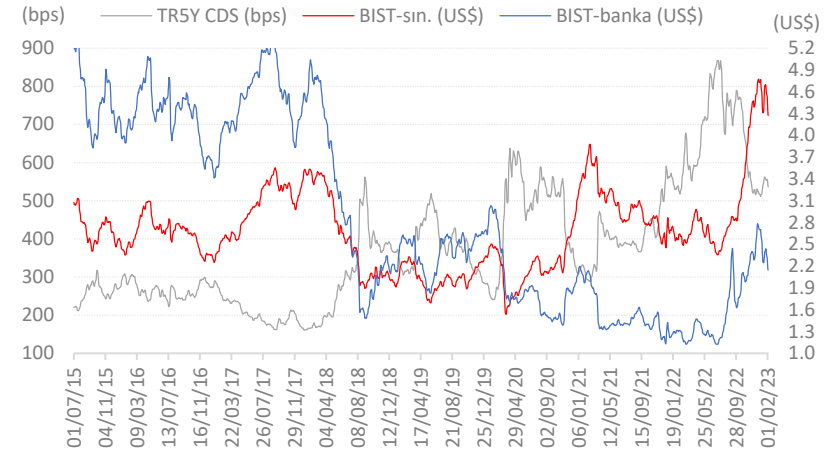
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST’in derinleşen F/Kiskontosu özellikle bankalardan kaynaklanıyor



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

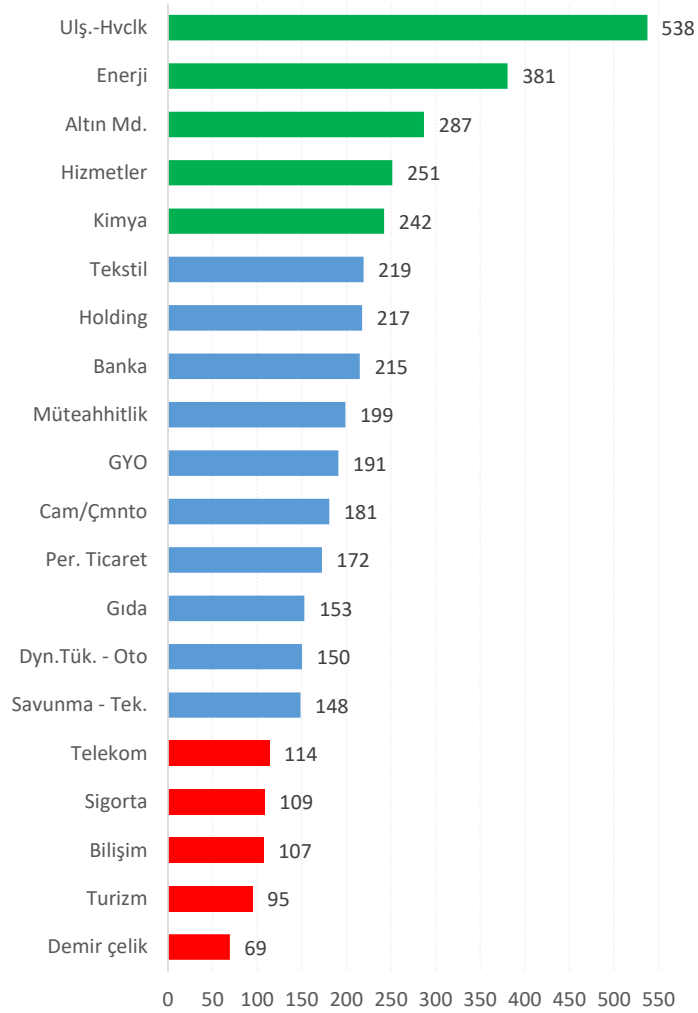
Türkiye CDS’i ve GOÜ ortalama CDS’i (baz puan)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

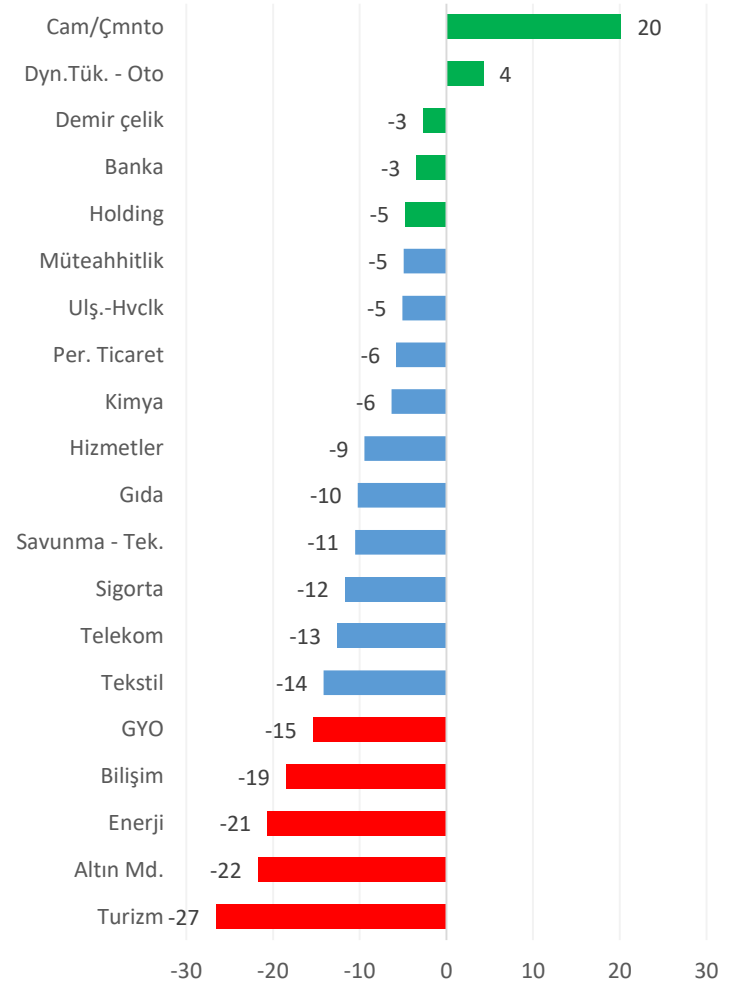
Strateji: Sektör bazlı BIST endeks getirileri

2022 yılı getirileri (TL bazlı)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

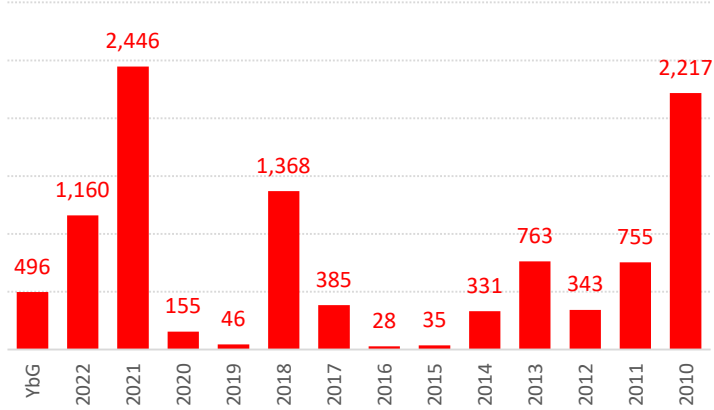
YBG getiriler (TL bazlı)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

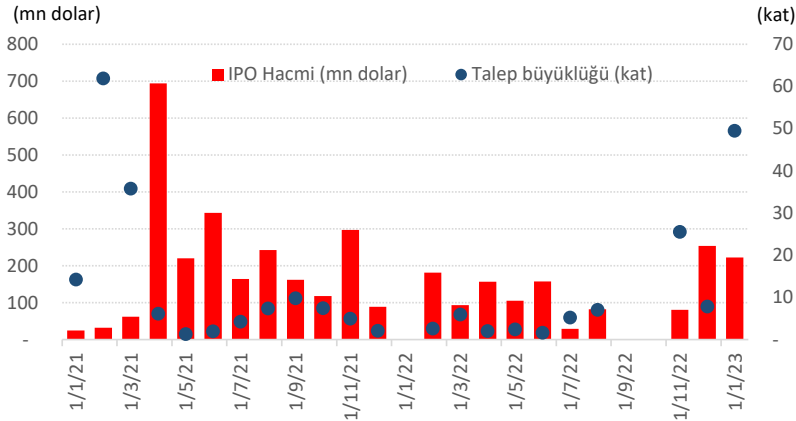
Strateji: Halka arzlar, ortak satışları, BIST'te açılan hesap sayıları

Yıllar itibarıyla halka arzlar (mn dolar)



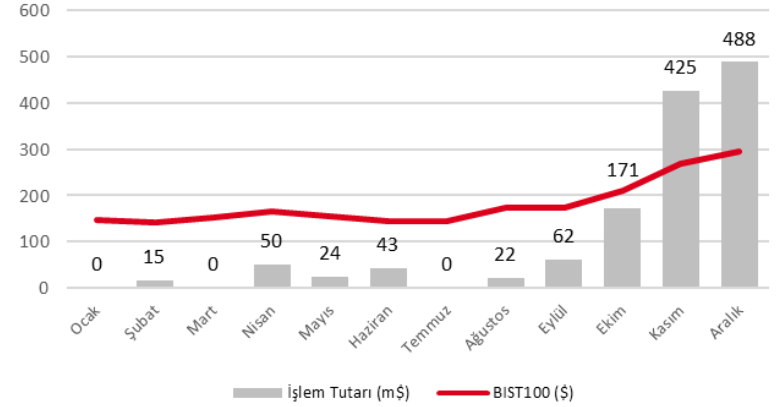
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, KAP

Aylık bazda halka arz (mn dolar) ve talep büyüklüğü (kat)



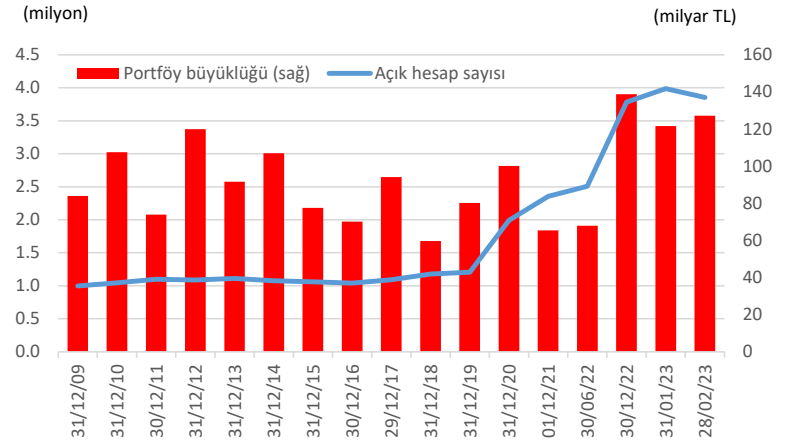
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, KAP

Aylık bazda ortak pay satışları (milyon dolar)



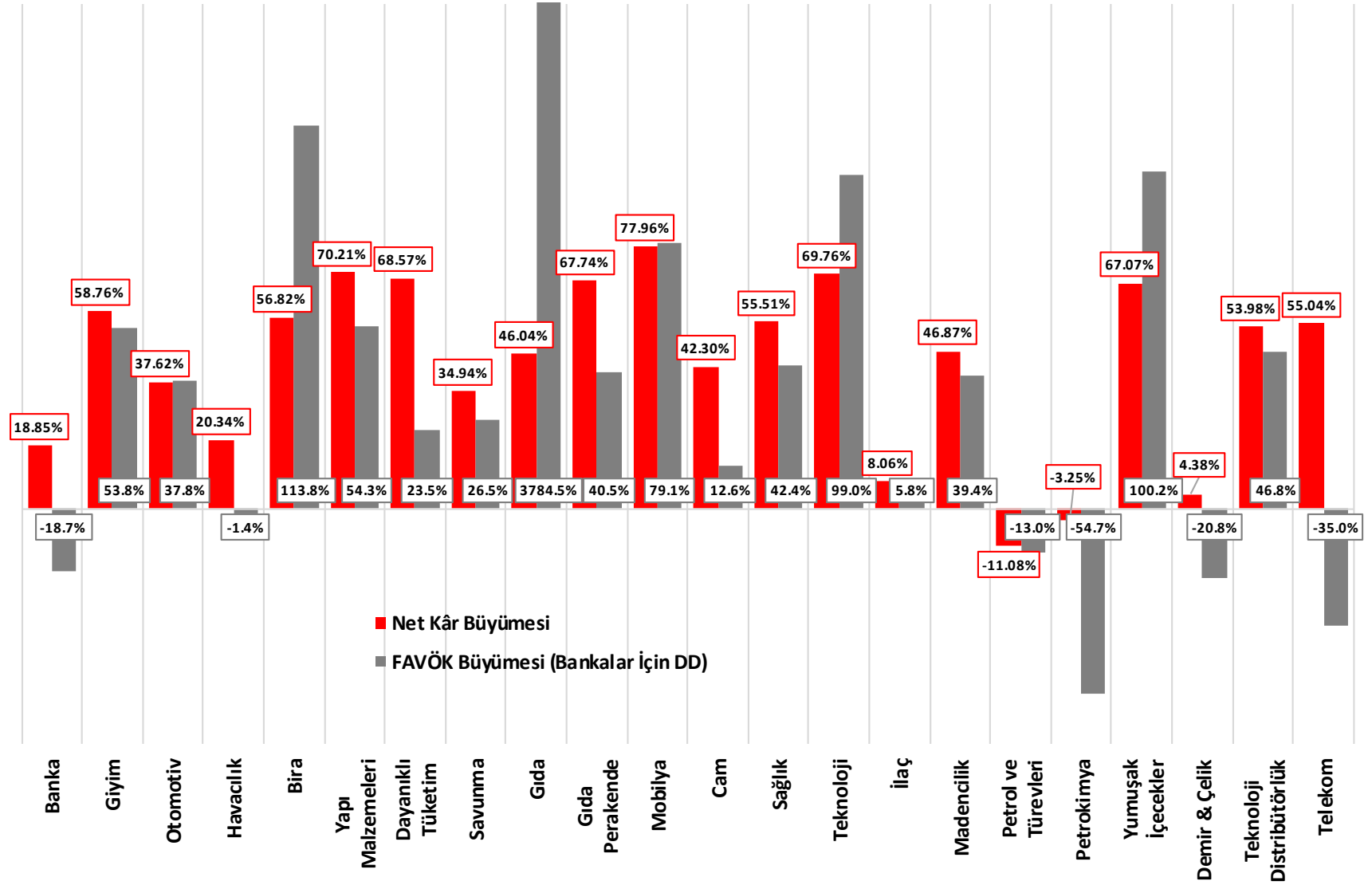
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, KAP

BIST açık hesap sayısı ve toplam portföy büyüklüğü



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, MKK

Strateji: Sektörel Net Kar ve FAVÖK Büyüme Tahminlerimiz

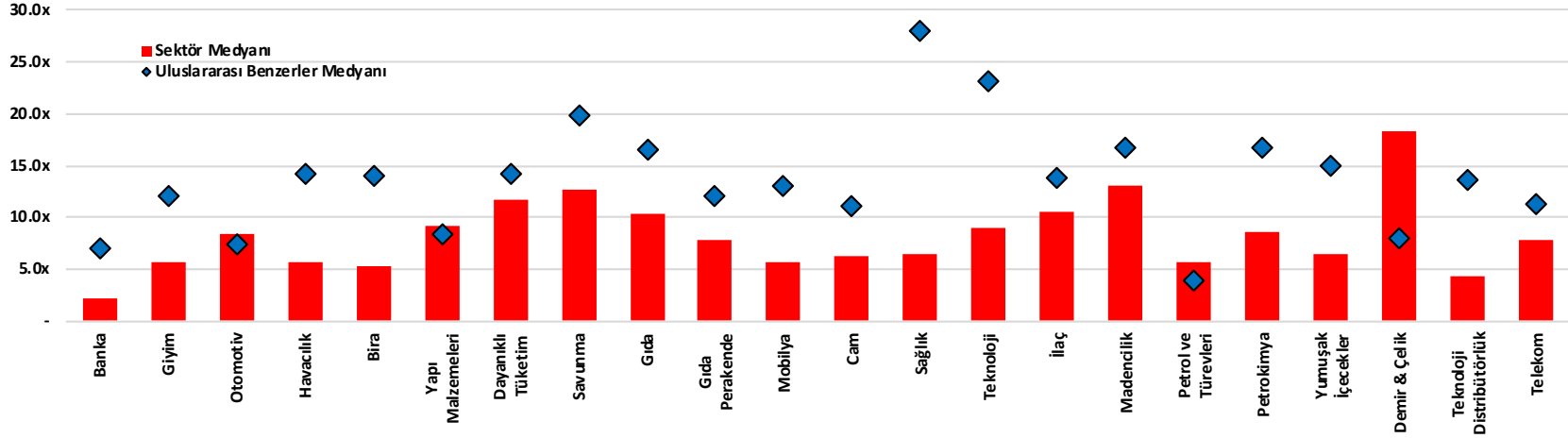


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

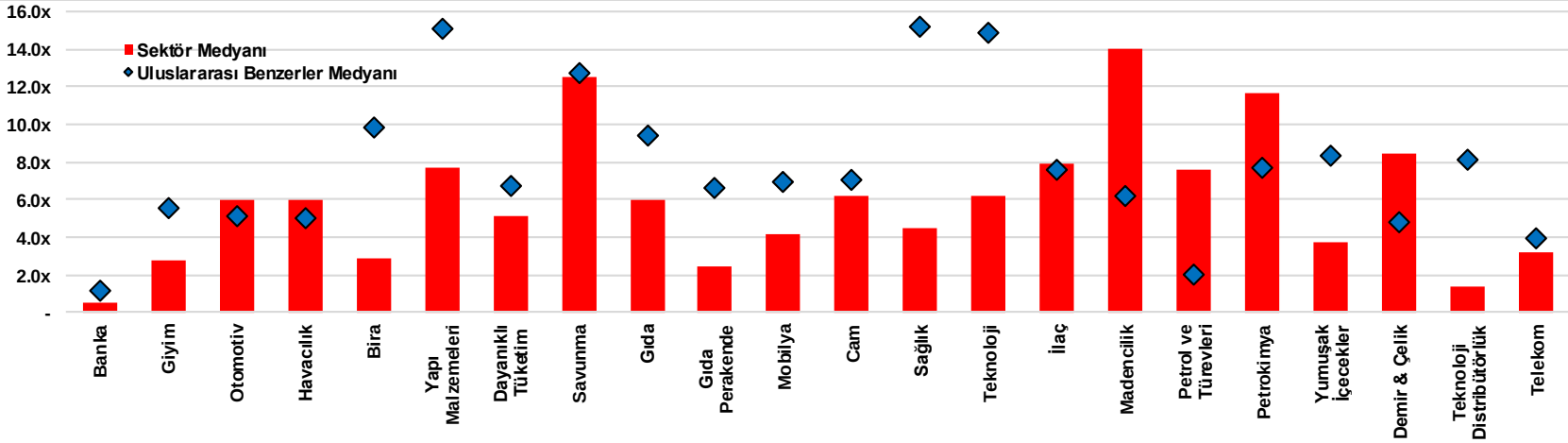
Sektörel Medyan Çarpan Tahminlerimiz ve Uluslararası Benzer Medyanları

2023T F/K



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

2023T FD/FAVÖK (Bankalar için PD/DD)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Gerİ Alınan Paylar – BIST100

Gerİ Alınan Paylar									
No	Ticker	Gerİ Alınan Pay Adedi (mn)	Satın Alınan Pay Değeri (TRYmn)	Gerİ Alınan Paylardan Satış Adedi (mn)	Satışlar Sonrası Kalan Pay Adedi (mn)	Toplam Ödenmiş Sermaye (mn)	Kalan Paylar / Toplam Paylar (%)	Son Kapanış Fiyatı (TL)	Kalan Payların Piyasa Değeri (TRYmn)
		a.d.	14.283	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	36.171
1	ARCLK	69	3.098	0	69	676	10,19%	134,50	9.264
2	ENKAI	146	2.378	9	138	6.022	2,28%	33,20	4.567
3	SAHOL	89	2.012	41	48	2.040	2,34%	44,74	2.137
4	SISE	107	1.762	50	57	3.063	1,87%	47,34	2.713
5	HALKB	291	880	0	291	4.969	5,86%	12,03	3.502
6	BIMAS	10	731	0	10	607	1,66%	141,60	1.428
7	ISCTR	289	530	0	289	10.000	2,89%	14,56	4.206
8	EKGYO	168	527	12	156	3.800	4,11%	8,09	1.264
9	VAKBN	103	358	0	103	7.111	1,45%	10,12	1.041
10	ALARK	4	326	0	4	435	0,83%	82,10	296
11	KOZAL	12	263	0	12	3.203	0,37%	20,72	249
12	NTHOL	n.a.	236	0	n.a.	564	n.a.	11,43	n.a.
13	TURSG	26	232	0	26	1.162	2,23%	10,40	270
14	DOAS	22	215	1	21	220	9,77%	132,00	2.836
15	TCELL	18	214	0	18	2.200	0,81%	35,16	629
16	THYAO	1	153	0	1	1.380	0,08%	138,70	153
17	KONTR	0	67	0	0	200	0,24%	156,30	74
18	AYDEM	6	61	6	1	705	0,09%	17,01	11
19	DOHOL	24	60	0	24	2.617	0,91%	10,33	245
20	ALGYO	3	41	0	3	64	4,84%	68,45	213
21	GSDHO	100	40	0	100	1.000	10,00%	3,25	325
22	BRYAT	1	24	0	1	28	2,38%	909,00	608
23	PSGYO	3	20	0	3	1.064	0,29%	7,11	22
24	KCHOL	1	19	0	1	2.536	0,04%	86,20	77
25	SKBNK	7	17	0	7	1.860	0,38%	2,61	18
26	TTKOM	1	10	0	1	3.500	0,01%	19,30	10
27	BIOEN	0	4	0	0	500	0,06%	17,42	5
28	SASA	3	2	3	0	2.240	0,00%	111,40	0
29	SMRTG	0	2	0	0	306	0,01%	84,50	2
30	SNGYO	135	1	133	2	1.500	0,13%	3,34	7
31	AKBNK	0	0	0	0	5.200	0,00%	19,52	0
32	AKSA	0	0	0	0	324	0,00%	82,05	0
33	EREGL	0	0	0	0	3.500	0,00%	40,76	0
34	TAVHL	2	0	2	0	363	0,00%	81,80	0
35	YKBNK	0	0	0	0	8.447	0,00%	11,86	0

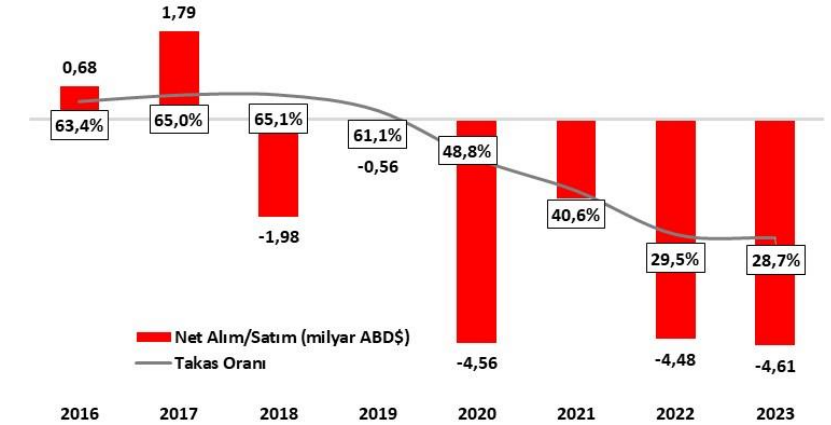
Kaynak: Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

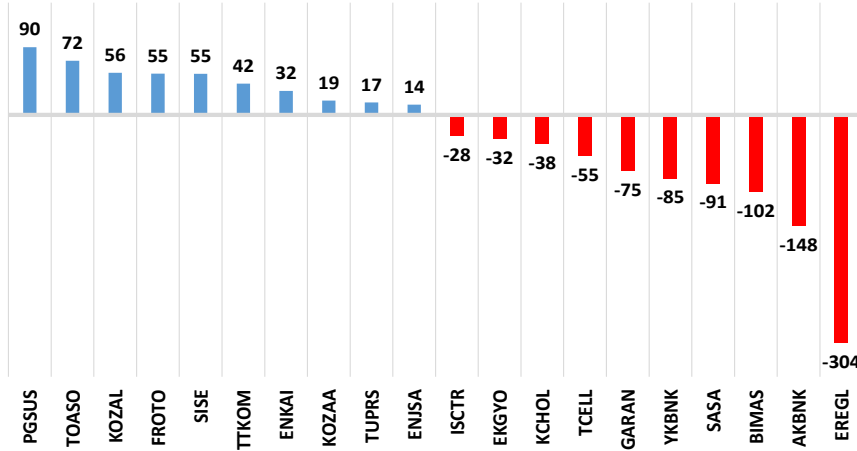
- Yurt dışı yerleşikler 2023 yılının şimdiye kadarki bölümünde net satıcı konumunu koruyor... Net alım/satım tutarı 2023 yılının ilk iki ayı için nette 608 milyon ABD\$ net yabancı satışı gerçekleştiğini gösteriyor.
- Satış Aralık 2022'de tepe yaptı... 2022'nin son ayında 1,01 milyar ABD\$ net satış gerçekleşti. Bu tutar 2022 yılı toplam net satışının %22,5'ine tekabül ediyor. Yurt dışı yerleşikler 2022 yılının 10 ayında da net satıcıydı.
- 2023'ün ilk iki ayı itibarıyla, yurt dışı yerleşikler tarafından en çok alınan hisseler **Pegasus** (90 milyon ABD\$), **Tofaş** (72 milyon ABD\$), **Koza** (56 milyon ABD\$), **Ford Otosan** (55 milyon ABD\$) ve **Şişecam** (55 milyon ABD\$) oldu.
- 2023'ün ilk iki ayı itibarıyla, yurt dışı yerleşikler tarafından en çok satılan hisseler ise **Erdemir** (304 milyon ABD\$), **Akbank** (148 milyon ABD\$), **Bim** (102 milyon ABD\$), **Sasa** (91 milyon ABD\$) ve **Yapı kredi Bankası** (85 milyon ABD\$) idi.
- Yurt dışı yerleşiklerin takas oranı tarihi düşük seviyelerde... Yurt dışı yerleşiklerin takas oranındaki payı 2021 yılında %40,6 iken Şubat 2023'te %28,7'ye kadar geriledi.

Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, S12A



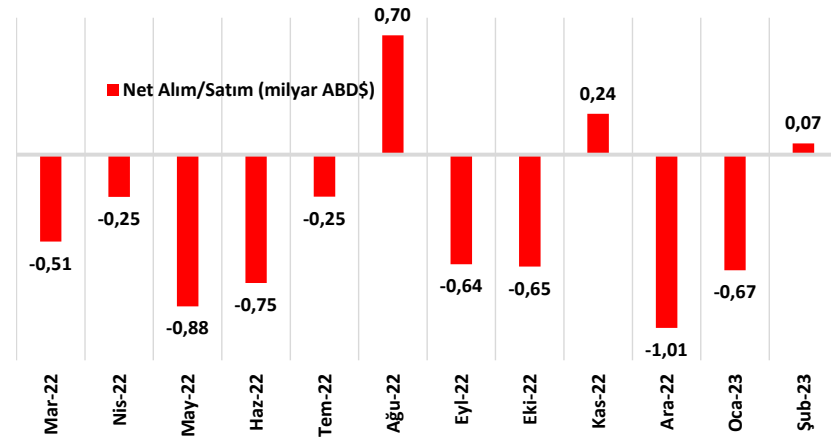
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

2022'de En Çok Alınan ve En Çok Satılan İlk 10 Hisse



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

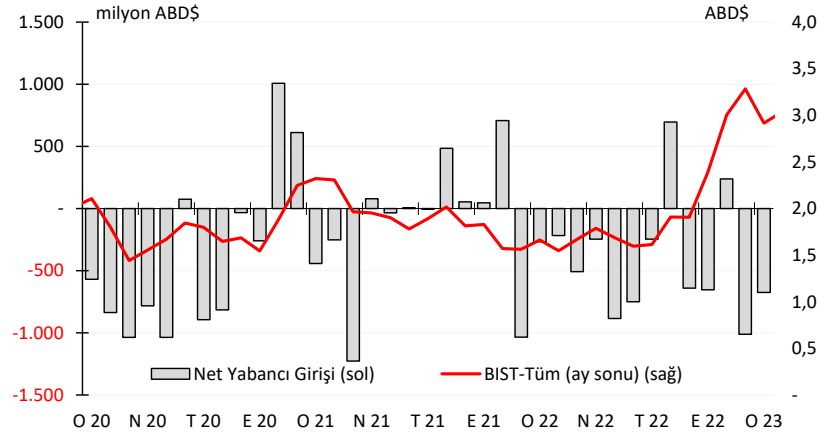
Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, Aylık



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

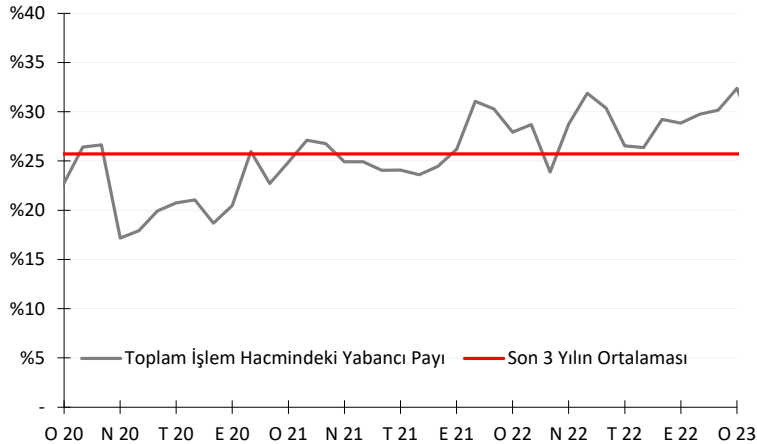
Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

Net Yurt Dışı Yerleşik Girişi ve BIST-TÜM



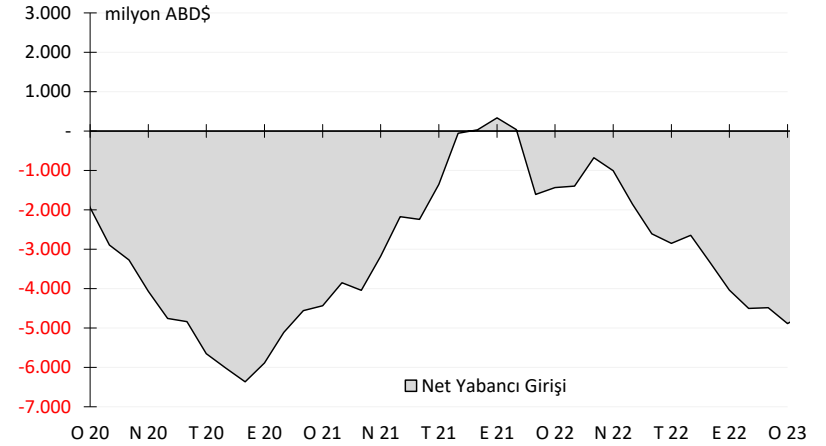
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Yurt Dışı Yerleşiklerin Toplam İşlem Hacmindeki Payı



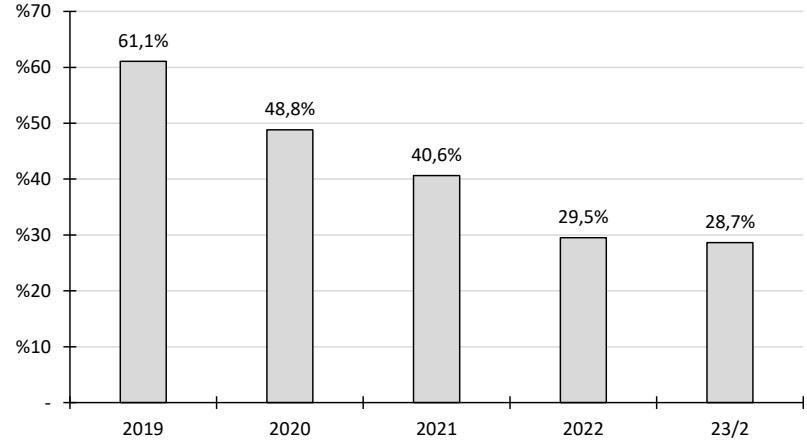
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, S12A



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Yabancı Takas Oranı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Yurtdışı Piyasalar – 2022’de varlık fiyatlamaları

Geride bıraktığımız yılın küresel piyasalarda öne çıkan konuları şunlardı:

Rusya – Ukrayna Savaşı:

Rusya'nın Şubat ayında Ukrayna'yı işgali, tedarik zincirlerinde ve hammadde fiyatlarında önemli sorunlara neden oldu: Önemli bir enerji tedarikçisi olan Rusya'ya yönelik Batı yaptırımları, enerji ve temel hammadde fiyatlarını yükseltti. Her iki ülkenin de küresel tarım ticaretindeki ağırlığı nedeniyle gıda fiyatları da arttı.

Küresel Enflasyon:

FED'in 2021'in son aylarında ABD enflasyonunun geçici olmadığını kabul etmesinin ardından, savaşın da etkisiyle ABD yıllık TÜFE artışı, 2022'de son 40 yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Enflasyondaki sıçrama kritik para politikası kararlarını da beraberinde getirdi. Ancak 2022'nin son aylarından itibaren TÜFE'de zirvenin geride kalmış olabileceği fikri güçleniyor. Piyasalar şimdi enflasyonun ne kadar hızlı düşebileceğini tartışıyor.

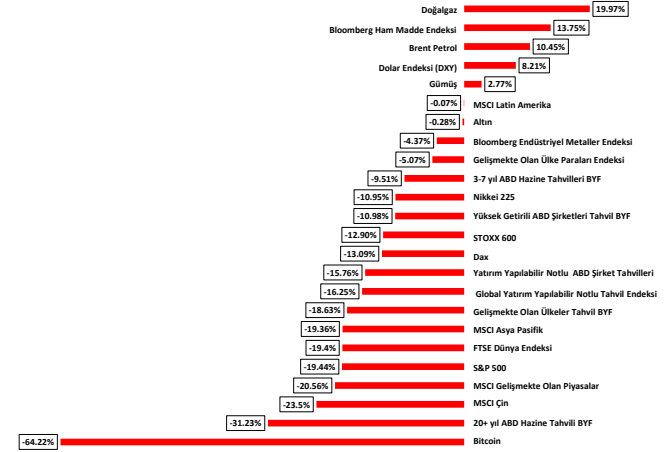
Parasal sıkılaşma adımları:

2022’de küresel ölçekte iki yüz altmışın üzerinde faiz artışı yaşanırken sadece on beş faiz indirimi yapıldı. Fed 1980’lerden beri en hızlı sıkılaşma sürecine girdi. Bu durum dolar endeksini yukarı taşıırken hisse senedi ve tahvil piyasalarının yılı kayıpla tamamlamasına neden oldu. Tarihsel olarak 2022 S&P 500 endeksi ve ABD 10 yıllık tahvil fiyatının aynı anda gerilediği beşinci yıl oldu. FED sıkılaşma sürecinde hızın momentumunu belirlerken Avrupa ve İngiltere merkez bankaları da hızı arttırmada FED’i takip etti.

Sıfır Kovid Politikasından Dönüş:

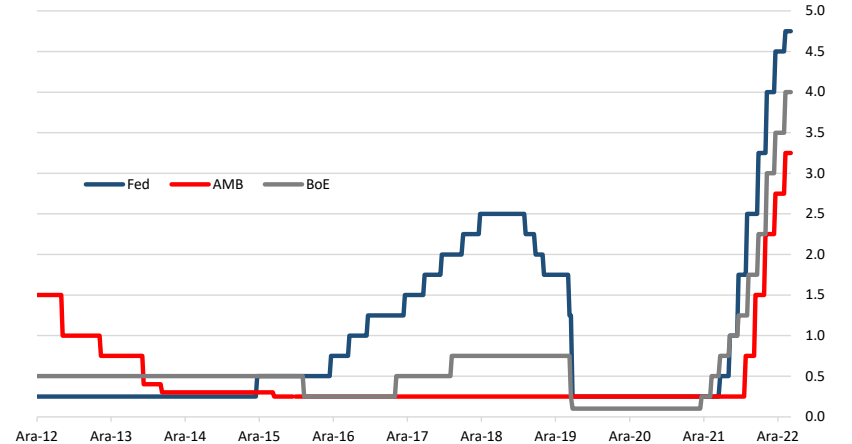
Çin’in 2022’nin son aylarına kadar ısrarla Sıfır Kovid politikası uygulaması Çin hisse senetleri başta olmak üzere gelişmekte olan piyasa endeksleri üzerinde negatif etki yarattı. 2022’nin son aylarında gevşetilen 0-Kovid politikası sürecinin tamamen geride bırakılıp bırakılmayacağı 2023 için varlık fiyatlamalarında etkili olacak.

Global Piyasalar Çoklu Varlık Getirileri (31.12.2021 - 30.12.2022)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Global Merkez Bankalarının Politika Faizleri



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yurtdışı Piyasalar – Gıda fiyatları üzerindeki baskılar yumuşuyor

Rusya – Ukrayna Savaşı 2022’de gıda enflasyonunu şiddetlendirdi. Savaş nedeniyle tarımsal ürünler, enerji maliyetleri ve gübre fiyatlarının artması Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Organizasyonu (FAO) Gıda Endeksinin yıl içinde rekor seviyeye çıkmasına neden oldu.

Her geçen gün varlığını daha şiddetli hissettiren küresel ısınma, ekili alanlar üzerinde büyük bir olumsuz etkiye sahip ve yapısal olarak gıda fiyatlarını yukarı yönlü etkilemeye devam ediyor.

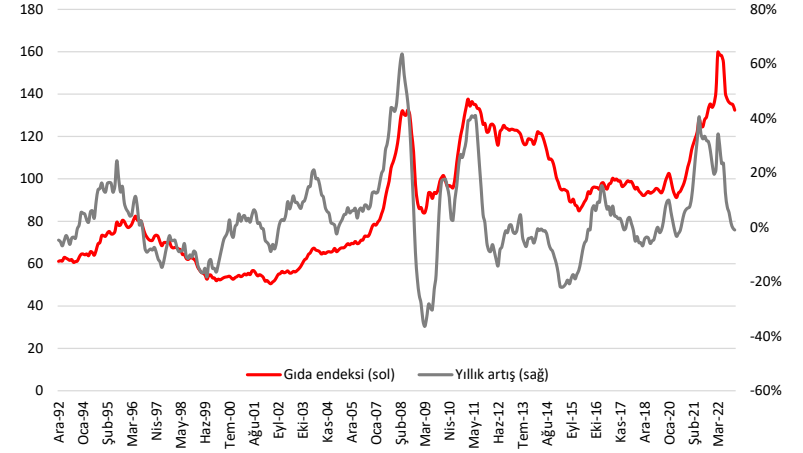
Rusya - Ukrayna Savaşı sürecinde gıda krizinde yaşanan derinleşmeye karşı Türkiye’nin arabuluculuğuna gerçekleşen tahıl anlaşmaları gıda fiyatları endeksinde yıllık artış hızının tekrar 2019 seviyelerine dönmesinde önemli rol oynadı.

Gıda sektörüne ilişkin olarak IMF tarafından yapılan bir analiz, küresel bazda ekilebilir arazilerde %1’lik bir düşüşün, fiyatlarda %8,5’lik bir artışa; FED’in 100 baz puanlık politika faiz artışının bir çeyrek gecikmeyle fiyatlarda %13 gerilemeye; gübre fiyatlarındaki %1’lik artışın fiyatlarda %0,45 artışa ve, petrol fiyatlarındaki %1’lik artışın fiyatlarda %0,2’lik artışa neden olduğunu tespit etti.

FED’in sıkılaştırıcı adımları ve resesyon riskleri arasında enerji fiyatlarındaki gerileme, 2023 gıda enflasyonu üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırıyor. Ancak IMF’ye göre küresel piyasalardan yerel perakende fiyatlarına geçiş bir yıl gecikmeli.

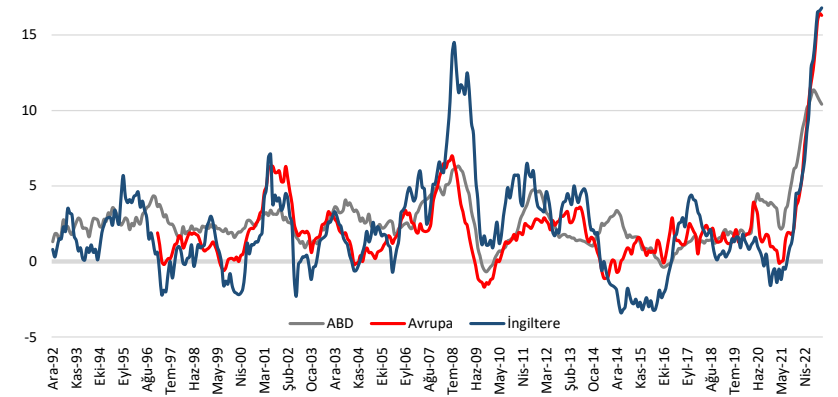
Hasat alanlarındaki yapısal sorunlar elbette devam ediyor. Ancak 2022’deki küresel sıkışma ve 2022’nin ikinci yarısından itibaren enerji fiyatlarındaki gevşeme, 2023’ün ikinci yarısında yerel perakende gıda fiyatlarındaki artış hızını kesecek gibi görünüyor.

Dünya Gıda Endeksi (FAO) ve Yıllık Artış Oranı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Gıda Enflasyonu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yurtdışı Piyasalar – FED’den sınırlı faiz artışı bekliyoruz

2022’de ABD 2 yıllık tahvil faizi %0,8’in altından %4,6’nın üstüne çıkarak 2007’den beri en yüksek seviyeye ve 10 yıllık tahvil faizi %1,5%’den %4,3’ün üstüne çıkarak 2008’den beri en yüksek seviyeye ulaştı.

Yılın son çeyreğinde Fed’in faiz artışlarında 75 baz puandan 50 baz puana geçmesiyle ABD tahvil faizleri düzeltme yaşadı: 2-10 yıllık faiz makası -80 baz puan ile 1980’lerden beri en negatif seviyeye ulaştı. Bu makasın bu kadar derin bir eksi seviyede olması 2023’te resesyon riskinin hafife alınmaması yönünde bir işaret.

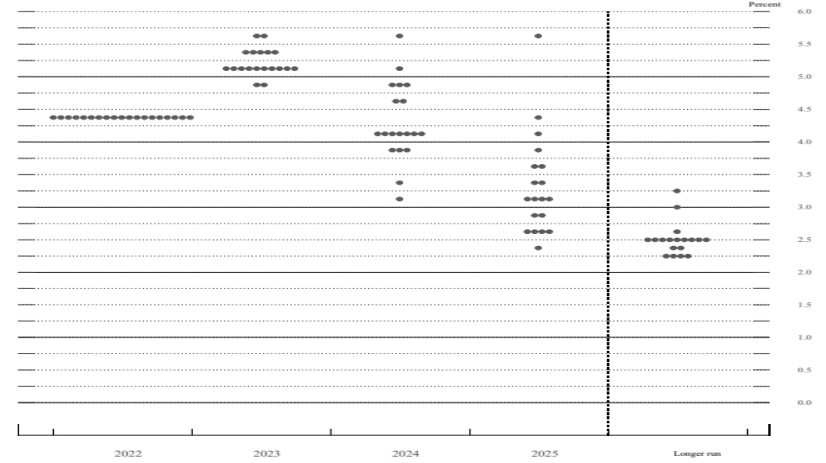
Faiz artışları ve bilanço küçültme ile iki koldan süren FED’in sıkılaşma döngüsü tahvil faizlerinde yaşanan yükseliş ve resesyon risklerinin artmasında etkili oldu. 1970’lerden bu yana önceki sıkılaşma döngülerinde faizde 500 baz puanlık bir artış ortalama olarak yaklaşık 20 ayda gerçekleşirken, bu son döngüde 9 ay gibi kısa bir sürede 425 baz puanlık artış yapıldı.

Aralık ayı Fed toplantısındaki 2023 yılı ekonomik projeksiyonlarında medyan politika faizi beklentisi 5.1% olarak karşımıza çıkarken, piyasa 2023 yılı ikinci yarısında artan resesyon riskleri nedeniyle faiz indirimi döngüsüne geçişi fiyatlıyor. 2023’ün ilk toplantısında faiz artış hızı 25 baz puana düşürüldü.

TÜFE enflasyonunda tavanın Ekim-Aralık döneminde gerçekleştiği görüşünün ve 2023’de resesyon riskleri nedeniyle istihdam piyasasının bozulabileceği endişelerinin güç kazanması nedeniyle politika faizinde tavanın %5’den çok uzaklaşmayacağı görüşünü taşıyoruz. %5.5 politika faizinde durma periyoduna geçileceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan 2023’te faiz indirim beklentisine girmek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz.

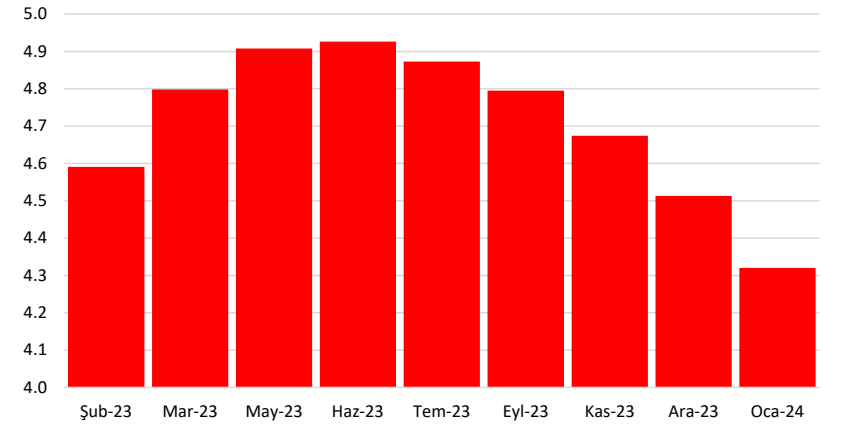
Özetle, ikinci çeyrekte politika faizinin tavan seviyeye yaklaşacağını ve yılın geri kalanında faiz indirimi olmamasına rağmen FED’in bilanço yönetimi yoluyla istihdam risklerini kontrol etmeye çalışacağını düşünüyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda ABD 10 yıllık tahvil faizinin bir daha %4,3’ün üzerine çıkmayabileceğini düşünüyoruz.

Aralık 2022 Nokta Grafiği



Kaynak: Federal Reserve

Fed Politika Faizi Piyasa Fiyatlaması



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yurtdışı Piyasalar – Avrupa’da 2023 görece iyi başladı

2022 yılında Avrupa’da ekonomik aktivite; yeniden açılma, tedarik zinciri baskılarının azalması ve global talebin yükselmesinin ihracat üzerindeki pozitif yansımaları beklentileri ile yıla olumlu bir başlangıç yapmıştı. Ancak Rusya-Ukrayna savaşı, Merkez Bankası faiz artışları, Çin büyümesinde yavaşlamanın ihracata olumsuz etkisi, enerji krizi ve tüketici & özel sektör güveninde gerileme yılın ilerleyen günlerinde tabloyu tersine çevirdi.

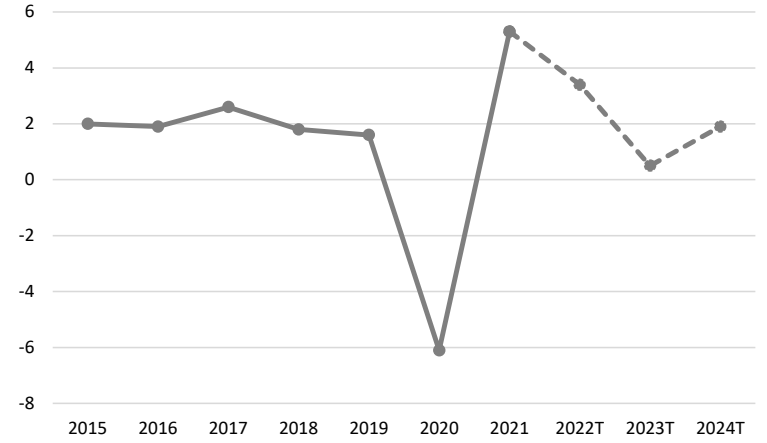
Avrupa Merkez Bankası (AMB)’nin Aralık ayı ekonomik beklentiler raporu üçüncü çeyrekte reel büyümede sert bir geri çekilmeye vurgu yapıyor. Rapor ikinci çeyrekteki %0,8’lik büyümenin ardından üçüncü çeyrek büyümesinin %0,3’e gerilemesine dikkat çekiyor ve 2022 sonundan itibaren kısa süreli ve hafif diye tabir ettiği bir resesyon beklentisi olduğunu vurguluyor. Ancak, öncü rakamlar AMB’nin tahmininden daha iyi bir son çeyrek büyümesine işaret ediyor. 1.9% son çeyrek büyümesi gerçekleşti. Doğal gaz fiyatlarında yaşanan sert geri çekilme pozitif ayrışmada etkili oldu.

IMF’nin Ekim ayında ve OECD’nin Kasım ayında yayınladığı analizlerde 2023 için Avrupa Bölgesi reel büyüme beklentisini 0.5% öngörülürken, Avrupa Komisyonu’nun Şubat 2023 raporunda 0.9% büyüme beklentisi var.

2023 için Avrupa tarafında üç önemli risk faktörü (i) Rusya – Ukrayna savaşının seyri, (ii) Rusya’nın Kuzey Akım 1 hattını Eylül başında kapaması ile derinleşen enerji krizinin seyri ve (iii) kıtanın ilk üç ihracat pazarındaki büyüme endişeleri oluşturuyor. AB’nin ihracatında 2021 rakamlarına göre ABD %18, İngiltere %13 ve Çin %10 paya sahip bulunuyor.

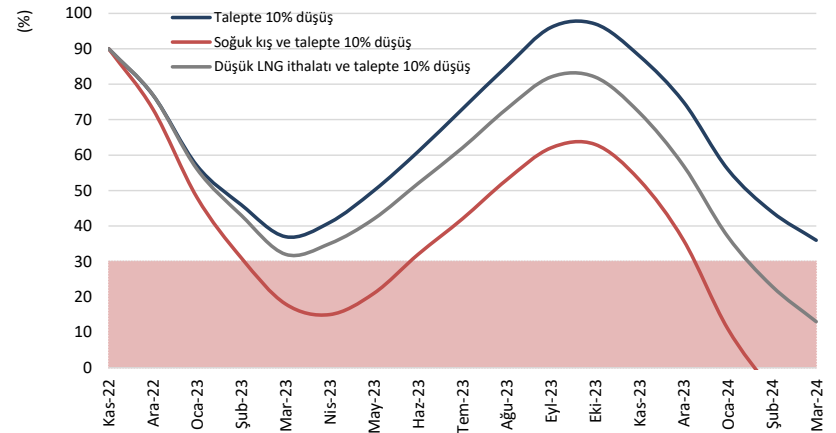
OECD tahminine göre Avrupa doğal gaz stokları talepte %10 azalma olması ve kış koşullarının sert geçmesi halinde 2023’ün ilk çeyreğinde kritik seviye kabul edilen %30 doluluk oranının altına inme riski taşıyordu. Ancak ılımlı hava koşulları 2023 ilk çeyrekte şimdilik stoklarda sert bir gerilemeyi engelledi. Çin ekonomisinde 2022 yılında yaşanan yavaşlamada Avrupa’nın LNG ithalatına pozitif etki etti. Ancak savaş devam ettiği sürece enerji konusundaki risklerin masadan tamamen kalktığını söylemek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. AMB’nin 2023’de rekor seviyeye yükseltmesini beklediğimiz politika faizinin etkileri ikinci yarı da büyüme üzerinde daha çok görülecek.

AMB Avrupa Büyümesi Tahmini



Kaynak: AMB

OECD Avrupa Doğal Gaz Stokları Değişim Tahmini



Kaynak: OECD

Yurtdışı Piyasalar – Petrol ve endüstriyel metalleri nispeten rahat görüyoruz

- Petrol ve endüstriyel metaller açısından 2022'nin ilk yarısı savaş ve ikinci yarısı ise artan resesyon riskleri ile geçti. Rusya-Ukrayna savaşı ile arz yönlü riskler Brent petrolü 130\$/varil sınırına kadar yükseltirken, Londra Metal Borsasında Bloomberg Endüstriyel Metaller endeksini oluşturan; bakır ve alüminyum tarihi yüksek, çinko 2006'dan beri en yüksek ve nikel 2008'den beri en yüksek fiyatlamaları gördü. Yılın ikinci yarısında ise artan global resesyon riskleri nedeniyle Brent petrol \$80 seviyesinin altına gerilerken endüstriyel metallerde Çin büyümesine dair riskler olumsuz tarafta fiyatlamalar üzerinde etkiliydi. Yeni yılın ilk aylarında endüstriyel metaller ve petrol fiyatları yatay seyreliyor.

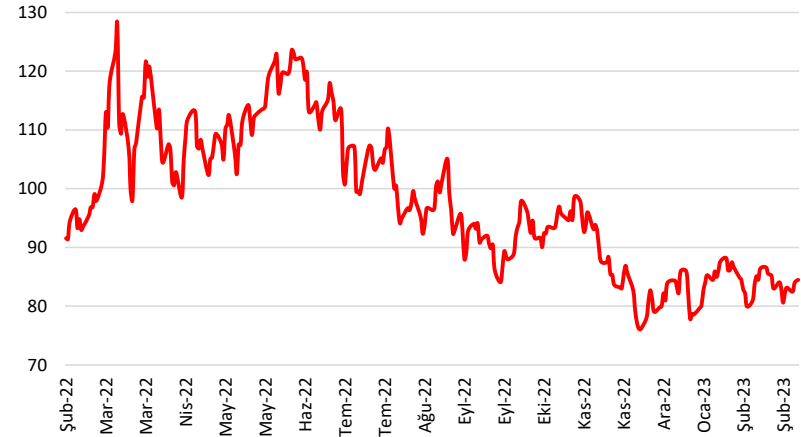
- ABD stratejik petrol rezervlerinin üçte ikisini (yaklaşık 200 milyon varil) 2022'de satarken OPEC+'dan istediği üretim artışını almakta zorlandı. ABD Enerji Bakanlığı Aralık ayında ülkenin WTI tipi ham petrol stratejik rezervlerinden \$96 ortalamaıyla satış yaptığını açıkladı.

- Politik tarafta ABD temsilciler meclisinde Cumhuriyetçilerin ağırlık kazanmasıyla Biden yönetimine 2023'de rezervlere alım yapma baskısı gelebilir. Uluslararası Enerji Ajansı Aralık ayında paylaştığı raporunda 2022 son çeyrekte global petrol talebinin günlük 100.8 milyon varil ve arzın 101.7 milyon varil olduğunu belirtirken Şubat 2023 raporunda ise Çin'in yeniden açılmasına vurgusu talep yönlü risklerin yılın ilk yarısı ile sınırlanmasına işaret. 2023 için savaş süreci ile G7 ülkelerinin Rusya'ya uyguladığı tavan fiyat arz yönlü riskleri oluşturacak.

- Bloomberg'e tahmin giren 10 global yatırım kuruluşunun 2023 sonu medyan Brent petrol tahmini ise 90 dolar düzeyinde bulunuyor. Risklerin belirsizliği nedeniyle petrolün 75-95 dolar bandında salınması bizce gerçekçi görünüyor.

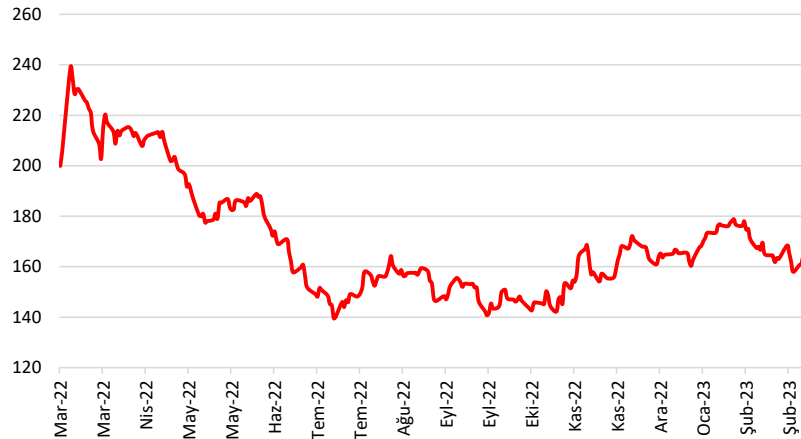
- Endüstriyel metallerde ise yeşil enerji dönüşüm süreçleri ve Çin tarafında büyüme riskleri 2023 için ana faktörler olarak değerlendirilebilir. Buradaki fiyatlamaların uzun vadeli ortalamalardan çok ayrışacağını zannetmiyoruz. Kritik kırılma noktalarını öngörebilmek amacıyla 100 ve 200 haftalık ortalamaları takip edeceğiz.

Brent Petrol Fiyatı (ABD\$/varil)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Bloomberg Endüstriyel Metaller Endeksi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Bankalar: Risklere rağmen, güçlü getiri potansiyeli sunan bankalar var

Bankalar için zorlu bir yıl olacak. Marj baskısı ve makro beklentilerdeki belirsizlik nedeniyle 2023 yılının bankalar için zorlu geçeceğini öngörüyoruz. Son bir ayda banka endeksi %38 getiri ile BIST-100'ün %16 üzerinde performans gösterdi. YBG getiri de BIST-100 getirisinin çok az üzerinde kaldı. Bununla birlikte güncellenen fiyat hedeflerimiz özel bankalar tarafında halen cazip getiri potansiyeli olduğuna işaret ediyor. Ancak belirsizlik riski nedeniyle temkinli yatırım yapılmasını öneriyoruz.

Banka hisselerinde Yapı Kredi öne çıkıyor: Model güncellemeleri sonrasında banka hisselerinde ortalama %34 getiri potansiyeli hesaplıyoruz. **Garanti Bankası, İş Bankası ve TSKB** için yatırım görüşümüzü 'Nötr'den 'Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükselttik. Diğer bankalar için görüş değişikliği yapmadık. Dolayısıyla, **Yapı Kredi Bankası** için 'Endeksin Üzerinde Getiri', **Vakıfbank** ve **Albaraka Türk** için 'Nötr' ve **Halkbank** için 'Endeksin Altında Getiri' olan yatırım görüşlerimiz korunuyor.

Riskler aşağı ve yukarı yönlü eşit görünüyor: BDDK aylık verileri, TÜFE tahvil getirilerindeki düşüşe rağmen sektörün 2023 yılına kârlılık açısından görece iyi bir başlangıç yaptığını gösteriyor. Birkaç istisna dışında, bankaların 1Ç23 net kârlarının önceki çeyreğin güçlü rakamlarına yakın olmasını bekleriz. Ancak kredi artışındaki ivme kaybı ve kredi-mevduat getiri makasındaki daralmaya bağlı olarak takip eden dönemlerde kârın gerileme gösterebileceğini düşünüyoruz. Banka değerlemelerimize olumlu etki edecek gelişmeler arasında (i) banka faiz marjlarını baskılayan makro ihtiyatı tedbirlerin yumuşatılması, (ii) güçlü kredi artışının sürmesi (iii) ekonomik beklentilerdeki toparlanmaya bağlı olarak CDS oranının yakın dönem ortalaması olan 400 baz puana doğru gerilemesi sayılabilir. Ancak tam tersi yönde bir gelişmeye ve aşağı yönlü risklerin öne çıkması ihtimaline de eşit olasılık atfediyoruz.

Özet Banka Değerlemeleri

Şirket Kodu	PD	Güncel Fiyat	HEDEF FİYAT		RECOMMENDATION		Getiri Potansiyeli	HESAPLANAN ÇARPANLAR				ÖZKAYNAK KARLILIĞI		TEMETTÜ	
			Yeni	Eski	Yeni	Eski		F/K		PD/DD		2023T		2023T	
								2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T	Verim	Brüt
	(milyon TL)	(TL/pay)	(TL/pay)	(TL/pay)			(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(milyon TL)
ALBRK	6.825	2,73	2,80	2,00	N	N	3%	4,3	3,5	0,7	0,6	17,9%	18,4%	0,0%	0
GARAN	110.544	26,32	38,30	29,80	O.P.	N	46%	2,4	1,9	0,6	0,5	27,0%	27,0%	7,9%	8.776
HALKB	55.356	11,14	10,50	7,00	U.P.	U.P.	-6%	6,2	3,2	0,6	0,6	5,0%	9,6%	0,0%	0
ISCTR	143.700	14,37	18,90	11,20	O.P.	N	32%	2,2	2,0	0,6	0,5	30,2%	26,2%	6,4%	9.231
TSKB	12.152	4,34	6,30	3,50	O.P.	N	45%	2,3	1,8	0,7	0,5	35,3%	31,6%	0,0%	0
VAKBN	67.558	9,50	9,70	8,00	N	N	2%	6,9	4,6	0,6	0,5	8,7%	11,8%	0,0%	0
YKBNK	94.016	11,13	16,90	11,50	O.P.	O.P.	52%	2,3	1,8	0,6	0,5	29,6%	28,6%	8,4%	7.911

Kaynak: Ak Yatırım

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Bankalar: Kârlılıkta öngörülmesi zor bir yıl bizi bekliyor

Güçlü bir yılın ardından kârlarda gerileme bekliyoruz. Banka kârlarında 2023'te %21 düzeyinde daralma, 2024'te %24 ve 2025'te %31 civarı artış öngörüyoruz. Temel varsayımlarımız **(i)** artan fonlama maliyeti, kredi faizlerinde ikinci yarıda gelecek bir dengelenme ve Ekim ayı enflasyonunun %85'ten %45'e gerilemesiyle swap dahil net faiz marjında 370 baz puan daralma; **(ii)** sektör kredi hacminin ve faiz getirili aktiflerin yıl sonu itibarıyla yaklaşık %30, yıl ortalamasına göre %40 civarında büyümesi; **(iii)** komisyon gelirlerinin ortalama %70 artması, **(iv)** faaliyet giderlerinin 2022'deki gecikmeli etkiler, 2023'te devam eden maaş düzeltmeleri ve maaş hesaplarına verilen promosyonlar ve özellikle kamu bankalarındaki deprem bağışları ile %100'ün üzerinde artış, **(v)** araştırma kapsamındaki bankaların ortalama net kredi risk maliyetinde (2022'deki önden yüklemeli karşılık ayrılması ve 2023'te aktif kalitesinde belirgin bir bozulma olmayacağı varsayımı ile) 237 baz puan seviyesinden 95 baz puana gerileme varsayımlarını içeriyor. Bu varsayımlar paralelinde özkaynak kârlılık oranının özel bankalarda %52'den %29'a ve kamu bankalarında %30'dan %9'a düşmesini bekliyoruz.

Banka Net Kâr Beklentilerinde Güncellemelerimiz (milyon TL)

	2023		2024		2025	Yıllık değişim						
	eski	yeni	eski	yeni		2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
GARAN	60,854	45,300	58,800	57,500	52,400	-7%	1%	110%	348%	-23%	27%	21%
ISCTR	55,343	64,000	73,500	71,500	69,620	-10%	12%	98%	357%	4%	12%	27%
YKBNK	48,000	41,525	52,500	52,080	90,900	-23%	41%	107%	403%	-21%	25%	17%
HALKB	15,500	4,650	12,422	9,425	60,860	-32%	51%	-42%	879%	-68%	103%	84%
VAKBN	25,000	9,750	23,264	14,600	17,350	-33%	79%	-17%	475%	-59%	50%	114%
TSKB	3,970	5,370	6,000	6,770	31,275	6%	4%	49%	272%	32%	26%	10%
ALBRK	1,400	1,600	1,700	1,965	7,450	-53%	302%	-59%	1208%	17%	23%	17%
Toplam	210,065	172,195	228,186	213,840	279,755	-17%	27%	64%	394%	-21%	24%	31%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

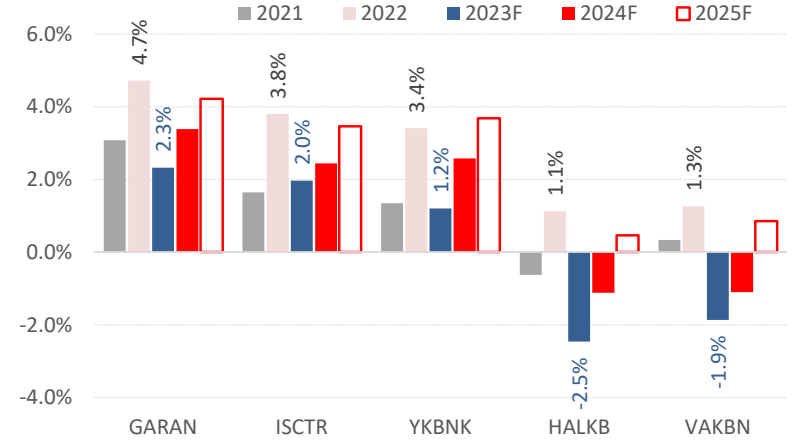
Bankalar: Net faiz marjında daralma

Araştırma kapsamımızdaki bankaların swap dahil net faiz marjının 2023'te ortalama 370 baz puan kadar gerilemesini bekliyoruz. Gerilemenin 120 baz puanlık kısmı TÜFE tahvil getirisindeki düşüşten (Ekim enflasyonunun %85'ten %45'e gerileyeceği beklentisiyle), geri kalan kısmı fonlama maliyetindeki artış, düşük faizli TL menkul kıymet tahsisleri ve yabancı para zorunlu karşılıklar için TCMB'ye ödenen komisyon giderlerinden kaynaklanıyor. **İş Bankası'nın** net faiz marjındaki düşüşün (TÜFE tahvil muhasebesi farkı nedeniyle) ortalamanın altında 290 baz düzeyinde olmasını bekliyoruz.

Makro ihtiyati düzenlemeler net faiz marjını baskıladı. 2022'nin ilk yarısında kredi-mevduat getiri makası bankalar lehine 10 puanın üzerine kadar genişledi. Ancak yıl ortasından itibaren uygulanan ticari kredilere faiz ve miktar sınırlaması nedeniyle ticari kredi faizi %30'lardan %13'ün altına geriledi. Aynı dönemde 1-3 ay arası vadeli TL mevduat faizi 900baz puan artışla %28'e ulaşırken, KKM'nin olumlu katkısıyla TL mevduatın ortalama faizi 350 baz puan artışla %19,5'e çıktı. 2023 başı itibarıyla TL mevduata %30 civarı faiz ödenirken, YP'den dönen KKM'ye %25 ve TL dönüşümlü KKM'ye de %11,5 düzeyinde faiz ödeniyor. Bu denge ile **bankaların ortalama TL mevduat maliyetinde yılın geri kalanında azami 500 baz puan daha kademeli artış olabileceğini öngörüyoruz.**

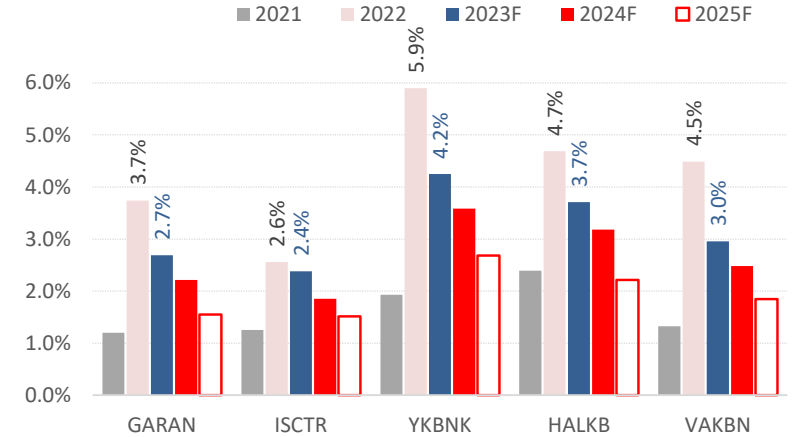
Kredi mevduat getirisi tedricen uzun vadeli eğilimine döner. Yılın ikinci yarısında ticari kredi faizinde kredi – mevduat getiri makasını yeniden 200-300 baz puan seviyesine getirecek yukarı yönlü eğilim görebiliriz. Son dört ayrdı %30 civarında seyreden ihtiyaç kredisi faizinde ise nispeten daha ılımlı değişimler bekleriz. Özellikle 70 bin TL'nin altında büyüklüğe sahip ihtiyaç kredilerinin TCMB'nin ihtiyaç kredileri için getirdiği faiz / tahvil tahsis yükümlülüğü dışında tutulması bu görüşü destekliyor. Diğer taraftan bireysel tarafta kredi kartı borçlanmaları en son düzenleme ile kart faizi TCMB faizinin ancak %10 üzerine çıkabildiğinden en ucuz borçlanma imkanı sunmaya devam ediyor. Yılın ikinci yarısında burada da koşulların bankalar lehine düzelmesi tahminlerimizde yukarı potansiyel oluşturabilir.

Çekirdek Net Faiz Marjı Gelişimi (Swap dahil, TÜFE tahvil geliri hariç)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

TÜFE tahvil gelirinin Net Faiz Marjı Etkisi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

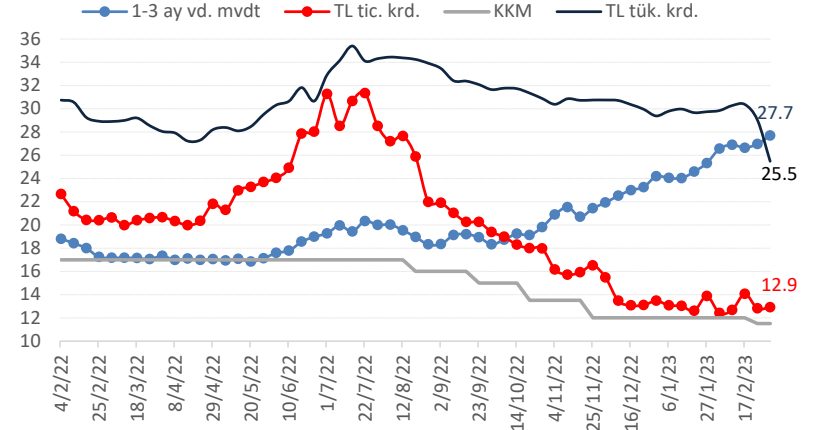
Bankalar: Net faiz marjında daralma

- Diğer taraftan düzenlemeler vade uyumsuzluğunu kısalttı. Düzenleyici tedbirler bir yandan bankaların marjlarını daraltıcı etki yaparken bir yandan da bankaların vade uyumsuzluğu süresini kısalttı. Özellikle kur korumalı mevduatta vadenin 3 aydan başlaması 2020 sonlarında 45 güne kadar gerileyen TL vadeli mevduatın ortalama vadesini 2022 ortalarında 2 katına kadar çıkardı. KKM'de vadenin kısalması ve KKM'nin toplam içerisindeki payının düşmesiyle vadenin 75 güne yaklaştığını tahmin ediyoruz. Ancak KKM'de faiz tavanının serbest bırakılmasıyla, diğer mevduat hesaplarından buraya kayışlarla birlikte vadenin daha da yukarılara çıkması mümkün olabilir.

- Krediler tarafında da gerek ihtiyaç kredilerinde taksit düzenlemeleri gerekse bankaların ticari krediler tarafında rotatif kredilere kayması vadeyi kısalttı. BDDK verilerine göre toplam kredi hacmi içinde kısa vadeli kredilerin payı son iki yılda %37'den %52'ye çıktı. İhtiyaç kredilerinde de ortalama vade 39 aydan 22 aya geriledi. Bankalar tarafından da ifade edildiği üzere geçmiş faiz şoklarında birkaç çeyreğe yayılan marj sıkışması mevcut durumda bir çeyrek te atlatılabilir gibi duruyor.

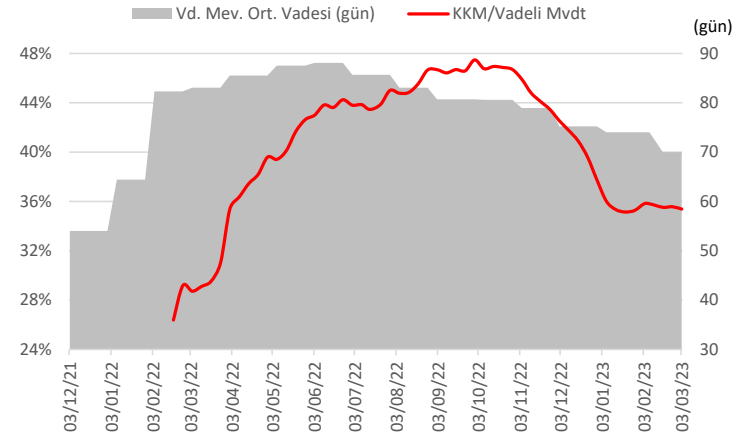
- Düşük menkul kıymet getirileri zamana yayılacak: Liralaşma stratejisi kapsamında bankalara getirilen TL menkul kıymet tahsisi uygulaması 10 yıl vadeli tahvilin getirisini 2022 ortasındaki %25 seviyesinden 2023 başı itibarıyla %9'a kadar düşürdü. 10 yıl vadeli tahvilin şu an ki faizi ise %11 civarında. Bu uygulama ile aynı zamanda uzun vadeli tahvillerin banka aktiflerindeki payı %5'in hafif üzerine çıktı. TCMB orta ve uzun vadede hedefin bu payın %10'a çıkması olduğunu belirtmişti. Banka bilançolarında vadeye kadar elde tutulacak menkul kıymet kategorisinde yer alan tahviller kuşkusuz marjı baskılamaya devam edecek. Ancak bu etkinin uygulanan muhasebe nedeniyle zamana yayılmasını bekliyoruz.

TL kredilerde kârlılık giderek azalıyor



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

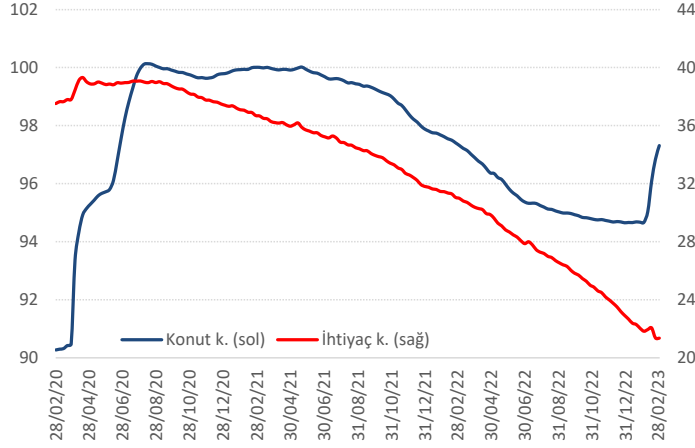
KKM'nin TL vadeli mevduattaki payı - Ort. TL mevduat vadesi (gün)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

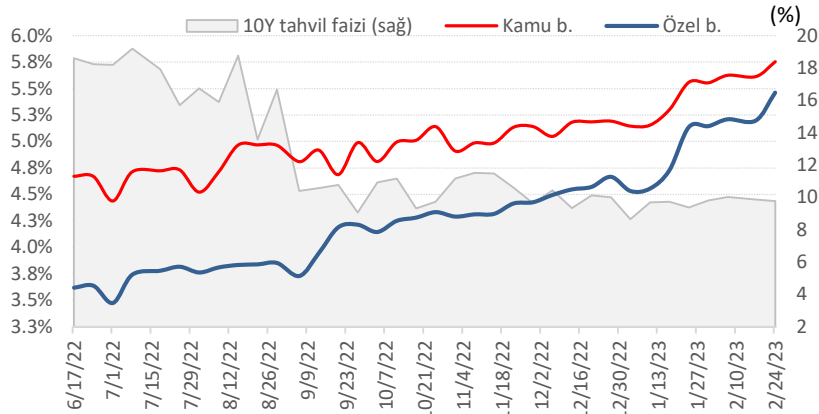
Bankalar: Net faiz marjında daralma

Tüketici kredilerinde ortalama vade (gün sayısı)



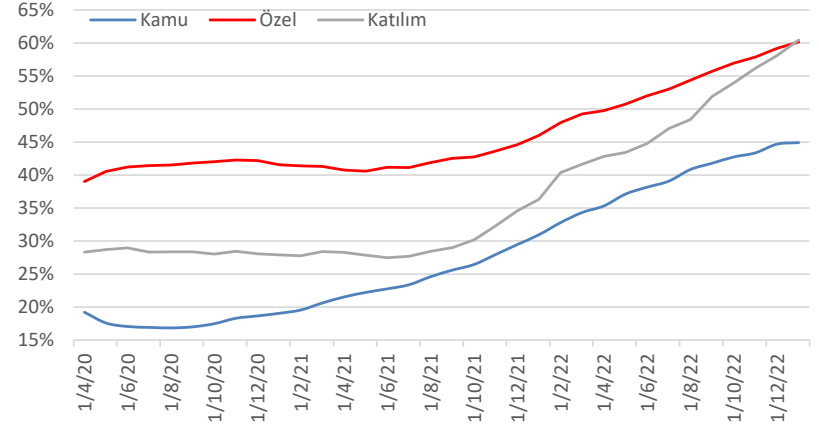
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

Vadeye kadar tutulacak TL menkul kıymetlerin bilançodaki payı



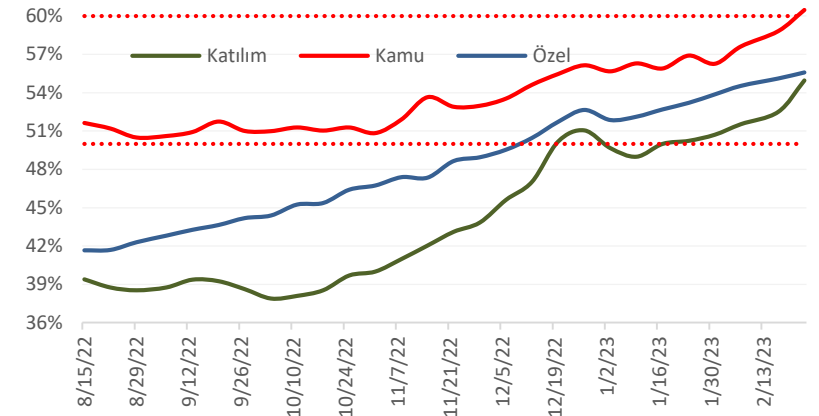
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

Kısa vadeli kredilerin toplam içerisindeki payı artışta



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

TL mevduatın toplam içerisindeki payı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

Net kredi risk maliyetinin gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

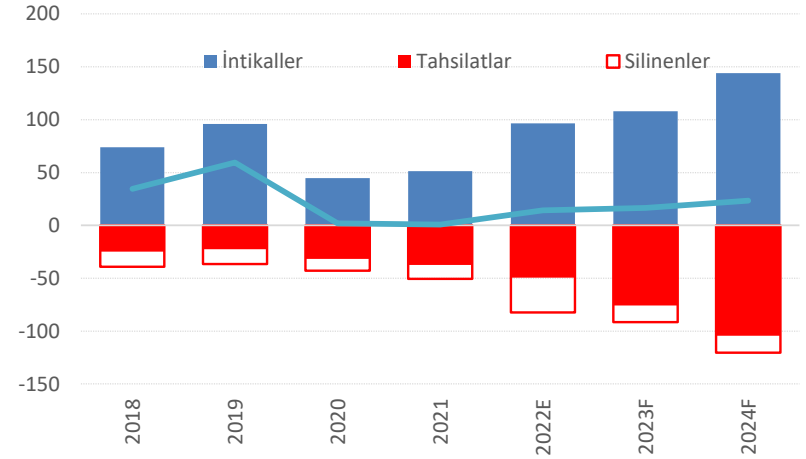
Araştırma kapsamındaki bankaların 2022’de yaklaşık 240 baz puan olan net kredi risk maliyeti ortalamasının 2023’te 100 baz puanın altına gerilemesini bekliyoruz. Net kredi risk maliyeti ortalamasının 2024’te de hafifçe artarak 125 baz puan olmasını bekliyoruz.

Covid-10 salgınının zirve yaptığı dönemde borç ertelemeleri, yüksek borçlu kritik enerji ve turizm şirketleri için borç yeniden yapılandırma programları ve son olarak hükümetin ticari kredi oranlarını enflasyonun önemli ölçüde altında tutma politikaları çoğu sektör için büyük bir rahatlatma yarattı. Öte yandan hane halkı borçlarında sadece kredi kartında keskin bir artış var. Bu nedenle, ekonomideki yavaşlama ve istihdamda düşüş gibi senaryolarda banka aktif yapıların üzerinde önemli bir stres beklemiyoruz.

2019 sonunda 150 milyar TL olan takipteki alacaklar 2022 sonunda sadece 12 milyar TL artarak 162 milyar TL’ye ulaştı. Bu üç yılda 70 milyar TL kadar takipteki alacak da bilançodan silindi. Bu rakamlar aktif kalitesinin iyi yönetildiğini gösteriyor. Zaten mevcut takipteki alacak tutarı 8 trilyon TL’lik kredi hacminin sadece %2’sine karşılık geliyor. 2023 sonunda da takipteki alacak tutarının iptaller sonrası 185 milyar TL’yi aşmayacağını öngörüyoruz.

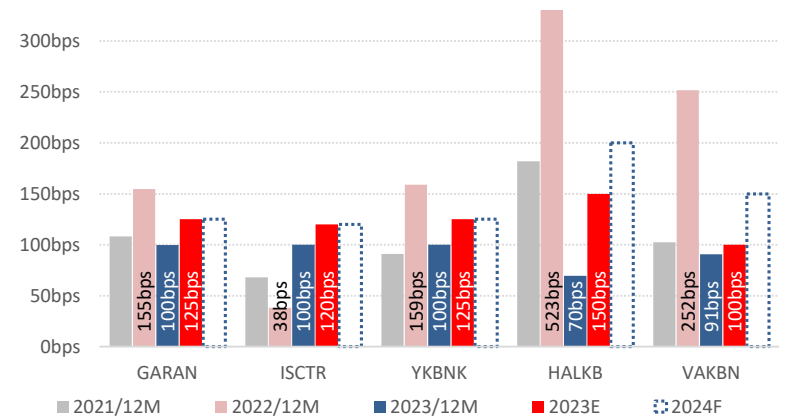
Son çeyrekte bankalar gelecek riskleri düşünerek TÜFE tahvil gelirlerinin önemli bir kısmını karşılık tamponlarını güçlendirmekte kullandılar. Bu konuda özellikle Halkbank biraz daha öne çıktı. Vakıfbank ise serbest karşılık ayırmayı tercih etti. Bu beklenti ile 2022 için net kredi risk maliyetini (kur etkisi için düzeltme ile birlikte) özel bankalar ve Vakıfbank’ta 100 baz puan düzeyinde hesaplıyoruz. Halkbank’ta ise 2022’de gördüğümüz dikkat çekici düzeydeki karşılık giderlerinin bir kısmının 2023’te kâra katkı sağlayacak şekilde geri döndürülebileceğini ve bankanın net kredi risk maliyetinin 70 baz puan düzeyinde olacağını öngördük.

Mevduat Bankalarında Takibe Alacakların Oluşumu (TRY mn)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TBB

Bankalarda kredi risk maliyeti



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

Komisyon gelirleri ve faaliyet giderleri

Komisyon gelirlerindeki artış 2022'nin altında kalır: Tüketici kredilerinde hızlı büyüme ve ticari kredide faiz sınırlaması bankaların 2022'de komisyon gelirlerine daha yoğun odaklanmasına imkan sağladı. Araştırma kapsamımızdaki bankaların 2022 yılında net komisyon gelirleri enflasyonu aşarak %105 arttı.

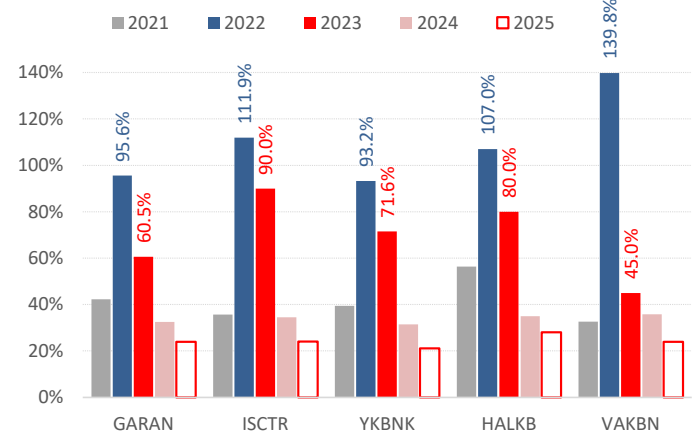
2023'te kredi artış hızının hız kesmesi ve muhtemel sınırlayıcı düzenlemeler nedeniyle komisyon gelirlerinde %70 düzeyinde daha sınırlı bir artış öngördük. Araştırma kapsamındaki bankalardan Vakıfbank ve Albaraka Türk yabancı para zorunlu karşılıkları diğer bankaların aksine faiz gideri olarak değil, komisyon gideri olarak yazdığından, bu bankalarda net komisyon geliri artışın ortalamanın altında olmasını bekleriz.

Faaliyet giderlerindeki artış komisyon geliri artışını geçer: Faaliyet giderlerindeki artışta 2022'de özel ve kamu bankaları ayrıştı. Araştırma kapsamındaki özel bankaların çoğunda faaliyet gideri artışı %110'u aşarken, Garanti ve kamu bankalarında %80-%90 aralığında kaldı.

Bu ayrışmada özel bankaların 2023 yılı için öngördükleri gider kalemleri için önceden karşılık ayırmalarının da etkisi olduğunu tahmin ediyoruz. Ayrıca 13 milyon emekli ve 13 milyonu aşan maaşlı çalışanın bir bölümünün maaş hesaplarını çekmek için yapılan promosyon giderleri de faaliyet giderlerinde artışında önemli rol oynadı.

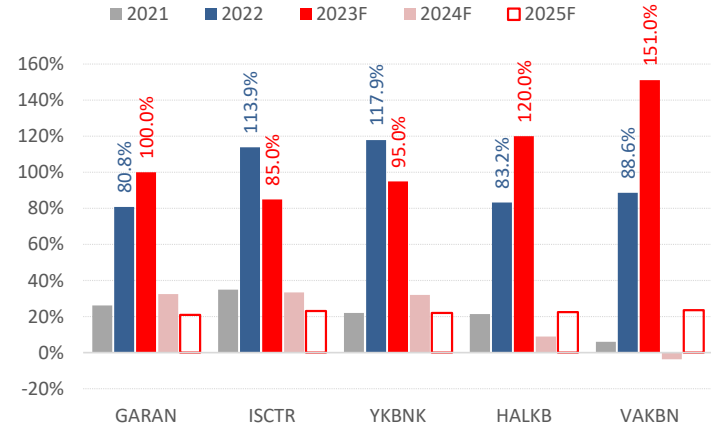
2023'te faaliyet giderlerinin genel olarak enflasyonun üzerinde %90'ı aşan bir oranda artacağını öngörüyoruz. Kamu bankalarındaki artışın ise deprem sonrası inşa faaliyetlerine yapılan bağışların da etkisiyle (Vakıfbank 12 milyar TL; Halkbank 7 milyar TL taahhüt etti) ortalamanın çok daha üzerinde olacağını tahmin ediyoruz.

Banka bazında net komisyon gelirlerinde yıllık değişim



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

Faaliyet giderleri yıllık artış



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

Kredi artışında yavaşlama bekliyoruz

2022'de kredi büyümesi TL kredilerde 2,2 trilyon TL'yi (%82) aştı. YP krediler ise firmaların döviz borç pozisyonlarını kapatma tercihiyle 25,5 milyar dolar (%-15,7) azaldı.

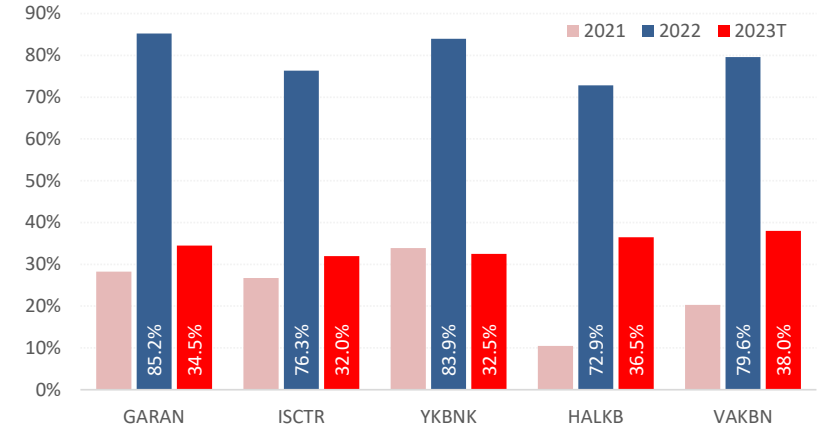
Bireysel tarafta enflasyonun ve tüketimin öne çekilmesinin etkisiyle kredi kartı borçları yıllık %115 artış gösterirken, oto kredileri ölçeğin küçük olmasının da etkisiyle neredeyse dört katına ulaştı. Buna karşılık ihtiyaç kredilerinde artış, kısalan vadenin de etkisiyle %45 ile enflasyonun altında kaldı. Konut kredileri de %20'lik büyüme ile ortalamanın gerisinde kaldı. Kredi kartlarında hem kamu, hem özel bankalar ortalamaya yakın büyümeler sağladılar. Taksitli tüketici kredilerde ise daha çok özel bankalar büyüme sağladı.

Ticari krediler ise yoğun bir şekilde caydırma / teşvik mekanizmaları ve faiz sınırlamalarına tabiydi. TL ticari kredilerde büyüme %92 olurken, bu üründe özel bankaların taksitli ticari kredilere yoğunlaştıkları dikkat çekti. Kamu bankaları diğer ticari kredilerde daha belirgin bir büyüme sağladı.

- 2023 yılı baz senaryomuzda TL kredilerde %35,0 artış ve yabancı para kredilerde dolar bazında yatay seyir öngörüyoruz. Yılın başında hükümet küçük işletmelere yönelik yeni KGF imkanları ve orta gelir grubuna dönük konut kredisi paketi açıkladı.

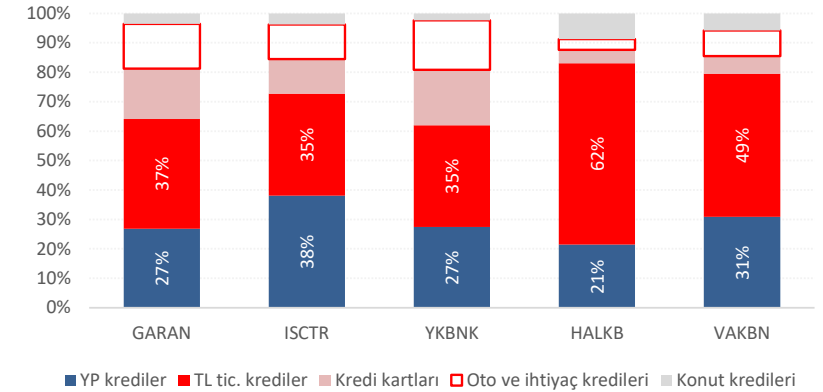
- Kamuoyuna yansıyan kamu bankalarına üçüncü sermaye enjeksiyonu yapılması konusunda ise şimdilik yeni bir bilgi paylaşılmadı. Aralık ayında konu gündeme geldiğinde her bir banka için 20 milyar TL'nin üzerinde sermaye girişi olacağı vurgulanmıştı. Hatırlanacağı üzere TVF, 2020 ve 2022 yıllarında iki ayrı uygulamada kamu bankalarına toplam 72,5 milyar TL sermaye sağlamıştı.

TL kredilerde 2023 büyüme beklentisi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

Banka bazında kredi kompozisyonu



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

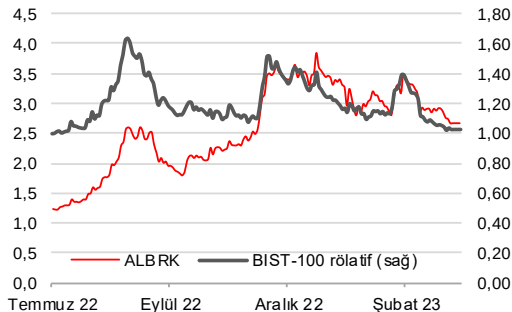
Albaraka Türk

Bloomberg Kodu	ALBRK TI
Tavsiye	Nötr
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY2,80
Son kapanış, TL/hisse	TRY2,73
Yukarı potansiyel	%3
Halka açıklık oranı	%38
Piyasa değeri, TL mn	6.825

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	4.627	8.119	9.719	11.683
Net kar	104	1.365	1.600	1.965

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%14	%75	%20	%20
Net kar	-%59	%1208	%17	%23
F/K	23,0	5,0	4,3	3,5
F/DD	0,5	0,8	0,7	0,6
Özsermaye karlılığı	%2	%21	%18	%18

Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%14	-%17	%107	-%19
BIST 100 rölatif	-%25	-%19	-%17	-%14
AOİH, TRYmn	326	376	272	315



- Albaraka Türk net kârının 2022'de ayrılan 1,7 milyar TL serbest karşılığın tekrarlanmayacağı varsayımıyla 2023'de %17 artarak 1,6 milyar TL olmasını, 2024'te %23 artışla 1,97 milyar TL ve 2025'te %17 artışla 2,3 milyar TL olmasını bekliyoruz. Buna göre öz kaynak karlılığının bu üç sene boyunca %18 civarında dengelenmesini bekliyoruz. 2022 sonunda 1.8 milyar TL ile öz kaynağın %22'sine ulaşan serbest karşılığa çözülme öngörmedik. Ancak bu tutarı değerlemede dikkate aldık. Hissede 12 aylık fiyat hedefimizi 2,80 TL olarak belirledik, yatırım önerimizi 'Nötr' olarak koruduk. Hedef fiyat 1 yıl ilerisi için 0,69x F/DD çarpanını ima ediyor, mevcut seviye 0.70x'de bulunuyor. Albaraka Türk'ün hisse senedi performansı geçen Eylül – Ocak dönemi hariç son iki yılda istikrarlı şekilde banka endeksinin gerisinde kaldı. Hisse geçtiğimiz ayda banka sektör endeksinde geçti.
- Albaraka Türk'ün 2022 net kârındaki güçlü büyümede enflasyonun etkisi belirgin oldu. Gelirin 915 milyon TL'si 3,4 milyar TL düzeyindeki TÜFE'ye endeksli kira sertifikasından kaynaklandı. Bankanın ayrıca 4,9 milyar TL'lik kısmını krediler altında ve 2,2 milyar TL'lik kısmını yatırım fonu olarak (menkul kıymetleştirme iştirak bünyesinde yapıyor) muhasebeleştirdiği gayrimenkul portföyü 1,75 milyar TL yeniden değerlendirme kazancı sağladı. Ancak şirket 1,7 milyar TL serbest karşılık ayırarak bunu net kâra yansıtmadı.
- Getiri oranı düşse de, enflasyona endeksli gelir yaratan aktiflerin 2023'te de benzer düzeyde katkı vermesini bekleriz. Diğer taraftan kredi portföyü üzerinde marj baskısı, regülasyonlardan kaynaklanan giderler (TL mevduatın payına ilişkin olarak TCMB'ye ödenen komisyonlar) ve faaliyet giderlerinde artış görmeyi bekliyoruz. Kârı azaltıcı bu faktörlere rağmen, serbest karşılığın 2022'deki baz etkisi nedeniyle 2023 kârında artış bekliyoruz.
- Diğer katılım bankaları gibi YP mevduat Albaka'nın da kompozisyonunda sektör ortalamasının üzerinde paya sahip olduğundan, TCMB'nin döviz mevduata ilişkin düzenlemelerinden en çok etkilenenlerden biri de Albaraka Türk. Bankanın 2023 başında TL mevduat payının %50'nin altında kaldığı görülüyor. Şubat sonundan itibaren artan TL mevduat hedefleri ile birlikte ödenen komisyon tutarının yıllık 600 milyon TL'yi geçebileceğini düşünüyoruz.
- Albaraka Türk, yabancı para zorunlu karşılıklar üzerinden TCMB'ye ödenen komisyonları (bu tutarı diğer faiz gideri olarak yazan bankaların çoğunluğunun aksine) komisyon gideri olarak raporladığı için 2023 yılında net komisyon gelirinde daralma bekliyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

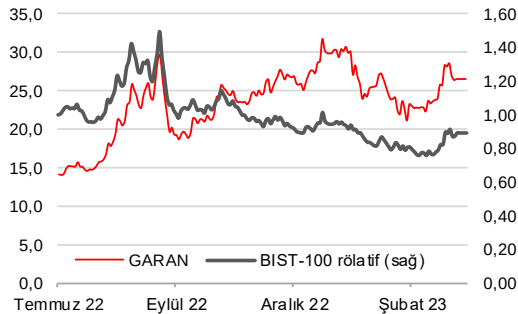
Garanti Bankası

Bloomberg Kodu	GARANTİ
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY38,30
Son kapanış, TL/hisse	TRY26,32
Yukarı potansiyel	%46
Halka açıklık oranı	%14
Piyasa değeri, TL mn	110.544

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	79.981	152.685	186.640	239.220
Net kar	13.601	58.509	45.300	57.500

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%29	%91	%22	%28
Net kar	%118	%330	-%23	%27
F/K	2,9	1,9	2,4	1,9
F/DD	0,5	0,7	0,6	0,5
Özsermaye karlılığı	%19	%50	%27	%27

Temettü Verimi	2,1%	2,1%	7,9%	4,2%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%25	-%3	%127	-%12
BIST 100 rölatif	%8	-%6	-%9	-%7
AOIH, TRYmn	1.447	1.631	1.983	1.514



* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

- Garanti Bankası net kârının %23 gerileyerek 2023'te 45,3 milyar TL olmasını, 2024'te %27 artarak 57,5 milyar TL'ye ve 2025'te %21 artarak 69,6 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Buna göre tahmin dönemi için özkaynak kârlılık oranını %26-%27 aralığında tahmin ediyoruz. Garanti hissesi gerek yılbaşına göre, gerekse son bir yıllık performansta banka endeksinin altında ancak BIST-100 endeksine göre daha güçlü performans gösterdi. Bankanın 12 aylık fiyat hedefini 38,30 TL olarak belirledik ve yatırım görüşümüzü 'Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükselttik. Şirket için öngördüğümüz fiyat hedefi bir yıl vadede 0,81x F/DD çarpanı ima ediyor. Bu oran cari fiyatla 0,60x düzeyinde.
- BBVA'nın gönüllü hisse alım çağrısının ardından Garanti'nin halka açıklık oranı %14'e geriledi ve hisse MSCI-EM endeksinden çıktı, ardından endeks fonlarının satışı gerçekleşti. Saklama şirketlerinin verilerine göre işlem gören hisse senetlerinde şu an %10'dan daha az yabancı ortaklığı var. Başlıca gelişen piyasa endeksinden çıkarılmış olmasına rağmen Garanti kârlılığı, güçlü öz sermaye yapısı ve yeterli karşılık tamponları ile hala cazip bir seçim olmaya devam ediyor.
- Garanti Bankası 2022 yılına kadar en yüksek net faiz marjı ve (serbest karşılık etkisi dikkate alındığında) en yüksek özkaynak kârlılık oranına sahip olan bankaydı. Ancak banka enflasyonun sıçrama yaptığı 2022 yılında görece daha düşük TÜFE tahvil portföyü ile girdiğinden sıralamada bir miktar geriye düştü. Gerçekten de, TÜFE'ye endeksli tahviller, Garanti'nin faiz getirili aktiflerinin %9,2'ini oluştururken, bu oran benzer bankalarda ortalama %12 düzeyinde bulunuyor. TÜFE tahvil etkisini 2023'te (gerileyen Ekim enflasyonu ile birlikte) rakiplere göre daha sınırlı görüyoruz.
- Öte yandan Garanti, banka grubu içerisinde en yüksek ortalama TL kredi getirisine ve en düşük TL mevduat maliyetine sahip bulunuyor. Ayrıca en yüksek oranda TL vadesiz mevduat payına sahip olması da çekirdek kredi-mevduat getiri makasını destekliyor.
- Bankanın TL mevduatının toplam içindeki payını %55-60 aralığında hesaplıyoruz. Buna bağlı olarak liralasma stratejisi çerçevesinde yapılan makro ihtiyatı düzenlemelerin etkisinin, sektör ortalamasına yakın, net faiz marjında 100 baz puanlık daralma şeklinde gözleneceğini tahmin ediyoruz.

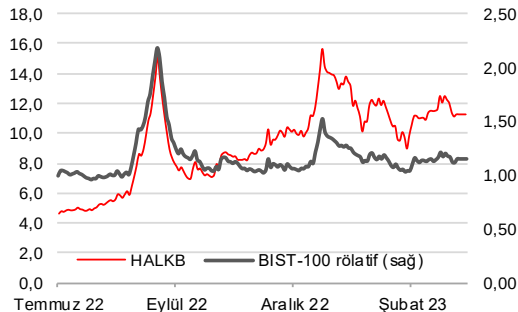
Halkbank

Bloomberg Kodu	HALKB TI
Tavsiye	Endeksin Altında Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY10,50
Son kapanış, TL/hisse	TRY11,14
Yukarı potansiyel	-%6
Halka açıklık oranı	%11
Piyasa değeri, TL mn	55.356

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	43.500	89.844	88.405	97.830
Net kar	1.508	14.754	8.900	17.500

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%1	%107	-%2	%11
Net kar	-%42	%879	-%40	%97
F/K	7,9	3,8	6,2	3,2
F/DD	0,3	0,6	0,6	0,6
Özsermaye karlılığı	%3	%22	%10	%19

Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%24	-%5	%143	-%16
BIST 100 rölatif	%7	-%8	-%3	-%11
AOİH, TRYmn	656	1.048	1.066	777



- Halkbank için net kâr tahminimiz 2023'de %69 yıllık gerilemeye karşılık gelecek şekilde 4,7 milyar TL düzeyinde bulunuyor. Halkbank'ın 2024'te %100 artışla 9,4 milyar TL ve 2025'te %84 artışla 17,4 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz. Buna göre Halkbank'ın öz kaynak kârlılık oranının 2023'te tek haneli düzeye geriledikten sonra takip eden dönemde %16 civarında istikrar kazanmasını bekliyoruz. Halkbank için 12 aylık fiyat hedefimizi 10,50 TL olarak belirledik. Hedef fiyatın bir yıl vadeli F/DD oranını 0,57x ve bu oranın cari düzeyini 0,66x olarak hesaplıyoruz. Mevcut fiyat hedef değerinde olduğundan öneri görüşümüzü 'Endeksin Altında Getiri' olarak koruyoruz.
- Halkbank için 2023'e ilişkin muhafazakar kârlılık beklentimiz Kahramanmaraş merkezli deprem sonrası yeniden yapılandırma çalışmalarına destek amacıyla taahhüt edilen 7 milyon TL tutarındaki bağışın etkisini ve bankanın çekirdek net faiz marjında 2023'e göre belirgin daralma öngörümüzü yansıttırıyor. Diğer taraftan bankanın 2022'de sektör ortalamasının bir hayli üzerine çıkan karşılık oranlarında kârı desteklemek üzere bir miktar düşüş bekliyoruz.
- Halkbank 2022'de TL fonlmasının %10 - %15'lik kısmını interbank (bankalararası) para piyasasından karşılarken, mevduat dışı döviz fonlama toplam içerisinde sadece %3,4 paya sahip bulunuyor (sektörde %17 civarı). Sektör verilerinde son dönemdeki eğilime uygun olarak interbank fonlamanın bir miktar azaldığı ve mevduatın payının arttığı bir senaryoda marj üzerindeki baskının daha belirgin hissedilebileceğini düşünüyoruz.
- Buna karşılık 2022 sonu itibarıyla özkaynaklarının 1,5 katı düzeyinde olan TÜFE tahvillerin marj üzerindeki etkisi rakiplere göre daha olumlu düzeyde olabilir: Halkbank son iki senedir TÜFE tahvil değerlemesinde yıl sonu enflasyonunu dikkate aldığından 2022'de Ekim ayı enflasyonunu dikkate alan bankalara göre daha düşük getiri sağladı. Buna karşılık 2023'te Aralık enflasyonundaki değişimin Ekim enflasyonuna göre daha düşük kalması rakiplere kıyasla daha düşük marj etkisini açıklıyor.
- Halkbank 2022 kârı üzerinden önemli bir kısmını canlı kredilerin karşılık oranlarını artırmak için kullandı. Bu politikanın bir sonucu olarak bankanın 2022'de 523 baz puan olan kredi risk maliyetinin 2023'te kârı desteklemek üzere 70 baz puana kadar düşebileceğini hesaplıyoruz.
- Ana hissedar TVF tarafından Halkbank'a 2020 ve 2021 yıllarında toplam 20,4 milyar TL tutarında sermaye enjeksiyonu yapıldı. 2023 yılı programında da kamu bankaları için 20 milyar TL'nin üzerinde sermaye artışı planlanıyor.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

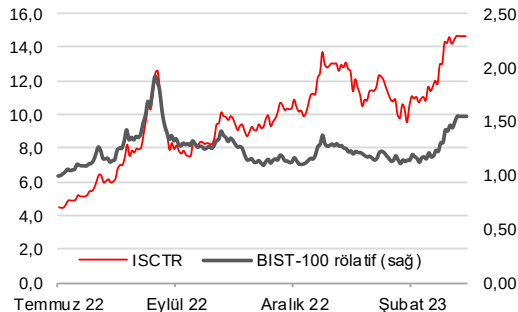
İş Bankası

Bloomberg Kodu	ISCTR TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY18,90
Son kapanış, TL/hisse	TRY14,37
Yukarı potansiyel	%32
Halka açıklık oranı	%31
Piyasa değeri, TL mn	143.700

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	86.839	191.376	240.020	305.259
Net kar	13.468	61.538	64.000	71.500

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%28	%120	%25	%27
Net kar	%98	%357	%4	%12
F/K	1,9	2,3	2,2	2,0
F/DD	0,3	0,8	0,6	0,5
Özsermaye karlılığı	%17	%44	%30	%26

Temettü Verimi	3,0%	3,5%	6,4%	4,5%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%51	%29	%300	%13
BIST 100 rölatif	%31	%25	%60	%19
AOİH, TRYmn	2.848	2.912	2.117	2.519



* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

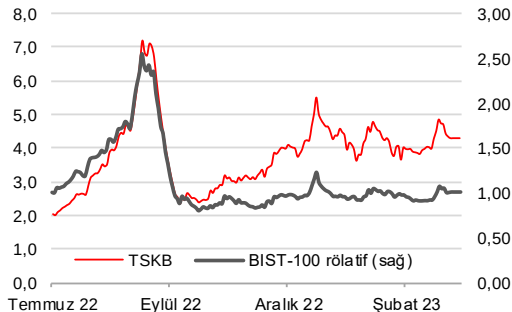
- İş Bankası 2023'te kârında artış beklediğimiz tek büyük banka durumunda. Bankanın 2023'te %4 artışla 64,0 milyar TL net kâr açıklamasını, net kârın 2024'te %12 artarak 71,5 milyar TL ve 2025'te %27 artışla 90,9 milyar TL olmasını bekliyoruz. Buna göre özkaynak kârlılık oranının 2023'teki %30'un ardından %26 civarında istikrar kazanmasını bekliyoruz. İş Bankası'nın 12 aylık yeni fiyat hedefi 18,90 TL üzerinden %32 getiri potansiyeli taşıyor. Hisse için yatırım görüşümüzü 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak güncelliyoruz. Hedef fiyatın ima ettiği 2023T F/DD oranı 0.75x ve bankanın cari 2023T F/DD oranı 0.57x seviyesinde bulunuyor. İş Bankası C hissesi son bir ayda %53 getiri sağladı ve YBG banka endeksini %14.0 yendi.
- TL mevduat payı 2022/12 bilançosuna göre %42 düzeyinde kaldığı için İş Bankası TCMB'nin mevduata ilişkin zorunlu karşılık komisyonu ve menkul kıymet tesisi düzenlemelerinden en çok etkilenen banka konumunda bulunuyor. Bankanın TL mevduat oranını 2022 sonu içinde %50'nin altında olduğunu tahmin ediyoruz. Bu durumda İş Bankası'nın bu iki uygulamadan kaynaklanan marj kaybının rakiplerin en az 100 baz üzerinde olabileceğini hesaplıyoruz.
- Öte yandan, İş Bankası TÜFE tahvil değerlemesinde Ekim ayı enflasyonu yerine TCMB'nin 12 ve 24 aylık enflasyon beklenti anketi sonuçlarını dikkate aldığından, baz etkileri nedeniyle 2023'te göreceğimiz enflasyon düşüşü nedeniyle daha düşük marj erimesine maruz kalacaktır. Gerçekten de İş Bankası net faiz marjında TÜFE'ye bağlı yıllık sadece 45 baz puan azalma hesaplarırken, diğer bankalarda TÜFE kaynaklı azalmanın 130 – 210 baz puan aralığında olmasını bekliyoruz.
- Döviz mevduat büyüklüğü dikkate alındığında İş Bankası, makro ihtiyatı tedbirlerin kademeli olarak gevşetilmesinden muhtemelen en iyi yararlanan banka olacaktır. Banka ayrıca yine aynı nedenden mevduat maliyetlerindeki artıştan da daha az etkilenebilir. Öte yandan, bu düzenlemelerin uzun süre devam etmesi kâr üzerindeki baskıyı artırabilir.
- İş Bankası, yüksek enflasyon koşullarında parasal olmayan aktiflerinin bilançoda daha fazla paya sahip olması nedeniyle özkaynaklarına daha iyi koruma tamponu sağlayabilmektedir. Nitekim, bankanın IAS-29 finansallarında enflasyona göre düzeltilmiş özkaynak kâr oranı 2022/6'da %16,4 ile rakiplerin oldukça üzerindedir. Bu oran rakiplerde orta-yüksek tek haneli seviyelerdedir. İş Bankası tarafında Şişecam'ın güçlü performansı yanı sıra, geçen yıl kurdan olumsuz etkilenen sigorta sektöründeki toparlanma da katkı sağlayacaktır.

Bloomberg Kodu	TSKB TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY6,30
Son kapanış, TL/hisse	TRY4,34
Yukarı potansiyel	%45
Halka açıklık oranı	%39
Piyasa değeri, TL mn	12.152

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	6.941	12.782	18.152	24.660
Net kar	1.089	4.055	5.370	6.770

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%14	%84	%42	%36
Net kar	%49	%272	%32	%26
F/K	3,7	3,0	2,3	1,8
F/DD	0,6	1,0	0,7	0,5
Özsermaye karlılığı	%17	%41	%35	%32

Temettü Verimi	1,9%	0,0%	0,0%	2,2%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%19	%3	%212	-%1
BIST 100 rölatif	%3	%0	%25	%5
AÖİH, TRYmn	394	655	554	504



- TSKB 2022 yılı net kârını 0,5 milyar TL serbest karşılık sonrası %272 artışla 4.06 milyar TL olarak açıkladı. Öz kaynak kârlılık oranı %45 oldu. Bankanın 2023'te de net kâr artışı sağlayan az sayıda banka arasında olmasını bekliyoruz. Net kârın 2023'te %32 artışla 5,4 milyar TL ve 2024'te %26 artışla 6,8 milyar TL ve 2025'te %10 artışla 7,5 milyar TL olarak tahmin ediyoruz. TSKB'nin özkaynak kârlılık oranının 2023'te %35 ve 2025'te %27 olmasını öngörüyoruz. Bankanın 2022 sonunda öz kaynak büyüklüğünün %7'sine karşılık gelecek şekilde yaklaşık 0,9 milyar TL serbest karşılığı bulunuyor. Bu tutarın çözülerek net kâra eklenme olasılığını modelimize dahil etmedik, ancak tutarı değerlemede dikkate alıyoruz. TSKB için hesapladığımız 12 aylık fiyat hedefi 6,30 TL'ye karşılık geliyor ve bir yıl vadeli F/DD için 0.89x çarpan ima ediyor. Cari fiyat üzerinden bu çarpan 0.67x'de bulunuyor. Hisse için önerimizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak yukarı yönlü güncelliyoruz.
- Vadesi ortalama 11 yılı hafif geçen ve öz kaynak harici hemen hemen tamamıyla döviz cinsinden olan fonlama yapısıyla TSKB diğer bankalardan ayrışıyor. 2022 sonu itibarıyla özkaynakların %45'ini oluşturan TÜFE'ye endekli menkul kıymetlerin enflasyon getirisindeki artış, döviz kredilerinin sağladığı istikrarlı getiri ve son üç senedir kredi risk maliyetinin 200 baz puan civarında istikrar kazanması ile 2022'de güçlü kârlılık yakalandı. Banka ayrıca 2022'de kârından 460 milyon TL serbest karşılık ayırarak toplam serbest karşılık miktarını 900 milyon TL'ye çıkardı ve tüm kredi aşamalarında karşılık tamponlarını güçlendirdi.
- TSKB mevduat toplamadığı ve ağırlıklı olarak yatırım finansmanı sağladığı için bankacılık düzenlemelerinden fazla etkilenmedi. 2023'te kârı aşağı yönlü etkileyebilecek olası gelişmeler arasında enflasyona bağlı olarak TÜFE tahvil getirisinin gerilemesi ve kredi risk maliyetinde öngörülemez bir sıçrama olabilir. Kredi tarafında riskin sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle bankanın net kârında sektörün genelinin aksine artış beklentisi taşıyoruz.
- TSKB ayrıca 2023 Mart ayı itibarıyla işlem gören banka hisseleri içerisinde en yüksek oranda yatırım ve emeklilik fonu payına sahip olan banka hissesi konumundadır.

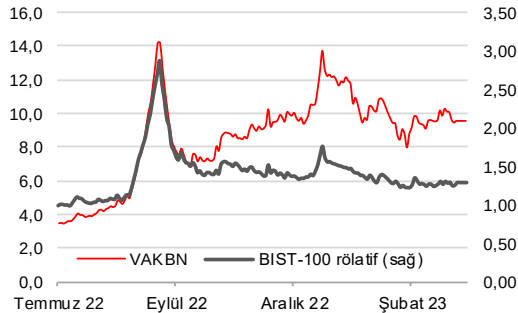
Vakıfbank

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY9,70
Son kapanış, TL/hisse	TRY9,50
Yukarı potansiyel	%2
Halka açıklık oranı	%9
Piyasa değeri, TL mn	67.558

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	51.953	106.985	116.735	131.335
Net kar	4.175	24.017	9.750	14.600

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%12	%106	%9	%13
Net kar	-%17	%475	-%59	%50
F/K	3,5	2,8	6,9	4,6
F/DD	0,3	0,6	0,6	0,5
Özsermaye karlılığı	%8	%30	%9	%12

Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%18	-%10	%181	-%20
BIST 100 rölatif	%2	-%13	%13	-%15
AOİH, TRYmn	696	1.585	1.094	999



- Vakıfbank 2022’de 17,2 milyar TL serbest karşılık ayırıp üzerine 24 milyar TL net kâr sağladı. Güçlü kâr 56 milyar TL düzeyindeki rekor TÜFE tahvil gelirinden kaynaklandı. Buna karşılık net kârın 2023’te azalan çekirdek net faiz geliri ve sıçrama gösteren faaliyet giderleri nedeniyle %59 daralarak 9,6 milyar TL olmasını bekliyoruz. Net kârın 2024 ve 2025’te ise sırasıyla %50 ve %114 artışla 14 milyar TL ve 30,0 milyar TL olmasını öngörüyoruz. Buna göre banka öz kaynak karlılığının 2023 ve 2024’te %10 civarında kalıp 2025’te %21 düzeyinde dengelenmesini bekliyoruz. Bankanın 12 aylık fiyat hedefini 9,70 TL olarak belirledik. Hedef fiyat öngörümüz 1 yıl vadede 0,59x F/DD çarpanını ima ediyor. Bu oran şu anda 0.60x’ta bulunuyor.
- Banka için finansal modelimizde 2022 sonunda 19 milyar TL olan serbest karşılıktan 10 milyar TL’lik kısmın 12 milyar TL’lik deprem maliyeti finansmanı amacıyla yapılan bağış maliyetini dengelemek üzere serbest kalacağını öngördük. Kalan tutarı değerlemede dikkate aldık.
- Vakıfbank’ın TL mevduat payını 2022 sonu itibarıyla %60 düzeyinde hesaplıyoruz. Bankanın TCMB’nin 2023 için belirlediği %60 TL mevduat hedefine ulaştığını öngörüyoruz. Mevcut verilerle yabancı para zorunlu karşılıklara ödenen komisyonlar ve TL menkul kıymet tesis etme zorunluluğunun bankanın net faiz marjı üzerindeki etkisini 50 baz puan ile sektör ortalamasının altında hesaplıyoruz.
- Vakıfbank yabancı para zorunlu karşılıklar için TCMB’ye ödenen komisyonları gider olarak komisyon gelirinden düşüyor (bankaların çoğunda bu tutar diğer faiz giderleri altında raporlanıyor). Bu nedenle komisyon gelirlerindeki artışın sınırlı ve ortalamanın altında olmasını bekliyoruz.
- Düzenlemelerin haricinde de Vakıfbank’ın 2023’te marj baskısını en çok hissedecek bankalardan biri olabileceğini düşünüyoruz. Fonlama içerisinde serbest sermayenin payının nispeten düşük kalması, yüksek Ekim enflasyonu nedeniyle TÜFE tahvil gelirinin oransal olarak net faiz gelirin en yüksek oranda katkı verdiği bir yılın ardından fonlama maliyetinde yukarı yönlü bir hareketlilik buna karşılık Ekim 2023 enflasyonun ciddi şekilde düşmesi bankanın net faiz marjında önemli aşınmaya neden olabilir.
- Kamuoyuna yansıyan bilgilerde Türkiye Varlık Fonunun kamu bankalarında sermaye artışı yapmayı planladığı duyuruldu. 2020 ve 2021 yıllarındaki toplam 20,4 milyar TL’lik sermaye artışının ardından bankada bu kez de 20 milyar TL düzeyinde bir sermaye artışı olabileceğini düşünüyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyadır.

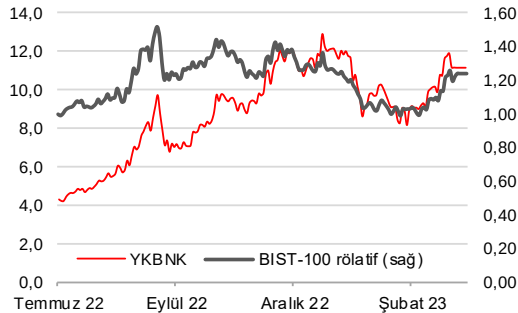
Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY16,90
Son kapanış, TL/hisse	TRY11,13
Yukarı potansiyel	%52
Halka açıklık oranı	%30
Piyasa değeri, TL mn	94.016

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	63.484	126.256	158.075	206.695
Net kar	10.490	52.745	41.525	52.080

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%33	%99	%25	%31
Net kar	%107	%403	-%21	%25
F/K	2,1	1,8	2,3	1,8
F/DD	0,4	0,7	0,6	0,5
Özsermaye karlılığı	%19	%56	%29	%29

Temettü Verimi	2,7%	2,3%	8,4%	3,5%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%37	%0	%204	-%6
BIST 100 rölatif	%18	-%3	%22	%0
AOİH, TRYmn	2.738	3.318	2.793	2.898



* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

- Yapı Kredi Bankası'nın 2023, 2024 ve 2025 yılı net kârlarının sırasıyla 41,5 milyar TL (-%21), 52,1 milyar TL (25%) ve 60,9 milyar TL (%17) olmasını bekliyoruz. Böylece özkaynak kârlılık oranının 2023'te %30 olarak gerçekleşmesini sonraki iki yılda tedricen %26'ya düşmesini bekliyoruz. Bankanın 12 aylık fiyat hedefini 16,90 TL olarak belirledik. Hedef fiyatın ima ettiği bir yıllık F/DD'yi 0,81x ve cari fiyat üzerinden oranı 0,59x olarak hesaplıyoruz. Hisse son bir ayda %46 değer artışı ile BIST-100 ve banka endeksinden olumlu yönde ayrıştı. Banka için önerimizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruduk.
- Yapı Kredi Bankası'nın öz kaynak kârlılığı son üç yıldır rakiplerinin üzerinde seyrediyor. Kârlılığın artışında TÜFE tahvillerin son iki yılki katkısı yanında, vadesiz mevduat payının artışı ve kredi risk maliyetinin sektör ortalamasına çekilmesi önemli rol oynadı. Özkaynak kârlılık oranındaki başarının net faiz marjı ve kredi risk maliyeti korunarak sürdürüleceğini tahmin ediyoruz. Banka ayrıca enflasyon muhasebesi uygulanmış özkaynak kârlılık oranını %10-%15 aralığında hesaplıyor. Bu oran büyük bankalar arasında ikinci sırada bulunuyor.
- Yapı Kredi hissesi Kasım ayında MSCI-GOÜ endeksine dahil edildi. Hissenin Kasım ayının sonuna kadar olan dönemde endeksten ve diğer bankalardan olumlu ayrışmasında bu gelişme rol oynadı.
- Yapı Kredi TÜFE'ye endeksli tahvillerin faiz getirili aktiflere ve özkaynaklara oranı açısından ikinci sırada yer almaktadır. Bankanın dördüncü çeyrekte yeniden TÜFE tahvil artırımına yöneldiğini tahmin ediyoruz. Bankanın net faiz marjında 2023 yılı için öngördüğümüz 370baz puanlık azalmanın büyük ölçüde TÜFE tahvillerden kaynaklanmasını, bu etkinin 2024'te normalleşmesini bekliyoruz. Bankanın çekirdek net faiz marjında ise 220baz puan seviyesinde sektörün altında bir daralma bekliyoruz.
- Yapı Kredi, özel bankalar arasında TL mevduat payını %50 eşiğinin üzerine çıkaran ve 2022 sonunda neredeyse %60'a ulaşan ilk banka olma özelliği taşıyor. Banka ayrıca, son makro ihtiyatı tedbirlerin uygulamaya konulması öncesinde özellikle 2Y22'de TL mevduatta önemli pazar payı elde etti. Bu durum, Yapı Kredi'nin daha sonraki dönemde sert bir mevduat rekabetinden kaçınmasına ve TCMB'nin ters dolarizasyon politikası kapsamındaki makro ihtiyatı tedbirlere daha kolay uyum sağlamasına olanak sağladı.

Demir - Çelik

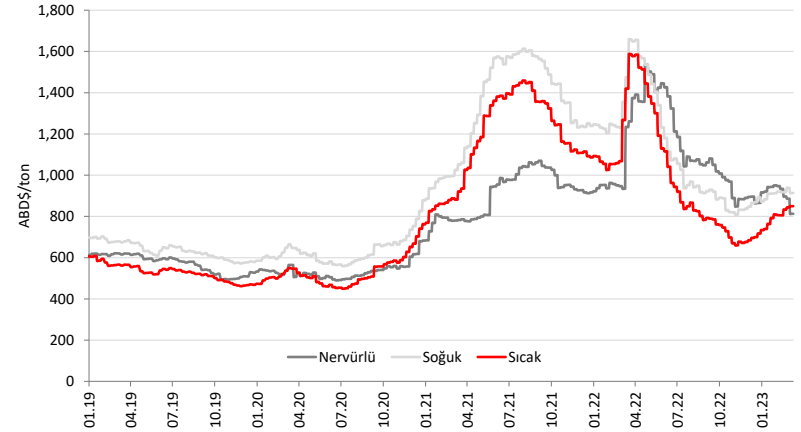
- **Yassı çelik fiyatları 2YY22'de 5 yıllık ortalamalara doğru geriledi...** Ürün fiyatları 1YY22'de rekor seviyelerin ardından kısmi normalleşme gösterdi. Her üç ürün fiyatı da Aralık-22'de sınırlı bir artış yaşadı. Toparlanma Ocak-23'te devam etti.
- **Kömür fiyatındaki artış, çelik üreticilerinin marjlarını olumsuz etkiledi...** 2022'de çelik üreticileri yüksek kömür fiyatlarından zarar gördü. Öyle ki, Erdemir'in 2021'de %47/%23 olan demir cevheri/kömür maliyet yapısı, 9A22'de %28/%40 demir cevheri/kömür seviyesine geldi.
- **Maliyet baskılarının 1YY23'te devam etmesini bekliyoruz...** Ürün fiyatlarındaki toparlanmaya karşın, (i) kısıtlı hurda çelik arzı ve (ii) artan kömür fiyatları nedeniyle girdi fiyatlarının da yükselmesinin sonucunda çelik üretim marjlarındaki iyileşmelerin sınırlı olmasını bekliyoruz. Çelik üretim marjlarında sürdürülebilir bir toparlanmanın 2023'ün ikinci yarısından itibaren gündeme geleceğini düşünüyoruz.
- **Uzun çelik talebi inşaat sektörünün görünümünden destek buluyor...** Türkiye'de ve Çin'de gayrimenkul ve inşaat sektörlerine yönelik devam eden destek paketleri, uzun çelik fiyatlarının yükselmesine yardımcı oluyor. 1YY23'te 2YY22'ye benzer şekilde uzun ürünlerde yassı ürünlere kıyasla daha güçlü bir fiyat seyri görmeyi bekliyoruz.
- **Küresel altyapı harcamalarında 2023 yılında yatay bir görünüm bekliyoruz...** "S&P Küresel Altyapı Endeksi"nde yer alan 75 şirketin 2023 ve 2024 satışları için kombine piyasa tahminleri, 2023 için yalnızca %0,1'lik bir ciro büyümesi ile yatay bir görünüm çiziyor. 2024 için piyasa tahminleri, %3,9'luk bir büyümeyi işaret ediyor. Tahmin verilerini kullanarak kurduğumuz ciro endeksi, 2023'te durgun bir yılın ardından 2024'te 2018'e göre %7'lik bir büyümeyi sağlanabileceğine işaret ediyor.

Hisse Önerimiz*

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
EREGL	E.A.	138.740	48%	39,64	37,87	-4%	5,5	10,2
KRDMD	Nötr	15.901	89%	20,38	24,20	19%	4,0	8,5

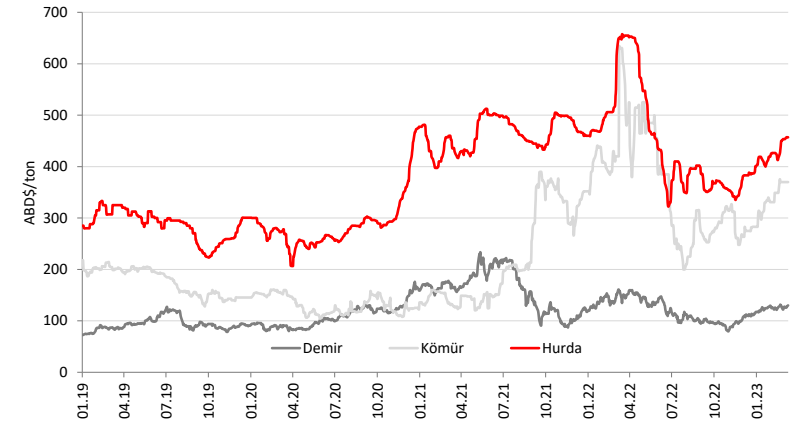
Surce: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Gösterge Ürün Fiyatları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Gösterge Girdi Fiyatları

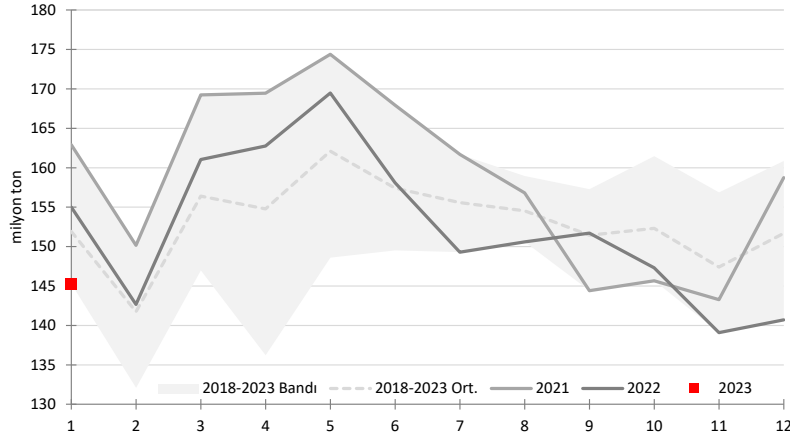


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

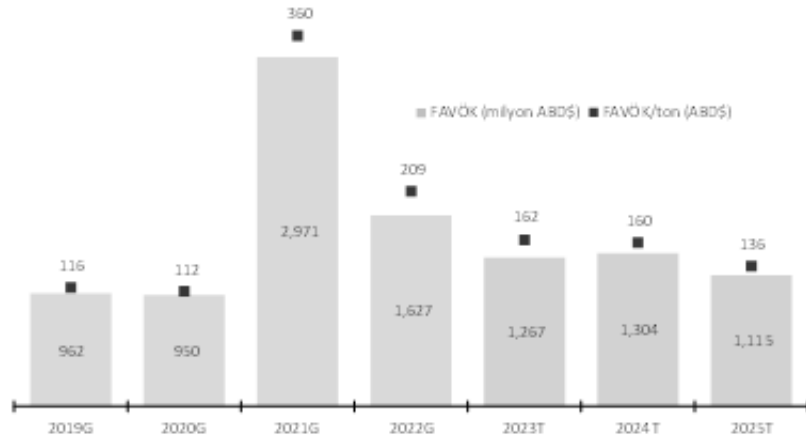
Demir - Çelik

Dünya ham çelik üretimi, 2YY22'de son 5 yılın en düşük seviyelerine geriledi...



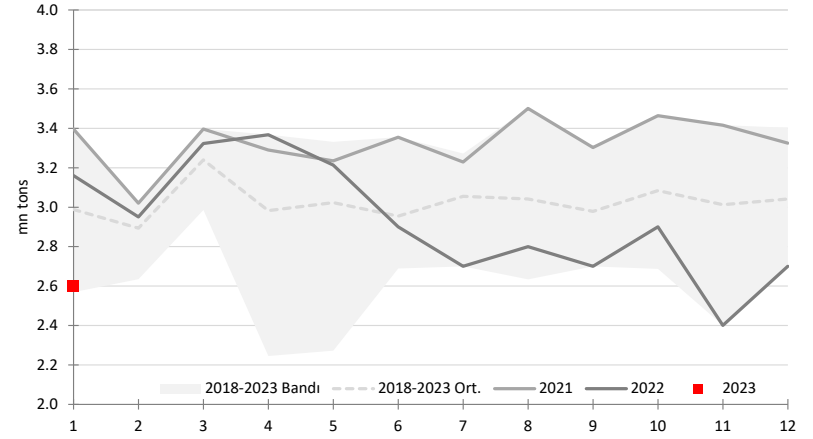
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Erdemir Ton Başına FAVÖK



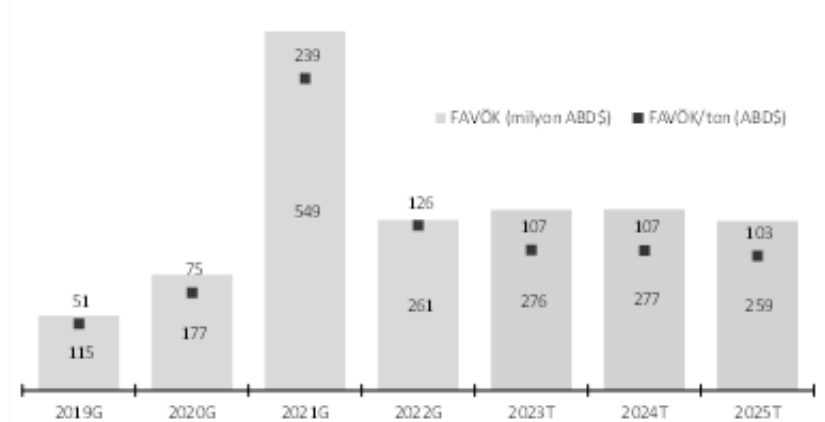
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirket Finansalları

Türkiye ham çelik üretimi, 2YY22'de son 5 yılın en düşük seviyelerine geriledi...



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Kardemir Ton Başına FAVÖK

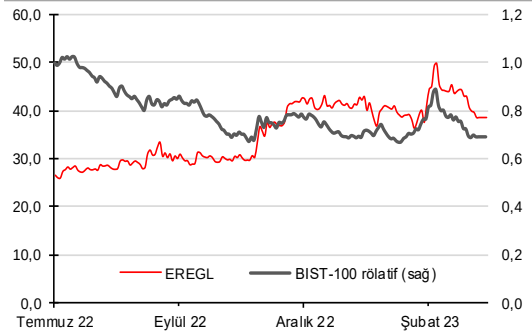


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirket Finansalları

Erdemir

Bloomberg Kodu	EREGL	TI
Tavsiye	Endeksin Altında Getiri	
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY37,87	
Son kapanış, TL/hisse	TRY39,64	
Yukarı potansiyel	-%4	
Halka açıklık oranı	%48	
Piyasa değeri, TL mn	138.740	
Firma değeri, TL mn	155.520	

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	68.227	127.783	150.525	172.474
FAVÖK	26.468	26.655	26.900	30.772
Net kar	15.527	18.005	13.560	15.676
Net borç	-6.523	13.694	5.427	6.905
Net borç/FAVÖK	-0,25	0,51	0,20	0,22
FAVÖK marjı	%38,8	%20,9	%17,9	%17,8
Net marj	%22,8	%14,1	%9,0	%9,1
Ciro, y/y	%113	%87	%18	%15
FAVÖK, y/y	%297	%1	%1	%14
Net kar, y/y	%369	%16	-%25	%16
F/K	4,2	7,7	10,2	8,9
FD/FAVÖK	2,3	5,8	5,5	4,8
FD/Ciro	0,9	1,2	1,0	0,9
Temettü Verimi	12,0%	12,3%	0,0%	8,2%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%5	-%3	%31	-%4
BIST 100 rölaf	-%9	-%6	-%47	%2
AOLH, TRYmn	6.698	6.193	3.559	6.829

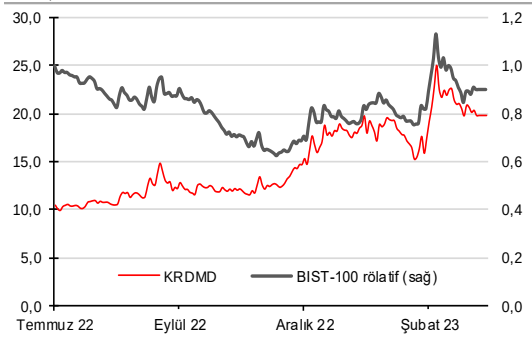


- **37,87 TL hedef fiyat ve “Endeks Altında Getiri” tavsiyemiz ile araştırma listemize yeniden dahil ediyoruz...** Çelik piyasasına ilişkin beklentilerimiz ve makro varsayımlarımız doğrultusunda hedef fiyatımızı 37,87 TL olarak belirledik. 2023'te %18'lik bir ciro büyümesi, %17,9 FAVÖK marjı, 650 milyon ABD\$ sermaye harcaması ve %34,6 NİS/Ciro bekliyoruz. Şirket'in hisseleri 5,5x 2023T FD/FAVÖK (uluslararası benzerler medyanı: 4,7x) ve 10,2x 2023T F/K (uluslararası benzerler medyanı: 7,8x) çarpanlarıyla işlem görmektedir. Hisse güncel fiyatının küresel benzerlerinden ayrıştığını ve çelik piyasasına ilişkin kısa vadeli beklentilerimizin şimdiden fiyatlandığını düşünüyoruz.
- **FAVÖK marjı, artan enerji maliyetlerine karşı zayıf ürün fiyatlarıyla sekteye uğradı...** 4Ç22'de enerji maliyetlerindeki %26,6'lık yükseliş brüt kâr ve FAVÖK marjları üzerinde önemli derecede olumsuz etki gösterdi. Şirket 4Ç22'de -177 milyon TL FVÖK ve 674mn TL Düzeltilmiş FAVÖK kaydetti. Sonuç olarak, Şirket 4Ç22'de 48 ABD\$/ton FAVÖK elde ederek 3Ç22'deki 124 ABD\$/ton seviyesinden %61,29 gerileme kaydetti.
- **2023'te temettü yok...** Erdemir ve %94,87 iştiraki İsdemir, Grup'un devam etmekte olan yatırım döneminde sağlıklı nakit akışının devamı için 2023 yılında nakit temettü dağıtmama kararı aldı. Şirket'in 2022 yılı HBK'sı 5,1TL/hisse seviyesindeydi ve piyasa temettü beklentileri 3,5-4,5TL/hisse aralığındaydı.
- **Şirket'in yeni geri alım programının hissenin fiyat performansı üzerinde direnç oluşturduğunu düşünüyoruz...** Erdemir Genel Kurul onayına sunulmak üzere yeni bir geri alım programı açıkladı. Yeni program, geri alım için üst fiyat limitini 1,5x PD/DD (49,56 TL/hisse) seviyesinde belirlemekte. Belirlenen üst limitin hisse fiyat performansı üzerinde kısa dönemde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz.
- **İsdemir'de üretim durum tespiti için durduruldu...** Yönetim, 6 Şubat'ta meydana gelen depremlerin etkilerini değerlendirmek üzere İsdemir'de üretime ara verdiklerini açıklamıştı. Yetkililer, depremlerin söz konusu etkilerinin Şirket'in finansal tablolarını önemli ölçüde etkilemeyeceğini değerlendiriyor.
- **2023 beklentilerimiz...** Global ve iç pazarlarda iyileşen talep görünümüne bağlı olarak ürün fiyatlarında 4Ç22'ye göre bir miktar iyileşme bekliyoruz. Enerji maliyetlerine ilişkin normalleşme beklentimizle beraber 2023'te 162 ABD\$/ton FAVÖK tahmin ediyoruz.
- **Peletleme tesisinin 2026'da devreye alınması bekleniyor...** Erdemir, 3 milyon ton/yıl kapasiteli peletleme tesisi için 550 milyon ABD\$ yatırım yapılmasına karar verildiğini duyurmuştu. Yönetim, bu yatırımdan yıllık 200-250 milyon ABD\$ FVÖK katkısı öngörüyor. Peletleme tesisinin 2026 ortalarında devreye girmesi bekleniyor.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Kardemir

Bloomberg Kodu	KRDM T1			
Tavsiye	Nötr			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY24,20			
Son kapanış, TL/hisse	TRY20,38			
Yukarı potansiyel	%19			
Halka açıklık oranı	%89			
Piyasa değeri, TL mn	15.901			
Firma değeri, TL mn	16.306			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	10.105	18.751	29.607	32.033
FAVÖK	3.347	2.959	4.011	4.507
Net kar	2.637	1.488	1.881	3.016
Net borç	-2.745	592	-15	-1.621
Net borç/FAVÖK	-0,82	0,20	0,00	-0,36
FAVÖK marjı	%33,1	%15,8	%13,5	%14,1
Net marj	%26,1	%7,9	%6,4	%9,4
Ciro, y/y	%96	%86	%58	%8
FAVÖK, y/y	%293	-%12	%36	%12
Net kar, y/y	%6252	-%44	%26	%60
F/K	2,2	10,7	8,5	5,3
FD/FAVÖK	0,9	5,6	4,0	3,2
FD/Ciro	0,3	0,9	0,5	0,4
Temettü Verimi	0,0%	6,4%	1,1%	5,3%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%28	%14	%47	%13
BIST 100 rölatif	%11	%11	-%41	%20
AOİH, TRYmn	4.190	4.663	2.833	4.537



- **24,20 TL hedef fiyat ve “Nötr” tavsiyemiz ile araştırma listemize yeniden dahil ediyoruz...** Çelik piyasasına ilişkin beklentilerimiz ve makro varsayımlarımız doğrultusunda hedef fiyatımızı 24,20 TL olarak belirliyoruz. 2023'te %58'lik bir ciro büyümesi, %13,5 FAVÖK marjı, 81 milyon ABD\$ sermaye harcaması ve %7,1 NİS/Ciro bekliyoruz. Şirket'in hisseleri 4,0x 2023T FD/FAVÖK (uluslararası benzerler medyanı: 4,7x) ve 8,5x 2023T F/K (uluslararası benzerler medyanı: 7,8x) çarpanlarıyla işlem görmekte. Hisse güncel fiyatının %19'luk bir sınırlı getiri potansiyeli sunmanın yanında kısa vadeli piyasa dinamiklerini büyük ölçüde yansıttığını düşünüyoruz.
- **2022'deki zayıf sonuçların ardından 2023'te Şirket'in üretim ve satış hacimlerinde güçlü toparlanmaya tanık olmasını bekliyoruz...** Kardemir 2022'yi 2,14 milyon ton'luk üretimle 2017'den bu yana en düşük seviye ile kapattı. Çelik ürünlerinde fiyat iyileşmesi ve hacim artışı bekliyoruz global ve iç pazarlardaki talep görünümü ışığında 2023 yılında 2,5 milyon ton satış hacmi ile beraber ürün fiyatlarında da iyileşme görmeyi bekliyoruz.
- **4Ç22'de ton başına FAVÖK çeyreklik bazda miktar iyileşirken, faaliyet dışı ve finansal giderlerdeki artış Net Kâr'ı negatif bölgeye çekti...** Kardemir 4Ç22'de 3Ç22'ye kıyasla operasyonel anlamda daha güçlü bir çeyrek geçirdi. Ciro çeyreklik %13 büyüdü ve FAVÖK çeyreklik bazda %55 arttı. Ton başına FAVÖK, 3Ç22'deki 52 ABD\$/ton'dan 68 ABD\$/ton'a hafif yükseldi. Şirket, 2021 yılının tamamındaki 236 ABD\$/ton olan FAVÖK'üne karşılık 2022 tam yılı için 135 ABD\$/ton elde etti. Ancak, faaliyet dışı giderlerdeki ve net finansman giderindeki artış, son çeyrekte net zarara yol açtı. Faaliyet dışı gider 3Ç22'deki 215mn TL'den 4Ç22'de ticari hesaplardaki kur farkı zararı nedeniyle 657mn TL'ye yükseldi.
- **2023'te 81 milyon ABD Doları serbest sermaye yatırımı tahmin ediyoruz...** Şirket 2022'de %22,3 Yatırım Harcaması/FAVÖK seviyesine denk gelen 62 milyon ABD Doları yatırım yaptı. 2023 için beklentimiz %30'u işaret ediyor.
- **2023'te Net Borç'un sıfıra indirilmesini bekliyoruz...** Kardemir, yılı 592 milyon TL Net Borç ile kapatarak yılsonu itibarıyla 0,2x Net Borç/FAVÖK oranına ulaştı. Şirket'in 2023'te 2Y22'den daha güçlü marjlar elde ederek net borç'unu sıfırlamasını bekliyoruz.
- **2023 temettüsü açıklandı...** Kardemir Yönetim Kurulu 250 milyon TL brüt temettü açıkladı. Dağıtımların 3 Nisan'da yapılacak Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda onaylandıktan sonra Haziran ve Kasım aylarında iki eşit taksit şeklinde yapılması planlanıyor. Temettü verimi %1,1'e denk geliyor.
- **2023 beklentilerimiz...** Global ve iç pazarlardaki talep iyileşmesine bağlı olarak çelik ürünlerde fiyat iyileşmesi ve hacim artışı bekliyoruz. 2023 yılında ortalama 793 ABD\$/ton fiyatla 2,5 milyon ton satış hacmi görmeyi bekliyoruz. 4Ç22'den sonra toparlanan ürün fiyatları ve enerji maliyetlerinde normalleşme beklentimiz doğrultusunda 2023'te 107 ABD\$/ton FAVÖK tahmin ediyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Petrol ve Petrokimya

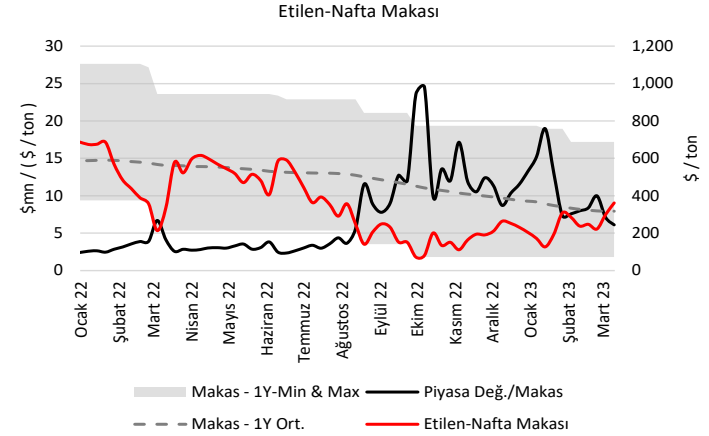
- Rafineri:** 2023'te bir miktar düşüşe rağmen ürün marjları ortalamaların üzerinde seyredebilir. Ürün marjlarına olumsuz etkiler: global ekonomik aktivitede yavaşlama, savaş-öncesi seviyelere gerileyen doğalgaz fiyatları, 2Y23'te eklenecek yeni kapasiteler. Ürün marjlarına olumlu etki: Rusya'ya yaptırımlar, Çin'de talebin iyileşmesi, yeni kapasite artışlarında olası gecikmeler. Ağır ham petrol bulunabilirliğinin devam etmesiyle beraber rakip petrol üreticilerinin iskontolarını yüksek tutması 2023'te de Tüpraş'ın karlılığına olumlu etki edebilir.
- LPG Dağıtım:** Asgari ücretteki artışla beraber LPG talebinin 2023'te toparlanmasını bekliyoruz. Aygaz için paket dağıtım işi ve Bangladeş LPG işinde finansallara negatif etkinin 2023'te de devam etmesini bekliyoruz.
- Petrokimya:** Petrokimya sektörü ve Petkim için, zayıf ekonomik aktivite, Amerika'da ve Çin'de yeni eklenen kapasiteler ve birikmiş stok sebebiyle karlılığın 2023'ün ilk yarısında zayıf olacağını tahmin ediyoruz.
- Tüpraş'ın,** cazip değerlemesi, ürün marjlarının ortalamaların üzerinde seyretmesi ve doğalgaz tarifelerindeki düşüş gibi faktörler nedeniyle kısa vadede endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Güçlü Tüpraş karlılığı etkisiyle Aygaz'ın da 2023 ilk yarısında iyi performans göstermesini bekliyoruz. Petkim'in ise zayıf karlılık sebebiyle kısa vadede hisse performansının endeksin gerisinde kalacağını tahmin ediyoruz.

Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
AYGAZ	E.Ü.	16,639	24%	75.70	108.00	43%	13.9	5.2
PETKM	E.A.	40,018	47%	15.79	15.40	-2%	18.2	13.4
TUPRS	E.Ü.	152,822	49%	555.20	745.00	34%	2.3	4.2

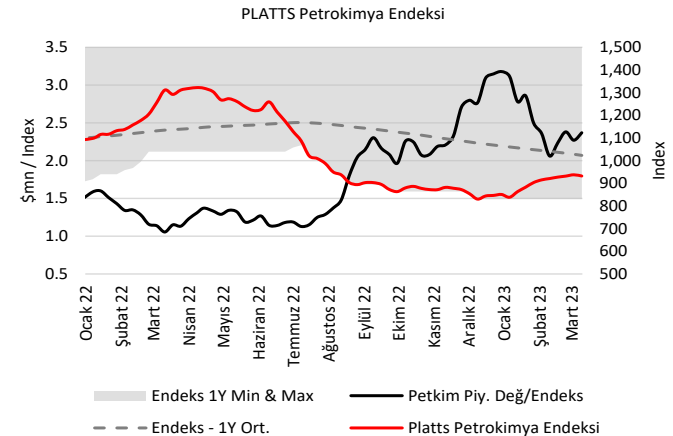
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Etilne-Nafta makasında son dönemde hafif iyileşme...



Kaynak: Petkim, AK Yatırım Araştırma

Zayıf talep ve arz fazlası petrokimyada marjları baskılıyor.

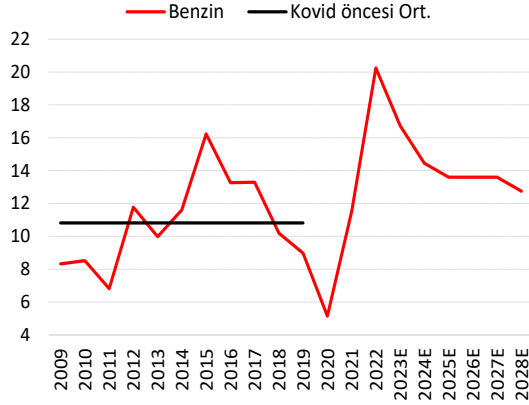


Kaynak: Petkim, AK Yatırım Araştırma

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

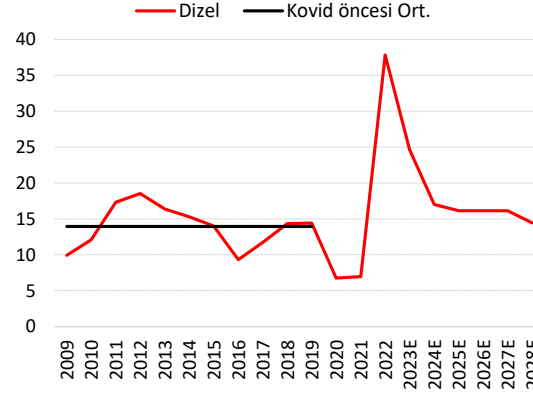
Petrol ve Petrokimya

Benzin Ürün Marjları (\$ v/v, Akdeniz)



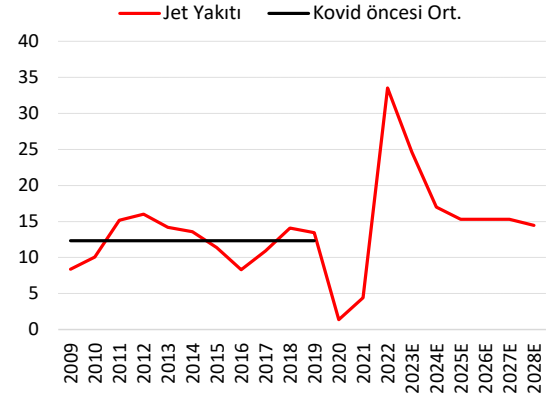
Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

Dizel Ürün Marjları (\$ v/v, Akdeniz)



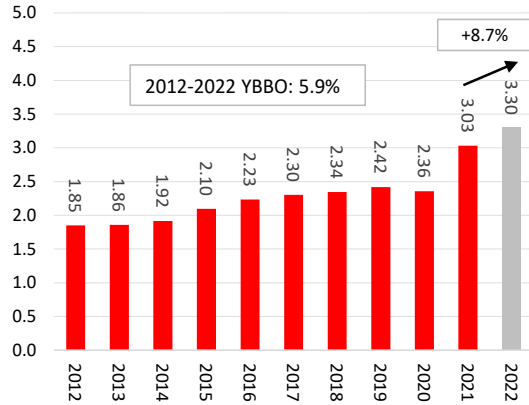
Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

Jet Yakıtı Ürün Marjları (\$ v/v, Akdeniz)



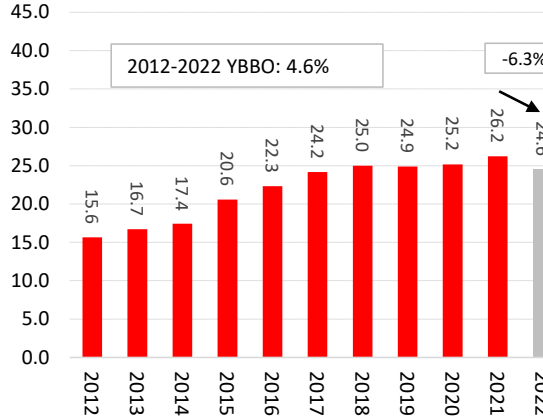
Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

Yurt içi Bencin Tüketimi (milyon ton)



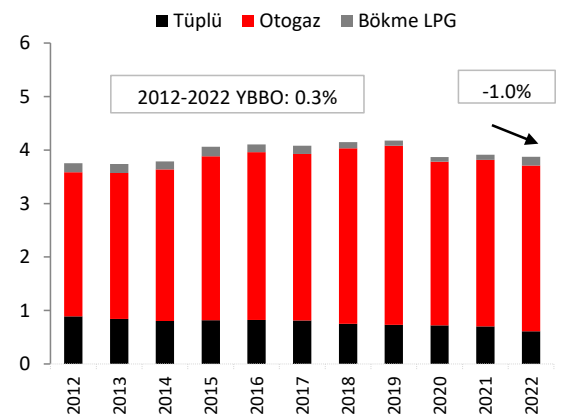
Kaynak: EPDK

Yurt içi Dizel Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: EPDK

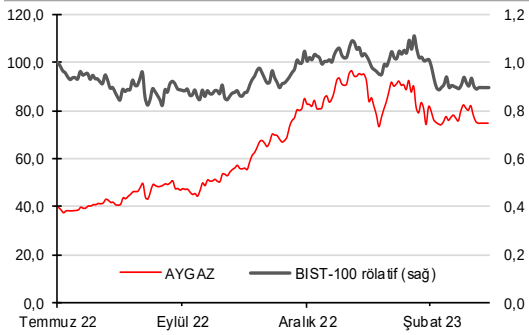
Yurt içi LPG Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: EPDK

Aygaz

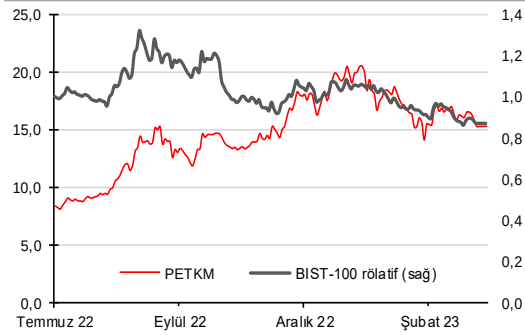
Bloomberg Kodu	AYGAZ TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY108,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY75,70			
Yukarı potansiyel	%43			
Halka açıklık oranı	%24			
Piyasa değeri, TL mn	16.639			
Firma değeri, TL mn	10.629			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	15.893	37.507	48.235	55.353
FAVÖK	705	537	755	1.566
Net kar	670	4.733	3.223	2.412
Net borç	859	1.736	1.638	-49
Net borç/FAVÖK	1,22	3,23	2,17	-0,03
FAVÖK marjı	%4,4	%1,4	%1,6	%2,8
Net marj	%4,2	%12,6	%6,7	%4,4
Ciro, y/y	%57	%136	%29	%15
FAVÖK, y/y	%69	-%24	%40	%107
Net kar, y/y	n.m	%606	-%32	-%25
F/K	7,3	3,5	5,2	6,9
FD/FAVÖK	-2,8	19,8	13,9	5,6
FD/Ciro	-0,1	0,3	0,2	0,2
Temettü Verimi	3,2%	1,7%	1,3%	0,0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%2	-%10	%171	-%21
BIST 100 rölatif	-%12	-%12	%9	-%16
AOLH, TRYmn	57	61	56	61



- **LPG talebinin 2023'te toparlanmasını bekliyoruz...** Alım gücündeki düşüş ve yasadışı dolum faaliyetlerinin etkisiyle 2022'de tüplü gaz ve oto gaz satışları sırasıyla %12,5 ve %0,6 oranında düştü. Örneğin, bir aylık asgari ücretle 2022'de 13-14 tüp alınabilirken 2019-2021 yıllarında 19-20 tüp alınabiliyordu. Son asgari ücretle beraber (aylık 8.500 TL) yaklaşık 23 tüp alınabiliyor. Buna göre 2023'te talep ortamının iyileşeceğini tahmin ediyoruz.
- **Rafineri tarafından gelen karda düşüş muhtemel...** Normalleşen talep ortamı, Rusya-Ukrayna savaşıyla beraber dizeldaki arz endişeleri ve artan doğalgaz maliyetleri gibi sebeplerle 2022'de özellikle orta distilat (dizel ve jet yakıtı) ürün marjları tarihi ortalamalarının çok üzerine çıktı. 2023'e baktığımızda, global ekonomik aktivitede beklenen yavaşlama ve doğalgaz fiyatlarının savaş-öncesi seviyelere inmesi orta distilat marjlarını aşağı çekecektir. Öte yandan, Rusya petrol ürünlerine yaptırımlar ve rafinaj sektöründeki kapasite sıkıntıları marjları uzun süre ortalamaların üzerinde tutabilir. Tüpraş'ın Aygaz net karına katkısının 2022'de 3.855milyon TL iken, 2023'te 3.396milyon TL olmasını bekliyoruz.
- **Paket teslim işi geliştirilmeye devam ediyor...** Sendeo, faaliyetine Tem-21'de başlamış, Ara-22'de günlük azami 105bin pakete ulaşmıştır. Şirketin yorumuna göre günlük 200bin paket seviyesi başa baş noktasına ulaşmak için önemli bir noktadır. Değerlememizde, Sendeo'nun 2025 yılında başa baş seviyeye geleceğini, 2026'ya kadar Aygaz'ın FAVÖK'üne etkisinin negatif olacağını varsaydık. Sendeo'dan gelecek FAVÖK 2022'de -458milyon TL iken, 2023'te -520milyon TL olmasını bekliyoruz.
- **Bangladeş LPG yatırımı...** Aygaz %50 iştiraki olan Bangladeş yatırımı şimdiye kadar 19milyon dolarlık bir sermaye koymuştu. Sıfırdan kurulmuş olan bir faaliyet olduğu için Aygaz'a katkısının 2026 yılına kadar negatif seviyede olmasını bekliyoruz.
- **2023'te konsolide FAVÖK'te %40 büyüme, net karda %32 daralma bekliyoruz...** FAVÖK büyümesinin artan dağıtıcı marjları ve düşük baz etkisi sebebiyle olmasını beklerken, net kardaki düşüşün Tüpraş katkısındaki azalıştan kaynaklanacağını düşünüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** %25'lik holding iskontosu uyguladığımız Aygaz Net Aktif Değeri 110.2TL'lik bir hedef fiyata denk geliyor. Değerlememizde Sendeo'nun tamamı için 1,7milyar TL'lik firma değeri, Bangladeş operasyonunun %100'ü için ise 2,6milyar TL'lik bir değer buluyoruz. Tüpraş'ın geçen seneye göre 1Ç23'te olası güçlü karlılığı, kısa vadede Aygaz hisse performansına olumlu yansiyabilir.

Petkim

Bloomberg Kodu	PETKM TI			
Tavsiye	Endeksin Altında Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY15,40			
Son kapanış, TL/hisse	TRY15,79			
Yukarı potansiyel	-%2			
Halka açıklık oranı	%47			
Piyasa değeri, TL mn	40.018			
Firma değeri, TL mn	54.339			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	28.716	48.898	63.467	71.341
FAVÖK	6.090	3.390	3.280	5.218
Net kar	5.452	6.580	2.979	4.644
Net borç	8.387	14.295	19.496	19.784
Net borç/FAVÖK	1,38	4,22	5,94	3,79
FAVÖK marjı	%21,2	%6,9	%5,2	%7,3
Net marj	%19,0	%13,5	%4,7	%6,5
Ciro, y/y	%137	%70	%30	%12
FAVÖK, y/y	%236	-%44	-%3	%59
Net kar, y/y	%401	%21	-%55	%56
F/K	2,9	6,1	13,4	8,6
FD/FAVÖK	4,0	16,0	18,2	11,5
FD/Ciro	0,8	1,1	0,9	0,8
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%12	-%10	%87	-%21
BIST 100 rölaf	-%3	-%12	-%25	-%16
AOIH, TRYmn	1.731	3.279	2.145	2.742



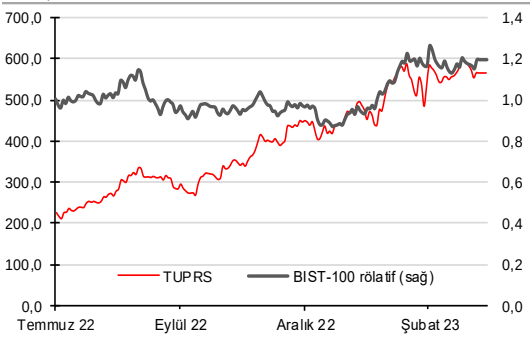
- **Zayıf talep petrokimya sektöründe marjları baskılıyor...** Petrokimya üreticilerinin karlılığıyla ilgili bir gösterge olan etilen-nafta makası 2022'de %38 gerileyerek ortalama 365 dolar/ton seviyesindeydi. Söz konusu veri, 2021'de pandemi kaynaklı yüksek talep, Avrupa'ya ürün akışını aksatan lojistik problemler ve plansız bakım duruşları nedeniyle 2021'de %71 artarak tepe noktasına ulaşmıştı. 1Ç23'te şu ana kadar etilen-nafta makası 245 dolar/ton seviyesinde olurken 1Ç22'de 493 dolar/ton seviyesindeydi. Zayıf ekonomik aktivite, Amerika'da ve Çin'de yeni eklenen kapasiteler ve birikmiş stok sebebiyle karlılığın 2023'ün ilk yarısında karlılığın zayıf olacağını tahmin ediyoruz.
- **Petkim'de FAVÖK'ün dolar bazında daralmasını bekliyoruz...** Petrokimya marjlarındaki düşüş, Petkim'in 4Ç22'deki büyük bakım duruşu, artan doğalgaz maliyetleri ve stok karındaki değişimler sebebiyle 2022'de FAVÖK yıllık %70 düşüşle 204 milyon dolar olarak seviyesine indi. Şirket yönetimi sektörde arz fazlası nedeniyle FAVÖK'ün 2023'te 100-120milyon dolar bandında olacağını tahmin ediyor. Yönetim ayrıca, Gaziantep'in önemli bir tekstil üretim bölgesi olması ve polimer talebinde önemli bir bölge olması nedeniyle, 6 Şubat depremlerinin bazı müşteriler üzerinde olumsuz etki yaptığını not etmektedir. Öte yandan, yılın ikinci yarısında Çin'den inşaat aktivitesinde artış ve Çin talebinde olası canlanma nedeniyle talebin toparlanması beklenmektedir. Etilen-nafta makasında son dönemdeki iyileşmeler göz önüne alındığında şirket tahminlerine yukarı yönlü risklerin fazla olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle Petkim için 2023 FAVÖK tahminimiz, şirket beklentisinin üstünde, 155 milyon dolar seviyesindedir. TL bazında 2023 için FAVÖK ve net kar tahminlerimiz 3,3 milyar TL ve 3,0 milyar TL iken sırasıyla %3'lük ve %55'lik bir daralmaya işaret ediyor.
- **STAR Rafineri'den %18'lik pay alma işlemi en geç 2 Ekim 2023'e kadar tamamlanacak...** Petkim, 2018 yılında 720 milyon dolar bedelle STAR Rafineri'den %18'lik dolaylı pay almak üzere Socar ile bir anlaşmaya varmış, anlaşma bedelinin 3 eşit taksitte ödenmesi kararlaştırılmıştı. Petkim bu zamana kadar Socar'a 480 milyon dolar ödedi, son taksitin ödenmesi ise birkaç defa ertelenmişti. Son açıklamaya göre, global piyasalardaki olumsuz gelişmeler, petrokimya sektörüyle alakalı belirsizlikler ve taraflar arasındaki hisse satış sözleşmesine dair ön şartların gerçekleştirilmesiyle ilgili onay sürecinin devam etmesi nedeniyle hisse satışı en geç 2 Ekim 2023 tarihine kadar ertelendi. Değerlememize sadece şimdiye kadar ödenmiş olan 480 milyon doları dahil ediyoruz.
- **Endeksin Altında Getiri tavsiyesi...** Petkim için 12 aylık hedef hisse fiyatımız olan 15,8 TL, yükseliş potansiyeline işaret etmediğinden hissenin Nötr bir performans göstermesini bekliyoruz. Petkim'in 1-yıl ileri F/K ve FD/FAVÖK çarpanları 7,7x ve 10,3 seviyesinde seyrederken, 2 yıllık ortalamalara göre sırasıyla %1 iskonto ve %44 prime işaret ediyor. 2023'ün ilk yarısındaki olası zayıf karlılığın hisse performansı üzerinde olumsuz etki etmesini bekliyoruz.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY745,00
Son kapanış, TL/hisse	TRY555,20
Yukarı potansiyel	%34
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	152.822
Firma değeri, TL mn	138.907

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
------------------	------	------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	152.492	481.765	513.818	489.095
FAVÖK	13.396	55.477	49.052	32.031
Net kar	3.495	41.045	36.593	20.225
Net borç	12.017	-16.501	-40.831	-24.754
Net borç/FAVÖK	0,90	-0,30	-0,83	-0,77
FAVÖK marjı	%8,8	%11,5	%9,5	%6,5
Net marj	%2,3	%8,5	%7,1	%4,1
Ciro, y/y	%141	%216	%7	-%5
FAVÖK, y/y	%2611	%314	-%12	-%35
Net kar, y/y	n.m.	%1074	-%11	-%45
F/K	8,1	3,7	4,2	7,6
FD/FAVÖK	3,2	2,5	2,3	4,1
FD/Ciro	0,3	0,3	0,2	0,3
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	8,2%	19,7%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%14	%32	%195	%13
BIST 100 rölatif	-%1	%29	%18	%19
AOLH, TRYmn	3.285	3.820	2.287	4.015

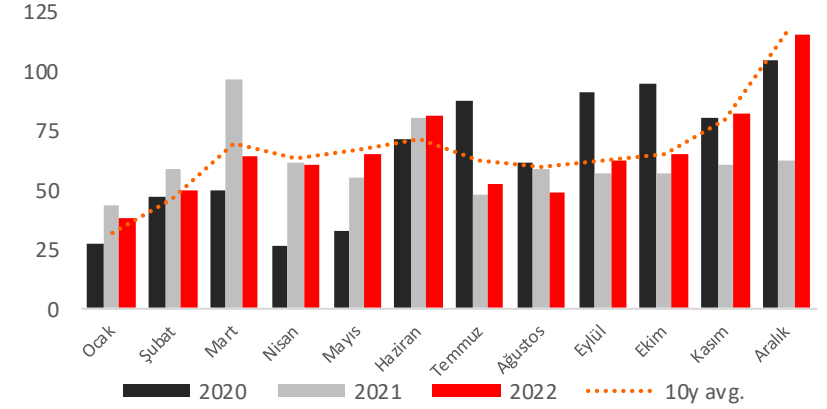


- **Türkiye akaryakıt piyasasındaki gelişmeler....** 2022’de jet yakıtı ve benzin talebi pandemi sonrası güçlü bir büyüme kaydederken, dizel talebi zayıf ekonomik aktiviteden dolayı geriledi. Jet yakıtı ve benzin talebi 2022’de sırasıyla %17 ve %9 artarken, dizel %6,3 daraldı. 2023’te de yurtiçi akaryakıt pazarında benzer bir trend görebiliriz ancak şunu hatırlatmakta fayda var: Türkiye’de dizel talebinin yaklaşık %40’ı ithalat yoluyla karşılandığından ve Türkiye’de yerleşik rafinerilerin rekabet avantajı olduğundan, olası bir talep düşüşü öncelikle ithalat hacmini etkileyecektir (toplam talep: 25 milyon ton, Tüpraş üretimi: 12 milyon ton, STAR Rafineri üretimi: 4,8 milyon ton).
- **Ürün marjları ilk yarıda ortalamaların üzerinde seyredebilir...** Arz sıkıntısı sebebiyle, dizel ürün marjı 2022’de ortalama 37,8 dolar seviyesinde olurken pandemi-öncesi ortalamalar 13,9 dolar seviyesindeydi. Aynı şekilde, jet yakıtı ürün marjı 2022’de 33,6 dolar seviyesine yükselirken pandemi-öncesi ortalamalar 12,3 dolar civarlarındaydı. Global ekonomik aktivitede yavaşlama ve doğalgaz fiyatlarındaki düşüşle beraber orta distilat marjlarında Şubat ayında bir gerileme görülüyor (Dizel& jet yakıtı: Oca-23’te ortalama 42 dolar, Şub-23’te 26 dolar). Öte yandan, Rusya petrol ürünlerine yaptırımlar ve rafinaj sektöründeki kapasite sıkıntıları marjları ortalamaların üzerinde tutabilir. Çin havacılık sektöründeki açılma da jet yakıtı talebini olumlu etkileyecektir. Yılın ikinci yarısında ise yeni kapasitelerin eklenmesiyle birlikte marjlarda normalleşme görülebilir. Tüm bunlar göz önüne alındığında, orta distilat ürün marjlarının 2023’te 25 dolar (2022: 36 dolar) seviyelerine, benzin marjlarının da 17 dolar (2022: 20,2 dolar) seviyelerine çekileceğini tahmin ediyoruz.
- **Ağır-hafif ham petrol makası karlılığı desteklemeye devam edebilir...** Rus petrolüne uygulanan yaptırımlar petrol arzında önemli bir değişikliğe sebep olmamıştı. Ağır ham petrol bulunabilirliğinin devam etmesiyle beraber rakip petrol üreticilerinin iskontolarını yüksek tutması 2023’te de Tüpraş’ın karlılığına olumlu etki edebilir.
- **2023’te Tüpraş’ın karlılığında bir düşüş bekliyoruz...** Şirket yönetimi 2023’te kapasite kullanımının %85-90 bandında (2022: %91,6) olmasını, net rafineri marjının 2022’deki 16,5 \$/v seviyesinden 11-12 \$/v seviyesine gerilemesini bekliyor. Buna göre, FAVÖK ve net kar tarafında sırasıyla %12 ve %11’lik bir daralma öngörüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Tüpraş’ın cazip değerlemesi, doğalgaz tarifelerindeki düşüş ve ürün marjlarının ortalamaların üzerinde seyretmesi nedeniyle kısa vadede iyi performans göstermesini bekliyoruz. Finansal koşullara bağlı olarak Tüpraş yılın ikinci yarısında tekrar bir nakit temettü dağıtma konusunu değerlendirebilir. Tüpraş’ın 1-yıl ileri F/K ve FD/FAVÖK çarpanları 8,0x ve 4,7c seviyesinde seyrederken, 2 yıllık ortalamalara göre sırasıyla %31 ve %36 iskontoya işaret ediyor.

Yurt içi Otomotiv Sektörü Genel Görünümü

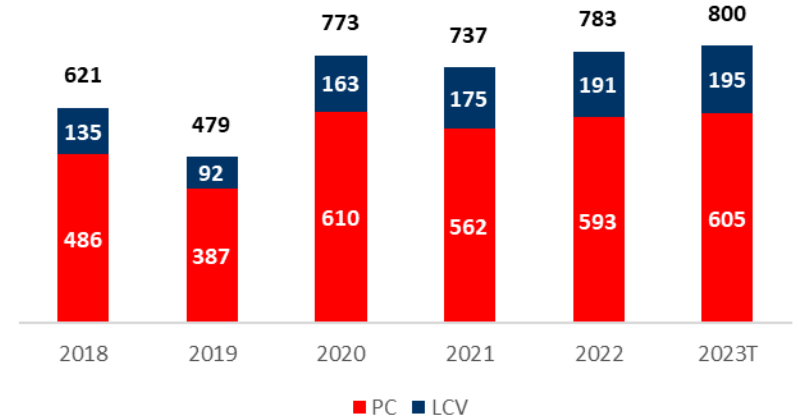
- Zorluklara rağmen 2022 normal bir yıldır.** Yurt içi hafif araç (HA) talebi 2022'de döviz kuru, bulunabilirlik ve alınabilirlik problemlerine rağmen 783 bin adet ile 10 yıllık ortalaması olan 792 bin adedin sadece %1 altındaydı.
- 2023'te yurt içi hafif araç pazarının yıllık %2 büyüyerek 800 bin adet olmasını bekliyoruz.** 1Y23'te tahminimize en büyük riskin çip tedarikinde bir sıkıntı yaşanması olduğunu düşünüyoruz. 2Y23'te tahminimize en büyük riskin potansiyel bir faiz artışı ve alınabilirlik problemlerinin olduğunu düşünüyoruz.
- 2022'de Tofaş Egea'nın ağırlıklı olarak yeni versiyonları ve daha iyi bulunabilirlik sayesinde, pazar payını yıllık 223 baz puan artırarak %19.2'ye yükseltmiştir. 2023'te Tofaş'ın pazar payının %20.5'e yükselmesini bekliyoruz.
- 2022'de Ford Otosan ağırlıklı olarak ticari araçlarda daha iyi bulunabilirliği sayesinde, pazar payını yıllık 76 baz puan artırarak %9.9'a yükseltmiştir. 2023'te Ford'un pazar payının %10.2'ye yükselmesini bekliyoruz.
- 2022'de Doğu Otomotiv'in kısa vadeli bulunabilirlik problemi yüzünden Skoda dahil pazar payı 311 baz puan daralarak %13.3 olmuştur. 2023'te Doğu Otomotiv'in pazar payının yıllık 191 baz puan artarak %15.2 olmasını bekliyoruz.

Aylık Yurt içi HA Satışları (Bin Adet)



Kaynak: ODD

HA Pazar Kırılımı (Bin Adet)



Kaynak: ODD

Hisse Önerimiz

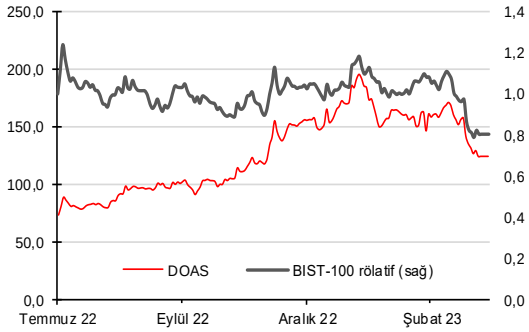
Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
DOAS	E.Ü.	28,490	34%	129.50	235.00	81%	1.9	3.1
FROTO	Nötr	204,230	18%	582.00	690.00	19%	7.9	6.8
TOASO	E.Ü.	95,000	24%	190.00	260.00	37%	8.0	10.7

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Doğuş Otomotiv

Bloomberg Kodu	DOAS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY235,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY129,50			
Yukarı potansiyel	%81			
Halka açıklık oranı	%34			
Piyasa değeri, TL mn	28.490			
Firma değeri, TL mn	21.594			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	24.306	46.781	67.089	82.186
FAVÖK	2.378	7.853	9.706	7.017
Net kar	2.332	7.824	9.112	6.808
Net borç	-381	-2.805	-6.144	-4.982
Net borç/FAVÖK	-0,16	-0,36	-0,63	-0,71
FAVÖK marjı	%9,8	%16,8	%14,5	%8,5
Net marj	%9,6	%16,7	%13,6	%8,3
Ciro, y/y	%29	%92	%43	%23
FAVÖK, y/y	%46	%230	%24	-%28
Net kar, y/y	%125	%236	%16	-%25
F/K	3,0	3,6	3,1	4,2
FD/FAVÖK	1,1	2,7	1,9	2,8
FD/Ciro	0,1	0,5	0,3	0,2
Temettü Verimi	10,1%	10,8%	10,2%	17,6%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%12	-%16	%155	-%34
BIST 100 rölatif	-%24	-%18	%2	-%30
AOLH, TRYmn	439	383	192	381

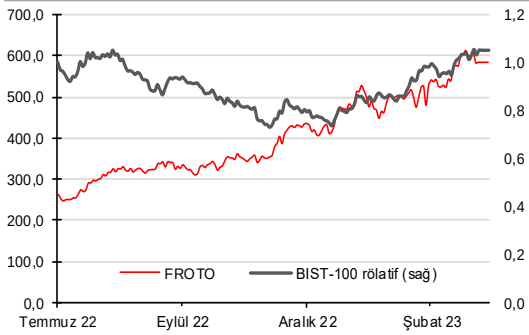


- **Zorlu bir çevrede yurt içi hafif araç pazarının %2 artmasını bekliyoruz.** 2022'de yurt içi hafif araç (HA) pazarı zorluklara rağmen yıllık %6 büyüyerek 783 bin adede ulaştı. 2023'te yurt içi HA pazarının yıllık %2 artarak 800 bin adede yükselmesini bekliyoruz. 2023'te pazar payının artacağı varsayımıyla Doğuş'un Skoda dahil yurt içi hafif araç satışlarının yıllık %18 artacağını düşünüyoruz. Skoda hariç yurt içi hafif araç satışlarının yıllık %5 artacağını bekliyoruz.
- **Araç başına gelirlerin 2022'ye göre daha yavaş büyümesini bekliyoruz.** 2022'de araç başına gelirler Euro bazında yıllık %23 arttı. 2022'deki ciddi artışın sebeplerinin ATA satışlarının kompozisyon içerisinde payının artması ve bulunabilirlik problemleri olduğunu düşünüyoruz. 2023'de araç başı gelirlerin ticari araçlarının satış kompozisyonundaki payının artmasıyla Euro bazında uzun vadeli varsayımımız olan %5'in üzerinde fakat 2022 yılının altında %8 seviyesinde artmasını bekliyoruz.
- **Daralan FAVÖK marjı hala uzun vadeli normal seviyelerin üzerinde.** 2022'de özellikle ticari araçlarda güçlü fiyatlama, kurlardaki dalgalanma, maliyet yönetimi, ATA satışlarının kompozisyonundaki payının artması ve marjı daha yüksek satış sonrası hizmetler kaleminin kompozisyon içindeki payının artması yüksek FAVÖK marjına sebep oldu. 2023'te FAVÖK marjının, 593 baz puan daralarak %14,5 olmasını bekliyoruz.
- **İştiraklerde güçlü performans.** 2022'de şirket iştiraklerden konsolide cironun %2,2'sine tekabül eden 1,0 milyar TL kar elde etti. Yüce Oto, 2020-2022 döneminde, ağırlıklı olarak azalan kur zararları ve bulunabilirlik problemi sayesinde elde ettiği fiyatlama gücüyle 2018-2019'a kıyasla performansını önemli ölçüde iyileştirdi. 2023'de iştirak gelirlerinin, net satışların %2'sine tekabül eden 1,3 milyar TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2021-2022'de Türkiye iç piyasasında 1,5 milyon hafif araç satıldı. Sıfır alınan binek araçlar için muayene süreci, satın alma tarihinden 3 yıl sonra, sıfır alınan hafif ticari araçlar için ise 2 yıl sonra başlamaktadır. TÜVTÜRK'ün muayene fiyatları yılda 1 kere güncellenmekte olup, enflasyona endekslidir. TÜVTÜRK'ün ilerleyen yıllarda Doğuş'un kârlılığına önemli katkılar sağlayacağına inanıyoruz.
- **Doğuş GYO'nun satın alınması.** Doğuş Otomotiv, Doğuş GYO'nun %93,7'sini Doğuş Holding'den satın aldı. Satın alma tutarı 5,1 milyar TL'dir. Söz konusu tutar, DOAS'ın 2022 yılı net satışlarının %10,9'una tekabül ediyor. Doğuş GYO'nun net varlık değeri olarak 3,1 milyar TL hesaplıyoruz, bu da Doğuş'un 2,0 milyar TL prim ödediği anlamına geliyor. Bu primi hedef fiyatımızdan çıkardık.
- **Tavsiyemizi Endeksin üzerinde getiri seviyesinde koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Doğuş için hedef fiyatımızı 235 TL seviyesinde koruyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY690,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY582,00			
Yukarı potansiyel	%19			
Halka açıklık oranı	%18			
Piyasa değeri, TL mn	204.230			
Firma değeri, TL mn	231.189			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	71.101	171.797	312.284	404.295
FAVÖK	9.464	19.727	31.080	40.452
Net kar	8.801	18.614	30.092	34.255
Net borç	4.882	27.804	43.621	68.921
Net borç/FAVÖK	0,52	1,41	1,40	1,70
FAVÖK marjı	%13,3	%11,5	%10,0	%10,0
Net marj	%12,4	%10,8	%9,6	%8,5
Ciro, y/y	%44	%142	%82	%29
FAVÖK, y/y	%79	%108	%58	%30
Net kar, y/y	%110	%111	%62	%14
F/K	7,4	11,0	6,8	6,0
FD/FAVÖK	7,3	11,7	7,9	6,7
FD/Ciro	1,0	1,3	0,8	0,7
Temettü Verimi	4,7%	5,4%	4,1%	11,1%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%21	%41	%135	%14
BIST 100 rölatif	%5	%38	-%6	%20
AOLH, TRYmn	1.104	1.347	948	1.293



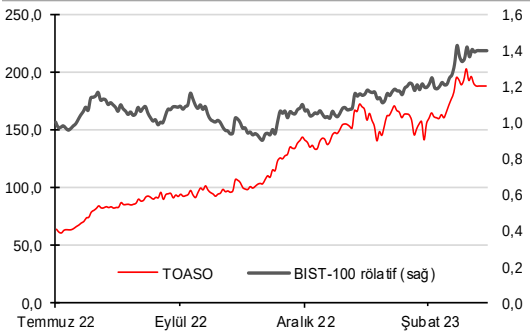
- **2023'te zorluklara rağmen yurt içi hafif araç pazarının %2 büyümesini bekliyoruz.** 2022'de yurt içi hafif araç (HA) pazarı zorluklara rağmen yıllık %6 büyüyerek 783 bin adede ulaştı. 2023'te yurt içi HA pazarının yıllık %2 artarak 800 bin adede yükselmesini bekliyoruz. 2023'te pazar payının %10.2 olacağı varsayımıyla Ford'un yurt içi hafif araç satışlarının yıllık %8 artacağını düşünüyoruz. 2022'de yurt içi ağır ticari araç pazarı (ATA) 2016 öncesi eğilimleri yakalayarak yıllık %24 artarak 44 bin adet seviyesinde gerçekleşti. 2023'te yurt içi ATA piyasasının yıllık yatay seyretmesini bekliyoruz. 2023'te yatay bir pazar payıyla Ford'un yurt içi ATA satışlarının 9 bin adet seviyesinde yatay kalmasını bekliyoruz. Ford Romanya satın alımı ve Türkiye'de artan üretim kapasitesi ile ihracat satışlarının 2023'te %22 artmasını bekliyoruz.
- **Güçlü fiyatlama devam ediyor.** 2022'de araç başına gelirler Euro bazında yıllık %5 arttı. 2019 yılından beri Ford'un araç başı gelirleri ATA satışlarının kompozisyondaki payının artması ve tedarik zinciri problemleri sebebiyle önemli bir şekilde arttığını izliyoruz. 2023'te araç başı gelirlerin Euro bazında uzun vadeli beklentimiz olan %4'ün üzerinde %5 seviyesinde artmasını bekliyoruz.
- **Daralan FAVÖK marjı.** Kurlardaki dalgalanma, maliyet kontrolleri ve ATA satışların kompozisyon içerisindeki payının artması 1Y22'de yüksek FAVÖK marjı elde edilmesini sağladı. Ford Romanya satın alımı sebebiyle FAVÖK marjı 3Ç22'de daralmaya başladı. 2023'te Ford Romanya'nın olumsuz etkisi, kurdaki dalgalanmanın azalması ve ihracat satışlarının kompozisyon içindeki payının artmasıyla FAVÖK marjının yıllık 153 baz puan daralarak %10'a gerilemesini bekliyoruz.
- **Artan üretim kapasitesi.** Ford, Türkiye'de 2025 yılına kadar yapacağı yatırımlarla 650 bin adet araç üretim kapasitesine erişmeyi hedefliyor. Mart 2022'de şirket, Ford Romanya'nın 100%'ünü satın alacağını açıkladı. 3Ç22'de satın alım süreci tamamlandı. Güncel durumda Ford Romanya'nın üretim kapasitesi Puma ve Ecosport olmak üzere 2 binek araç ile 250 bin araç seviyesindedir. 2023'te üretim değişimleriyle Romanya Puma ve Courier modellerini toplam maksimum 289 bin adet kapasiteyle üretecektir. Söz konusu yatırımlarla Ford'un toplam kapasitesinin bugünkü 472 bin adet seviyesinden 900 bin adede çıkması planlanmaktadır.
- **Tavsiyemizi Nötr seviyesine indiriyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Ford için hedef fiyatımızı 545 TL'den 690 TL'ye yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Tofaş

Bloomberg Kodu	TOASO TI
Tavsiye	Endeks Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY260,00
Son kapanış, TL/hisse	TRY190,00
Yukarı potansiyel	%37
Halka açıklık oranı	%24
Piyasa değeri, TL mn	95.000
Firma değeri, TL mn	89.936

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	29.684	65.545	75.269	119.144
FAVÖK	5.794	11.270	12.050	17.654
Net kar	3.281	8.562	8.917	12.516
Net borç	3.544	-4.966	1.836	9.219
Net borç/FAVÖK	0,61	-0,44	0,15	0,52
FAVÖK marjı	%19,5	%17,2	%16,0	%14,8
Net marj	%11,1	%13,1	%11,8	%10,5
Ciro, y/y	%26	%121	%15	%58
FAVÖK, y/y	%92	%95	%7	%47
Net kar, y/y	%84	%161	%4	%40
F/K	6,7	11,1	10,7	7,6
FD/FAVÖK	4,4	8,0	8,0	5,9
FD/Ciro	0,9	1,4	1,3	0,9
Temettü Verimi	8,9%	8,0%	3,2%	7,0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%34	%38	%167	%15
BIST 100 rölatif	%16	%35	%7	%21
AOLH, TRYmn	1.839	1.405	897	1.421

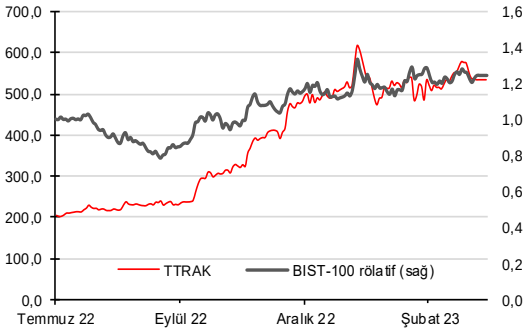


- **Bulunabilirlik ve alınabilirlik problemlerine rağmen 2023'te yurt içi hafif araç pazarının yıllık %2 büyümesini bekliyoruz.** 2022'de yurt içi hafif araç (HA) pazarı zorluklara rağmen yıllık %6 büyüyerek 783 bin adede ulaştı. 2023'te yurt içi HA pazarının yıllık %2 artarak 800 bin adede yükselmesini bekliyoruz. 2023'te Tofaş için %20,5'e yükselen bir pazar payı varsayımıyla yurt içi hafif araç satışının yıllık %10 artarak 164 bin adede yükselmesini bekliyoruz. 2023'te ihracat satış hacminin şirket öngörülerine paralel olarak yıllık %38 daralmasını bekliyoruz.
- **2023'te güçlü fiyat eğiliminin devam etmesini bekliyoruz.** 2022'de Tofaş'ın araç başı gelirleri Euro bazında %12 arttı. 2019 yılından beri Tofaş'ın araç başı gelirleri al yada öde kontratları ve tedarik zinciri problemleri sebebiyle önemli bir şekilde arttığını izliyoruz. 2023'te araç başı gelirlerin Euro bazında uzun vadeli beklentimiz olan %2'nin üzerinde %3 seviyesinde artmasını bekliyoruz.
- **FAVÖK marjının yüksek bazdan aşağı gelmesi.** Başarılı yeni araç tanıtımları, kurlardaki dalgalanma, maliyet kontrolleri ve yurt içi satışların kompozisyon içerisindeki payının artması 2022'de yüksek FAVÖK marjı elde edilmesini sağladı. 2023'te FAVÖK marjının yıllık 119 baz puan daralarak %16'ya gerilemesini bekliyoruz. 2023'te vergi öncesi kar marjının şirket öngörülerine paralel %12,5 seviyesinde bekliyoruz.
- **Tofaş, Stellantis ile yeni bir anlaşmaya vardı.** Tofaş, Peugeot, Citroen, Opel ve DS'nin Türkiye distribütörlüğünü yapan Stellantis Otomotiv'in %100'ünü 400 milyon Euro'ya satın aldı. Ayrıca, satın almanın kapanmasını takip eden 8 yıl boyunca şarta bağlı bir performans ödemesi de bulunmaktadır. Satın almanın ardından Tofaş, Stellantis Otomotiv'in (Peugeot, Citroen, Opel ve DS Automobiles) Türkiye distribütörlüğünü yaptığı Stellantis markalı araçların ve ilgili yedek parçalarının Türkiye ithalatçısı ve distribütörlüğünü yapacak. Ayrıca Stellantis, 5 marka için planlanan yeni araç modeli K0 ve kombi versiyonlarının Türkiye'de münhasıran üretim ve dağıtım hakkını Tofaş'a verdi. 2024'ten itibaren yurt içi operasyonlarda %31 pazar payı üstlendik. Yeni modellerde ise 2025'ten itibaren %80-85 KKO varsaydık. Yeni modellerin ağırlıklı olarak ihracat pazarlarına teslim edileceğini varsaydık.
- **Yüksek temettü potansiyeli.** Tofaş 2023'de %35 dağıtım oranına işaret eden 6.0 TL/hisse temettü ödedi. 2012-2022 arasında dağıtım oranı ortalama %74 seviyesindedir.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz..** Tofaş için hedef fiyatımızı 202 TL'den 260 TL seviyesine yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Türk Traktör

Bloomberg Kodu	TTRAK TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY685,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY537,70			
Yukarı potansiyel	%27			
Halka açıklık oranı	%24			
Piyasa değeri, TL mn	28.697			
Firma değeri, TL mn	27.750			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	11.644	21.835	35.552	41.926
FAVÖK	1.733	3.406	5.318	6.297
Net kar	1.322	2.971	4.203	4.213
Net borç	-432	-947	-1.008	236
Net borç/FAVÖK	-0,25	-0,28	-0,19	0,04
FAVÖK marjı	%14,9	%15,6	%15,0	%15,0
Net marj	%11,4	%13,6	%11,8	%10,0
Ciro, y/y	%87	%88	%63	%18
FAVÖK, y/y	%64	%97	%56	%18
Net kar, y/y	%70	%125	%41	%0
F/K	7,6	9,7	6,8	6,8
FD/FAVÖK	5,6	8,1	5,2	4,6
FD/Ciro	0,8	1,3	0,8	0,7
Temettü Verimi	6,7%	8,3%	7,3%	12,4%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%11	%8	%181	-%13
BIST 100 rölatif	-%4	%6	%13	-%8
AOLH, TRYmn	162	189	142	190



- **Güçlü talebin devam etmesini bekliyoruz.** 2022’de yurt içi traktör pazarının yıllık %4 büyüyerek 67 bin adet oldu. 2023’te yurt içi traktör pazarının yıllık %3 artarak 69 bin adet olmasını bekliyoruz. Her ne kadar potansiyel bir faiz artışının otomotiv sektörünü olumsuz etkileyeceğini düşünsek de Ziraat Bankası’nın faiz teşviki sayesinde bu etkinin önemsizleşeceğini düşünüyoruz. Kasım 2022’de teşvik dahil kredi faizi %5 seviyesindeydi. Şirket 2022’ye 1Ç22’de %57 pazar payı ile güçlü başlamış olsa da tedarik problemleri yüzünden sonraki çeyreklerde pazar payı kaybetmiştir. 2022’de şirketin pazar payının %40 oldu. (10 yıllık ortalama: %46). Normalde traktör üreticilerinin 1 Nisan 2021 itibarıyla faz 4 satışlarına geçmesi gerekiyordu fakat bu geçiş ertelendi. Tedarik zinciri problemleri sebebiyle faz 3 motorların satışına 2022’de de devam edildi. 3Ç22’de traktör üreticilerinin Temmuz 2022 – Temmuz 2023 arasında faz 3 motorlu traktör satabilecekleri belirtildi. Eylül 2022 itibarıyla şirketin pazar payının artmaya başladığını gördük. 2023’te şirketin %50 pazar payı elde edeceğini düşünüyoruz.
- **2022’de tanıtılan model ihracat hacimlerini artırmalı.** 2Ç22’de analist toplantısında şirket, ağırlıklı olarak ihracat pazarlarına satılacak bir model tanıttı. Söz konusu gelişmenin etkisi finansallara 2023 yılında tam yansımaktır. Yönetim, yeni modelin yıllık 2 bin adet ihracat katkısı yapacağını düşünüyor. 2023’te ihracat hacminin yıllık %14 artarak 19.5 bin adet olmasını bekliyoruz.
- **FAVÖK marjında hafif daralma.** 2022’de şirket traktör başına gelirlerini Euro cinsinden özellikle yurt içindeki iyi kompozisyon ve tedarik zinciri problemleri sebepleriyle ciddi bir seviyede artırmayı başarmıştı. Güçlü fiyatlama 2022’de brüt kar marjının artmasını sağlamıştı. Ek olarak pandemi sürecinde şirket operasyonel giderler konusunda ciddi tasarruflar elde etmişti. 2023’te FAVÖK marjının 72 baz puan daralarak %15 olmasını bekliyoruz.
- **Temettü potansiyeli.** Şirket 2023’de %71 dağıtım oranına tekabül eden %7 verim ile 39.4 TL/hisse temettü ödedi.
- **Nötr tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 660 TL’den 685 TL’ye yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

Beyaz Eşya Sektörü

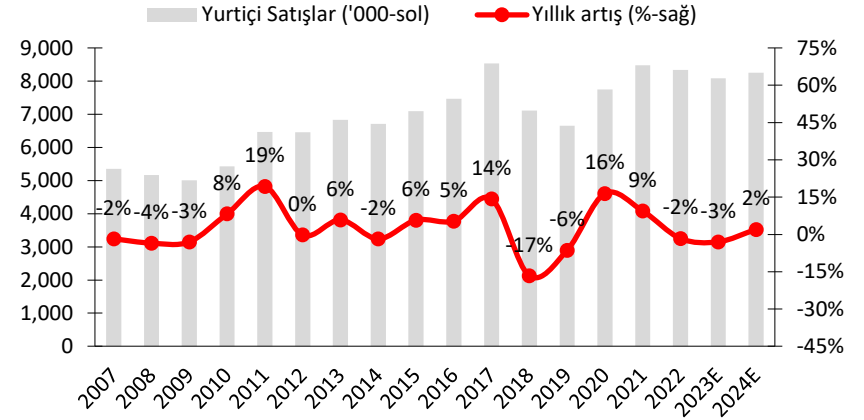
- Yurtiçi toptan beyaz eşya satışları güçlü baz etkisine rağmen dayanıklı kaldı:** Talep anlamında güçlü geçen 2020 (+%16 yıllık) ve 2021 (+%9) döneminin ardından yurtiçi beyaz eşya satışları 2022'de %2 geriledi. Yılın son iki ayındaki güçlü toparlanma satışları destekledi. 2023 yılı başında devreye girecek olan asgari ücret artışı öncesi önce çekilen bayi talebinin son dönemdeki artışta etkili olmuş olabileceğini düşünüyoruz. Yurtiçi beyaz eşya talebinin, artan yenilenme talebi dolayısıyla 2023 yılında %5 artacağını tahmin ediyoruz.
- Avrupa'daki zayıflığa karşın ihracat satışları büyük ölçüde yatay kaldı:** Benzer şekilde, beyaz eşya ihracat hacimleri de 2021'in (yıllık bazda +%18) güçlü baz etkisi ve Avrupa'da oldukça zayıf seyreden talebe karşın 2022'de yalnızca %1 geriledi. Beyaz eşya satışları, 2022'de Doğu Avrupa'da %10 ve Batı Avrupa'da yüksek tek haneli daraldı. Bu durum, genel olarak sektörün diğer bölgelerdeki varlığını artırmada ve Avrupa'da pazar payı kazanma konusunda başarılı olduğunu gösteriyor. 2023 yılında ihracatta ağırlıklı olarak Avrupa'da devam eden zayıflık nedeniyle %2 düşüş bekliyoruz.
- Maliyet tarafı 2023'te daha olumlu görünüyor:** Döngüsel olarak yüksek enerji, hammadde ve lojistik maliyetleri 2022'de karlılık üzerinde baskı oluşturdu. 2022'nin ikinci yarısından itibaren hammadde navlun ve enerji maliyetlerinde gözlemlenen normalleşme göz önüne alındığında, 2023'te marjların iyileşmesi için alan görüyoruz.

Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
ARCLK	E.Ü.	87.372	15%	129,30	175,00	35%	6,1	18,1
VESBE	E.Ü.	19.120	19%	11,95	17,00	42%	5,1	8,5

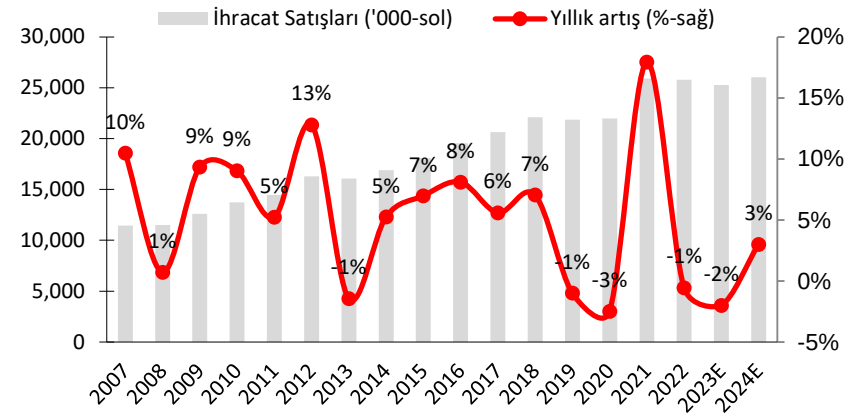
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Yurtiçi Beyaz Eşya Satışları



Kaynak: Ak Yatırım, Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği

Beyaz Eşya İhracatı



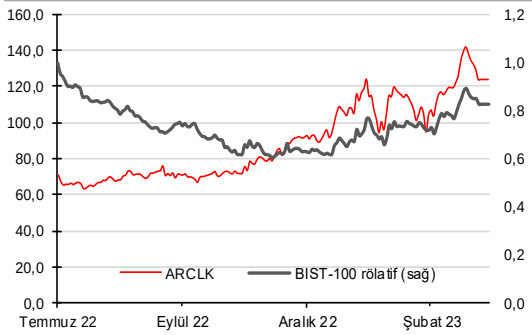
Kaynak: Ak Yatırım, Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY175,00
Son kapanış, TL/hisse	TRY129,30
Yukarı potansiyel	%35
Halka açıklık oranı	%15
Piyasa değeri, TL mn	87.372
Firma değeri, TL mn	108.669

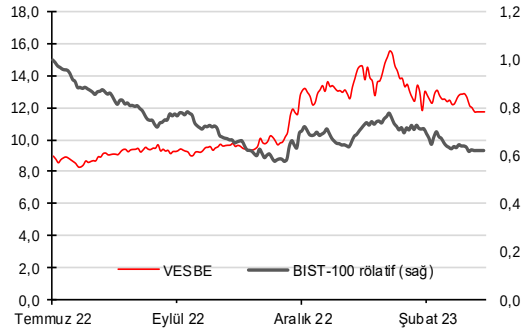
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	68.184	133.916	193.949	243.694
FAVÖK	6.830	11.859	19.866	25.525
Net kar	3.065	4.325	4.840	7.847
Net borç	16.565	26.910	39.434	45.787
Net borç/FAVÖK	2,43	2,27	1,99	1,79
FAVÖK marjı	%10,0	%8,9	%10,2	%10,5
Net marj	%4,5	%3,2	%2,5	%3,2
Ciro, y/y	%67	%96	%45	%26
FAVÖK, y/y	%35	%74	%68	%28
Net kar, y/y	%8	%41	%12	%62
F/K	7,7	20,2	18,1	11,1
FD/FAVÖK	5,1	9,2	6,1	5,0
FD/Ciro	0,5	0,8	0,6	0,5
Temettü Verimi	6,4%	3,8%	1,7%	2,8%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%36	%41	%134	%15
BIST 100 rölatif	%18	%37	-%6	%22
AOLH, TRYmn	971	1.003	520	1.125



- Arçelik ve Whirlpool Cooperation (WHR), Avrupa operasyonlarını birleştiriyor:** Arçelik ve Whirlpool, Avrupa beyaz eşya işlerinin yeni bir ortak girişimde birleşmesi konusunda mutabakata vardı. Yeni şirketin %75'ine Arçelik ve %25'ine Whirlpool sahip olacak. Anlaşmanın 2Y23'te tamamlanması bekleniyor. Whirlpool'un İtalya, Polonya, Slovakya ve İngiltere'deki 14 üretim tesisi ve 38 iştiraki, Arçelik'in Avrupa'daki 25 iştiraki ve Romanya'daki 2 üretim tesisi ve iki grubun markaları yeni şirkete devredilecek Birleşme işleminin 200 milyon Euro'nun üzerinde maliyet avantajı yaratması bekleniyor. Bu tasarrufun daha iyi kapasite kullanımı, tedarik ve lojistikten avantajlarından gelmesi bekleniyor. Sinerjilerin %30'unun yakın dönemde (1-1,5 yıl) gerçekleşmesi ve geri kalanının ise 4-5 yılda kademeli olarak tamamlanması bekleniyor. Birleşme nedeniyle konsolide net borçta önemli bir olumsuz etki beklenmemektedir. Yeni şirketin toplam satışlarının 6,0 milyar Euro'nun üzerinde olması bekleniyor. Arçelik daha düşük ciro (toplamın %43'ü) ve net varlık katkısına (Whirlpool'un 14 üretim tesisine karşılık Arçelik'in 2 tesisi) rağmen yeni kurulan şirkette %75 oranında pay sahibi oldu. Bu durum, Arçelik'in Avrupa faaliyetlerinin önemli ölçüde daha iyi karlılık ürettiğine işaret ediyor.
- Birleşme şirketin Avrupa'daki konumunu güçlendirmesi ve değer yaratması açısından önemli bir adım:** Arçelik, Beko markasıyla hâlihazırda birçok Avrupa ülkesinde pazar lideri konumunda. Whirlpool Europe ile birleşme, Arçelik'in bölgesel rekabetçiliğini ve fiyatlandırma gücünü artıracaktır. Beklenen maliyet tasarruflarına ek olarak, şirketlerin bilgi birikimi, Ar-Ge ve üretim kabiliyetlerini birleştirmek, Avrupa pazarında ek uzun vadeli faydalar sağlayabilir. Birleşme kaynaklı sinerjilerinin başarılı bir şekilde uygulanması değer yaratmanın anahtarı olacaktır diye düşünüyoruz. Birleşme sonrası yaratılan toplam varlıkların daha verimli kullanılması Arçelik için oldukça değer arttırıcı olacaktır. Ek olarak, döngüsel olarak yüksek enerji, hammadde ve lojistik maliyetleri de Avrupa operasyonlarının karlılığı üzerinde 2022'de baskı oluşturan faktörler oldu ve burada organik iyileşme için de alan bulunuyor.
- 2023 hedefleri:** Arçelik 2023'de ~%45 konsolide ciro büyümesi (45% Türkiye operasyonlarında TL bazlı ve 6% yurtdışı faaliyetlerinden fx bazlı), ~%10.0 FAVÖK marjı ve 300 milyon Avro yatırım ve %23-%25 net işletme sermayesi / satış oranı öngörüyor. Şirket, 2022'de önemli bir hacim artışı öngörmüyor. Dolayısıyla, beklenen ciro büyümesi çoğunlukla fiyat artışı ve ürün kompozisyonundaki değişim etkisi kaynaklı. Yatırım harcamaları beklentisi, Mısır (2023'te kurulması planlanan 100 milyon dolar tutarında) ve Bangladeş'teki yeni fabrika yatırımlarını da içeriyor.

Vestel Beyaz

Bloomberg Kodu	VESBE TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY17,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY11,95			
Yukarı potansiyel	%42			
Halka açıklık oranı	%19			
Piyasa değeri, TL mn	19.120			
Firma değeri, TL mn	24.719			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	16.178	31.387	45.991	57.471
FAVÖK	2.488	2.900	5.013	6.609
Net kar	1.315	1.424	2.260	3.332
Net borç	1.222	4.080	6.666	6.264
Net borç/FAVÖK	0,49	1,41	1,33	0,95
FAVÖK marjı	%15,4	%9,2	%10,9	%11,5
Net marj	%8,1	%4,5	%4,9	%5,8
Ciro, y/y	%72	%94	%47	%25
FAVÖK, y/y	%36	%17	%73	%32
Net kar, y/y	-%1	%8	%59	%47
F/K	7,5	13,4	8,5	5,7
FD/FAVÖK	4,4	8,0	5,1	3,8
FD/Ciro	0,7	0,7	0,6	0,4
Temettü Verimi	8,8%	4,5%	2,2%	6,2%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%1	-%8	%75	-%13
BIST 100 rölatif	-%12	-%10	-%30	-%8
AOIH, TRYmn	207	262	195	250



- **2022 zorlu geçti ama 2023 için daha iyi bir yıl öngörüyoruz:** Şirketin FAVÖK marjının artan hammadde fiyatları, Temmuz ayı başında yapılan ücret artışları ve EUR'nun USD karşısındaki değer kaybı ve ihracat pazarlarında büyük ölçüde sabit kalan ürün fiyatları nedeniyle 2021'deki %15,4'ten 2022'de %9,2'ye geriledi. Azalan navlun maliyetleri ile Avrupa'da Çinli oyuncuların rekabetinin artması, şirketin maliyet enflasyonunu tam olarak fiyatlara yansıtmasını zorlaştırıyor. Diğer yandan, şirket Avrupa dışındaki bölgelerde sağladığı güçlü büyüme ve Avrupa'da pazarın üzerinde gösterdiği performans sayesinde 2Y22'de ihracat hacimlerinde çift haneli büyüme elde etti. İşletme sermayesinin satışlara oranı, hızlanan stok devri nedeniyle %12,1'den %7,7'ye kadar geriledi. Türkiye'de ise şirket, maliyet enflasyonunu büyük ölçüde fiyatlarına yansıtmayı başardı. 2023 yılında, döngüsel maliyet baskılarının azalması nedeniyle FAVÖK marjının %10,9'a yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca, devam eden yatırımlar ile artan kapasite ve Avrupa dışındaki ihracat pazarlarının büyüyen payı sayesinde %5'lik bir hacim artışı görüyoruz.
- **Uzun vadeli büyüme dinamikleri olumlu :** Vestel Beyaz, Türkiye'nin ikinci, Avrupa'nın ise beşinci büyük beyaz eşya üreticisi olarak öne çıkıyor. Şirketi i) ihracata dayalı iş modeli (9A22 satışlarının %76'sı), ii) son kapasite yatırımının getirdiği satış hacmi büyüme potansiyeli (üretim kapasitesinin 2023'de 13,6 milyondan 16,0 milyon adede ulaşması bekleniyor), iii) Türkiye'de Avrupa pazarına yakın ve tek çatı altında faaliyet gösteren rekabetçi varlık tabanı ve, iv) güçlü nakit dönüşümüne izin veren görece düşük işletme sermayesi yoğunluğu nedenleri ile beğeniyoruz.
- **Kapasite yatırım için uygun koşullarda kredi sağlandı:** Şirket devam eden kapasite artırımı programının finansmanında kullanılmak üzere, T.C. Merkez Bankası kaynaklı, 2 yılı anapara geri ödemesiz toplam 10 yıl vade ve %9,25 yıllık faizli, 1,5 milyar TL tutarında Yatırım Taahhütlü Avans Kredisinin (YTAK) onaylandığını açıkladı. Açıklamaya göre kredinin 300 milyon TL olan ilk dilimi kullanıldı ve kalan dilimler yıl içerisinde kullanılacak. Şirket, buzdolabı, çamaşır makinesi ve pişirici cihazlara yönelik ilk faz yatırımlarını 2022 yılında tamamladı. Buna göre, yıllık toplam üretim kapasitesi 2022 itibarıyla 2,0 milyon adet artışla yaklaşık 15,6 milyon oldu. Daha önce açıklanan plana göre ikinci faz yatırımların toplam üretim kapasitesini 19,0 milyon adete çıkarması öngörülmüyor.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Vestel Beyaz için hedef fiyatımızı 12,6 TL'den 17,0 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz. Hisse, 2023E 5,1x FD/FAVÖK ve 8,5 F/K ile işlem görüyor Bu rakamlar yurt dışı benzerlerine göre %24 ve %39 iskontoya işaret ediyor.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Havacılık Sektörü Genel Görünüm

- Artan yolcu trafiğiyle birlikte iyileşen doluluk oranları.** 2002-2019 yıllarında toplam, yurt içi ve uluslararası yolcu sayıları sırasıyla %11, %15 ve %9 YBBO ile artmıştır. 2002-2019 yıllarında toplam, yurt içi ve uluslararası uçak trafiği sırasıyla %9, %10 ve %7 YBBO ile artmıştır. Söz konusu dönemde Türk havayolu şirketleri yolcu sayılarını ciddi bir şekilde artırmakla kalmamış aynı zamanda doluluk oranlarını da önemli bir şekilde iyileştirmiştir.
- Yolcu sayılarında tutarlı bir artış.** 2002-2015 yıllarında toplam yolcu sayısı 2008-2009 finansal kriz döneminde bile her yıl artmıştır. 2016'da jeopolitik sebeplerden ötürü toplam yolcu sayısı, uluslararası yolcu sayısının %15 daralmasıyla yıllık %4 düşmüştür. Kasım 2015'te bir Rus savaş uçağı düşürülmüş ve Temmuz 2016'da ise başarısız bir darbe girişimi olmuştur. Toplam yolcu sayısının ikinci defa pandemi zamanında daralmıştır. Toplam yolcu sayısı 2020 yılında yıllık %61 daralmıştır.
- Büyüme potansiyeli devam ediyor.** Özellikle İstanbul Havalimanı ile yeni açılan havalimanları, turizm sektöründe artan pazarlama çabaları ve Pegasus ile THY'nin büyüyen uçak filoları sayesinde Türk havacılık sektörünün uzun vadede GSYH artışından daha fazla büyüme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

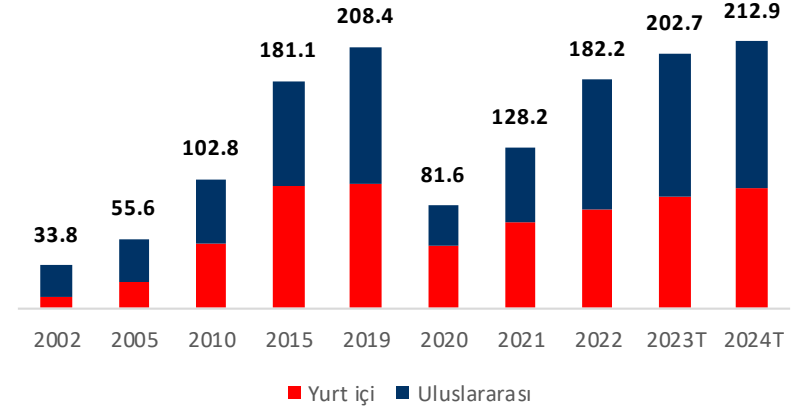
*2023-2024 tahminleri DHMI tarafından yapılmıştır.

Hisse Önerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
PGSUS	E.Ü.	49,472	43%	483.60	840.00	74%	4.3	4.1
TAVHL	E.Ü.	29,026	48%	79.90	137.00	71%	7.7	9.7
THYAO	E.Ü.	182,574	50%	132.30	193.00	46%	4.7	4.5

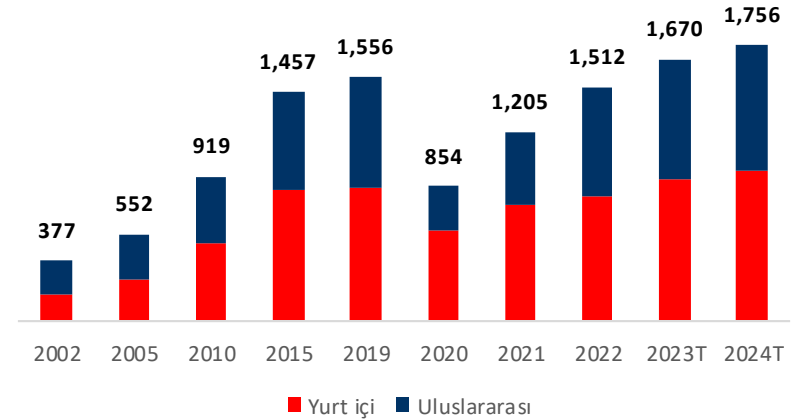
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

Türkiye Havalimanları Yolcu Trafiği (mn kişi)



Kaynak: DHMI

Türkiye Havalimanları Uçak Trafiği (Bin Uçak)

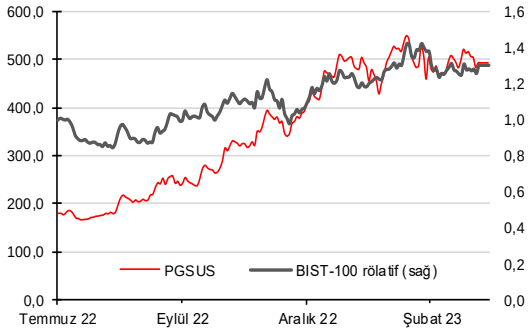


Kaynak: DHMI

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY840,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY483,60			
Yukarı potansiyel	%74			
Halka açıklık oranı	%43			
Piyasa değeri, TL mn	49.472			
Firma değeri, TL mn	89.773			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	10.664	42.732	65.854	77.194
FAVÖK	2.271	14.099	23.589	24.733
Net kar	-1.972	7.100	12.075	8.022
Net borç	29.124	48.180	60.066	80.212
Net borç/FAVÖK	12,83	3,42	2,55	3,24
FAVÖK marjı	%21,3	%33,0	%35,8	%32,0
Net marj	-%18,5	%16,6	%18,3	%10,4
Ciro, y/y	%122	%301	%54	%17
FAVÖK, y/y	%372	%521	%67	%65
Net kar, y/y	%0	n.m.	%70	-%34
F/K	n.m.	7,0	4,1	6,2
FD/FAVÖK	12,9	6,4	4,3	4,9
FD/Ciro	2,7	2,1	1,5	1,6
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%5	%3	%428	%1
BIST 100 rölatif	-%9	%0	%112	%7
AOLH, TRYmn	1.328	1.603	940	1.587

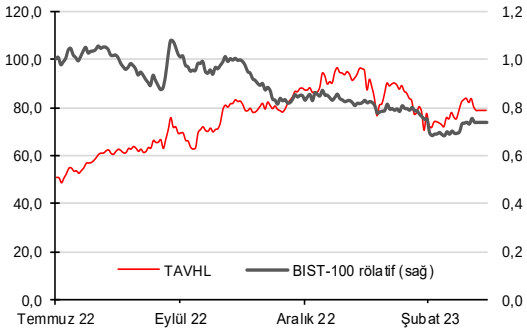


- **Filoda yakıt verimliliği yüksek uçakların eşliğinde ciddi büyüme.** 2022’de filoda 96 uçak bulunmaktaydı. 2023’te filo büyüklüğünün %6 artarak 102 uçak olacağını varsaydık. 2023’te AKK’nın yıllık %20 artmasını bekliyoruz. 2022’de toplam yolcu yıllık %34 artarak 2019 seviyesinden %12 daha düşük 27mn seviyesinde gerçekleşmişti. 2023’te toplam yolcu sayısının yıllık %25 artarak 34 milyon olmasını bekliyoruz. Toplamda doluluk oranının 331 baz puan artmasını bekliyoruz. 2022 yılında coğrafi kompozisyon sayesinde yan gelirlerde rekor bir yıl yaşandı. İlerleyen yıllarda coğrafi kompozisyonun 2022’ye benzer olacağını varsaydık. 2023’te yolcu başına yan gelirlerin Euro bazında %3 artarak 24 Euro olacağını öngörüyoruz. 2023’te konsolide cironun Euro bazında yıllık %17 artmasını bekliyoruz.
- **2023’te birim operasyonel giderlerin yıllık %2 daralmasını bekliyoruz.** 2023’te birim yakıt giderlerinin yıllık %26 daralmasını bekliyoruz. 2023’te brent petrol fiyatının yıllık %13 düşmesini bekliyoruz. 2023’te filoya girecek olan uçakların yakıt verimliliği daha yüksek olacak. Pegasus 2023 yılı için 63-83 ABD doları seviyesinden %35 hedge yapmış bulunmaktadır. Pandemi sürecinde özellikle personel giderlerinde ciddi tasarruflar elde edilmişti. Yolcu faaliyetlerinin toparlanmasıyla birlikte personel maliyetlerinin arttı. 2023’te birim personel giderlerinin yıllık %3 artacağını varsayıyoruz.
- **2023’te rekor FAVÖK marjı bekliyoruz.** 2023’te daha iyi doluluk oranları, iyileşen maliyet yapısı ve rekor birim yan gelirler sayesinde FAVÖK marjının yıllık 87 baz puan artarak %35 olmasını bekliyoruz.
- **2023 yılında havayolları arasında Pegasus’un görece daha iyi bir yıl geçireceğini düşünüyoruz.** 2023’te Pegasus’un net satışlarının THY’den daha fazla artmasını bekliyoruz. 2023’te THY’nin marjları aşağı yönlü normalize olurken Pegasus’un rekor bir marj elde etmesini bekliyoruz. Sonuç olarak Pegasus’un hisse performansının THY’ninkinden daha iyi olacağını düşünüyoruz.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 815 TL’den 840 TL’ye yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

TAV Holding

Bloomberg Kodu	TAVHL TL			
Tavsiye	Endeksini Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY137,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY79,90			
Yukarı potansiyel	%71			
Halka açıklık oranı	%48			
Piyasa değeri, TL mn	29.026			
Firma değeri, TL mn	45.843			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	5.459	18.308	28.327	33.433
FAVÖK	1.616	5.726	8.456	11.485
Net kar	468	1.899	2.977	4.674
Net borç	15.342	19.670	38.925	41.705
Net borç/FAVÖK	9,49	3,43	4,60	3,63
FAVÖK marjı	%29,6	%31,3	%29,9	%34,4
Net marj	%8,6	%10,4	%10,5	%14,0
Ciro, y/y	%126	%235	%55	%18
FAVÖK, y/y	%693	%254	%48	%36
Net kar, y/y	n.m.	%306	%57	%57
F/K	19,5	15,3	9,7	6,2
FD/FAVÖK	13,4	8,0	7,7	5,9
FD/Ciro	4,0	2,5	2,3	2,0
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%14	-%11	%133	-%15
BIST 100 rölatif	-%2	-%13	-%6	-%10
AOLH, TRYmn	406	553	529	502

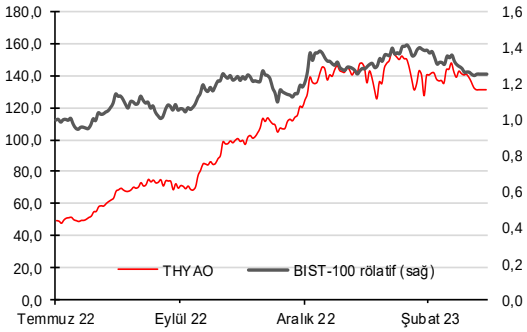


- **Toplam yolcu sayısının 2019 seviyesini aşmasını bekliyoruz.** 2022 yılında toplam yolcu yıllık %51 artarak 2019 yılından %12 daha düşük bir seviye olan 78.5 milyon olmuştur. Şirket öngörüsü 71-76 milyon idi. 2022'de Almatı hariç toplam yolcu 2019 yılının %80'i seviyesine erişmiştir. 2023 yılında toplam yolcu sayısının yıllık %16 artarak 2019 seviyesinden %3 daha yukarıda 91 milyon olmasını bekliyoruz. 2023'te Almatı hariç toplam yolcu sayısının 2019 yılının %94'üne erişmesini bekliyoruz. 2023'de konsolide satışların Euro bazında yıllık %18 artmasını bekliyoruz.
- **Güçlü TL marjlar üzerinde baskı yapıyor.** 2023'te TAV'ın 2019 yılından %32 daha yüksek %30 marj ile 369 milyon Euro FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Uzun vadede TAV'ın ~%35 FAVÖK marjı elde edebileceğini düşünüyoruz.
- **Büyüme planları.** TAV, Almatı havalimanı için 200 milyon dolar harcama yaparak yeni bir uluslararası terminal inşa etmektedir. Söz konusu terminalin 2024 yılında faal olacağını varsayıyoruz. TAV, Almatı'nın yolcu kapasitesini 7 milyondan 14 milyona çıkarmayı hedeflemektedir. Aralık 2022'de şirket Antalya havalimanı ihalesini kazandı. Yeni ihale Ocak 2027 – Aralık 2051 arasında 25 yıllık dönemi kapsamaktadır. Antalya havalimanını güncel durumda TAV-Fraport işbirliği tarafından işletilmektedir. Antalya'nın güncel kapasitesi yaklaşık 40 milyon yolcudur. İşbirliği 600 milyon Euro harcamayarak varolan terminaleri büyütecektir. 2025 yılında Antalya'nın kapasitesinin 65 milyon yolcu olacağını varsaydık. İşbirliği ayrıca 165 milyon Euro harcamayarak yeni bir terminal inşa edecektir. 2040 sonunda kapasitenin 80 milyon yolcu olacağını varsaydık. Şirket, Esenboğa Havalimanı ihalesini 475 milyon Euro + KDV bedelle kazandı. Yeni pist ve diğer yatırımlar için 2023-2025'te 210 milyon Euro yatırım harcaması varsaydık. Yeni terminal yatırımı için 2036-2038'de 90 milyon Euro yatırım harcaması varsaydık. 2038'den başlayarak, yolcu kapasitesinin şu anda 20mn/yıl'dan 40mn/yıl'a çıkacağını varsaydık.
- **Lagos'ta potansiyel imtiyaz.** TAV ve partnerleri tarafından kurulan konsorsiyum Nijerya'daki Lagos Havalimanı'nın uluslararası ve kargo terminallerini 20 yıllığına işletmek için teklif vermiştir. 2019 yılında Lagos Havalimanı 3,2 milyon dış hat ve 4,4 milyon iç hat olmak üzere 7,6 milyon yolcu ağırladı. TAV, 2019 yılında 55,5 milyon dış hat ve 33,6 milyon iç hat olmak üzere 89,1 milyon yolcu ağırladı. 2019 yılında Lagos Havalimanı'nda ağırlanan toplam yolcu sayısı, TAV'ın ağırladığı toplam yolcu sayısının %9'u kadardır.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 135 TL'den 137 TL'ye yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY193,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY132,30			
Yukarı potansiyel	%46			
Halka açıklık oranı	%50			
Piyasa değeri, TL mn	182.574			
Firma değeri, TL mn	339.350			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	97.378	311.169	422.627	447.002
FAVÖK	27.922	78.684	86.505	89.615
Net kar	8.213	47.429	40.594	31.620
Net borç	163.260	175.086	239.525	217.450
Net borç/FAVÖK	5,85	2,23	2,77	2,43
FAVÖK marjı	%28,7	%25,3	%20,5	%20,0
Net marj	%8,4	%15,2	%9,6	%7,1
Ciro, y/y	%110	%220	%36	%6
FAVÖK, y/y	%238	%182	%10	%4
Net kar, y/y	n.m.	%477	-%14	-%22
F/K	2,4	3,8	4,5	5,8
FD/FAVÖK	5,9	4,3	4,7	4,3
FD/Ciro	1,7	1,1	1,0	0,9
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%4	-%3	%397	-%6
BIST 100 rölatif	-%10	-%6	%99	-%1
AOLH, TRYmn	4.615	7.680	6.461	7.723



- **Yolcu faaliyetlerindeki iyileşme kargodaki daralmayı telafi edebilir.** 2022'de AKK yıllık %58 artarak 2019 yılından %7 daha yüksek bir seviyede 202 milyar oldu. 2023'de AKK'nın yıllık %18 artarak 238 milyar olmasını bekliyoruz. 2023'te filo büyüklüğünün net 33 uçak girişiyle 427 olmasını bekliyoruz. 2022 yılında toplam yolcu yıllık %60 artarak 2019 yılından %3 daha düşük bir seviyede 72 milyon oldu. 2023'te toplam yolcu sayısının %17 artarak 84 milyon olmasını bekliyoruz. Özetle doluluk oranının 2023'te yıllık 83 baz puan artmasını bekliyoruz. 2022'de kargo hacmi yıllık %11 daraldı. 2023'te kargo hacminin yıllık %1 artmasını bekliyoruz. Tedarik zinciri üzerindeki baskı hafifledikçe kargo fiyatlarının 2023'te yıllık %24 düşmesini bekliyoruz. Özetle 2023'te konsolide cironun ABD doları bazında yıllık %8 artmasını bekliyoruz.
- **2023'te birim operasyonel giderlerin yıllık %3 daralmasını bekliyoruz.** 2023'te birim yakıt giderlerinin yıllık %21 düşmesini bekliyoruz. 2023'te brent petrol fiyatının yıllık %13 daralmasını bekliyoruz. 2023 için THY 76 ABD doları seviyesinden %8 hedge yapmış durumdadır. Pandemi sürecinde THY özellikle personel ücretlerinde ciddi bir tasarrufa gitmişti. Kapasitelerin normale dönmesiyle birlikte birim personel giderlerinin ABD doları bazında toparlandı. 2023 yılında birim personel giderlerinin yıllık %1 artmasını bekliyoruz.
- **FAVKÖK marjının gerileyen kargo fiyatları sebebiyle düşmesini bekliyoruz.** 2023'te yolcu faaliyetleri marjında hem ciro hem maliyet tarafının olumlu katkılarıyla artış bekliyoruz. Fakat 2023'te kargo fiyatlarında ciddi bir düşüş varsayımıyla FAVKÖK marjının 522 baz puan gerileyerek 22.0% olmasını bekliyoruz.
- **Turkish Cargo'nun ayrı bir şirkete dönüştürülerek ayrılması.** Şubat 2021'de Turkish Cargo'nun ayrı bir şirkete dönüştürülerek THY'den ayrı bir şirket olması kararlaştırılmıştır. Ekim 2021'de THY, SPK'ya Turkish Cargo'nun ayrılma süreciyle ilgili başvuru yapmıştır. Söz konusu süreç hala devam etmektedir. Geçmiş analist toplantılarında yönetim, güncel durumda potansiyel bir ortak bulunmadığını fakat THY'nin, kargo faaliyetleri konusunda işbirliğine açık olduğunu belirtmiştir. Turkish Cargo tarafında yeni bir satın alma, birleşme veya halka arz gibi iştirak yapısını değiştirecek bir olayın THY hisse fiyatına katalist olabileceğini düşünüyoruz.
- **Tavsiyemizi Endeksin üzerinde getiri seviyesinde koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 180 TL'den 193 TL'ye yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Perakende Sektörü

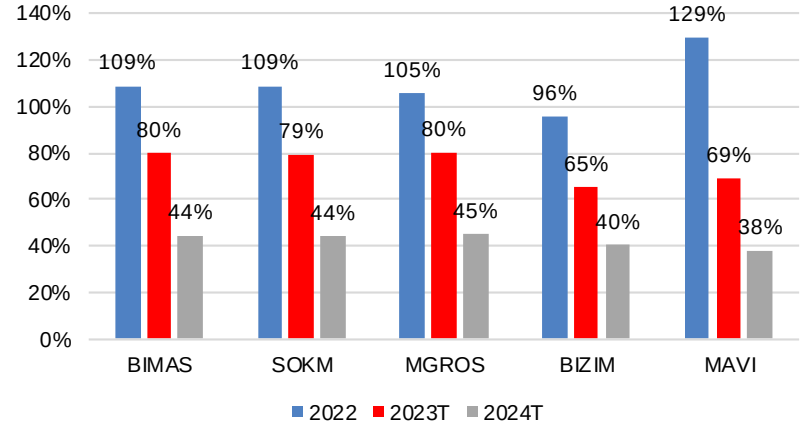
- Belirsizliklerin yüksek olduğu 2023'te, perakende sektörünün, enflasyona karşı koruma sağlayan defansif yapısı, görece yüksek büyümesi, sınırlı marj baskısı ve güçlü nakit akışıyla öne çıkmasını bekliyoruz.
- Sektörün %65-80 satış büyümesi göstereceğini öngörüyoruz. Ücret artışlarının etkisiyle güçlü talep, enflasyonun etkisiyle yüksek benzer mağaza büyümesi, mağaza ağına genişlemeye devam etmesi, hızlı büyüyen online kanalın artan ağırlığı ve geleneksel pazardan modern pazara kayış büyüme destekleyen ana unsurlar olarak öne çıkıyor.
- Gerileyen enflasyonun stok karlarını azaltıcı etkisi ve potansiyel promosyonlar nedeniyle gıda perakendede brüt marjların baskılanacağını ancak personel, kira ve enerji giderlerindeki yüksek artışa rağmen operasyonel kaldıraç sayesinde faaliyet gideri marjı üzerindeki baskının sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Sektörün %55-70 FAVÖK artışı göstereceğini tahmin ediyoruz. Genel olarak işletme sermayesinin zayıf baz etkisiyle iyileşeceğini ve serbest nakit akışı marjının 2022 seviyesini koruyacağını öngörüyoruz. Faizlerde artış öngörümüze rağmen, borçluluğun azalması ile tek seferlik etkilerden arındırılmış net kar marjlarının korunacağını ve sektörün kümülatif olarak yaklaşık %70 net kar büyümesi göstereceğini tahmin ediyoruz.
- Gıda tarafında uzun vadede en çok MGROS'u beğenmekle birlikte, kısa vadede BIMAS'ın daha iyi bir risk/getiri profili sunduğunu düşünüyoruz. BIMAS ve giyim perakende sektöründe ise MAVI'yi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
BIMAS	E.Ü.	83.672	60%	137,80	240,00	74%	4,8	7,1
BİZİM	E.Ü.	1.842	46%	30,70	43,50	42%	1,2	10,5
MGROS	E.Ü.	29.403	51%	162,40	255,00	57%	2,5	8,5
MAVI	E.Ü.	10.726	73%	108,00	183,00	69%	2,2	4,8

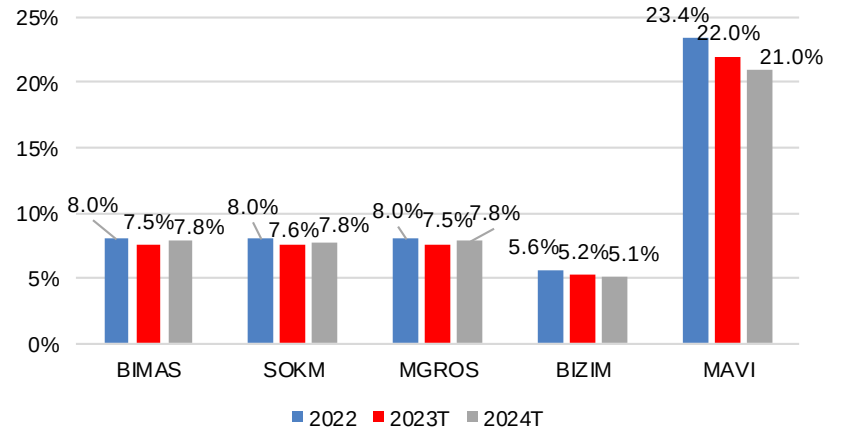
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Satış Büyümesi



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

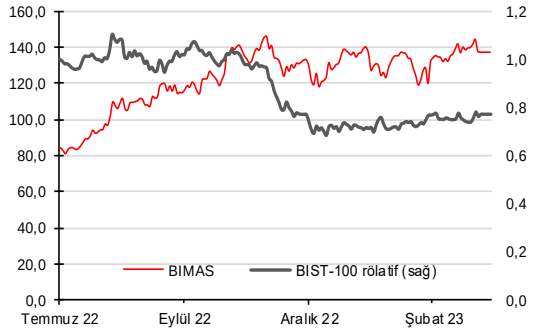
FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Bloomberg Kodu	BİMAS Tİ			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY240,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY137,80			
Yukarı potansiyel	%74			
Halka açıklık oranı	%60			
Piyasa değeri, TL mn	83.672			
Firma değeri, TL mn	91.389			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	70.699	147.716	265.613	383.799
FAVÖK	6.576	11.867	19.994	30.086
Net kar	2.932	8.157	11.817	18.156
Net borç	5.153	7.717	12.368	17.129
Net borç/FAVÖK	0,78	0,65	0,62	0,57
FAVÖK marjı	%9,3	%8,0	%7,5	%7,8
Net marj	%4,1	%5,5	%4,4	%4,7
Ciro, y/y	%27	%109	%80	%44
FAVÖK, y/y	%30	%80	%68	%50
Net kar, y/y	%12	%178	%45	%54
F/K	14,0	10,3	7,1	4,6
FD/FAVÖK	7,0	7,7	4,8	3,4
FD/Ciro	0,7	0,6	0,4	0,3
Temettü Verimi	8,7%	2,9%	4,9%	8,5%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%15	%8	%83	%61
BIST 100 rölatif	-%1	%5	-%27	%6
AOLH, TRYmn	832	1.037	798	976

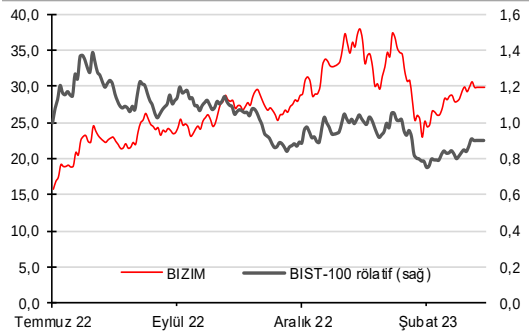


- Risklere karşı dayanıklı defansif iş modeli:** BİM'in, Türkiye gıda perakende pazarının lideri olarak, yüksek büyümesi, öngörülebilir karlılığı ve nakit akışı, rakiplerine göre güçlü mağaza verimliliği, sağlam bilançosu ve başarısı kanıtlanmış yönetim anlayışı ile sektörde en iyi konumda bulunan indirimli market zinciri olduğu görüşündeyiz. Gıda perakende sektörünün 2023 yılında, özellikle de ilk yarısında, görece yüksek büyüme göstermesini bekliyoruz. Ücret artışlarının hızlı tüketim sektörü özelinde talebi canlı tutmaya devam edeceğini, ayrıca makro koşulların da tüketimi dayanıklı tüketim ürünlerinden hızlı tüketim ürünlerine kaydırabileceğini düşünüyoruz. Mevcut makro ekonomik ortamda geleneksel pazardan modern pazara kayışın devam etmesini ve indirimli mağazaların düşen alım gücü nedeniyle bu durumdan daha yüksek pay almasını bekliyoruz.
- Hızlı mağaza açılışları:** Son 3 yılda ~3160 mağaza açan BİM'in mağaza sayısı bu dönemde ~%11 YBBO gösterirken, önümüzdeki 2 yılda yıllık 1000 yeni mağazayla %8 YBBO bekliyoruz.
- Görece güçlü büyüme:** Gerileyen enflasyon nedeniyle 2022'ye göre bir yavaşlama beklemekle birlikte, trafik artışı, sepet büyümesi ve mağaza açılış hızı sayesinde 2023'te %80 ciro büyümesi öngörüyoruz (Şirket'in öngörülerinin üst bandı). Güçlü talebin etkisiyle benzer mağaza satışlarının reel olarak büyüyeceğini düşünüyoruz.
- Marj baskısı, güçlü nakit akışı:** Gerileyen enflasyon ve potansiyel promosyonlar nedeniyle 2023'te brüt marj baskısının devam edeceğini, ancak personel ve enflasyonu geriden takip eden kira giderlerindeki artışa rağmen faaliyet giderleri/satışlar oranındaki baskının sınırlı kalacağını; dolayısıyla FAVÖK marjının 2023'te 50 baz puan daralacağını öngörüyoruz (tahminimiz Şirket'in 2023 marj öngörülerinin üst bandının yakalanacağı yönünde). Marj tahminimiz yönetimin öngördüğü 25 baz puanlık tek seferlik deprem etkisini de içeriyor. Erken emeklilik nedeniyle potansiyel tek seferlik nakit çıkışına rağmen, işletme sermayesinin, zayıf bazın da katkısıyla güçleneceğini ve serbest nakit akışı marjının korunacağını öngörüyoruz.
- Model portföyde tutmaya devam ediyoruz:** Sektöre ilişkin artan negatif haber akışı ve marj baskısı nedeniyle fazlasıyla cezalandırıldığını düşündüğümüz hisse, 7,1x 2023T F/K ile 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %45 iskontolu işlem görüyor. Tarihi dip seviyelerde olan çarpanların aşağı yönlü riskleri sınırladığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 240TL'ye oldukça yüksek %74 getiri potansiyeli sunan hisse için Al tavsiyemizi yineliyor ve hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.
- Riskler:** Regülasyon riski ve potansiyel fiyat indirimleri en önemli risk faktörleri olarak kalmaya devam ediyor.

BİZİM Toptan

Bloomberg Kodu	BİZİM T1
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY43,50
Son kapanış, TL/hisse	TRY30,70
Yukarı potansiyel	%42
Halka açıklık oranı	%46
Piyasa değeri, TL mn	1.842
Firma değeri, TL mn	1.520

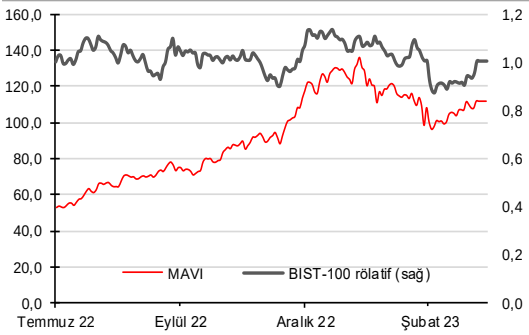
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	7.173	14.039	23.182	32.514
FAVÖK	401	789	1.212	1.667
Net kar	82	278	175	234
Net borç	-364	-322	-446	-774
Net borç/FAVÖK	-0,91	-0,41	-0,37	-0,46
FAVÖK marjı	%5,6	%5,6	%5,2	%5,1
Net marj	%1,1	%2,0	%0,8	%0,7
Ciro, y/y	%34	%96	%65	%40
FAVÖK, y/y	%59	%97	%54	%37
Net kar, y/y	%115	%238	-%37	%33
F/K	9,9	6,6	10,5	7,9
FD/FAVÖK	1,1	1,9	1,2	0,6
FD/Ciro	0,1	0,1	0,1	0,0
Temettü Verimi	2,5%	0,0%	1,5%	2,8%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%33	-%9	%111	-%14
BIST 100 rölatif	%15	-%12	-%15	-%9
AOLH, TRYmn	67	62	45	60



- Hızla büyüyen franchise ağı ile değer yaratırken, perakende ticarete getirilebilecek potansiyel bir sınırlamanın kazanani olabilir:** Mağaza sayısı bakımından Türkiye'nin en büyük toptan marketi Bizim Toptan, hızla büyüyen franchise ağı Seç Market ile (2022 sonu +2400 mağaza) ve ağırlığı artan bireysel müşteri kategorisiyle yatırım temasını güçlendirdi. Değişen iş modeli sonrasında büyümenin güçlenmesi, karlılığın iyileşmesi ve bunun da uzunca bir süredir korunması iş modeline ilişkin soru işaretlerini ortadan kaldırdı. Ayrıca ulusal zincirlere getirilebilecek potansiyel kısıtlamaların (olasılığını düşük görmekle birlikte) kazanani olarak öne çıkabilir. Şirket'in hızla büyüyen franchise ağının desteğiyle hızlanan büyümesi, sürdürülebilir karlılığı, güçlü bilanço yapısı, yüksek net nakit pozisyonu (piyasa değerinin %35'i) ve kur riskinin olmaması ile güçlü bir yatırım teması sunuyor.
- Yapılanma sonrası büyüme hız kazanırken, karlılık rekor seviyeye ulaştı:** Bizim Toptan, iş modelini yapılandırarak, stratejik olarak, geleneksel pazarda yüksek büyüme potansiyeli olan franchise ağının genişlemesine ve daha karlı olan müşteri segmentlerine odaklandı. Bu sayede son yıllarda büyüme hız kazanırken karlılıkta önemli iyileşmeler yaşandı. Son 5 yılda franchise operasyonları hariç ciro %32 YBBO gösterirken, franchise operasyonları aynı dönemde %74 YBBO göstererek konsolide satışlar içerisinde payını %6'dan %20'ye çıkardı. Franchise operasyonlarının büyümesi konsolide ciro büyümesini bu dönemde yıllık 500 baz puan yukarı çekti. Toptancı kategorisi yerine daha karlı HoReCa ve bireysel müşteri kategorilerinin hızla büyümesi sayesinde son 5 yılda operasyonel kar marjları da yükselen trend göstererek 2022 yılında tarihi yüksek seviye ulaştı. Önümüzdeki yıllarda Seç mağaza sayısının artması ile büyümenin güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Operasyonel karlılıkta ise yüksek baz etkisi ve gerileyen enflasyon nedeniyle bir miktar normalleşme beklemekle birlikte büyük ölçüde mevcut seviyelerini koruyacağını öngörüyoruz.
- İyileşen operasyonel karlılığa rağmen zayıf nakit akışı görünümü:** Artan karlılığa rağmen, franchise operasyonlarının güçlü büyümesiyle artan yatırım ihtiyacı ve pandeminin etkisiyle artan tedarik sıkıntıları güçlü karlılığın nakit akışına dönüşümünü sınırladı. 2023 yılında zayıf baz etkisi ile işletme sermayesi ihtiyacında bir toparlanma beklemekle birlikte zayıf görünümün devamını öngörüyoruz.
- Tavsiyemizi Endeks Üzerinde Getiri olarak güncelliyoruz:** 2022 ortasından beri endeksin gerisinde kalan hissenin güncel hedef değerimiz 43,5TL'ye olan getiri potansiyelinin %42'ye yükselmesi sonrası tavsiyemizi Endeks Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz (önceki: Nötr). Ancak hissenin 10,5 2023T F/K ile sektörde en yüksek çarpanla işlem gören perakende hissesi olduğunu hatırlatırız.
- Riskler:** Ana hissedarı Yıldız Holding ile ilişkili taraf işlemleri yatırımcılar tarafından en önemli risk faktörü olarak görülüyor.

Bloomberg Kodu	MAVİ TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY183,00
Son kapanış, TL/hisse	TRY108,00
Yukarı potansiyel	%69
Halka açıklık oranı	%73
Piyasa değeri, TL mn	10.726
Firma değeri, TL mn	9.604

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	4.619	10.592	17.877	24.666
FAVÖK	1.016	2.481	3.938	5.179
Net kar	400	1.439	2.214	2.814
Net borç	-112	-1.122	-1.882	-3.162
Net borç/FAVÖK	-0,11	-0,45	-0,48	-0,61
FAVÖK marjı	%22,0	%23,4	%22,0	%21,0
Net marj	%8,7	%13,6	%12,4	%11,4
Ciro, y/y	%92	%129	%69	%38
FAVÖK, y/y	%164	%144	%59	%31
Net kar, y/y	%8638	%259	%54	%27
F/K	7,2	7,5	4,8	3,8
FD/FAVÖK	2,7	3,9	2,2	1,5
FD/Ciro	0,6	0,9	0,5	0,3
Temettü Verimi	1,1%	1,8%	4,0%	6,2%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%10	-%12	%239	-%18
BIST 100 rölâtif	-%5	-%14	%36	-%14
AOLH, TRYmn	109	149	112	135



- **2023'te görece güçlü büyüme bekliyoruz:** Mavi, 2022 yılında, pandemi döneminde ertelenen harcamaların etkisi, negatif faizlerin tüketimi desteklemesi, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımları, uluslararası operasyonların güçlü katkısı ve online operasyonların büyümeye devam etmesi sayesinde oldukça iyi bir yıl geçirdi. 2023 yılında düşen enflasyonun etkisiyle normalleşme beklemekle birlikte özellikle yılın ilk yarısında ücret zamlarının da etkisiyle büyümenin görece güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Satışların 2023 yılında %69 büyüyeceğini öngörüyoruz. Görece stabil TL beklentimiz nedeniyle Türkiye operasyonlarının yurtdışı operasyonlara göre daha güçlü katkı vermesini bekliyoruz.
- **Rekor marjların 2023'te normalleşmesini öngörüyoruz:** Bir çok şirket için 2022 yüksek maliyetler nedeniyle marjların daraldığı bir yıl olsa da, Mavi'nin FAVÖK marjı 2022'de (UFRS-16 öncesi) 330 baz puanı ile %19,4'e ulaştı. Maliyet artışlarının güçlü talep nedeniyle fiyatlara yansıtılabilmesi ve büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç etkisi marjların tarihi yüksek seviyelere ulaşmasının ana unsurları oldu. Ancak 2023 yılında, özellikle yılın ilk yarısında, hammadde maliyetlerindeki artış ve geçen sene yüksek baz etkisi nedeniyle brüt marjın baskılanacağını, ancak pamuk başta olmak üzere hammadde fiyatlarında yaşanan geri çekilmenin yılın ikinci yarısında marj baskısını azaltacağını düşünüyoruz. Personel maliyetlerinde ve enflasyonu geriden takip eden kira giderlerindeki artışa rağmen büyümenin yaratacağı operasyonel kaldıraç etkisi sayesinde faaliyet giderleri/satışlar oranındaki baskının sınırlı kalacağını öngörüyoruz. 2023 yılında 140 baz puanlık marj daralması ile %59 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.
- **Model portföyde tutmaya devam ediyoruz:** Güncel hedef değerimiz 183TL'ye %69 gibi oldukça yüksek getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yindiyor ve hisseyi model portföyde tutmaya devam ediyoruz. Hisse, 2023 tahminlerimize göre 4,8 F/K ile uluslararası benzerlerine %60 iskonto ile işlem görüyor.
- **Riskler:** Talebin yavaşlaması ve maliyet baskılarının artması en önemli risk faktörleri olarak öne çıkıyor. Türkiye'de maliyetlerdeki yüksek artış ve TL'nin görece stabil kalması uluslararası operasyonlarında rekabet avantajını azaltırken iç piyasadaki yabancı rakipleri ile olan fiyat makasının da daralmasına neden oluyor. Diğer taraftan Avrupa pazarında büyümenin yavaşlamasıyla ihracatçı üreticilerin kapasitelerini iç piyasaya yönlendirmiş olmalarının Mavi gibi perakendecilerin elini güçlendirerek fırsatlar yaratabileceğini düşünüyoruz.

İçecek Sektörü

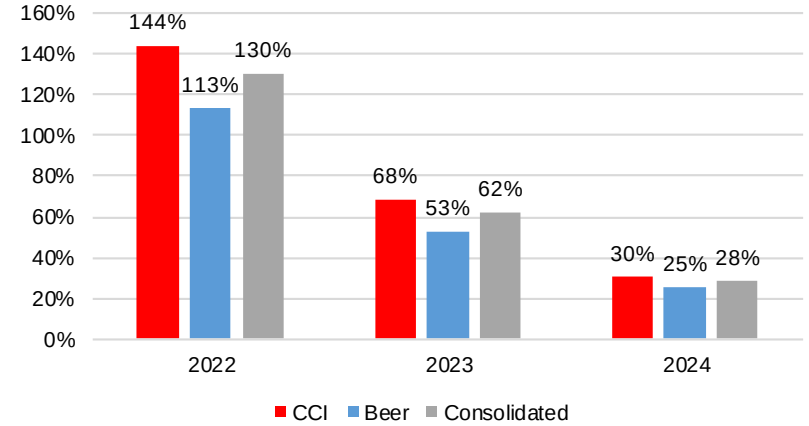
- 2023 yılında maliyet baskıları nedeniyle yüksek fiyat artışları göreceğimizi, fiyat artışlarının düşen alım gücü nedeniyle hacimleri baskılayacağını ve fiyat artışlarına rağmen brüt marjların özellikle de yılın ilk yarısında hammadde maliyetlerindeki artış nedeniyle baskı altında kalacağını düşünüyoruz.
- Özellikle gazlı içecek segmentinde uluslararası hacimlerin Türkiye hacimlerine göre daha güçlü olacağını öngörmekle birlikte, her iki iş kolunda da Türkiye operasyonlarında maliyet enflasyonu nedeniyle fiyat artışlarının daha yüksek olacağını ve bu nedenle de uluslararası operasyonlara kıyasla daha güçlü satış büyümesi göstereceğini düşünüyoruz. Ayrıca uluslararası operasyonların, görece stabil olacağını öngördüğümüz TL/dolar paritesi nedeniyle (özellikle yılın ilk yarısında) konsolide büyümeye görece düşük katkı yapmasını öngörüyoruz.
- Son dönemde açıklanan satın alımların tamamlanmasıyla gazlı içecek segmentinde borçluluk artacak olmasına rağmen, güçlü büyüme ve işletme sermayesinde iyileşmenin de katkısıyla güçlenen nakit akışı sayesinde yıl sonunda yeniden şu anki seviyelerine gerileyeceğini tahmin ediyoruz.
- Her iki hisseyle ilgili de olumlu görüşe sahip olmakla ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi vermekle birlikte daha güçlü olacağını düşündüğümüz iç piyasaya daha yüksek ağırlığı olan ve büyümenin ve marjların daha güçlü olacağını öngördüğümüz CCOLA hissesinin AEFES hissesine kıyasla yatırım temamıza daha uygun olduğunu düşünüyoruz.

Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
AEFES	E.Ü.	37.007	32%	62,50	98,40	57%	3,4	5,0
CCOLA	E.Ü.	53.036	25%	208,50	325,00	56%	3,6	6,1

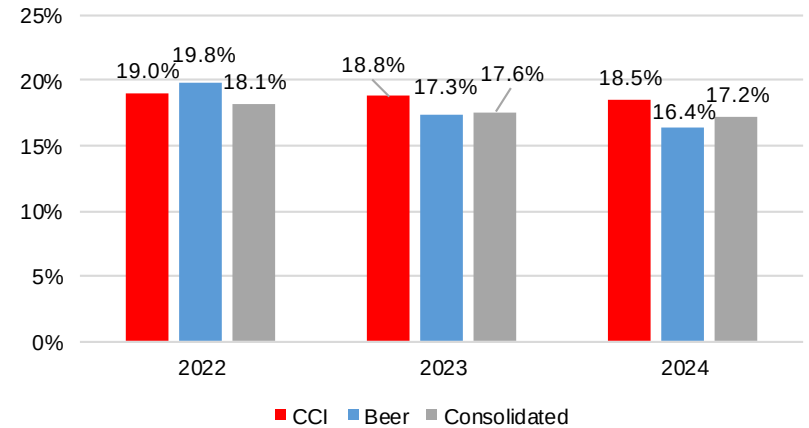
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Satış Büyümesi



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

FAVÖK Marjı

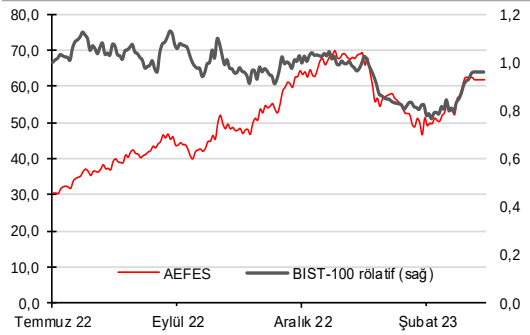


Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Anadolu Efes

Bloomberg Kodu	AEFES TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY98,40			
Son kapanış, TL/hisse	TRY62,50			
Yukarı potansiyel	%57			
Halka açıklık oranı	%32			
Piyasa değeri, TL mn	37.007			
Firma değeri, TL mn	86.687			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	39.284	90.504	146.549	188.237
FAVÖK	6.447	16.411	25.736	32.306
Net kar	1.068	3.429	7.330	8.794
Net borç	10.912	12.945	13.286	9.090
Net borç/FAVÖK	1,69	0,79	0,52	0,28
FAVÖK marjı	%16,4	%18,1	%17,6	%17,2
Net marj	%2,7	%3,8	%5,0	%4,7
Ciro, y/y	%47	%130	%62	%28
FAVÖK, y/y	%36	%155	%57	%26
Net kar, y/y	%31	%221	%114	%20
F/K	13,2	10,8	5,0	4,2
FD/FAVÖK	9,6	5,3	3,4	2,6
FD/Ciro	1,6	1,0	0,6	0,4
Temettü Verimi	7,8%	6,1%	3,4%	6,2%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%34	-%5	%197	-%8
BIST 100 rölatif	%16	-%8	%19	-%2
AOLH, TRYmn	183	204	165	203

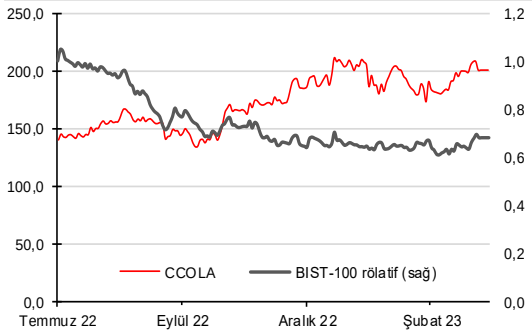


- AB-InBev'in Rusya ve Ukrayna operasyonlarının satın alınması:** Rusya-Ukrayna savaşı sonrası hissedarlarının baskısıyla Rusya'dan çıkma kararı alan AB-InBev'in paylarının Efes tarafından satın alınması için yapılan görüşmelerde henüz kayda değer bir ilerleme olmadı. Gecikme anlaşmanın tamamlanamayacağı anlamını taşımamakla birlikte, AB-InBev'in Rusya gibi büyük bir pazarı kolay terk etmek istemediğine işaret ediyor ve belki de Rusya-Ukrayna savaşının ilerleyen dönemde olası sona ermesi ile rafa kalkma riski de taşıyor olabilir. Olası bir satın almayı, borçluluk artacak olmasına rağmen, azınlık paylarını elemine edeceği, şeffaflığı artıracığı, zor bir pazar olmasına rağmen büyümeyi destekleyeceği, Efes'i Rusya'da daha güçlü bir oyuncu haline getireceği ve AB-InBev'in çıkmak istemesi nedeniyle cazip bir çarpan ile alınma potansiyeli taşıması nedeniyle olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ancak ödenecek bedele göre aşağı ve yukarı yönlü riskler barındırdığını ve anlaşmaya ulaşılama ihtimalini de göz ardı etmemek gerekiyor. Efes'in olası bir anlaşmayı finanse etmek için güçlü bir bilançoya sahip olduğunu hatırlatmak isteriz (2022 net borç/FAVÖK: 1x).
- Olağanüstü bir yılın ardından 2023 yılında karlılıkta normalleşme öngörüyoruz:** Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle Ukrayna'da üretimin durdurulması ve Rusya'da talebin zayıflaması sonucu bira grubu hacimlerinde 2022 yılında %10 daralma oldu. Ancak zayıf hacimlere rağmen, faaliyetlerini yavaşlatan/durduran rakipler nedeniyle geleneksel olarak oldukça sert rekabetin yaşandığı pazarda rekabetin azalması ve güçlü fiyat artışları sayesinde bira grubu marjlarında 2022'de oldukça etkileyici 620 baz puanlık iyileşme yaşandı. Savaşın etkileri ve fiyat artışları nedeniyle 2023 yılında bira grubu hacim baskısının devam etmesini (-%2), ancak yüksek fiyat artışları sayesinde ve sınırlı da olsa kur çevrim farkları sayesinde bira grubunda TL bazda %53 ciro büyümesi öngörüyoruz. Türkiye bira grubu satış büyümesinin daha güçlü %86 olmasını öngörüyoruz. Maliyet baskıları ve rekabetin bir miktar tırmanması ile marjların kısmen normalleşmesini (240 baz puan daralma) ve bira grubu FAVÖK'ünün 2023'te görece sınırlı %34 büyümesini öngörüyoruz.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Anadolu Efes 5x 2023T F/K ve 3,4 FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere kıyasla oldukça yüksek %60 iskontoyla işlem görüyor. Hedef değerimiz 98,4TL'ye %57 getiri potansiyeli sunan hisse için uzun vadede olumlu görüşümüzü koruyor ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Ancak gıda segmentinde takip listemizdeki hisseler içerisinde bu yıl görece zayıf büyüme ve daha yüksek marj baskısı beklentimiz nedeniyle zayıf kar momentumunun kısa vadede hızlı bir toparlanmayı biraz zorlaştırdığını düşünüyoruz.
- Riskler:** Jeopolitik riskler, Rusya'da ekonominin zayıflaması ve Ruble'nin değer kaybı en önemli aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkıyor. AB-InBev'in operasyonlarının satın alınması ödenecek çarpana göre hem aşağı yönlü hem de yukarı yönlü riskleri barındırıyor.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Coca-Cola İçecek

Bloomberg Kodu	CCOLA TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY325,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY208,50			
Yukarı potansiyel	%56			
Halka açıklık oranı	%25			
Piyasa değeri, TL mn	53.036			
Firma değeri, TL mn	64.961			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	21.930	53.530	90.083	117.387
FAVÖK	4.593	10.149	16.956	21.666
Net kar	2.271	4.331	8.672	11.751
Net borç	5.176	6.075	2.314	-2.945
Net borç/FAVÖK	1,13	0,60	0,14	-0,14
FAVÖK marjı	%20,9	%19,0	%18,8	%18,5
Net marj	%10,4	%8,1	%9,6	%10,0
Ciro, y/y	%52	%144	%68	%30
FAVÖK, y/y	%47	%121	%67	%28
Net kar, y/y	%84	%91	%100	%35
F/K	9,1	12,2	6,1	4,5
FD/FAVÖK	6,9	6,4	3,6	2,6
FD/Ciro	1,4	1,2	0,7	0,5
Temettü Verimi	3,5%	1,9%	1,4%	2,5%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%20	%11	%96	%62
BIST 100 rölatif	%4	%8	-%21	%8
AOLH, TRYmn	90	109	97	98



* Tahminlerimiz, henüz tamamlanmayan satın almaların etkisi içermiyor.

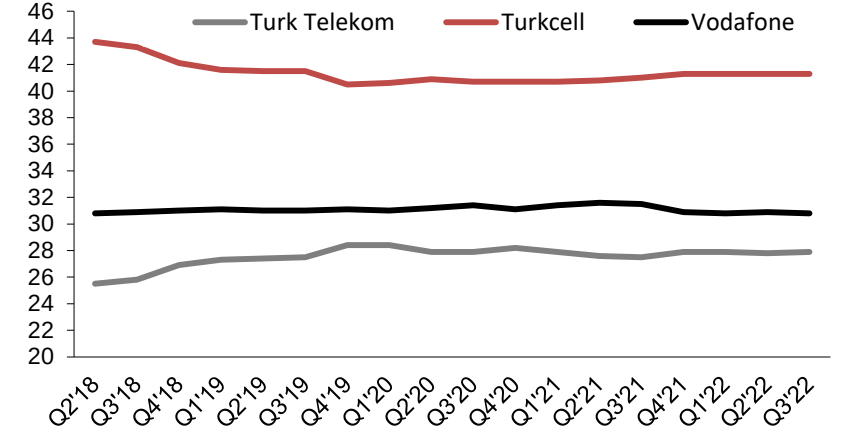
- Güçlü inorganik büyüme:** Coca-Cola İçecek 2021 yılında Özbekistan'ı portföyüne kattıktan sonra 2023 yılında da yurtdışındaki en büyük operasyonu olan Pakistan'ın kalan yaklaşık %50'lik payını (300 milyon dolar) ve Anadolu Etap İçecek'in %80 payını (112 milyon dolar) satın alarak inorganik olarak da büyümeye devam ediyor. Her iki anlaşmanın da gerekli izinlerin ardından yılın ilk yarısında tamamlanması öngörülüyor. Satın alımların tamamlanması ile borçluluğun artarak net borç/FAVÖK'ün 1,3-1,4x seviyelerine çıkmasını öngörmekle birlikte, güçlü büyüme ve nakit akışı sayesinde borçluluğun yılın sonunda yeniden şu anki seviyelerine (2022: 0.6x) gerileyeceğini tahmin ediyoruz.
- Türkiye operasyonlarının katkısıyla görece güçlü satış büyümesi:** 2023'te Türkiye operasyonlarında maliyet baskıları nedeniyle yüksek fiyat artışları göreceğimizi, fiyat artışlarının düşen alım gücü nedeniyle hacim baskısı yaratacağını (hacimlerin büyümeyeceğini) öngörüyoruz. Uluslararası hacimlerin Türkiye hacimlerine göre daha güçlü olacağını öngörmekle birlikte, Türkiye operasyonlarında maliyet enflasyonu nedeniyle fiyat artışlarının daha yüksek olacağını bu nedenle de uluslararası kıyasla daha güçlü satış büyümesi göstereceğini düşünüyoruz. Ayrıca uluslararası operasyonların, görece stabil olacağını öngördüğümüz TL/dolar paritesi (özellikle yılın ilk yarısında) nedeniyle konsolide büyümeye görece düşük katkı yapmasını öngörüyoruz. Türkiye operasyonlarının %78 büyümesinin katkısıyla konsolide bazda 2023 yılında %68 satış büyümesi tahmin ediyoruz.
- Hem Türkiye'de hem uluslararası operasyonlarda dayanıklı marjlar:** Fiyat artışlarına rağmen brüt marjların yılın ilk yarısında, özellikle de ilk çeyrekte, hammadde maliyetlerindeki artış (özellikle Türkiye şeker fiyatlarında) ve geçen sene cazip seviyelerden türev işlemler yapılmış olmasının yarattığı yüksek baz etkisiyle yüksek baskı altında kalacağını düşünüyoruz. Hammadde fiyatlarında yaşanan geri çekilmenin yılın ikinci yarısında marjları destekleyeceğini ve faaliyet giderleri tarafında yapılacak iyileşmelerle birlikte 2023 yılının tamamında hem yurt içi hem de yurt dışı FAVÖK marjını koruyacağını öngörüyoruz. Ancak marjları daha düşük olan Türkiye operasyonlarında daha güçlü büyüme beklememiz nedeniyle konsolide marjlar üzerinde hafif daralma etkisi yaratacağını öngörüyoruz. 2023'te 20 baz puanlık marj daralması ile %67 FAVÖK büyümesi tahmin ediyoruz.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Coca-Cola İçecek 6,1x 2023T F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine %55 iskonto ile işlem görüyor. Hedef değerimiz 325 TL'ye %56 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. İçecek segmentinde CCOLA hissesinin güçlü olmasını beklediğimiz iç piyasaya daha yüksek ağırlığı olması, büyümenin daha güçlü olması ve marj baskısının daha sınırlı olması nedeniyle yatırım temamıza daha uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Riskler:** Jeopolitik riskler, yüksek hammadde fiyatları ve yerel para birimlerinin değer kaybı.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Telekom Sektörü

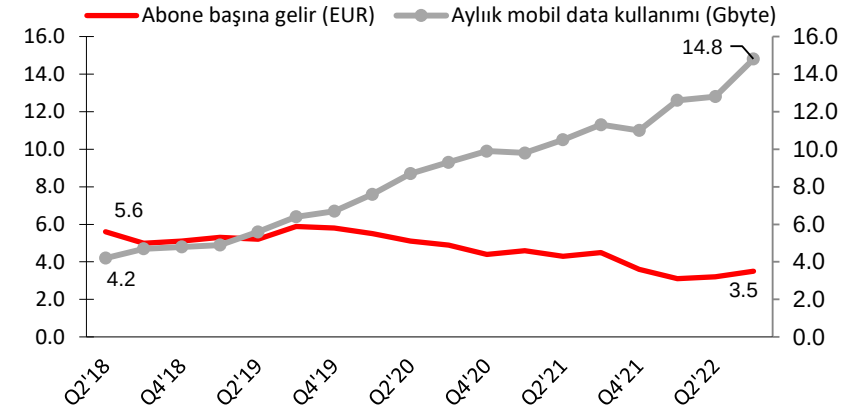
- Abone başına gelir (ARPU) artışı enflasyonu yakalıyor:** Hem Turkcell hem de Türk Telekom, 2022'de enflasyonun altında ARPU büyümesi ve dolayısıyla ciro artışı sağladı. Her iki şirket de son üç çeyrekte art arda fiyat ayarlamaları yaptı ve bu da mobil tarife fiyatlarını neredeyse ikiye katladı. Turkcell sabit geniş bant kontratlarının süresini ikiden bir yıla indirirken, Türk Telekom iki yıllık yeni kontratlara ara fiyat artışı ekledi. Enflasyonist ortam ve fiyat ayarlamalarının kademeli olumlu etkisi göz önüne alındığında, 2023'te telekomünikasyon sektörü için daha iyi bir reel büyüme görünümü görüyoruz.
- Türk Telekom (TTKOM TL), telekomünikasyon hizmetlerinin yürütülmesine yönelik imtiyaz sözleşmesinin uzatılması için 02.01.2023 tarihinde Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu'na (BTK) başvurdu.** 14.11.2005 tarihinde imzalanan imtiyaz sözleşmesi 28.02.2026 tarihinde sona erecek. İmtiyaz sözleşmesi yenileme şartları, sektör ve şirket için önemli diğer konular (altyapı paylaşımı, 2G lisansının yenilenmesi vb.) hakkında daha net bir tablo çizebilir. 5G'ye geçiş ve lisans yenilemeleri için olası yüksek giriş ücretlerini ödenmesini sektör için bir risk faktörü olarak görüyoruz.
- Yıkıcı deprem 2023 rakamlarını etkileyecek:** Turkcell'in ilk değerlendirmesi, deprem etkisi kaynaklı 1,5 milyar TL gelir kaybı ve ek 400 milyon TL operasyonel gider ve 900 milyon TL yatırım harcaması öngörüyor. Türk Telekom ise 1,0-1,5 milyar TL gelir kaybı ve ek 2,0-2,5 milyar TL operasyonel gider ve 50-60 milyon dolar yatırım harcaması öngörüyor. Ek olarak, Turkcell ve Türk Telekom deprem bölgesine sırasıyla 3,5 milyar ve 2,0 milyar TL yardım taahhüdünde bulundu.

Mobil Pazar Payları



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım, BTK

Abone Başına Gelir & Abone Başına Data kullanımı



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım, BTK

Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
TCELL	E.Ü.	75.240	54%	34,20	46,60	36%	3,2	10,5

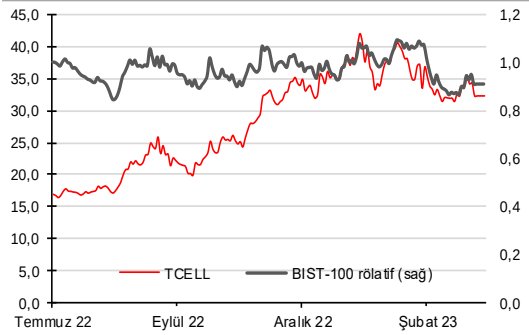
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Turkcell

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY46,600
Son kapanış, TL/hisse	TRY34,20
Yukarı potansiyel	%36
Halka açıklık oranı	%54
Piyasa değeri, TL mn	75.240
Firma değeri, TL mn	98.350

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	34.907	53.878	84.571	113.514
FAVÖK	15.245	21.994	34.098	46.449
Net kar	5.031	11.053	7.190	14.482
Net borç	18.094	20.838	32.858	33.502
Net borç/FAVÖK	1,19	0,95	0,96	0,72
FAVÖK marjı	%43,7	%40,8	%40,3	%40,9
Net marj	%14,4	%20,5	%8,5	%12,8
Ciro, y/y	%23	%54	%57	%34
FAVÖK, y/y	%21	%44	%55	%36
Net kar, y/y	%19	%120	-%35	%101
F/K	7,2	6,8	10,5	5,2
FD/FAVÖK	3,5	4,4	3,2	2,3
FD/Ciro	1,5	1,8	1,3	1,0
Temettü Verimi	7,5%	3,2%	0,0%	4,8%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%2	%0	%64	-%10
BIST 100 rölatif	-%11	-%3	-%34	-%4
AOLH, TRYmn	1.128	2.242	1.263	1.928

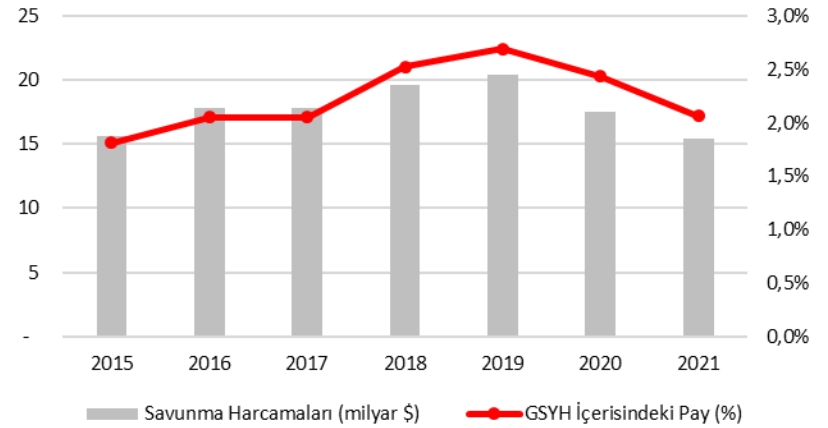


- **2023'de büyüme momentumunda artış bekliyoruz:** Turkcell, son bir yılda endeksin %34 altında performans gösterdi. i) Müşterilere sunulan uzun vadeli tarifelerin reel ciro büyümesini engellemesi, ii) özellikle enerji ve personel kalemleri artan maliyet baskılarını zayıf performansın arkasındaki ana nedenler olarak görüyoruz. Enflasyona dayalı bu döngüsel faktörlerin son zamanlarda iyileşmeye başladığını ve bunun ileriye dönük kar momentumunu hızlandırması gerektiğini düşünüyoruz. Şirket, bir yılda yapılandırılmış fiyat artışlarıyla mobil tarife fiyatlarını yıldan yıla neredeyse ikiye katladı.
- **2023'te enflasyonun üzerinde abone başına gelir artışı (ARPU) bekliyoruz:** Turkcell'in abone başına mobil gelirlerinin 2023'te %49 artarak ortalama enflasyon tahminimizin üzerinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ek olarak, şirket son iki yılda müşteri kazanımında oldukça başarılı bir performans sergiledi. Sadece son bir yılda eklenen yeni abone sayısı yaklaşık 2,0 milyon. Bu durum, 2023 için yıllık %5'lik ortalama mobil abone büyümesi anlamına geliyor. Şirket yönetimi, son telekonferansta ileriye dönük olarak enflasyonist fiyatlama uygulamaya devam edeceğini belirtti. Sabit internet tarafında ise şirket ileriye dönük olarak daha makul bir rekabet ortamı öngörüyor.
- **Global Tower'ın potansiyel halka arzı değer arttırıcı olabilir:** Turkcell kısa bir süre önce Global Tower'ın halka arz hazırlık sürecini başlattı. Yüksek özkaynak karlılığı ve nakit yaratımına imkân tanıyan varlık-hafif iş modeli sayesinde, Global Tower'ın Turkcell'in cari çarpanlarından çok daha yüksek bir değerlendirme ile arz edilebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in içindeki diğer şirketlerin (Fiber ve Fin-tech) de halka arz ve stratejik ortaklık ile değerlendirilme seçenekleri uzun vadeli potansiyel yaratımı anlamında pozitif olabilir. 2023'te 2G lisans yenilemeleri için beklentimizin üzerinde gerçekleşebilecek ödeme, 5G geçişi için yüksek lisans ücreti (modelimizde maliyet/fayda varsayımı yok), beklenenden zayıf TL, beklenenden yüksek sermaye harcaması yoğunluğu ve enflasyonist fiyat artışlarının beklentimizin altında kalması ana faktörleri.
- **2023 beklentileri:** Turkcell, %55-57 seviyesinde gelir artışı, yaklaşık 34,0milyar TL FAVÖK ve yaklaşık %22 operasyonel yatırım harcaması / satış oranı (2022: %20,2) öngörüyor. Açıklanan 2023 hedefleri deprem kaynaklı etkileri içeriyor. 2023'te beklenen daha yüksek yatırım harcaması yoğunluğu, çoğunlukla ilave deprem bölgesinde yapılması gereken harcamalarla alakalı. Daha önce açıklanan 3,5milyar TL tutarındaki bağış taahhüdü FAVÖK öngörülerine dahil değil.

Savunma

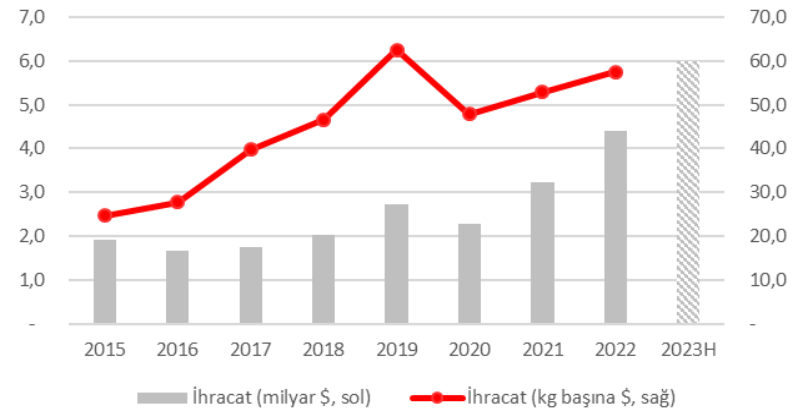
- 2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşı ile birlikte artan jeopolitik riskler sebebiyle birçok ülke savunma sanayi bütçesini artırma kararı aldı. NATO'nun 2014 yılında kararlaştırdığı GSYH'nin en az %2'si kadar savunma sanayi harcaması yapma taahhüdünü karşılayan üye ülke sayısı 2021 yılında sadece 8 iken, Rusya-Ukrayna savaşı ardından sayının 2024 yılı itibarıyla 19'a ulaşması bekleniyor. 2024 yılına kadar %2 hedefi geçerli olmakla birlikte, 2024 sonrasında hedefin artırılması için Temmuz 2023'te yeni bir karar alınması bekleniyor. Almanya'nın savunma sanayi ekipmanlarının modernizasyonu için 100 milyar Euro tutarında fon ayırdığına ilişkin duyurusu, Fransa'nın 6 yıllık savunma harcamalarını %35 arttıracığına ilişkin açıklamaları ve Polonya'nın savunma sanayi harcamalarını GSYH'sinin %4'üne çıkarma kararı önümüzdeki yıllar için savunma harcamalarının artacağına bunun da sektörün büyümesini hızlandıracağına işaret ediyor. Türkiye'nin ise 2022 yılında yaklaşık 180 milyar TL olan savunma ve güvenlik bütçesi, 2023 yılında yaklaşık %160 artış ile 470 milyar TL'ye yükseltildi.
- Globalde savunma için ayrılan bütçelerin arttırılması ve Türkiye'nin bu alanda son yıllarda önemli bir ivme kazanması Türkiye'nin savunma sanayi ihracatının önümüzdeki yıllarda güçlü bir büyüme potansiyeli olduğuna işaret ediyor. Sektörün 2015 yılında 1.7 milyar dolar olan ihracatı, 2022 yılında 4.4 milyar dolara ulaştı. Aynı dönemlerde kg başına yapılan ihracat 24.8 dolardan 57.5 dolara yükseldi. 2022 yılında özellikle İHA ve SİHA, kara araçları ve deniz platformları başta olmak üzere savunma sanayi ürünleri ihraç edilen ülke sayısı 170'e ulaştı. Son yıllarda uçtan uca özgün büyük ölçekli ürünlerin yerli şirketler tarafından projelendirildiğini, bir kısmının tamamlandığını, ihraç edildiğini ve satın alan ülkeler tarafından beğenildiğini, bir kısmının ise yakın zamanda tamamlanacağını gözlemliyoruz. Bu ürünlerin ihraç edilmesinin aynı zamanda tamamlayıcı sistem ve ürünlerin satışına da imkan verdiğini ve savunma sanayinde bir sinerji oluşturduğunu gözlemliyoruz. Sektörde geliştirilen ikili ilişkiler ile beraber proje geliştirmelerindeki başarının önümüzdeki dönemde çapraz satışlar ile ihracata yönelik önemli bir itici güç oluşturacağını düşünüyoruz.

Türkiye'nin Savunma Sanayi Harcamaları, milyar \$, GSYH %



Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database (SIPRI)

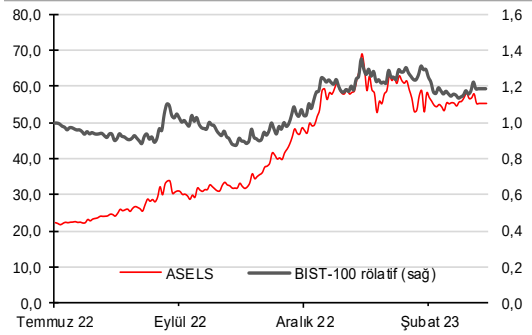
Türkiye'nin Savunma Sanayi İhracatı



Kaynak: Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM), Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB)

Aselsan

Bloomberg Kodu	ASELS TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY70,60			
Son kapanış, TL/hisse	TRY57,95			
Yukarı potansiyel	%22			
Halka açıklık oranı	%26			
Piyasa değeri, TL mn	132.126			
Firma değeri, TL mn	133.014			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	20.139	35.282	49.786	69.204
FAVÖK	5.502	9.472	12.781	17.174
Net kar	7.131	11.916	15.073	15.989
Net borç	2.911	-5.147	-8.592	-4.561
Net borç/FAVÖK	0,53	-0,54	-0,67	-0,27
FAVÖK marjı	%27,3	%26,8	%25,7	%24,8
Net marj	%35,4	%33,8	%30,3	%23,1
Ciro, y/y	%25	%75	%41	%39
FAVÖK, y/y	%40	%72	%35	%34
Net kar, y/y	%60	%67	%26	%6
F/K	5,4	11,1	8,8	8,3
FD/FAVÖK	6,7	13,0	9,3	7,2
FD/Ciro	1,8	3,5	2,4	1,8
Temettü Verimi	0,9%	0,5%	0,6%	0,7%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%9	%3	%142	-%7
BIST 100 rölatif	-%5	%0	-%3	-%1
AOLH, TRYmn	2.747	4.749	3.061	4.430



- Önümüzdeki yıllarda hem yurt içi hem yurt dışı proje kazanımlarında artış öngörüyoruz...** Aselsan'ın 2019 yılında 9,7 milyar dolar seviyesinde zirve yapan bakiye siparişleri, proje teslimlerinin yeni siparişlerden daha fazla gerçekleşmesi ile birlikte 2022 yıl sonu itibarıyla 8.2 milyar dolar seviyesine geriledi. 2018 yılında yaklaşık 4 milyar dolar ile rekor kıran yeni sözleşme tutarı ise 2022 yılında yaklaşık 1.6 milyar dolar mertebesine geriledi. Önümüzdeki dönemlerde yeni sözleşmelerde yukarı yönlü hızlı bir toparlanma ile beraber bakiye siparişlerde eski zirve seviyelerine yakın bir seyir öngörüyoruz. Aralık 2022 ve Ocak 2023'te gözlemlediğimiz yeni sözleşme duyuruları bu toparlanmanın ilk işaretleri olabilir. Beklediğimiz toparlanmayı Türkiye'nin savunma sanayi bütçesindeki artış, ihracat tarafındaki ciddi büyüme ve Aselsan'ın savunma dışı işlerdeki kazanımlarının besleyeceğini düşünüyoruz.
- Nakit pozisyonu açısından en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz...** Globalde tedarik zincirlerinde yaşanan krizler ve fiyatlar genel seviyesindeki artış ile beraber birçok şirket gibi Aselsan'ın da işletme sermayesi ihtiyaçlarının arttığını gözlemledik. Şirket 2018'deki 2.3 milyar TL net nakit pozisyonundan, 2022 yıl sonu itibarıyla 5.2 milyar TL net borç pozisyonuna geçti. Net Borç/FAVÖK rasyosu 2018 yılında yaklaşık 1.2x iken, 2022 yıl sonu itibarıyla yaklaşık -0.6x seviyesine geriledi. Bu seviyelerin Aselsan'ın net borç seviyesi için dip seviyeler olduğunu ve önümüzdeki dönemlerde işletme sermayesinde yaşanacak iyileşme ile net nakit pozisyonunda toparlanma yaşanacağı kanaatindeyiz.
- Tedarik zincirindeki aksamalar, politik riskler, proje iptalleri ve nakit yapısında beklenen iyileşmenin görülmemesi değerlememize ilişkin temel riskler olarak öne çıkıyor...** Globalde çip tedariki konusunda yaşanan sorunların henüz bitmemiş olması savunma sanayinde yüksek teknoloji ile geliştirilen mega projelerin ilerleyişi önünde önemli bir risk unsuru olarak bulunuyor. Ayrıca, Aselsan'ın nakit yapısında beklediğimiz toparlanmanın gerçekleşmemesi ihtimali ve geliştirme veya anlaşma safhasındaki projelerin iptal edilmesi ve politik riskler değerlememize ilişkin aşağı yönlü diğer önemli riskler olarak ortaya çıkıyor.
- Güçlü büyüme potansiyeline rağmen çarpanlarda sınırlı iskonto...** İNA yöntemi ile ulaştığımız 70.60 TL hedef değerimize sınırlı %22 potansiyel getiri sunan hisse için Nötr tavsiyesi veriyoruz. Hisse 9.3x 2023T FD/FAVÖK çarpanıyla uluslararası benzerlerine göre %27 iskontolu işlem görüyor. Aselsan'ın büyüme ve karlılığına ilişkin olumlu görüşümüz olmakla birlikte, sınırlı getiri potansiyeli ve uluslararası benzerlerine kıyasla iskontosunun dar olması nedeniyle olumlu beklentilerin fiyatlanmış olduğunu düşünüyoruz.

Yapı Malzemeleri

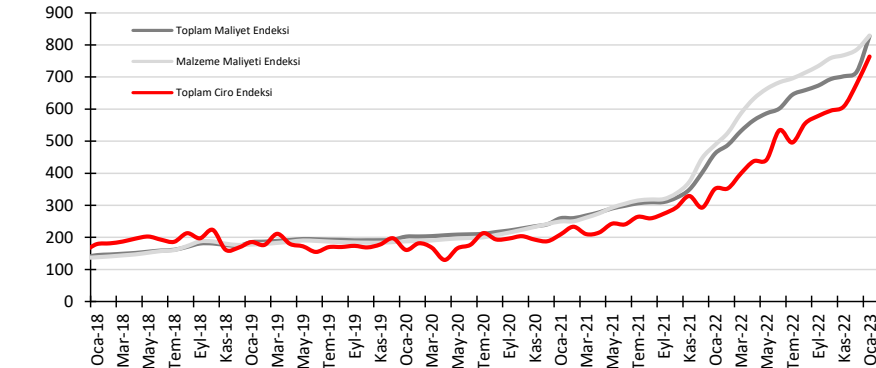
- **Bina inşaat endeksleri Eylül-21'den beri sert yükselişte...** Eylül 2021-Ocak 2023 arasında toplam maliyet endeksi %167, malzeme maliyet endeksi %160, ciro endeksi %179 arttı.
- **Türkiye'de bu yıl 1,48 milyon konut satıldı, ikinci el satışların payı %69 oldu...** Son dönemde satış rakamları iyileşme gösterse de, 2022 tam yıl rakamları 2020 ve 2021'in hafif gerisinde kaldı. Ocak 2023 rakamları iyileşmenin süreceğini işaret ediyor.
- **1YY23'te konut satışlarına paralel olarak inşaat ruhsatı başvurularında da artış bekliyoruz...** Bu dinamğin 4Ç22'den itibaren piyasanın genel gidişatını yansıtacağını düşünüyoruz.

Hisse Önerimiz*

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
KLKİM	E.Ü.	6.751	30%	58,70	75,50	29%	8,3	8,6

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonel

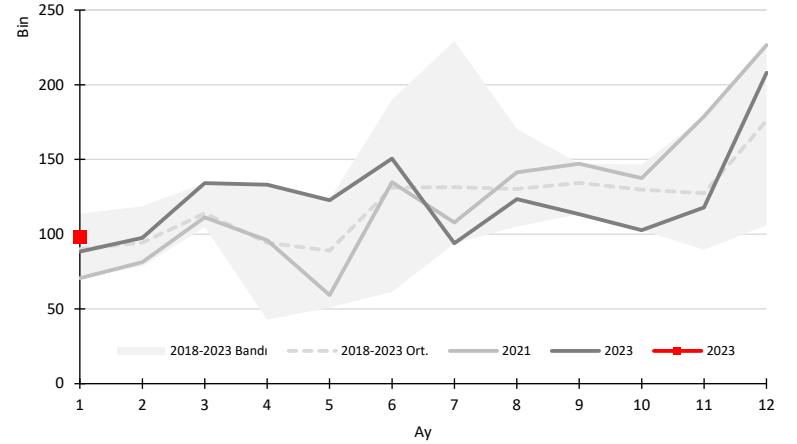
Bina İnşaat Maliyet Endeksi ve Ciro Endeksleri



2015=100
* Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış

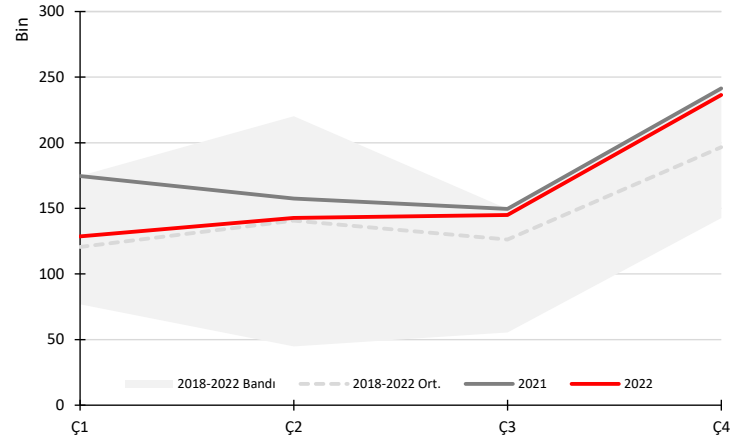
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Konut Satışları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

İnşaat İzinleri



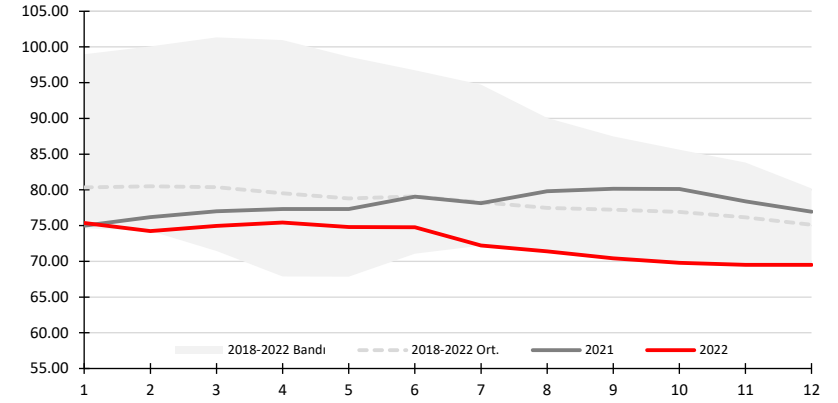
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

Yapı Malzemeleri

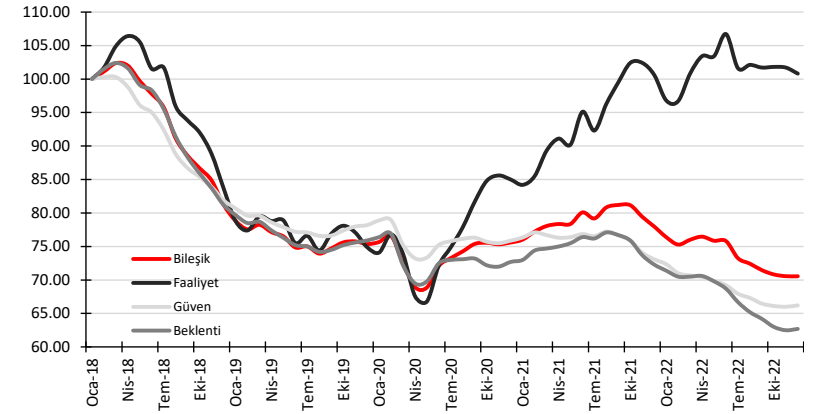
- **Türkiye İMSAD İnşaat Malzemeleri Sanayi Bileşik Endeksi, 2022 yılını 7,42 puan düşükle 69,51'de kapatırken, Aralık 2022'de yatay seyrir gösterdi...** Endeks, Haziran-22'den bu yana son 5 yılın en düşük seviyelerindeydi ve 2021 ile aradaki fark yıl boyunca açılmayı sürdürdü.
- **Faaliyet Endeksi, mevsimsellik ve ihracat pazarlarındaki yavaşlamanın etkisiyle geriledi...** İç pazarda hareketlilik yavaşlayarak devam ediyor. İhracat pazarlarında daha belirgin bir yavaşlama gözleniyor. Aralık-22'de üretim seviyeleri, iç piyasa ve ihracat pazarlarındaki soğuma nedeniyle düştü. Anket katılımcıları, seçimler öncesi açıklanan ekonomik paketlerin 1Ç23'te iç talebi ve satışları desteklemesini bekliyor.
- **Güven Endeksi, Ağustos 2021'den bu yana ilk kez Aralık-22'de yükselmesine karşın 2022'yi zayıf kapattı...** Faaliyetlerdeki yavaşlamaya rağmen güven endeksinde artış gözlemlendi. Seçim öncesi ekonomiye ve inşaat sektörüne yönelik teşvik ve destekler uzun bir aradan sonra güvenin artmasında önemli nedenler olarak öne çıktı.
- **Beklenti Endeksi, sektör görünümünde 1Ç23 için sınırlı bir iyileşmeye işaret ediyor...** Anket katılımcılarının beklentilerinde, 1YY23'te destek paketlerinin katkısıyla iyileşmeler görülüyor. Bununla birlikte, önümüzdeki üç aylık dönemde yurt içi alım siparişleri daha yavaş gerilemeye devam ederken, ihracat pazarlarından alınan siparişlerdeki daralma daha belirgin halde. Buna paralel olarak, Aralık 2022'de önümüzdeki üç aya ilişkin üretim beklentileri, özellikle dış talepteki düşüşe bağlı olarak gerilemiş gözüküyor.
- **Kalekim özelinde ihracat görünümü, en büyük ihracat pazarı olan Irak'ın son dönemde emlak piyasasında güçlü seyre sahip olması nedeniyle farklılaşıyor...** Irak pazarı, Şirket'in toplam cirosunun yaklaşık %25'ini oluşturuyor. Yurt içi piyasası ve Irak pazarındaki talep görünümünün önümüzdeki çeyrek için destekleyici sinyaller verdiğine inanıyoruz.

İnşaat Malzemeleri Sanayi Bileşik Endeksi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Türkiye İMSAD

İnşaat Malzemeleri Sanayi Alt Endeksleri

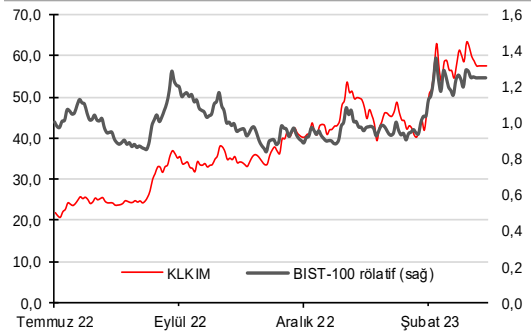


Ocak 2018=100 olarak yeniden endekslenmiştir
(Orijinali: Ağustos 2013=100)

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Kalekim

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY75,50			
Son kapanış, TL/hisse	TRY58,70			
Yukarı potansiyel	%29			
Halka açıklık oranı	%30			
Piyasa değeri, TL mn	6.751			
Firma değeri, TL mn	6.509			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	810	2.143	3.864	5.239
FAVÖK	159	452	769	1.075
Net kar	213	507	782	1.057
Net borç	-438	-464	-560	-1.440
Net borç/FAVÖK	-2,76	-1,03	-0,73	-1,34
FAVÖK marjı	%19,6	%21,1	%19,9	%20,5
Net marj	%26,3	%23,6	%20,2	%20,2
Ciro, y/y	%54	%165	%80	%36
FAVÖK, y/y	%46	%184	%70	%40
Net kar, y/y	%154	%138	%54	%35
F/K	7,6	13,3	8,6	6,4
FD/FAVÖK	8,9	14,4	8,3	5,1
FD/Ciro	1,7	3,0	1,7	1,1
Temettü Verimi	0,0%	2,3%	1,5%	2,3%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%40	%44	%317	%18
BIST 100 rölatif	%21	%40	%67	%25
AOLH, TRYmn	168	123	96	112



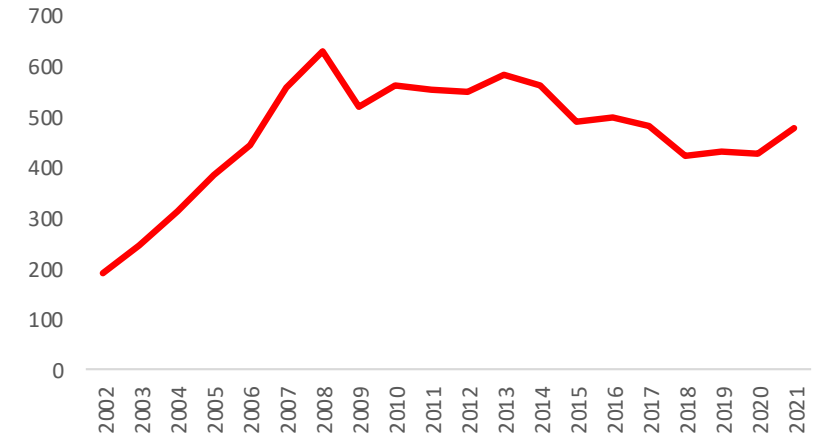
- **Tavsiyemizi 75,50TL hedef fiyat ile "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz...** Yeni makro varsayımlarımız ve Şirket'in 2023 beklentileri doğrultusunda tahminlerimizi revize ettik. 2023'te %80 ciro büyümesi, %19,9 FAVÖK marjı, 451 milyon TL yatırım harcaması ve %12,7 NİS/Ciro bekliyoruz. 75,50 TL'de olan 12 aylık hedef fiyatımızı ve "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.
- **4Ç22 sonuçları beklentilerin üzerinde gerçekleşti...** Kalekim 4Ç22'de 242 milyon TL Net Kâr açıklayarak yıllık bazda %106 ve çeyreklik bazda %187 büyümeye sağlamış oldu. Şirket, 2022 tam yılını bir önceki yıla göre %165 ciro büyümesi, %184 FAVÖK büyümesi ve %138 Net Kâr büyümesi ile kapatmış oldu. Şirket, 4Ç22'de Rusya'daki yatırım amaçlı gayrimenkullerinden (152,3 bin m2 arsa ve 6,4 bin m2 bina) 30,5 milyon TL yeniden değerlendirme kazancı raporladı. Bu rakam 4Ç22 Net Kâr'ının %12,6'sına tekabül ediyor. Şirket, 4Ç22'de 64,4 milyon TL ertelenmiş vergi geliri kaydetti. Bu rakam 4Ç22 Net Kâr'ının %26,6'sı ediyor. Yeniden değerlendirme kazancını ve ertelenmiş vergi geliri etkilerini hariç tuttuğumuzda, 147,1 milyon TL Düzeltilmiş Net Kâr'a ulaşıyoruz, bu da 4Ç22'de %20,3'lük bir Düzeltilmiş Net Marj gerçekleşmesi anlamına geliyor. Düşüş gösteren işletme sermayesi ihtiyacı, %35'lik bir SNA marjına ulaşılmasına yardımcı olurken, 2022 sonunda 464 milyon TL net nakit pozisyonuna erişilmesini mümkün kıldı. Şirket'in döviz varlıkları döviz yükümlülüklerinden fazla bakiye vermektedir.
- **Güneş enerjisi sisteminin 2023'te devreye alınmasını bekliyoruz...** Kalekim, maliyet verimliliği ve sürdürülebilirlik hedefleri için 10,96 MWe'lik güneş paneli sistemi için 6 milyon ABD\$ tutarında yatırım yapmayı planlıyor. Yatırımın özkaynak ve yeşil finansman yoluyla finanse edilmesi planlanıyor. Enerji gideri, girdi maliyetlerinin %1,0-1,5'ine tekabül ediyor. Bu yatırımın maliyet düşürücü etkisini 2024 yılında görmeyi bekliyoruz. Geri ödeme süresi 4-5 yıl olarak hesaplanıyor. 6 milyon ABD\$ tutarındaki güneş enerjisi sistemi yatırımına ek olarak, 2023 yılında Irak ve Mersin yatırımlarına yönelik 14-15 milyon ABD\$ tutarında büyüme yatırımı bekliyoruz.
- **Yönetimin 2023 Beklentileri:** Yönetim, Türkiye'de orta tek haneli hacim büyümesi ve ihracat pazarlarında %10-15 hacim büyümesi ile %55-70% arası ciro büyümesi bekliyor. Şirket, 2023 yılında %20 FAVÖK marjı, 400-450 milyon TL sermaye harcaması ve %10-15 NİS/Ciro beklentisini paylaştı.
- **2023 Beklentilerimiz:** %80 ciro büyümesi, %19,9 FAVÖK marjı, 451 milyon TL yatırım harcaması ve %12,7 NİS/Ciro bekliyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Sağlık Sektörü Genel Görünümü

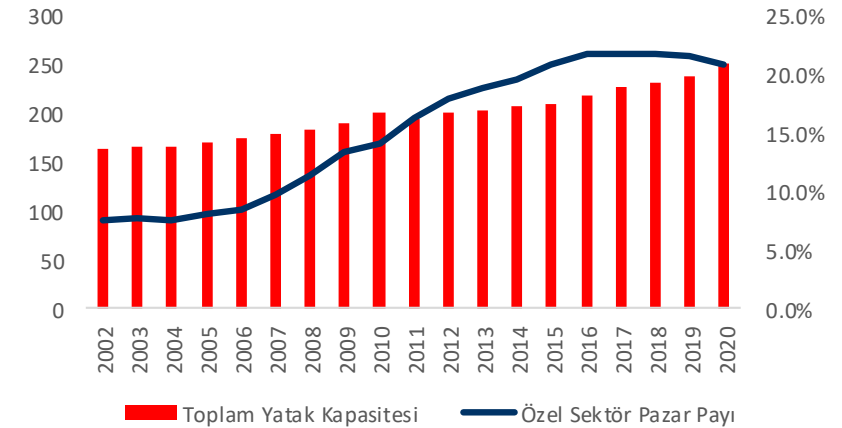
- **Hasta sayısındaki güçlü artışın etkisi SUT fiyatları yüzünden sınırlı kalmaktadır.** 2002-2008'de ABD\$ cinsinden kişi başı sağlık harcamaları %22 YBBO ile artmıştır. 2007 yılında SUT (Sağlık Uygulama Tebliği) fiyat uygulaması başladı. 2007-2019 arasında SUT fiyatları değişmedi. 2007-2009 arasında özel hastaneler SUT fiyatı üzerine sabit bir prim fiyatlama düzenlemesini elde etti. 2009'da söz konusu prim %200'de sabitlendi. 2008-2019 arasında ABD\$ cinsinden kişi başı sağlık harcamaları %3 YBBO ile daraldı. 2020 yılında SGK SUT fiyatlarını artırmaya başladı. 2020'de fiyat artışına rağmen toplam hasta sayısının yıllık %34 düşmesiyle kişi başına harcama yıllık yatay seyretti. Pandemi sürecinde insanları acil olmayan işlemlerini erteledi. 2021'de devam eden fiyat artışlarıyla birlikte toparlanan hasta sayısı sayesinde kişi başına harcama yıllık %11 arttı. 2022-2019 arasında toplam hasta sayısı %9 YBBO ile artmıştır.
- **Özel hastanelerin pazar payı büyüyen sektör içerisinde artmaktadır.** Toplam yatak kapasitesi 2002-2019 arasında %2 YBBO ile artmıştır. Özel hastaneler 2022'de toplam yatak kapasitesinin %8'ine sahip iken, 2019 yılında bu oran %22'ye yükselmiştir.

Kişi Başı Sağlık Harcamaları (ABD\$/kişi)



Kaynak: TUIK

Toplam Yatak Kapasitesi (Bin Adet) ve Özel Sektör Pazar Payı



Kaynak: TUIK

Hisse Önerimiz

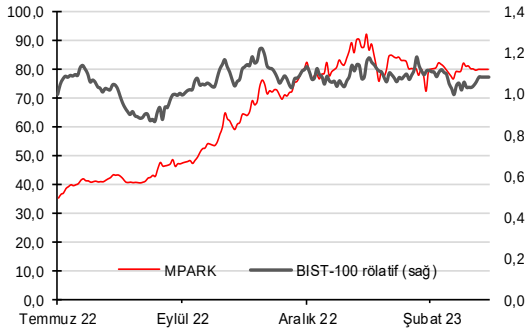
Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
LKMNH	E.Ü.	863	66%	23.96	41.00	71%	4.0	4.9
MPARK	E.Ü.	16,529	35%	79.45	129.00	62%	4.7	7.2

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Medikal Park

Bloomberg Kodu	MPARK TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY129,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY79,45			
Yukarı potansiyel	%62			
Halka açıklık oranı	%35			
Piyasa değeri, TL mn	16.529			
Firma değeri, TL mn	18.583			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	5.796	9.837	15.703	21.019
FAVÖK	1.353	2.346	3.612	4.937
Net kar	290	1.619	2.297	3.094
Net borç	2.069	2.053	378	-1.555
Net borç/FAVÖK	1,53	0,88	0,10	-0,31
FAVÖK marjı	%23,3	%23,8	%23,0	%23,5
Net marj	%5,0	%16,5	%14,6	%14,7
Ciro, y/y	%44	%70	%60	%34
FAVÖK, y/y	%44	%73	%54	%37
Net kar, y/y	%347	%458	%42	%35
F/K	18,1	10,2	7,2	5,3
FD/FAVÖK	5,4	7,9	4,7	3,0
FD/Ciro	1,3	1,9	1,1	0,7
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%10	%2	%174	-%12
BIST 100 rölatif	-%5	%0	%10	-%7
AOLH, TRYmn	34	48	42	44

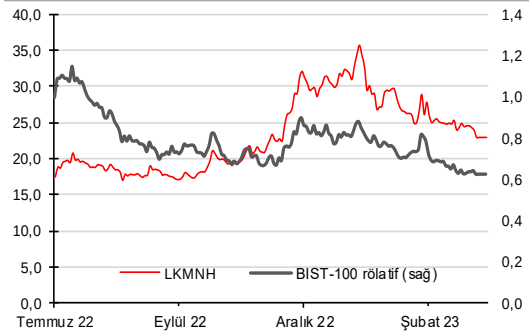


- **2023'te TL bazında reel büyüme bekliyoruz.** 2022'de net satışların ortalama TÜFE'nin altında yıllık %70 arttı. Güçlü sağlık turizmine rağmen 2022'de Sentez iştirakinin satılması sebebiyle konsolide net satışlarda tatmin edici bir büyüme olmadı. 2023'te net satışların ortalama TÜFE beklentimizin üzerinde %60 artmasını bekliyoruz.
- **2023'te FAVÖK marjı daralabilir.** 2023'te artan personel maliyetleri, sağlık turizmi pazarlama harcamaları ve yeni satın almaların olumsuz etkisiyle FAVÖK marjının 84 baz puanı olarak %23 olmasını bekliyoruz.
- **Potansiyel temettü.** Halka arz edildikten sonra şirket hiç temettü ödemedi. Şirket 2023'de temettü ödemeyeceğini açıkladı. Güncel durum şirketin temettü konusunda herhangi bir yönlendirmesi bulunmamaktadır. MLP'nin nakit yaratımı kapasitesini düşündüğümüzde 2024'ten itibaren şirketin %20 dağıtım oranıyla temettü dağıtmasını bekliyoruz. 2024'te hisse başına 2.2 TL temettü bekliyoruz.
- **İnorganik büyüme fırsatları.** Şirket İstanbul ve İzmir gibi büyük şehirlerde satın alım yapmayı planlamaktadır. Ek olarak şirket, yurt dışında hastane satın alımı planlamaktadır. Haziran 2022'de şirket Bona Dea International ile 10 yıllığına yönetim kontratı imzaladı. 3Q22'de Bona Dea'da faaliyetler 156 yatak ile başladı. Kasım 2022'de şirket, 2 hastane, 1 lisans ve 1 sağlık merkezi satın aldı. Söz konusu satın alım toplam yatak kapasitesini %10 büyümeye teka bül eden 500 adet artırabilir.
- **Hisse geri alım planı.** MLP'nin yönetim kurulu 1 yıllığına geri alım yapmaya karar vermiştir. Geri alım programına ayrılan para 650 milyon TL'dir. Şirket maksimum toplam sermayenin %10'una tekabül eden 20.8 milyon hisse geri almayı hedeflemektedir. Şimdiye kadar şirket 9,4 milyon hisseyi 58 TL ortalama fiyattan satın aldı. Geri alımlar şirket sermayesinin %4.53'üne tekabül etmektedir.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 116,5 TL'den 129 TL'ye yükseltiyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Lokman Hekim

Bloomberg Kodu	LKMNH TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY41,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY23,96			
Yukarı potansiyel	%71			
Halka açıklık oranı	%66			
Piyasa değeri, TL mn	863			
Firma değeri, TL mn	1.246			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	453	845	1.348	1.867
FAVÖK	114	173	305	425
Net kar	70	118	177	171
Net borç	125	338	324	311
Net borç/FAVÖK	1,10	1,95	1,06	0,73
FAVÖK marjı	%25,1	%20,5	%22,6	%22,7
Net marj	%15,5	%13,9	%13,2	%9,2
Ciro, y/y	%43	%86	%60	%39
FAVÖK, y/y	%58	%52	%76	%39
Net kar, y/y	%190	%67	%51	-%4
F/K	5,6	7,3	4,9	5,0
FD/FAVÖK	4,9	7,2	4,0	2,9
FD/Ciro	1,2	1,5	0,9	0,7
Temettü Verimi	3,0%	1,7%	3,4%	5,1%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%8	-%24	%62	-%31
BIST 100 rölatif	-%21	-%26	-%35	-%27
AOLH, TRYmn	12	19	16	16



- **Toplam hasta sayısında ciddi bir toparlanma bekliyoruz.** 2022'de şirketin net satışları yıllık %86 artarak 845 milyon TL oldu. Şirket öngörüsü 810-830 milyon TL seviyesindeydi. 2019'da şirketin yatak kapasitesi 664' idi. 2020'de şirket Ankara Hastanesi'ni Lokman Hekim Üniversitesi'ne kiraladı ve yatak kapasitesi 448'e geriledi. 3Ç21'de Etik Hastanesi'nin kapasitesi 37'den 100'e yükseldi. 2Ç22'de şirket 115 yatak kapasitesi olan LH İstanbul Hastanesi'ni satın aldı. 2022'den daha yüksek bir hasta/yatak kapasitesi varsayımıyla 2023'te hasta sayısının yıllık %6 artmasını bekliyoruz. 2023'te şirketin cirosunun yıllık %60 artarak 1.3 milyar TL olmasını bekliyoruz.
- **2023'de daha iyi marjlar.** 2022'de FAVÖK'ün yıllık %52 artarak 173 milyon TL oldu. Şirket beklentisi 185-205 milyon TL seviyesindeydi. 2021'de şirket, rekor %25 FAVÖK marjı elde etti. 1Ç22'de şirketin FAVÖK marjı rekor yılın üzerine 193 baz puanı arttı. Fakat LH İstanbul'un satın alınması, yüksek enerji/su giderleri ve personel giderlerindeki artış sebebiyle FAVÖK marjı 2Ç22'den itibaren düşmeye başladı. Eylül 2022'de ikinci bir SUT fiyat artışı oldu. Tam etkisi 4Ç22'de görülecektir. 2023'te LH İstanbul'un marjlarının iyileşeceği varsayımıyla ve sağlık turizminin kompozisyondaki payının artacağı beklentisiyle FAVÖK'ün yıllık %76 artarak %22,6 marj ile 305 milyon TL olmasını bekliyoruz.
- **Dört potansiyel yatırım.** 1) Yönetim Akay Hastanesi'nin kapasitesini 126'dan 150'ye artırmayı hedeflemektedir. Söz konusu yatırım, artan inşaat maliyetleri ve inşaatın var olan faaliyetler üzerinde yaratacağı risk sebebiyle beklemeye alınmıştır. 2) Lokman Hekim Üniversitesi Ankara Hastanesi'nin kapasitesinin 216'dan 230-235'e yükseltilmesi. 3) LH İstanbul Hastanesi'nin yatak kapasitesinin 115'den 200'e yükseltilmesi. 4) Şirket enerji maliyetlerini düşürmek için bir GES yatırımı üzerinde çalışmaktadır. Söz konusu yatırımların hiçbirini modelimize henüz eklemedik.
- **Başka bir hastane için üniversite işbirliği alınması.** Yönetim, Ankara'daki başka bir hastane için üniversite işbirliği anlaşması yapmaya çalışmaktadır. Söz konusu anlaşmanın ciro ve marj üzerinde olumlu etki yapması beklenmektedir.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 41 TL seviyesinde koruyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyladır.

Araştırma kapsamındaki diğer şirketler:

Indeks Bilgisayar

Kervan Gıda

Koc Holding

Koza Gold

Logo Yazılım

Selcuk Ecza

ŞişeCam

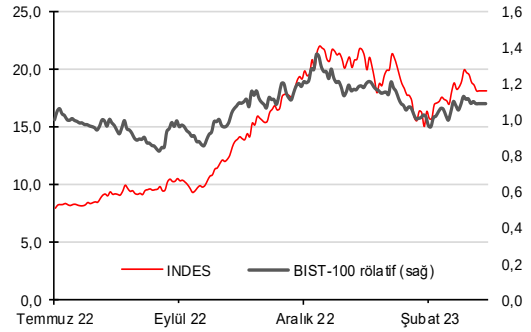
Tekfen

Ulker

Yataş

İndeks Bilgisayar

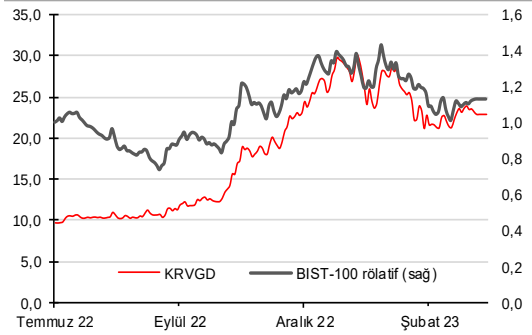
Bloomberg Kodu	İNDEKS Tİ			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY28,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY18,66			
Yukarı potansiyel	%50			
Halka açıklık oranı	%61			
Piyasa değeri, TL mn	4.180			
Firma değeri, TL mn	3.156			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	13.092	25.012	36.267	44.536
FAVÖK	427	1.074	1.654	1.987
Net kar	403	552	809	937
Net borç	-967	-1.593	-1.981	-2.497
Net borç/FAVÖK	-2,27	-1,48	-1,20	-1,26
FAVÖK marjı	%3,3	%4,3	%4,6	%4,5
Net marj	%3,1	%2,2	%2,2	%2,1
Ciro, y/y	%28	%91	%45	%23
FAVÖK, y/y	%57	%152	%54	%20
Net kar, y/y	%181	%37	%47	%16
F/K	3,6	7,6	5,2	4,5
FD/FAVÖK	2,5	2,9	1,7	1,1
FD/Ciro	0,1	0,1	0,1	0,1
Temettü Verimi	3,2%	6,5%	5,3%	7,7%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%24	-%11	%143	-%11
BIST 100 rölatif	%7	-%13	-%2	-%6
AOLH, TRYmn	58	66	55	61



- **İndeks Bilgisayar için hedef fiyatımızı Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ve %50 yukarı potansiyel ile 28 TL olarak koruyoruz.** Hisse 1.7x 2023T FD/FAVÖK (azınlık payları 3.0x P/DD değerine göre düzeltilmiş) ve 5.2x 2023T F/K çarpanıyla uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %78 ve %61 iskontolu işlem görmektedir. Hisse tarihi çarpan ortalamalarına göre ise sırasıyla %54 ve %46 iskontolu işlem görmektedir. İndeks Bilgisayar'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenleri i) olumlu demografik yapı ve artan akıllı telefon ve sabit geniş bant penetrasyonu ile desteklenen talep, ii) şirketin kapsamlı ürün/marka portföyü, %30'un üzerindeki pazar payı ve sektördeki ana tedarikçilerle uzun süreli ilişkilerinin getirdiği rekabetçi avantaj, iii) güçlü nakit yaratımına olanak tanıyan işletme sermayesi yönetimi ve iv) istikrarlı temettü politikası oluşturmaktadır.
- **Hem kısa hem orta vadede talebi güçlü görüyoruz.** Yılbaşındaki ücret artışlarının ve TL'deki görece güçlü görünümün kısa vadede perakende talebini desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Mobil ürünlere olan talebin artmasıyla Türkiye'nin bilişim sektörü için cazip bir pazar olmaya devam ettiğine inanıyoruz. Ek olarak, bulut tabanlı çözümler, yazılım ve ağ ürünlerine yönelik artan kurumsal talebin şirket için uzun vadeli karlı büyümeyi destekleyeceğini düşünüyoruz.
- **Nispeten daha kârlı ürün gruplarında artan satışlar, kâr marjlarını desteklemektedir.** 12A21 finansallarına göre %3,1 olan faaliyet kar marjı, kurumsallar için katma değerli network ürünlerinin satış kompozisyonundaki artan payı ve güçlü satış satışların desteklediği operasyonel kaldıraç sayesinde, 12A22 itibarıyla %4,2 olarak gerçekleşti. 2023'te, katma değerli ürünlerin artan payı ile desteklenen %5'lik bir satış hacmi büyümesi öngörüyoruz. Dolayısıyla, FAVÖK marjının 2023'te 0,3 puan artarak %4,6'ye yükseleceğini öngörüyoruz. Tahminlerimizde ortalama olarak %4,0'lik bir FAVÖK marjı varsaydık. Dağıtım ağına yeni markaların eklenmesi, tahminlerimiz için yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.
- **İşletme sermayesi yönetimi ve nakit üretimi güçlü görünümünü sürdürüyor.** 2019 yılı sonrasında değişen satış kompozisyonu, daha iyi stok ve alacak yönetimi sayesinde şirketin net işletme sermayesi yoğunluğu azaldı. Net işletme sermayesinin satışlara oranı, 12A19'daki %14,6'ya kıyasla 12A22'de %1,1'ye geriledi. Şirketin ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimini devam ettirmesini ve net nakit pozisyonunu muhafaza ederek %35-40 dağıtım oranı ile temettü ödemeyi sürdürmesini bekliyoruz. Tahmin dönemi boyunca ortalama Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranının %4 olacağını varsaydık. 13 yıldır ortalama %32 dağıtım oranı ile temettü ödeyen şirketin 2022 yılına ait karından %4,8 temettü getirisi ile 210mn TL temettü ödemesini bekliyoruz.

Kervan Gıda

Bloomberg Kodu	KRVGD TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY31,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY23,10			
Yukarı potansiyel	%34			
Halka açıklık oranı	%28			
Piyasa değeri, TL mn	5.544			
Firma değeri, TL mn	7.117			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	3.885	4.840	8.131	10.250
FAVÖK	211	626	1.115	1.558
Net kar	180	408	608	844
Net borç	720	1.263	1.939	1.905
Net borç/FAVÖK	3,42	2,02	1,74	1,22
FAVÖK marjı	%5,4	%12,9	%13,7	%15,2
Net marj	%4,6	%8,4	%7,5	%8,2
Ciro, y/y	%284	%25	%68	%26
FAVÖK, y/y	-%7	%197	%78	%40
Net kar, y/y	%48	%126	%49	%39
F/K	16,7	13,6	9,1	6,6
FD/FAVÖK	19,1	11,4	7,0	5,0
FD/Ciro	1,0	1,5	1,0	0,8
Temettü Verimi	0,9%	1,8%	1,1%	3,3%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%10	-%9	%138	-%23
BIST 100 rölatif	-%5	-%12	-%4	-%19
AOLH, TRYmn	39	68	56	57

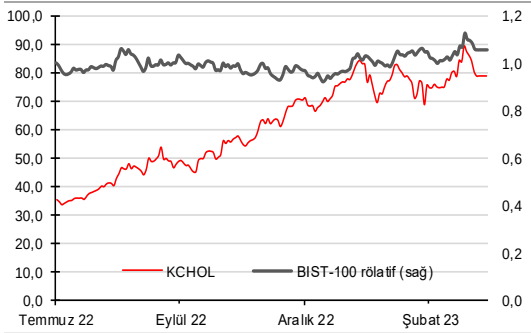


- **2022'de döngüsel faktörler bir miktar iyileşti:** Son dönemdeki güçlü performansa rağmen, hisse fiyatı 2022'de endeksin %21 altında performans gösterdi. Burada; i) Polonya operasyonlarında satın alma sonrası zayıf karlılığın devam etmesi, ii) hızla artan girdi ve navlun maliyetlerine rağmen, kısmen işin doğası gereği ve bazı uzun dönemli kontralar nedeniyle yalnızca kademeli fiyat ayarlamaları yapılabilmesi ve iii) artan işletme sermayesi ve yatırım harcaması yoğunluğun etkili düşünüyoruz. Şirketin finansal performansındaki zayıflığın bir kısmının son dönemde iyileşmeye başlayan döngüsel faktörlerden kaynaklandığını düşünüyoruz. Şirketin fiyat ayarlamaları çoğunlukla maliyet enflasyonuna yakınsamaya başladı, ihracat tarafında navlun maliyetleri geçtiğimiz çeyrek boyunca normalleşmeye devam etti ve şirketin Polonya'daki ürün portföyü ve satış kanalı optimizasyonu çalışmaları karlılık üzerinde olumlu etki göstermeye başladı.
- **Polonya faaliyetlerinin 2023 karlılığını desteklemesini bekliyoruz:** Türkiye operasyonlarının FAVÖK marjının, TL'nin son dönemde reel değer kazancı ve enflasyonist maliyet baskıları nedeniyle 2023'de yaklaşık 0,5 puan gerileyerek %14,8'e gerilemesini bekliyoruz. Özellikle yılın ilk yarısında faaliyet karlılığının daha zayıf kalmasını bekliyoruz. Orta vadede, Türkiye FAVÖK marjının projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak %17,0'ye yükselmesini ve %18-%20 olan tarihi ortalamalarının altında kalmasını bekliyoruz. Yeni kurulan üretim hattından beklenen olumlu katkı sayesinde Polonya operasyonlarının satışlarının 2023'te EUR bazında %30 oranında büyümesini bekliyoruz. FAVÖK marjını 2023'te daha da toparlanarak %9,0 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.
- **Uzun vadede karlılıkta iyileşme için yer olduğunu düşünüyoruz:** Şirketin Türkiye'deki yıllık üretim kapasitesi, 2020'de 60 bin tondan iki yılda %40 artarak 2022'de 85 bin tona yükseldi. Kapasitede önemli artışa rağmen şirket 2 ana ürün kategorisinde neredeyse tam kapasite ile çalışıyor. Şirketin Türkiye'deki rekabetçi üretim bazı ve artan marka bilinirliği, ihracatını artırmasında önemli rol oynadı. Karlılık tarafında, şirketin enerji ihtiyacını yenilenebilir kaynaklardan sağlamaya yönelik yatırımları, Manisa'da tüm yurt içi üretim faaliyetlerini konsolidasyonu ve Polonya'da devam eden ürün portföyü ve satış kanalı optimizasyonunun, ileriye dönük marjları karlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz. TL'nin görece güçlü seyrinin kısa vadede (özellikle yılın ilk yarısında) marjlar üzerinde baskı oluşturacağını düşünüyoruz. Potansiyel olarak daha hafif düşük işletme sermayesi ile şirketin üretim kapasiteni daha kârlı kanallara yönlendirme kabiliyetinin uzun dönemli performansı için belirleyici olacağını düşünüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** Şirket, 2023 tahminlerimize göre 7,0x FD/FAVÖK ile global benzerlerine göre %24 iskonto ile işlem görüyor.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY134,00
Son kapanış, TL/hisse	TRY80,60
Yukarı potansiyel	%66
Halka açıklık oranı	%22
Piyasa değeri, TL mn	204.393
Firma değeri, TL mn	326.033

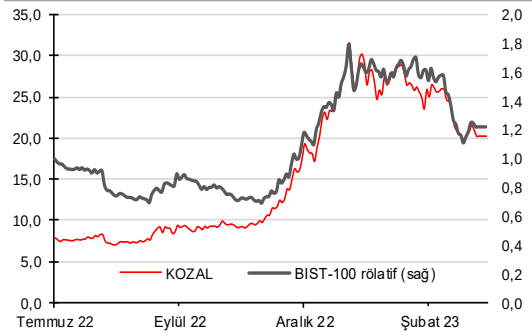
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	346.689	901.857	1.011.813	1.178.861
FAVÖK	52.191	164.949	127.019	138.362
Net kar	15.193	69.806	63.736	68.184
Net borç	55.836	45.164	44.021	25.197
Net borç/FAVÖK	1,07	0,27	0,35	0,18
FAVÖK marjı	%15,1	%18,3	%12,6	%11,7
Net marj	%4,4	%7,7	%6,3	%5,8
Ciro, y/y	%89	%160	%12	%17
FAVÖK, y/y	%106	%216	-%23	%9
Net kar, y/y	%64	%359	-%9	%7
F/K	3,7	2,9	3,2	3,0
FD/FAVÖK	0,9	1,4	2,6	2,2
FD/Ciro	0,3	0,7	0,3	0,3
Temettü Verimi	3,2%	2,3%	2,2%	3,4%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%17	%15	%143	-%4
BIST 100 rölatif	%1	%12	-%3	%2
AOIH, TRYmn	1.673	2.061	1.330	1.954



- **2022’de enerji ve finans faaliyetleri öncülüğünde güçlü karlılık...** Tarihi ortalamalarının çok üzerine çıkan ürün marjları ve ağır-hafif ham petrol makaslarındaki açılma sebebiyle Tüpraş’tan beklediğimiz güçlü karlılık, TÜFE’ye endeksli senetlerin getirisi sayesinde Yapı Kredi’den %400’lük net kar büyümesi, Koç Holding net karına olumlu etki etti.
- **Finans ve enerji faaliyetlerinin net karında 2023’te düşüş muhtemel...** Ekonomik aktivitedeki yavaşlama, 2Y23’te yeni rafineri kapasitelerinin devreye girmesiyle ürün marjlarında hafif normalleşme sebebiyle Tüpraş’ın FAVÖK ve net karında sırasıyla %12 ve %11 daralma bekliyoruz. Bankacılık tarafında, çekirdek net faiz marjında daralma, TÜFE’ye endeksli tahvillerin getirilerindeki düşüş ve artan faaliyet giderleri sebebiyle Yapı Kredi’den %21’lik bir net kar düşüşü bekliyoruz.
- **Otomotiv tarafında, Ford Otosan ve Türk Traktör sayesinde 2023’te net kar artışı tahmin ediyoruz..** 2022’de yurt için hafif araç pazarı döviz kuru, bulunabilirlik ve alınabilirlik problemlerine rağmen %6 büyüyerek 783bin seviyesine ulaşmıştı. 2023’te yurt içi hafif araç pazarının %2 artarak 800bin adede yükselmesini bekliyoruz. Yeni yatırımların marjı aşağıya çekmesi, ihracat payının artması, artan faaliyet giderleri ve daha stabil kur ortamı nedeniyle otomotiv segmentinde bir marj daralması öngörüyoruz. Ancak bunlara rağmen Ford Otosan’ın elektrikli araç ve Romanya yatırımının etkisi, kuvvetli fiyatlama ve Türk Traktör tarafında güçlü ihracat büyümesi gibi sebeplerle otomotiv segmentinde 2023’te %30 kar artışı bekliyoruz. Arçelik tarafında ise faaliyet karındaki artışın artan efektif vergi oranı ve finansal giderler sebebiyle bir miktar baskılanmasıyla net kardaki büyümenin %18’ler mertebesinde olacağını tahmin ediyoruz.
- **Konsolide bazda, Koç Holding için 2023’te %9’luk bir net kar düşüşü öngörüyoruz...** Enerji ve finans faaliyetlerindeki daralmanın bir miktar otomotiv ve beyaz eşyadaki büyüme ile kapatılacağını, nette %9’luk bir net kar daralması kaydedileceğini tahmin ediyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Koç Holding, cazip değerlemesi ve NAD iskontosu sebebiyle 2023 için en beğendiğimiz hisseler arasındadır. Ayrıca, Tofaş’ın Peugeot, Citroen, Opel ve DS’nin Türkiye distribütörlüğünü yapan Stellantis Otomotiv’in %100’ünü 400 milyon Euro’ya satın alması, Tofaş’ın Stellantis’in elektrikli araç planlarına dahil olmasıyla alakalı olası pozitif haber akışı, Koç Holding’in Ford ile beraber planladığı elektrikli araç batarya yatırımıyla ilgili olası pozitif gelişmeler ve Arçelik’in Avrupa’da Whirlpool ile yaptığı anlaşmanın tamamlanması ile alakalı haberler hisse performansına olumlu yansıyabilir. Koç Holding mevcut Net Aktif Değeri’ne göre %36 iskonto ile işlem görürken, son 2 yıllık ve 5 yıllık ortalama iskonto sırasıyla %32 ve %19 seviyelerindedir.

Koza Altın

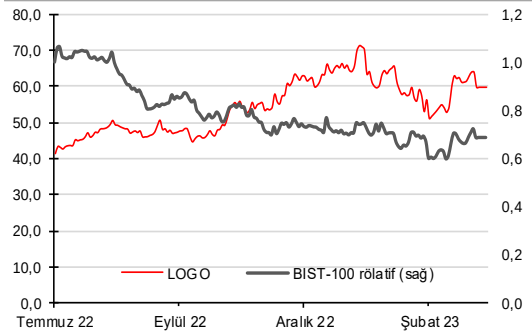
Bloomberg Kodu	KOZAL TI			
Tavsiye	Endeksin Altında Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY18,90			
Son kapanış, TL/hisse	TRY21,00			
Yukarı potansiyel	-%10			
Halka açıklık oranı	%29			
Piyasa değeri, TL mn	67.253			
Firma değeri, TL mn	57.114			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	4.002	5.737	7.946	9.284
FAVÖK	2.165	3.024	4.442	5.131
Net kar	3.004	4.010	5.590	6.537
Net borç	-8.836	-9.867	-14.564	-19.447
Net borç/FAVÖK	-4,08	-3,26	-3,28	-3,79
FAVÖK marjı	%54,1	%52,7	%55,9	%55,3
Net marj	%75,1	%69,9	%70,3	%70,4
Ciro, y/y	%23	%43	%39	%17
FAVÖK, y/y	%12	%40	%47	%16
Net kar, y/y	%66	%33	%39	%17
F/K	5,9	16,8	12,0	10,3
FD/FAVÖK	4,0	18,9	11,8	9,3
FD/Ciro	2,1	10,0	6,6	5,1
Temettü Verimi	0,0%	9,4%	1,8%	2,5%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%11	-%6	%256	-%22
BIST 100 rölatif	-%23	-%8	%43	-%17
AOLH, TRYmn	2.889	3.854	1.868	3.974



- Nevşehir'deki yeni ruhsat alanı değer arttırıcı ancak fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz:** Şirket, mevcut stoklarla birlikte 20 bin ons garanti edilen altın cevheri için Demir Export A.Ş'ye (lisans alanı sahibi) KDV hariç 9,5 milyon doları ödedi. Bu rakam ons başı 475 dolar ödemeye işaret ediyor. Koza Altın ayrıca 20 bin ons üzerindeki potansiyel üretim için de ons başı 475 dolar ödemeyi kabul etti. Ayrıca, bölgede mevcut işletme ruhsatı sınırlarının ötesinde yapılacak keşifler kaynaklı altın satışları içinde ciro üzerinden %2,5 oranında telif ödemeyi kabul etti. 31.03.2022 tarihli ÇED raporuna göre ruhsat alanında 1,27 milyon ons görünür ve 2,91 milyon ons mümkün + muhtemel altın rezervi bulunuyor. Mevcut ÇED onayına sunulan rapor, projeden (mevcut işletme ruhsatıyla) 10 yıl boyunca yıllık 135 bin ons üretim öngörüyor. Projeden yaklaşık 650milyon dolar değerlendirme katkısı öngörüyoruz. Koza Altın, sahada öngörülen işletme maliyetleri ve/veya beklenen üretim tarihi ile ilgili herhangi bir detay paylaşmadı.
- Avanos'ta bir ruhsat daha alanı daha alındı ancak rezerv / kaynak detayları belli değil:** Koza Altın, Nevşehir ili Avanos ilçesindeki 56086 ruhsat ve 2443897 erişim sayısı IV. Grup işletme ruhsatının Invictus Madencilik'den bedelsiz olarak belirli şartlar ile aldı. Buna göre; i) sözleşme tarihinden itibaren sahada arama geliştirme faaliyetlerine başlanacak olup; en geç 3 yıl içerisinde söz konusu sahada arama faaliyetleri tamamlanacaktır. Eğer 3 yıl içinde üretime başlanmaz ise, üç yıldan sonraki dönem için üretime geçinceye kadar Invictus Madencilik'e ruhsat için tanımlı vadede yıllık 30 bin dolar ödenecektir. ii) Üretime geçildiği takdirde şirkete satış tutarından %2 rödovans ödenecektir. Açıklamadan ve sözleşme şartlarından ruhsat alanında hali hazırda belirlenmiş ve çıkarmaya hazır bir rezerv olmadığı sonucunu çıkartıyoruz.
- Mollakara'da önemli bir potansiyel var:** Şirket, Mollakara'da bir cevher zenginleştirme projesi için 02.06.2022 tarihinde Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) başvurusu yaptı. ÇED raporu, projeden yığın lıç yöntemiyle 4 yılda 311 koz altın ve 133 koz gümüş üretiminin planlandığını gösteriyor. Beklenen ilk yatırım USD150-160mn civarındadır. Mollakara'da devam eden sondaj faaliyetleri neticesinde mevcut öngörülebilirliği düşük potansiyel altın kaynakların (4262k ons) olası rezervlere dönüşümünün değerlememiz için en önemli yukarı yönlü risk olabileceğini düşünüyoruz.
- Endeksin Altında Getiri önerimizi koruyoruz:** Hisse, 2023 tahminlerimize göre 11,8x FD/FAVÖK ile işlem görüyor. Global benzer şirketlerin 2023T FD/FAVÖK çarpanı ise 6,1x seviyesinde.

Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY100,60			
Son kapanış, TL/hisse	TRY63,75			
Yukarı potansiyel	%58			
Halka açıklık oranı	%65			
Piyasa değeri, TL mn	6.375			
Firma değeri, TL mn	5.585			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	767	1.541	2.595	3.735
FAVÖK	286	493	837	1.217
Net kar	265	416	827	1.022
Net borç	-167	-387	-1.037	-1.779
Net borç/FAVÖK	-0,58	-0,78	-1,24	-1,46
FAVÖK marjı	%37,3	%32,0	%32,2	%32,6
Net marj	%34,5	%27,0	%31,9	%27,4
Ciro, y/y	%41	%101	%68	%44
FAVÖK, y/y	%62	%72	%70	%45
Net kar, y/y	%131	%57	%99	%24
F/K	14,8	15,3	7,7	6,2
FD/FAVÖK	11,7	11,3	5,9	3,4
FD/Ciro	4,4	3,6	1,9	1,1
Temettü Verimi	0,7%	2,1%	2,4%	3,9%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%21	-%3	%63	-%9
BIST 100 rölatif	%4	-%6	-%35	-%3
AOLH, TRYmn	70	82	65	73

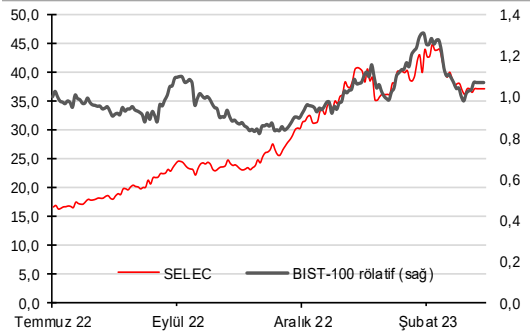


- **Faaliyet gösterdiği ülkelerde sektöre ilişkin büyüme potansiyeli görüyoruz...** 2021 yılı itibarıyla ERP çözümü kullanan şirketler Avrupa bölgesi ortalamasında yaklaşık %40'ı oluştururken, Logo'nun faaliyet gösterdiği Türkiye ve Romanya'da bu oranın sırasıyla %28 ve %17 olması bu ülkelerde sektörün büyüme potansiyeline işaret etmektedir. Logo Yazılım'ın %50'ye yakın pazar payı ile sektörde lider konumda olduğu Türkiye ve Romanya'daki görece düşük olan dijitalleşme penetrasyonunun, güçlü dijitalleşme talebi ve KOBİ tarafında müşteri sayısındaki artış ile birlikte hızlı şekilde yükselmesini bekliyoruz. EAS (İş Uygulamaları Yazılımları) pazarının 2022-2024 yılları arasında dolar bazında yıllık yaklaşık %4 büyümesi beklenmektedir. Sektördeki organik büyüme seyrini yerelde e-devlet çözümlerine geçiş zorunlulukları da desteklemektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki artışın şirket ciroları üzerindeki etkisi, E-devlet çözümlerine geçiş limitlerine ulaşan şirket sayısını da arttırmıştır. Sektördeki büyüme trendleri ile beraber e-Logo müşteri sayısını 12A21'deki 95 bin seviyesinden 135 bine çıkarmıştır. Total Soft ise geçtiğimiz 5 yılda Euro bazında yıllık %10 ciro büyümesi elde etmiştir.
- **Ürün ve gelir modeli çeşitliliği ile dengeli bir portföy sağladığını düşünüyoruz...** ERP, insan kaynakları çözümleri, dijital dönüşüm hizmetleri ve müşteri ilişkileri yönetimi ile geniş bir ürün ve hizmetler portföyü sunmaktadır. Bunun yanı sıra, tekrar eden gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki %62'lik payı ile istikrarlı bir görünüm sergilemektedir. Müşterilerinin faaliyet gösterdiği sektörlerdeki çeşitlilik ekonomideki durgunluk zamanlarına karşı dengeli bir portföy oluşturmaktadır.
- **Hisse performansının şirketin nakit yaratma kapasitesini yansıtmadığını düşünüyoruz...** Logo'nun 12A21 itibarıyla 38 milyon TL olan serbest nakit akışını 12A22 itibarıyla 189 milyon TL'ye çıkarmıştır. Logo son 5 yılda kümülatif olarak %10 serbest nakit akışı marjı ile önemli ölçüde nakit oluşturdu. Türkiye'deki iş modeli sayesinde şirketin güçlü nakit yaratmaya devam etmesini bekliyoruz ve mevcut fiyatının buradaki olumlu görünümü yansıtmadığını düşünüyoruz.
- **Sektördeki rekabet yapısını değerlememize yönelik aşağı yönlü riskler olarak değerlendiriyoruz...** Logo'dan daha büyük veya daha küçük ölçekli şirketlere yönelik yazılım üreten rakiplerin hedef müşterilerini genişletmesi ve KOBİ dönüşümlerindeki ivmenin azalması değerlememize ilişkin aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.
- **Çarpanlardaki iskonto yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor...** Logo Yazılım için hedef fiyatımızı "Endeks üzeri getiri" tavsiyesi ile 100.6 TL olarak güncelliyoruz. Hisse 5.9x 2023T FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerleri ne göre %60 iskonto lu işlem görmektedir.

Selçuk Ecza

Bloomberg Kodu	SELEC TI
Tavsiye	Nötr
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY40,40
Son kapanış, TL/hisse	TRY36,50
Yukarı potansiyel	%11
Halka açıklık oranı	%15
Piyasa değeri, TL mn	22.667
Firma değeri, TL mn	22.049

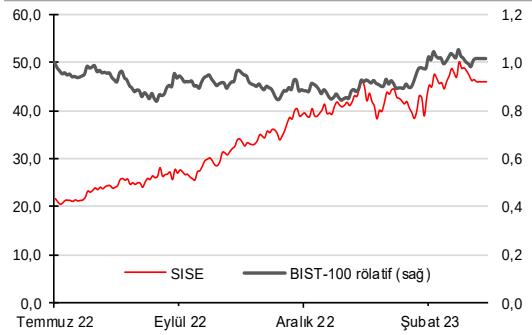
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	26.215	44.712	86.390	119.178
FAVÖK	1.158	3.038	3.283	4.171
Net kar	923	2.380	2.519	3.122
Net borç	-1.313	-617	-1.215	-792
Net borç/FAVÖK	-1,13	-0,20	-0,37	-0,19
FAVÖK marjı	%4,4	%6,8	%3,8	%3,5
Net marj	%3,5	%5,3	%2,9	%2,6
Ciro, y/y	%25	%71	%93	%38
FAVÖK, y/y	%61	%162	%8	%27
Net kar, y/y	%57	%158	%6	%24
F/K	6,8	9,5	9,0	7,3
FD/FAVÖK	4,3	7,3	6,5	5,2
FD/Ciro	0,2	0,5	0,2	0,2
Temettü Verimi	1,6%	3,8%	0,7%	2,2%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%9	%12	%267	-%10
BIST 100 rölatif	-%21	%9	%47	-%5
AOLH, TRYmn	118	122	94	119



- **Yıl içerisinde yapılan ek ilaç zamları stok kazançları etkisiyle 2022 performansını destekledi, ancak 2023'de normalleşme öngörüyoruz:** Türkiye'de ilaç fiyatlarını belirlemek için kullanılan referans EUR/TRY oranı, 8 Temmuz'da %25,0 ve 14 Aralık'ta %36,7 arttırıldı. Sonuç olarak referans EUR/TRY kuru 6,29'dan 10,75'e yükseldi. Yapılan son zam, stok kazançlarının çoğunu öne çekerek 2022 karı üzerinde önemli ölçüde destekleyici oldu. 14 Mart'ta ilaç fiyatlandırma kararnameinde bir değişiklik daha yapıldı. Buna göre, fiyat etiketi (depoya satış fiyatı) 55,9 TL'nin altında olan ilaçların fiyatı 4,0 TL artırıldı. Bu, çok kaba tahminlerimize göre genel fiyat seviyelerini yaklaşık %4 arttıracaktır. Son fiyat kararnameisi, Aralık ayında açıklanan fiyatların 2023 yılı boyunca geçerli olacağını öngörüyoruz. Bu nedenle Aralık ayı zammı, 2023 Şubat ayı ortasında yapılması gereken fiyat artışının öne alınması olarak değerlendirilebilir. Diğer yandan fiyat kararnameisinde son 8 ayda üç değişiklik yapıldığını not ediyoruz.
- **İlaç fiyatlarındaki hızlı artış nedeniyle regüle marjlar veya fiyat aralıklarında yukarı yönlü düzeltme yapılması gerekiyor:** Düzenleme tarafında, fiyatlandırma mekanizmasına ilişkin belirsizlik ve referans fiyat ile spot EUR/TRY arasındaki iskonto sektör için tek problem değil. Yükselen ilaç fiyatları, depocuların stok kazançları hariç brüt kar marjlarına olumsuz etki yapıyor. Referans EUR/TRY kurundaki %449 artışa rağmen depocuların brüt karının belirlendiği fiyat aralıklarında 2009'dan beri bir değişikliğe gidilmedi. Bunun olumsuz etkisinin 2Ç23 finansallarında görülmesini bekliyoruz. Yakın vadede burada bir düzenleme yapılması konusunda olumluuz. Bunun temel sebebi özellikle 2Ç23 itibarıyla oluşacak karlılık seviyeleri Selçuk Ecza için dahi işletme sermayesini finanse edip yeni yatırım yapmayı zorlaştıracak. Selçuk Ecza sektörde önemli ölçek avantajları olan depolarının önemli bir kısmına sahip olan bir şirket. Ek olarak, sağlıklı bir bilanço yapısı şirkete görece düşük faizle yüksek borçlanma kapasitesi sağlıyor. Dolayısıyla, küçük sektör oyuncularının bu ortamda Selçuk Ecza'dan daha fazla zorluk çekmesi muhtemel. Bu nedenle, yakın vadede depocular için belirlenen kar marjları veya karlılığın belirlendiği fiyat aralıklarında yukarı yönlü bir revizyonun yüksek olasılıkolduğunu düşünüyoruz.
- **Nötr tavsiyemizi koruyoruz:** Selçuk için hedef fiyatımızı 14 Mart tarihli regülasyon değişikliğinin etkisi ile güncelledik. Hedef fiyatımızı 39,5 TL'den 40,4 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi 'Nötr' olarak koruyoruz. Hisse, 2023E 6,5x FD/FAVÖK ve 9,0x F/K ile işlem görüyor Bu rakamlar tarihsel ortalamalarına göre %19 ve %20 prime işaret ediyor.

Şişecam

Bloomberg Kodu	SISE TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY59,50			
Son kapanış, TL/hisse	TRY46,42			
Yukarı potansiyel	%28			
Halka açıklık oranı	%49			
Piyasa değeri, TL mn	142.194			
Firma değeri, TL mn	178.634			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	32.058	95.349	145.538	182.371
FAVÖK	7.562	20.455	29.108	39.027
Net kar	9.040	19.345	21.773	29.301
Net borç	10.524	17.038	23.758	19.474
Net borç/FAVÖK	1,39	0,83	0,82	0,50
FAVÖK marjı	%23,6	%21,5	%20,0	%21,4
Net marj	%28,2	%20,3	%15,0	%16,1
Ciro, y/y	%50	%197	%53	%25
FAVÖK, y/y	%72	%170	%42	%34
Net kar, y/y	%323	%114	%13	%35
F/K	2,9	7,4	6,5	4,9
FD/FAVÖK	7,4	8,7	6,3	4,6
FD/Ciro	1,7	1,9	1,3	1,0
Temettü Verimi	2,1%	1,9%	2,1%	3,0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%20	%18	%242	%8
BIST 100 rölatif	%3	%15	%37	%14
AOLH, TRYmn	2.807	3.162	2.701	3.141

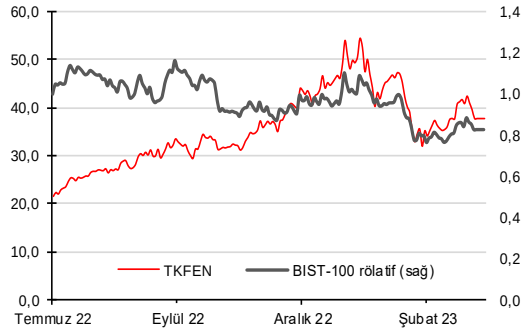


- **Global enerji fiyatlarındaki son altı ayda büyük ölçüde geriledi:** Ağustos 2022'de 343 EUR/MWh'ye ulaşan Hollanda TTF Doğal Gaz fiyatı, sıcaklıkların rekor seviyede yüksek seyrettiği ılıman kış sezonu ve AB genelinde uygulanan enerji tasarrufu önlemleri sayesinde EUR44/MWh'ye geriledi. Bu durum kısmen yurt içi doğal gaz fiyatlarına da yansdı. Botaş, Ekim 2022'de sanayiciler için 1955 TL/MWh olan doğal gaz tarifelerini Mart 2023'te 1123 TL/MWh'ye düşürdü. Sanayi tarifelerinin %40'ının bağlı olduğu günlük referans doğal gaz fiyatı da Ekim 2022'nin en yüksek seviyesi olan 2474 TL/MWh'den 938 TL/MWh'ye geriledi. Enerji fiyatlarının gevşemesi, Şişecam'ın fiyat artışlarına çok ihtiyaç duymadan iç piyasada güçlü faaliyet karlılığını korumasına yardımcı olmasını bekliyoruz. Şirketin yurt dışı faaliyetlerinde, Asyalı oyuncuların artan rekabeti ve ürün fiyatlarında gevşemenin marjlar üzerinde baskı oluşturmamasını bekliyoruz.
- **2022'deki güçlü marjların üzerinde birçok faktör etkili oldu:** Şişecam'ın faaliyet kârlılığı i) 2022'de enerji maliyetlerinin bir kısmının (Türkiye doğal gazı hariç) görece düşük fiyatlardan sabitlenmesi, ii) zamanında yapılan maliyet bazlı fiyat artışları ve iii) uygulamaya konulan dinamik fiyatlandırma mekanizmaları sayesinde güçlü kaldı. Şişecam'ın FAVÖK marjının 2023'te sabitlenen enerji fiyatlarının etkisinin ortadan kalması ve yurtdışı faaliyetlerinde artan rekabet nedeniyle yaklaşık 150 baz puan gerilmesini bekliyoruz.
- **Düzcam ve kimyasallar iş kollarında bir miktar normalleşme öngörüyoruz:** Türkiye ve Avrupa'da yüksek baz ve yavaşlayan inşaat faaliyetleri nedeniyle 2023 yılında mimari cam satış hacimlerinde %6 daralma bekliyoruz. Şirketin Türkiye pazarında fiyatlama gücü sayesinde maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmaya devam edebileceğini düşünüyoruz. Soda külü satış hacminde %3 düşüş bekliyoruz. Şirket, enerji ve emtia piyasalarında görülen dalgalanmaların halen geçerli olması nedeniyle soda külü iş kolunda üç ve altı aylık incelemelere dayalı dinamik fiyatlandırma modelini uygulamaya 2023 yılında da devam etmeyi öngörüyor.
- **Yatırımlar kademeli olarak hayata geçiyor:** Şirket, 2025 yılına kadar iki yeni fırınla cam ambalaj kapasitesini %12 artıracak olan Macaristan yatırımının ilk aşamasını 2023'te tamamlamayı planlıyor. Eskişehir'deki beşinci cam ambalaj fırınına da 2023 yılında faaliyete geçmesi bekleniyor. Kırklareli ve Mersin'deki düzcam yatırımlarının da 2023 ve 2024 yıllarında tamamlanması ve kapasitesinin yaklaşık %30 oranında artırılması öngörülmüyor.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Şişecam için hedef fiyatımızı 44,7 TL'den 59,5 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz.

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıdır.

Tekfen

Bloomberg Kodu	TKFEN TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY47,50			
Son kapanış, TL/hisse	TRY39,52			
Yukarı potansiyel	%20			
Halka açıklık oranı	%48			
Piyasa değeri, TL mn	14.622			
Firma değeri, TL mn	13.423			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	16.223	30.668	36.340	38.584
FAVÖK	647	3.410	3.674	4.180
Net kar	839	3.473	3.143	3.755
Net borç	-1.614	-1.199	-1.509	-2.598
Net borç/FAVÖK	-2,49	-0,35	-0,41	-0,62
FAVÖK marjı	%4,0	%11,1	%10,1	%10,8
Net marj	%5,2	%11,3	%8,6	%9,7
Ciro, y/y	%38	%89	%18	%6
FAVÖK, y/y	%62	%427	%8	%14
Net kar, y/y	n.m.	%314	-%10	%19
F/K	7,2	4,2	4,7	3,9
FD/FAVÖK	6,8	3,9	3,6	2,9
FD/Ciro	0,3	0,4	0,4	0,3
Temettü Verimi	1,1%	3,0%	7,1%	6,4%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%24	-%10	%113	-%20
BIST 100 rölâtif	%7	-%13	-%14	-%15
AOIH, TRYmn	514	804	543	738

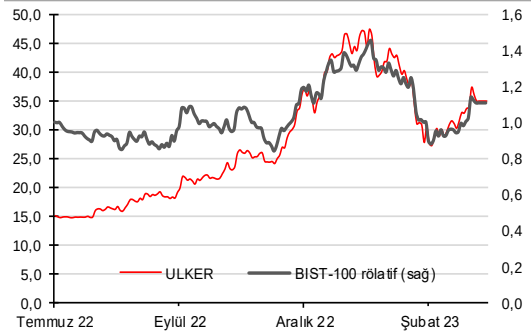


- Taahhütte tarafında zararların telafisine yönelik henüz somut gelişmeler yok:** Tekfen'in taahhüt iş kolu, Suudi Arabistan (yaklaşık 168 milyon dolar) ve Rusya projelerinde (45 milyon dolar) önemli kısmı teslim gecikmeleri kaynaklı zararların etkisiyle son beş çeyrekte (4Ç21-4Ç22) 139mn dolar negatif FAVÖK yarattı (Azfen'den 4Ç22'deki katkı hariç). Yönetim daha önce zarar kaydedilen bazı projeler için yaklaşık 250 milyon dolarlık tanzim başvurusu yapıldığını söylemişti. Yapılan taleplerin genelde görece düşük bir oranı karşılanabiliyor. Diğer yandan henüz tanzim talepleriyle alakalı somut bir gelişme yok. Şirketin Suudi Arabistan ve Katar'daki projelere yönelik taleplerinde olumlu bir sonuç için makul koşulların olduğunu düşünmekle beraber uzun zamandır bir gelişme olmaması negatif.
- Taahhüt segmenti için rakamlarımız muhafazakâr:** Şirketin, son dönemdeki zayıf performansını göz önüne alarak, taahhüt iş kolunda her yıl 36 ay süreli 600 milyon dolar tutarında yeni proje ekleyeceğini varsayıyoruz. Taahhüt tarafı için 2023-2027 döneminde ortalama %4.5 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Burada ana riskler, proje edimini beklentilerimizde meydana gelebilecek sapma, proje karlılıklarında düşüş ve nakit akışında bozulma olarak görüyoruz. Tahminlerimizde muhafazakâr tarafta olmak için zarar edilen projelerden herhangi bir tanzim geliri varsayımında bulunmadık.
- Gübre iş kolunun büyüme ve karlılığında normalleşme bekliyoruz:** Gübre iş kolu, enerji krizi nedeniyle ciddi oranda artış gösteren ürün fiyatları ve TL'nin nispeten zayıf seyretmesi neticesinde 2Y21'den bu yana Tekfen'in oldukça olumlu etiledi. Ortalama yerli gübre (USD/ton) fiyatı 2020 yılsonundaki 270 dolar seviyesinden 2022'de 613 dolar seviyesine yükseldi. Üretim, ağırlıklı olarak aynı şekilde fiyatı artan ithal girdilere bağlı olsa da fiyatlardaki hızlı artış operasyonel kaldıraç ve stok kazançları etkisiyle marjları destekledi. Küresel enerji fiyatlarda güçlü gerileme nedeniyle ortalama yurt içi ton başına fiyatların 475 dolar seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Mevcut fiyatların Avrupa'da üretimden çıkan amonyak tesislerinin tekrardan faaliyetlerine başlaması için yeterli alan yarattığını düşünüyoruz. Düşen fiyatlar talep tarafında destekleyici olsa da; kuraklığın ve fiyatlarda düşüş beklentisiyle ertelenen talebin, özellikle ilk yarı da satış hacimlerini olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz. Yönetim, gübre iş kolunda 2022'deki 1,67 milyon tona kıyasla 2023'de yaklaşık 2,0 milyon ton satış hacmi öngörüyor.
- Tavsiyemizi Nötr olarak revize ediyoruz:** Hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki revizyonlar nedeniyle 47,5 TL'ye (önceki 44,5,0 TL) revize ediyoruz. Hisse için tavsiyemizi sınırlı getiri potansiyeli ve taahhüt iş kolundaki düşük öngörülebilirlik nedeniyle Nötr olarak revize ediyoruz.

Ülker

Bloomberg Kodu	ULKER TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY52,0
Son kapanış, TL/hisse	TRY36,04
Yukarı potansiyel	%44
Halka açıklık oranı	%39
Piyasa değeri, TL mn	12.326
Firma değeri, TL mn	30.604

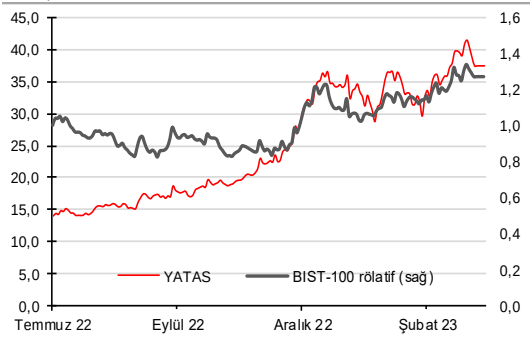
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	12.537	28.197	41.689	53.747
FAVÖK	2.328	5.467	7.784	10.021
Net kar	-464	-353	1.531	2.692
Net borç	8.233	13.085	18.189	18.938
Net borç/FAVÖK	3,54	2,39	2,34	1,89
FAVÖK marjı	%18,6	%19,4	%18,7	%18,6
Net marj	-%3,7	-%1,3	%3,7	%5,0
Ciro, y/y	%29	%125	%48	%29
FAVÖK, y/y	%21	%135	%42	%29
Net kar, y/y	n.m.	-%24	n.m.	%76
F/K	n.m.	n.m.	8,0	4,6
FD/FAVÖK	8,3	5,4	4,4	3,5
FD/Ciro	1,5	1,0	0,8	0,7
Temettü Verimi	3,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Hisse verisi				
Nominal değişim	%30	-%10	%133	-%18
BIST 100 rölatif	%12	-%12	-%7	-%13
AOLH, TRYmn	344	471	238	428



- **Kur ve yeniden değerlendirme zararlarının gölgesinde kalan güçlü operasyonel performans:** Ülker, 2022'de 353mn TL net zarar açıkladı. Zayıf net kar performansının arkasındaki başlıca nedenler, kısa vadeli finansal yatırımlardan kaynaklanan 1,52 milyar TL tutarındaki yeniden değerlendirme zararı ve artan kur farkı zararları oldu. Operasyonel tarafta şirket, maliyet bazlı fiyat artışları ve hammadde tedarikinin başarılı yönetilmesi sayesinde 2022'de sırasıyla %125 ve %135 gelir ve FAVÖK artışı sağladı.
- **Sendikasyon kredisinin yeniden finansmanı yakın zamanda tamamlandı:** Ülker Bisküvi, Nisan 2023'de vadesi gelen 375 milyon dolar sendikasyon kredisinin finanse edilmesi amacıyla, Bank of America, Cooperative Rabo Bank U.A. ve Emirates NBD Bank Capital Limited'in liderliğinde toplam 195 milyon dolarlık sendikasyon kredisi aldı. Kredi, 35 milyon dolar ve 150 milyon avruluk iki dilimden oluşuyor. Söz konusu kredinin %20'si murabaha ve vadesi 3 yıl. Ayrıca Şirket, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile 75mn Avro tutarındaki kredi sözleşmesini de yeniledi. Buna göre, Nisan 2023'te vadesi gelen 455 milyon dolar tutarındaki kredisinin yaklaşık %60'ı yeniden finanse edildi. Şirket kalan 185 milyon doları iç kaynaklardan geri ödeyecek. Ülker ayrıca yakın zamanda 310 milyon dolar seviyesindeki finansal yatırımlarını (likit yatırım fonları) nakde çevirdi. Bu durumu, kârlılığın öngörülebilirliği, şeffaflık ve sermaye tahsisi açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.
- **İşletme sermayesi ihtiyacında önemli iyileşme:** Ülker'in faaliyetlerinden nakit akışı, işletme sermayesi yoğunluğunun önemli ölçüde azalmasıyla 2022'de 2699 milyon TL olarak gerçekleşti (2021: 27mn TL). Net işletme sermayesinin satışlara oranı %29,2 seviyesine geriledi (9M22: %37,1 & 2021: %45,0). Yönetim, ileriye dönük ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimini sürdürmeyi hedeflediğini belirtti. Şirketin 650 milyon dolar tutarındaki Eurobond'unu yeniden finansmanı öncesi önümüzdeki 1,5 yıl nakit yaratımına öncelik vermemesinin olası olduğunu düşünüyoruz.
- **Tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak güncelliyoruz:** Tahminlerimizi, yeni makro varsayımlarımız, daha yüksek birim fiyat artışları ve daha düşük işletme sermayesi yoğunluğunu öngörülerile güncelledik. Ülker için hedef fiyatımızı 29,5 TL'den, 52,0 TL'ye revize ediyoruz ve değerlemedeki yukarı potansiyel nedeniyle tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak güncelliyoruz. Şirket, 2023 tahminlerimize göre 4,4x FD/FAVÖK ile gelişmekte olan benzerlerine göre %52 iskonto ile işlem görüyor. İşletme sermayesi yoğunluğu ve görece yüksek sermaye maliyeti nedeniyle iskontonun kısmen anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.

Yatas

Bloomberg Kodu	YATAS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY60,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY38,66			
Yukarı potansiyel	%55			
Halka açıklık oranı	%54			
Piyasa değeri, TL mn	5.791			
Firma değeri, TL mn	6.638			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2.859	6.737	11.519	17.058
FAVÖK	433	963	1.714	2.555
Net kar	256	514	921	1.410
Net borç	304	1.089	1.932	2.047
Net borç/FAVÖK	0,70	1,13	1,13	0,80
FAVÖK marjı	%15,2	%14,3	%14,9	%15,0
Net marj	%9,0	%7,6	%8,0	%8,3
Ciro, y/y	%64	%136	%71	%48
FAVÖK, y/y	%31	%122	%78	%49
Net kar, y/y	%51	%101	%79	%53
F/K	8,5	11,3	6,3	4,1
FD/FAVÖK	5,2	6,9	4,4	3,0
FD/Ciro	0,8	1,0	0,6	0,4
Temettü Verimi	2,1%	4,1%	2,7%	5,6%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%31	%8	%270	%14
BIST 100 rölatif	%13	%5	%49	%21
AOLH, TRYmn	65	62	57	56



- **Uzun vadeli büyüme dinamikleri değişmedi:** Yataş'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: i) sektörde geleneksel satış kanalından modern satış kanalına geçişin devam etmesi, ii) şirketin ana faaliyet alanındaki güçlü pazar konumu, iii) halen olumlu demografik yapı, iv) Divanev formatının ölçeklenebilirlik potansiyeli ve v) şirketin e-ticaret kanalında artan varlığı olarak özetleyebiliriz. Yataş'ın, i) tüketicinin beğenilerine uygun, kanıtlanmış ürün portföyü ve ii) maliyet baskılarını rakiplerinin çoğundan daha iyi bir şekilde yönetmeye ve verimlilik yatırımı / kapasite artışı yapmaya olanak tanıyan güçlü bilançosu sayesinde Türkiye'deki pazar payını artırmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- **Mağaza açılışlarında güçlü seyrin büyümeyi desteklemesini bekliyoruz:** Yataş, son iki yılda yurt içi bayi ağına 268 yeni yurt içi mağaza. Toplam mağaza sayısı (şirketin sahip oldukları da dâhil) 2020'deki 464'ten 2022'de 744'e yükseldi. Bu durum 2020-2022 arasında %43 satış alanı büyümesine işaret ediyor. Şirket, 2022'de yurt içinde 833 bayi mağazasına ulaşmayı bekliyor. Bu, 2023 için 190 bayi yeni açılışı öngörüsüne karşılık geliyor. Şirketin 2023 beklentileri Türkiye faaliyetlerinin satış alanında %17 artış öngörüyor. Yeni mağazaların olgunlaşmasının yaklaşık 2 yıl sürdüğü göz önüne alındığında, mağaza açılışlarındaki güçlü artışın, önümüzdeki iki yıl gelir artışı olumlu etkilemesini bekliyoruz. Dolayısıyla, talep yönlü riskleri göz önünde bulunduran gelir tahminimizin muhafazakâr olduğunu öngörüyoruz. Orta vadede mağaza açılışlarına ilişkin öngörülerimiz de şirketin beklentilerine kıyasla oldukça muhafazakâr.
- **Marjlara ilişkin riskler orta vadede yukarı yönlü:** Şirketin için 2023 FAVÖK marjı, artan maliyet baskıları ve kademeli fiyat geçişleri nedeniyle son 5 yıllık ortalamaların (2018'e göre UFRS 16 ile düzeltildi) yaklaşık 2,5 puan altında. 2022 sonrasında maliyet artışlarında normalleşme, kademeli fiyat artışları ve operasyonel kalıdrac nedeniyle marjlarda artış için alan olduğunu düşünüyoruz.
- **2023 Hedefleri:** Yataş, 2023'de 11,0-12,0 milyar TL ciro, 1,50-1,75 milyar TL FAVÖK (TRFS 16 hariç), 0,8-1,0 milyar TL net kar ve 85 günlük net nakit döngüsü bekliyor (2022 net nakit döngüsü: 72 gün). Şirket, 2023'de 240 yeni mağaza açmayı (5 kendi işlettiği, 190 yurt içi ve 45 yurt dışı bayilik) toplam satış alanını %18 arttırmayı planlıyor.
- **Cazip değerlendirme ve güçlü büyüme dinamikleri nedeniyle model portföyde tutmaya devam ediyoruz:** Hisse, 2023T 4,4x FD/FAVÖK ve 6,3x F/K çarpanları ile global benzerlerine göre %38 ve %50 iskonto ile işlem görüyor.

Araştırma Kapsamı Temel Göstergeleri

Şirket Kodu	PD	Hedef Fiyat	Öneri	Getiri Potansiyeli	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME					
					F/K		FD/FAVÖK		2023T		2023T			2024T			2023T			2024T		
					2023T	2024T	2023T	2024T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
	(Milyon TL)	(TL/pay)		(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(TRYm)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Banka	490.150				3,4	2,5	0,6	0,5	5,3%	25.918	176.445			221.915			-19%			26%		
ALBRK	6.825	2,80	N	3%	4,3	3,5	0,7	0,6	0,0%	0	n.a.	n.a.	1.600	n.a.	n.a.	1.965	n.m.	n.m.	17%	n.m.	n.m.	23%
GARAN	110.544	38,30	E.Ü.	46%	2,4	1,9	0,6	0,5	7,9%	8.776	n.a.	n.a.	45.300	n.a.	n.a.	57.500	n.m.	n.m.	-23%	n.m.	n.m.	27%
HALKB	55.356	10,50	E.A.	-6%	6,2	3,2	0,6	0,6	0,0%	0	n.a.	n.a.	8.900	n.a.	n.a.	17.500	n.m.	n.m.	-40%	n.m.	n.m.	97%
ISCTR	143.700	18,90	E.Ü.	32%	2,2	2,0	0,6	0,5	6,4%	9.231	n.a.	n.a.	64.000	n.a.	n.a.	71.500	n.m.	n.m.	4%	n.m.	n.m.	12%
TSKB	12.152	6,30	E.Ü.	45%	2,3	1,8	0,7	0,5	0,0%	0	n.a.	n.a.	5.370	n.a.	n.a.	6.770	n.m.	n.m.	32%	n.m.	n.m.	26%
VAKBN	67.558	9,70	N	2%	6,9	4,6	0,6	0,5	0,0%	0	n.a.	n.a.	9.750	n.a.	n.a.	14.600	n.m.	n.m.	-59%	n.m.	n.m.	50%
YKBNK	94.016	16,90	E.Ü.	52%	2,3	1,8	0,6	0,5	8,4%	7.911	n.a.	n.a.	41.525	n.a.	n.a.	52.080	n.m.	n.m.	-21%	n.m.	n.m.	25%
Banka dışı (1/2)	2.020.639				7,2	5,8	4,7	3,8	2,5%	49.506	4.273.459	595.645	333.959	5.135.876	687.842	358.982	34%	12%	5%	20%	15%	7%
AEFES	37.007	98,40	E.Ü.	57%	5,0	4,2	3,4	2,6	3,4%	1.262	146.549	25.736	7.330	188.237	32.306	8.794	62%	57%	114%	28%	26%	20%
ARCLK	87.372	175,00	E.Ü.	35%	18,1	11,1	6,1	5,0	1,7%	1.500	193.949	19.866	4.840	243.694	25.525	7.847	45%	68%	12%	26%	28%	62%
ASELS	132.126	70,60	N	22%	8,8	8,3	9,3	7,2	0,6%	775	49.786	12.781	15.073	69.204	17.174	15.989	41%	35%	26%	39%	34%	6%
AYGAZ	16.639	108,00	E.Ü.	43%	5,2	6,9	13,9	5,6	1,3%	220	48.235	755	3.223	55.353	1.566	2.412	29%	40%	-32%	15%	107%	-25%
BIMAS	83.672	240,00	E.Ü.	74%	7,1	4,6	4,8	3,4	4,9%	4.078	265.613	19.994	11.817	383.799	30.086	18.156	80%	68%	45%	44%	50%	54%
BIZIM	1.842	43,50	E.Ü.	42%	10,5	7,9	1,2	0,6	1,5%	28	23.182	1.212	175	32.514	1.667	234	65%	54%	-37%	40%	37%	33%
CCOLA	53.036	325,00	E.Ü.	56%	6,1	4,5	3,6	2,6	1,4%	720	90.083	16.956	8.672	117.387	21.666	11.751	68%	67%	100%	30%	28%	35%
DOAS	28.490	235,00	E.Ü.	81%	3,1	4,2	1,9	2,8	10,2%	2.900	67.089	9.706	9.112	82.186	7.017	6.808	43%	24%	16%	23%	-28%	-25%
EREGL	138.740	37,87	E.A.	-4%	10,2	8,9	5,5	4,8	0,0%	0	150.525	26.900	13.560	172.474	30.772	15.676	18%	1%	-25%	15%	14%	16%
FROTO	204.230	690,00	N	19%	6,8	6,0	7,9	6,7	4,1%	8.334	312.284	31.080	30.092	404.295	40.452	34.255	82%	58%	62%	29%	30%	14%
INDES	4.180	28,00	E.Ü.	50%	5,2	4,5	1,7	1,1	5,3%	221	36.267	1.654	809	44.536	1.987	937	45%	54%	47%	23%	20%	16%
KCHOL	204.393	134,00	E.Ü.	66%	3,2	3,0	2,6	2,2	2,2%	4.395	1.011.813	127.019	63.736	1.178.861	138.362	68.184	12%	-23%	-9%	17%	9%	7%
KLKIM	6.751	75,50	E.Ü.	29%	8,6	6,4	8,3	5,1	1,5%	101	3.864	769	782	5.239	1.075	1.057	80%	70%	54%	36%	40%	35%
KRDMD	15.901	24,20	N	19%	8,5	5,3	4,0	3,2	1,1%	171	29.607	4.011	1.881	32.033	4.507	3.016	58%	36%	26%	8%	12%	60%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet *E.Ü.: Endeks Üzeri Getiri, N: Nötr, E.A.: Endeks Altı Getiri

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

Araştırma Kapsamı Temel Göstergeleri

Şirket Kodu	PD	Hedef Fiyat	Öneri	Getiri Potansiyeli	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME					
					F/K		FD/FAVÖK		2023T		2023T			2024T			2023T			2024T		
					2023T	2024T	2023T	2024T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
	(Milyon TL)	(TL/pay)		(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Banka dışı (2/2)	2.020.639				7,2	5,8	4,7	3,8	2,5%	49.506	4.273.459	595.645	333.959	5.135.876	687.842	358.982	34%	12%	5%	20%	15%	7%
KOZAL	67.253	18,90	E.A.	-10%	12,0	10,3	11,8	9,3	1,8%	1.203	7.946	4.442	5.590	9.284	5.131	6.537	39%	47%	39%	17%	16%	17%
KRVGD	5.544	31,00	E.Ü.	34%	9,1	6,6	7,0	5,0	1,1%	60	8.131	1.115	608	10.250	1.558	844	68%	78%	49%	26%	40%	39%
LKMNH	863	41,00	E.Ü.	71%	4,9	5,0	4,0	2,9	3,4%	29	1.348	305	177	1.867	425	171	60%	76%	51%	39%	39%	-4%
LOGO	6.375	100,60	E.Ü.	58%	7,7	6,2	5,9	3,4	2,4%	150	2.595	837	827	3.735	1.217	1.022	68%	70%	99%	44%	45%	24%
MAVI	10.726	183,00	E.Ü.	69%	4,8	3,8	2,2	1,5	4,0%	430	17.877	3.938	2.214	24.666	5.179	2.814	69%	59%	54%	38%	31%	27%
MGROS	29.403	255,00	E.Ü.	57%	8,5	5,5	2,5	1,4	1,9%	550	134.060	10.034	3.468	194.185	15.189	5.375	80%	68%	35%	45%	51%	55%
MPARK	16.529	129,00	E.Ü.	62%	7,2	5,3	4,7	3,0	0,0%	0	15.703	3.612	2.297	21.019	4.937	3.094	60%	54%	42%	34%	37%	35%
PETKM	40.018	15,40	E.A.	-2%	13,4	8,6	18,2	11,5	0,0%	0	63.467	3.280	2.979	71.341	5.218	4.644	30%	-3%	-55%	12%	59%	56%
PGSUS	49.472	840,00	E.Ü.	74%	4,1	6,2	4,3	4,9	0,0%	0	65.854	23.589	12.075	77.194	24.733	8.022	54%	67%	70%	17%	5%	-34%
SELEC	22.667	40,40	N	11%	9,0	7,3	6,5	5,2	0,7%	155	86.390	3.283	2.519	119.178	4.171	3.122	93%	8%	6%	38%	27%	24%
SISE	142.194	59,50	E.Ü.	28%	6,5	4,9	6,3	4,6	2,1%	3.000	145.538	29.108	21.773	182.371	39.027	29.301	53%	42%	13%	25%	34%	35%
TAVHL	29.026	137,00	E.Ü.	71%	9,7	6,2	7,7	5,9	0,0%	0	28.327	8.456	2.977	33.433	11.485	4.674	55%	48%	57%	18%	36%	57%
TCELL	75.240	46,60	E.Ü.	36%	10,5	5,2	3,2	2,3	0,0%	0	84.571	34.098	7.190	113.514	46.449	14.482	57%	55%	-35%	34%	36%	101%
THYAO	182.574	193,00	E.Ü.	46%	4,5	5,8	4,7	4,3	0,0%	0	422.627	86.505	40.594	447.002	89.615	31.620	36%	10%	-14%	6%	4%	-22%
TKFEN	14.622	47,50	N	20%	4,7	3,9	3,6	2,9	7,1%	1.042	36.340	3.674	3.143	38.584	4.180	3.755	18%	8%	-10%	6%	14%	19%
TOASO	95.000	260,00	E.Ü.	37%	10,7	7,6	8,0	5,9	3,2%	3.000	75.269	12.050	8.917	119.144	17.654	12.516	15%	7%	4%	58%	47%	40%
TTRAK	28.697	685,00	N	27%	6,8	6,8	5,2	4,6	7,3%	2.100	35.552	5.318	4.203	41.926	6.297	4.213	63%	56%	41%	18%	18%	0%
TUPRS	152.822	745,00	E.Ü.	34%	4,2	7,6	2,3	4,1	8,2%	12.500	513.818	49.052	36.593	489.095	32.031	20.225	7%	-12%	-11%	-5%	-35%	-45%
ULKER	12.326	52,00	E.Ü.	44%	8,0	4,6	4,4	3,5	0,0%	0	41.689	7.784	1.531	53.747	10.021	2.692	48%	42%	n.m.	29%	29%	76%
VESBE	19.120	17,00	E.Ü.	42%	8,5	5,7	5,1	3,8	2,2%	427	45.991	5.013	2.260	57.471	6.609	3.332	47%	73%	59%	25%	32%	47%
YATAS	5.791	60,00	E.Ü.	55%	6,3	4,1	4,4	3,0	2,7%	154	11.519	1.714	921	17.058	2.555	1.410	71%	78%	79%	48%	49%	53%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet *E.Ü.: Endeks Üzeri Getiri, N: Nötr, E.A.: Endeks Altı Getiri

* Fiyatlar 14 Mart 2023 itibarıyla.

İletişim Bilgileri

AK Yatırım Araştırma Ekibi

Hakan Aygün	Bankalar, Strateji	hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90 212 334 9465
Mustafa Küçükmeral, CFA	Gıda ve İçecek, Perakende, Enerji	mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr +90 212 334 9460
Ezgi Yılmaz	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9467
Kayahan Demirak	Cam, Telekom, Madencilik, Gıda, Beyaz Eşya, İlaç, İnşaat	kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr +90 212 334 9509
Aytunç Uz	Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9521
Ömer Faruk Yüksel	GYO, Çimento, Demir & Çelik	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +90 212 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90 212 334 8816
Uraz Çay	Stratejist (Yurt dışı piyasalar)	Uraz.Cay@akyatirim.com.tr +90 212 334 9461
Göksel Şişmanlar	Veritabanı, Teknik Analiz	Goksel.Sismanlar@akyatirim.com.tr +90 212 334 9466

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilave olarak, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023