

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Belirsizlik fiyatlaması devam ediyor

8 Mayıs 2023

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

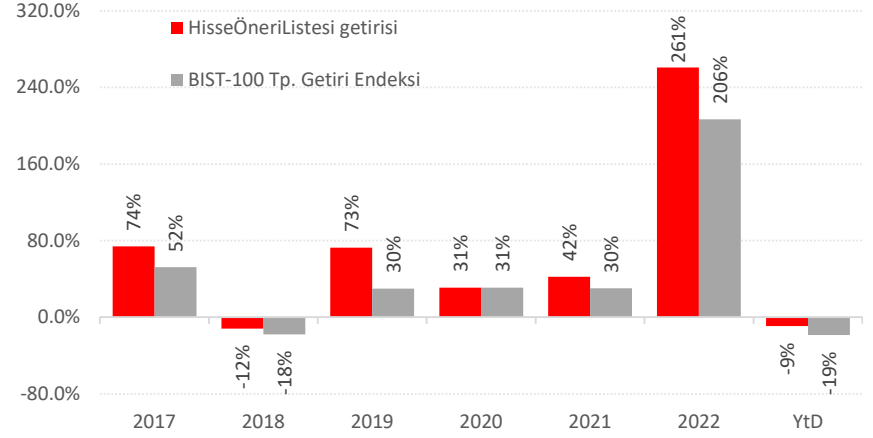
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy Hisse Seçimleri*

Hisse Senedi	12A H.Fiyat (TL)	Getiri	
		Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
Arçelik	175,00	95%	8%
BİM	240,00	53%	10%
İndeks B.	28,00	69%	7%
Koç Holding	134,60	78%	10%
Lokman Hekim	41,00	133%	7%
Logo	100,60	83%	7%
Mavi	183,00	76%	7%
Pegasus	840,00	92%	8%
TAV	137,00	106%	7%
Tupras	102,50	58%	10%
Yapı Kredi B.	17,70	92%	12%
Yataş	60,00	98%	7%

Kaynak: AK Yatırım Arş.

Model portföy relatif getirisi



Kaynak: AK Yatırım Arş., Rasyonet

* Model portföy hisse önerileri çalışması, Ak Yatırım Araştırma ekibinin araştırma kapsamındaki hisselerden, takip eden bir aylık dönemde getiri açısından öne çıkmasını beklediklerine ilişkin görüşlerini paylaşma amacıyla yayınlanmaktadır. Öne çıkması beklenen hisseler zaman zaman hızlı yükselişle 12 aylık fiyat hedeflerine yakın seviyelerde fiyatlanabilmektedir. Böyle durumlarda eğer kısa vadede yukarı yönlü eğilimin korunacağına dair bir görüşü varsa analist fiyat hedefi güncellenene kadar hisseyi portföyde tutabilmektedir. Hisselerde fiyat güncellemeleri yapılırken de dönem bilanço açıklaması gibi şirketin değerlemesinde maddi önem taşıyan gelişmelerin gerçekleşme tarihi de dikkate alınmakta ve bu açıklamaya kadar model güncellemesi ertelenebilmektedir.

Belirsizlik fiyatlaması bir süre daha kalabilir. BIST, 2023'e zayıf başlangıç yaptı: Tarihsel veri yatırımcıların seçim dönemlerinde temkinli davrandığını gösteriyor. Ayrıca, şirket kârlarında kur ve personel kaynaklı maliyet baskısı, mevduatın bir süredir daha cazip getiri sunması, kredili işlemlerin maliyet artışı ve ABD bankacılık sorunlarının yurtdışı riskleri yeniden gündeme sokması temkinli kalma ihtiyacına işaret ediyor.

Ama potansiyel de güçlü: Buna karşılık, 2023'te enflasyonun üzerinde kâr artışı beklediğimiz şirket sayısı hiç az değil, son düşüşün ardından şirketlerin önemli bir kısmı çarpan bazında GOÜ emsallerine göre tarihi iskonto seviyelerini koruyor ve zayıf ekonomik göstergelere rağmen CDS primi yurtdışından ayrılmadı (Kasım ortasından bu yana 500-550 baz puan aralığında yatay seyrediyor). Tüm bunlar da belirsizliklerin azalmasıyla dip seviyelerde olan yabancı ve kurumsal yatırımcı ilgisinin artabileceğini düşündürüyor.

Model portföyümüzü koruduk. Mevcut hisse seçimleri optimum risk, getiri profilini yansıtıyor. İlk dört ayda perakende sektörlerin öne çıkması da beklentimizi teyit etti. Yılın ikinci yarısında yatırım teması ihracatçı şirketler lehine değişebilir. Ancak bunun tedricen gelişeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte artan fiyat oynaklığı dönemlerinde işlem hacmi ve piyasa değeri yüksek, güçlü bilançoya sahip prestijli şirketler daha dayanıklı durabilir. Bu nedenle portföy kompozisyonunda BIST-30 şirketlerinin ağırlığını artırıp diğerlerinin ağırlığını azalttık.

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Ticker	Ağırlık	Son güncelleme itibarıyla getiri				Portföye giriş tarihi itibarıyla getiri		
		Hisse Fiyatı*		Getiri		Portföye Giriş T.	Nominal	Relatif**
		16/3/23	5/5/23	Nominal	Relatif **			
ARCLK	8%	129.48	90.94	-29.8%	-17.6%	16/02/2023	-12.7%	-4.2%
BIMAS	9%	142.50	156.53	9.8%	28.9%	2/11/2021	161.9%	-15.2%
INDES	7%	17.63	16.32	-7.4%	8.6%	16/02/2023	5.3%	15.5%
KCHOL	7%	79.07	76.15	-3.7%	13.0%	16/03/2023	-3.3%	11.3%
LKMNH	7%	23.44	17.51	-25.3%	-12.4%	7/12/2022	-39.1%	-35.6%
LOGO	7%	61.60	54.66	-11.3%	4.1%	16/03/2023	-9.5%	4.2%
MAVI	11%	115.69	103.90	-10.2%	5.3%	6/5/2022	158.4%	38.1%
PGSUS	8%	493.35	434.96	-11.8%	3.4%	7/9/2022	91.0%	42.2%
TAVHL	8%	78.84	65.52	-16.9%	-2.5%	6/5/2022	54.0%	-17.7%
TUPRS	9%	81.35	65.53	-19.4%	-5.5%	7/12/2022	9.1%	15.3%
YKBNK	10%	10.37	9.29	-10.4%	5.1%	16/02/2023	10.1%	20.8%
YATAS	9%	38.90	29.81	-23.4%	-10.1%	18/04/2022	123.0%	21.4%
İlgili dönem portföy getirisi:				-13,2%	1,9%			
YBG portföy getirisi:				-9,2%	11,7%			

* Hisse ve portföy getiri hesaplaması raporun yayınlandığı günün ağırlıklı ortalama fiyatları dikkate alarak güncellenmektedir,

** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır,

Endeksi geçmeyi başardık. Portföy değişikliklerini açıkladığımız 16 Mart tarihli strateji raporumuzdan 5 Mayıs'a kadar geçen sürede model portföy kaybımız %13,2 oldu, ancak bu dönemde daha sert gerileyen BIST-100 getiri endeksini %1,9 geçtik. Son dönemde belirgin olumlu ayrıışan hisseler **BIM, Koç Holding ve Indeks Bilgisayar** oldu. Diğer taraftan **Arçelik, Lokman Hekim ve Yataş** getiriyi belirgin aşağı çekti.

Ybğ portföy kaybımız ise %9 oldu ve böylece aynı dönemde %19 kayıp yaşayan BIST-100 toplam getiri endeksini %12 geçtik. Portföyümüz, 2014 başından bu yana birikimli getiride de aynı dönemdeki BIST-100 toplam getiri endeksini %194 oranında geçti. (Portföy getirilerimiz takip eden dönemde model portföy raporumuzun yayınlanma tarihindeki fiyat ortalamalarına göre düzeltilmektedir. BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

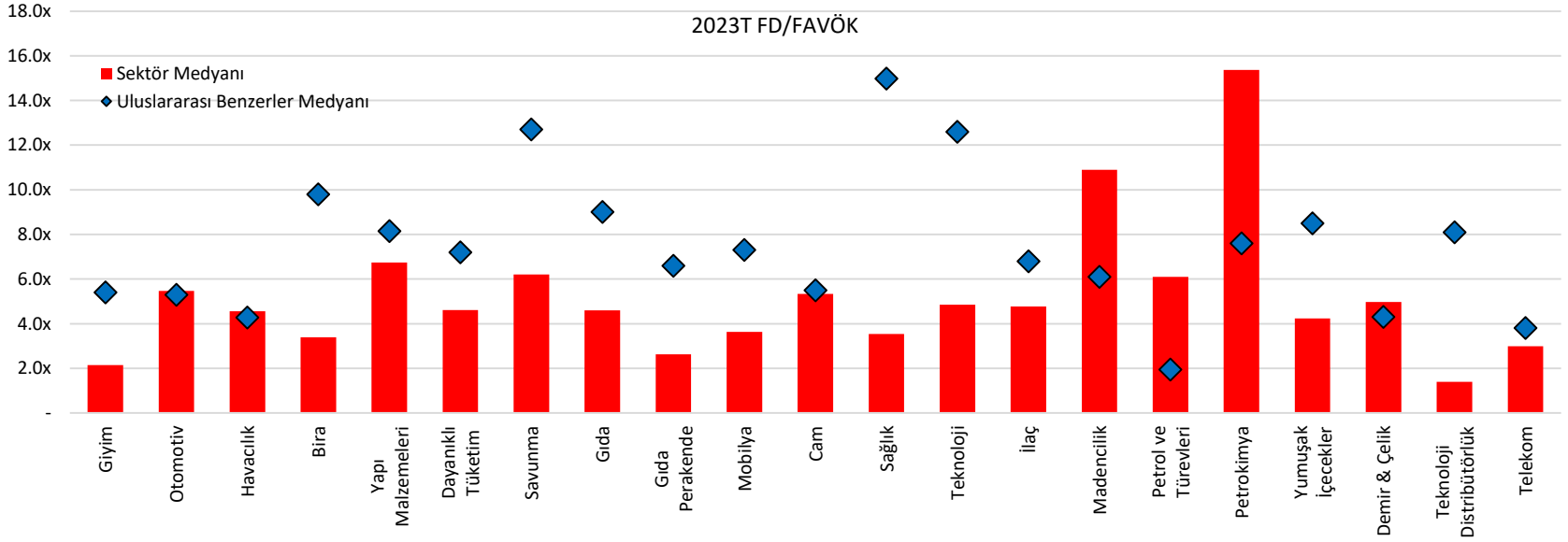
Görünüm: Oynaklığın artması nispeten muhafazakar hisselerle dönüşü hızlandırır

- **Nisan ayının ardından...** Yılın ilk çeyreğinde yurtdışından olumsuz ayrıışan BIST-100 endeksi Nisan ayında %4 (dolar bazında %5) kaybettirdi. Böylece yılbaşına göre kayıp TL bazında %19 ve dolar bazında %22'ye çıktı.
- **Belirsizlik fiyatlamasında sona doğru mu?** 2010 sonrası verilere göre 2017 referandumu ve 2014 mahalli idare seçimi haricinde BIST-100 seçimi takip eden dönemlerde genelde zayıf bir seyir izledi. Seçim öncesi dönemde -2014 mahalli idare ve Kasım-2015 meclis seçimi hariç- endeksin genelde düşüş veya yatay eğilim gösterdiği, seçimi takiben de önce geri çekilme yaşandığı sonra da bu kayıpların kısmen ya da tamamen telafi edildiği görülüyor. Yaklaşan Mayıs seçimleri öncesi de BIST-100, zirvesinden %20 düzeyinde geriledi. Benzer bir grafik 2018 Cumhurbaşkanlığı ve Meclis seçimleri öncesinde de ortaya çıkmıştı. Tarihsel veri (diğer dönemsel koşulların etkisini akılda tutmakla birlikte) seçimi takip eden üç-dört aylık dönemde güçlü bir ralli ihtimalinin zayıf olduğunu gösteriyor.
- **Yurtdışı tarafta hisse senetleri yataya yakın seyreliyor:** Yurtdışı piyasalar ilk çeyrekte olduğu gibi Nisan ayında da yataya yakın seyir izledi. S&P500 Nisan'da %1,5 ve YBG %3,3 artarken, MSCI GOÜ getirisi de sırasıyla %-1,3 ve %2,5 oldu. Nisan ayında yurtdışı hisse senetlerini yönlendiren faktörler **(i)** son 16 yılın zirvesine ulaşan FED faizi sonrası enflasyonda belirgin rahatlama ve faiz indirim sürecine ilişkin görüşler, **(ii)** sıkılaşma ile birlikte ABD bankalarındaki sıkıntıların, listeye yeni bankaların da eklenmesiyle önceden düşünüldüğü kadar kolay atlatılamayacağı yönündeki beklentilerin güçlenmesi ve **(iii)** güçlü şirket kârları oldu. Şubat ayında %4,0'e kadar yükselen ABD 10 yıllık tahvil faizi Nisan'da %3,5 düzeyinde salındı.
- **CDS oranı yurtdışına paralel yatay hareket etti:** Türkiye'nin beş yıllık CDS oranı da Aralık başından bu yana kısa süreli birkaç sıçrama dışında 500 – 550 baz puan aralığında salındı. Aynı dönemde GOÜ CDS ortalaması de 210 – 265 baz puan aralığında benzer bir eğilim izledi. Aradaki fark büyük ölçüde yatay kaldı. Bu durum BIST'deki dalgalanmanın daha çok içsel dinamiklerin etkisinde olduğuna da işaret ediyor.
- **Yabancı Nisan'da hafif alıcılı görünüyor:** BIST'de yurt dışı yerleşikler Mart'ta 0,5 milyar dolar ve Ocak-Mart döneminde 1,1 milyar dolar kadar satış yaptı. Böylece 2018 başından bu yana yabancı satışı 14,3 milyar dolara ulaştı. TCMB haftalık verisine göre Nisan ayında ise 0,2 milyar dolar civarı yabancı alışı olduğunu tahmin ediyoruz. Matriks verisine göre de yurt dışı yerleşiklerin takas payı Mart sonunda %28,4'e kadar geriledikten sonra, 1 puan kadar yükseldi.
- **Halka arz iştahı sürüyor:** 2021 ve 2022'de toplam 40,5 milyar TL'lik halka arzın ardından 2023'ün ilk dört ayında da 14,2 milyar TL düzeyinde halka arz yapıldı. Bu halka arzlarda talepte arz büyüklüğünün yaklaşık 24 katına ulaştı. Yılbaşından bu yana halka arz edilen 12 şirketin getirisi endeksi %36 - %281 oranında geçmiş görünüyor. Tüm bu veriler halka arz iştahının bir süre daha devam edebileceğine işaret ediyor.

Görünüm: Oynaklığın artması nispeten muhafazakar hisselerle dönüşü hızlandırır

- **Seçim sürecine girerken yatırım tamamını koruyoruz:** Son iki bilanço döneminde BIST’de satış baskısının şirket sonuçlarından bağımsız devam ettiğini gördük. Şubat ayında Kahramanmaraş merkezli depremin yarattığı şok, son bir aylık dönemde seçim süreci etkili oldu. Seçim sürecinin sonlarına gelirken maaş iyileştirmeleri ve tüketiciye dönük rahatlatıcı tedbirlerin iç pazar ağırlıklı şirketlerde ivmenin korunmasına yardım edeceğini düşünüyoruz. Özellikle 1Ç23 sonuçları güçlü satış büyümesine rağmen, devam eden maliyet baskıları, yaşanan depremin stoklar üzerindeki olumsuz etkileri ve kısmen de görece yüksek baz etkisiyle FAVÖK marjında daralmanın sürdüğünü ortaya koyuyor. Yılın geri kalan çeyreklerinde enflasyonun gerilemeye devam etmesi ile büyümenin ivme kaybetmesini ancak diğer taraftan marj baskısının da azalmasını bekliyoruz. Bankalar tarafında, kârlar beklentinin %10 - %15 üzerinde olmakla birlikte, önceki çeyreğe göre %25 üzerinde bir daralma ortaya koydu. Çeyreksel bazda kâr gerilemesinin 2. ve 3. çeyreklerde de sürmesi güçlü olasılık olarak görünüyor. Bununla birlikte özel bankalar tarafında %30 civarı bir öz kaynak kârlılığının sağlanabileceğini, bunun da risk iştahının tedricen geri dönmesine yardım edeceğini tahmin ediyoruz.

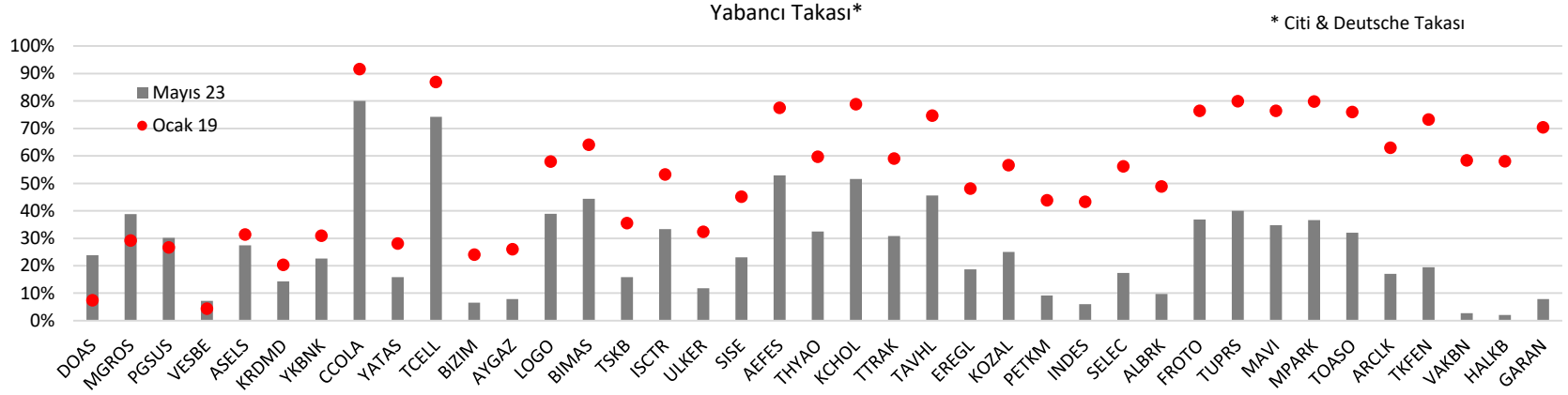
Takip listemizdeki şirketlerin çoğunluğu uluslararası benzerlerine göre iskontolu işlem görüyor...



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

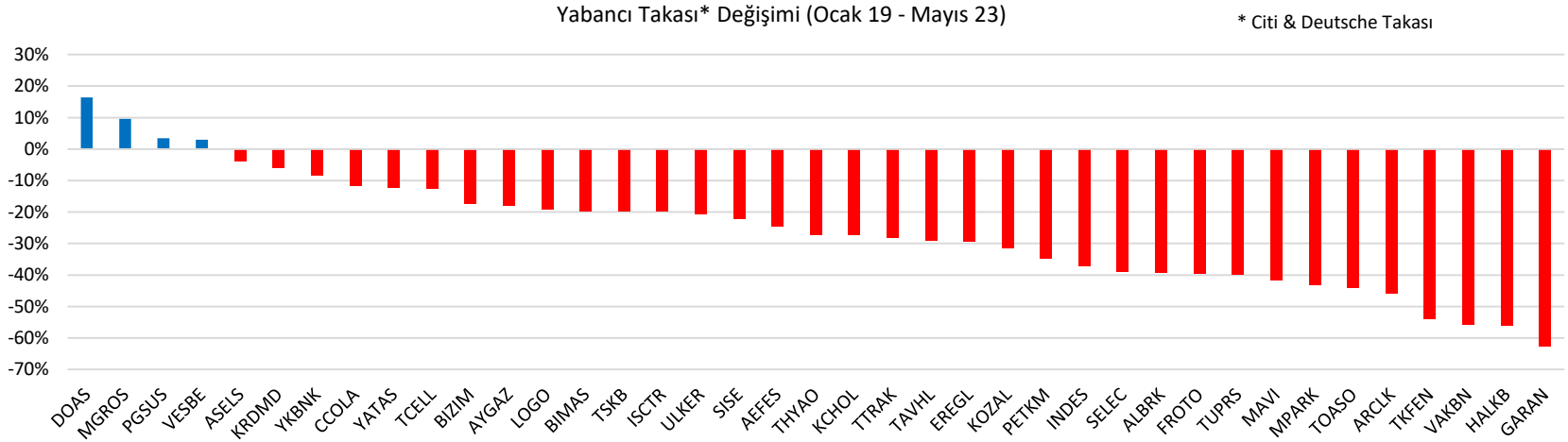
Görünüm: Yabancı Takasında Ocak 2019'a Göre Sert Düşüş...

DOAS, MGROS, PGSUS ve VESBE dışındaki şirketlerin yabancı takasında Ocak 2019'a göre sert düşüş yaşandı...



Source: Ak Yatırım Araştırma, Matriks

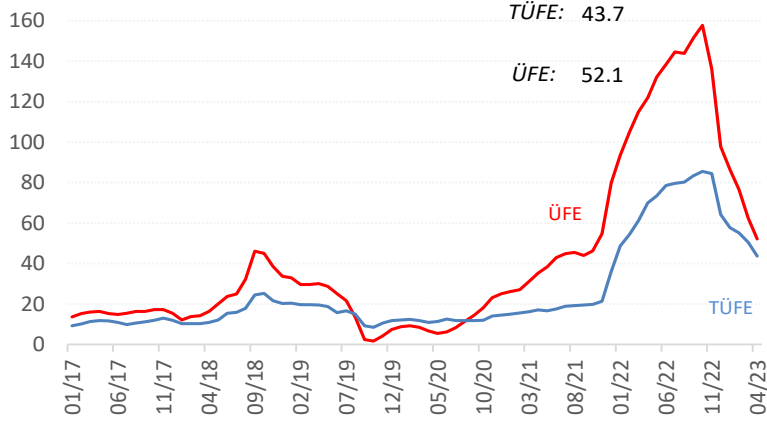
DOAS, MGROS, PGSUS ve VESBE dışındaki şirketlerin yabancı takasında Ocak 2019'a göre sert düşüş yaşandı...



Source: Ak Yatırım Araştırma, Matriks

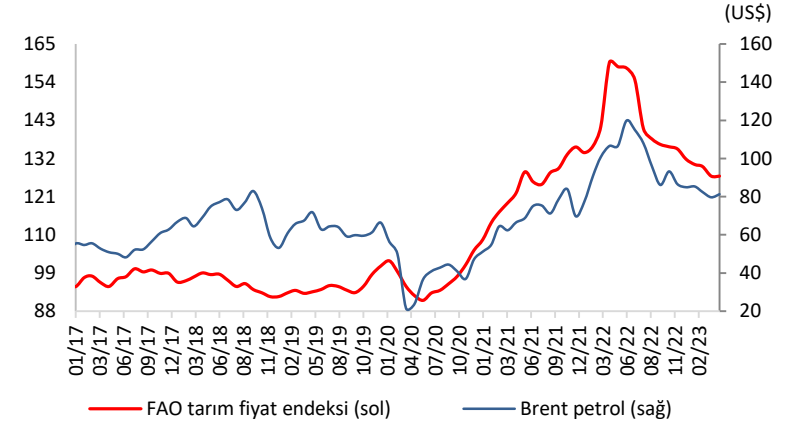
Görünüm: Enflasyon ve kur gelişmeleri BIST için kritik

Yatay kur ve baz etkileri ile enflasyonda yavaşlama



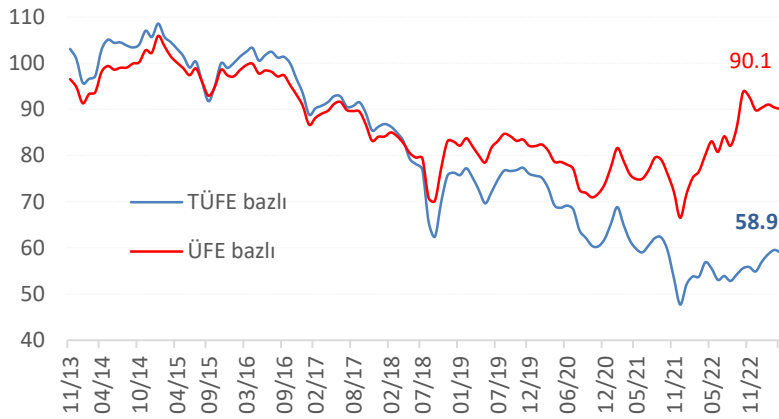
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Küresel fiyatların seyri enflasyonda gerilemeyi destekliyor



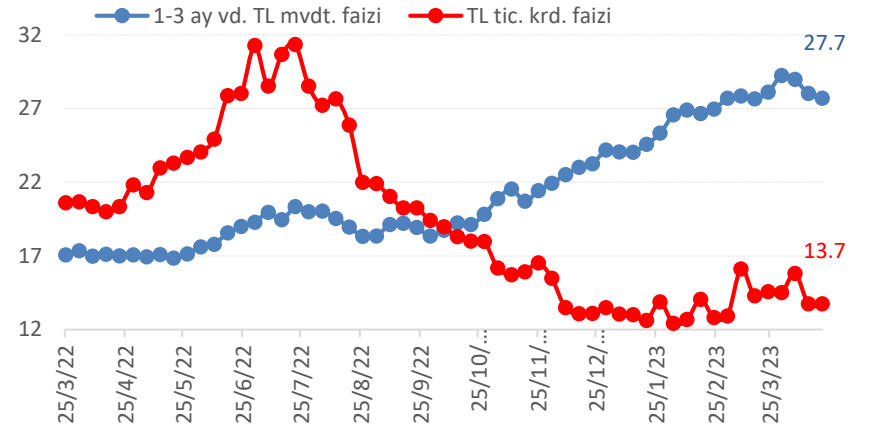
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

ÜFE bazlı reel döviz kuru dip seviyesinden %36 yukarıda



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

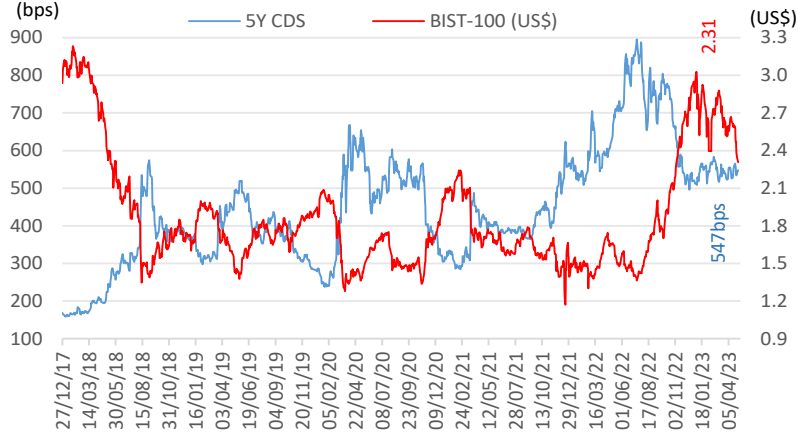
Kredi ve mevduat faizi arasındaki eksi fark genişliyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

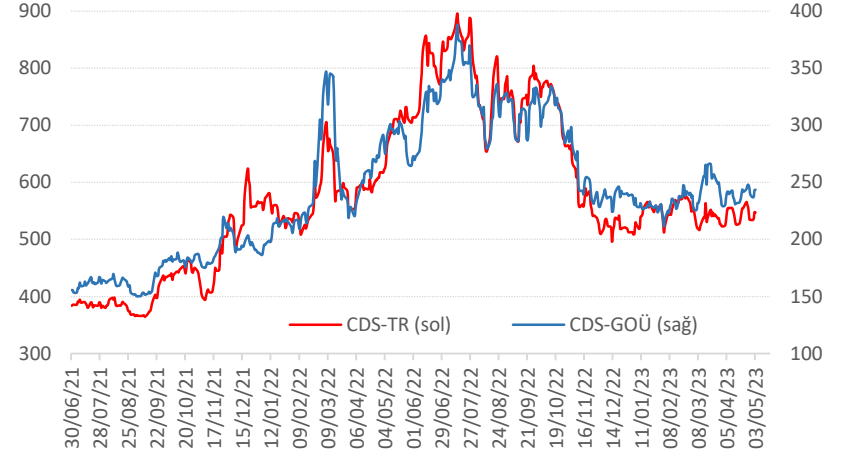
CDS yatay seyrederken BIST-100'de sert düşüş gördük

BIST-100 yatay CDS'e rağmen sert düştü



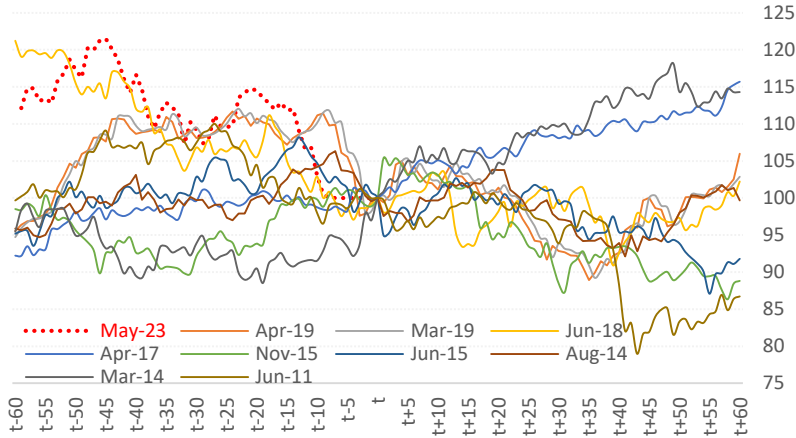
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye ve gösterge GOÜ CDS düşüş sonrası yatay seyrediyor



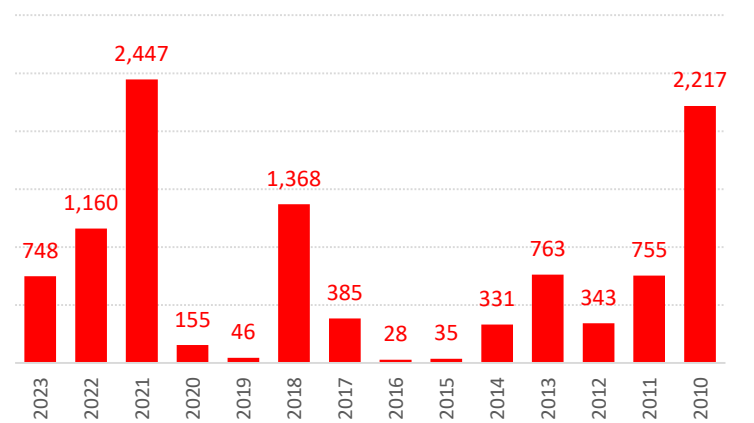
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Seçim dönemlerinde BIST-100 performansı ($t_0=100$)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

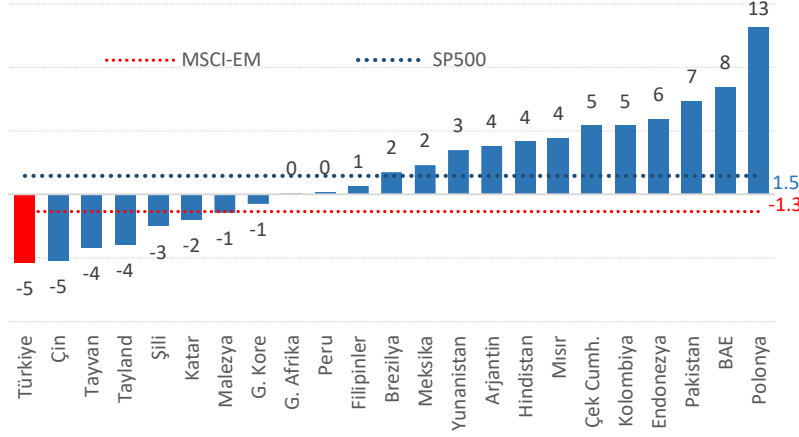
Halka arz büyüklükleri (milyon dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, CMB

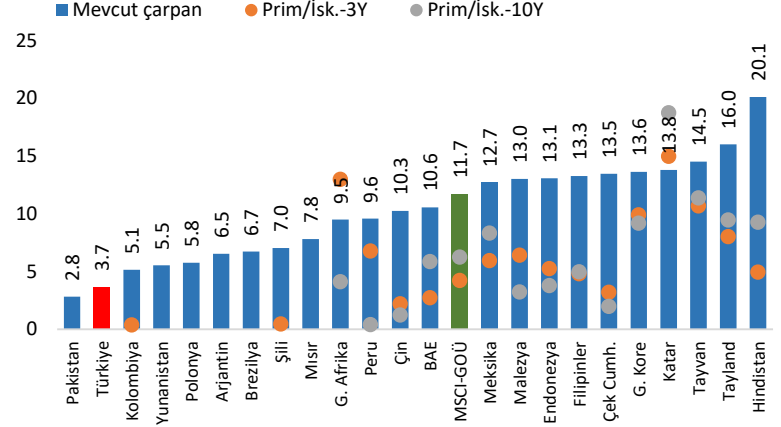
BIST Nisan'da ve YBG getiride en zayıf piyasalar arasında

1 aylık MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (dolar bazlı)



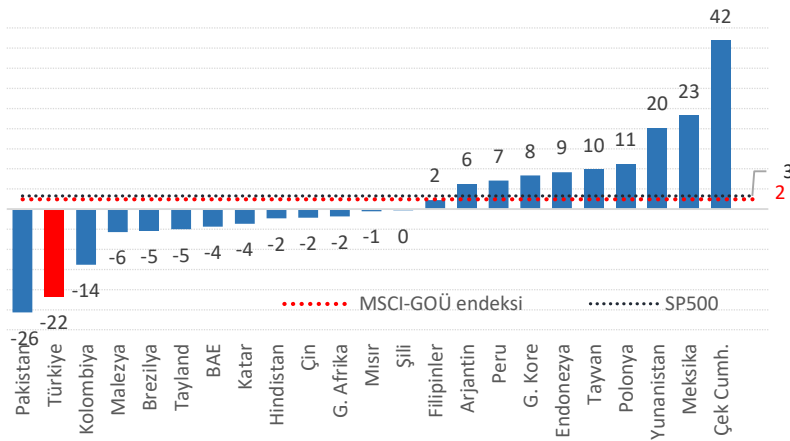
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskonto



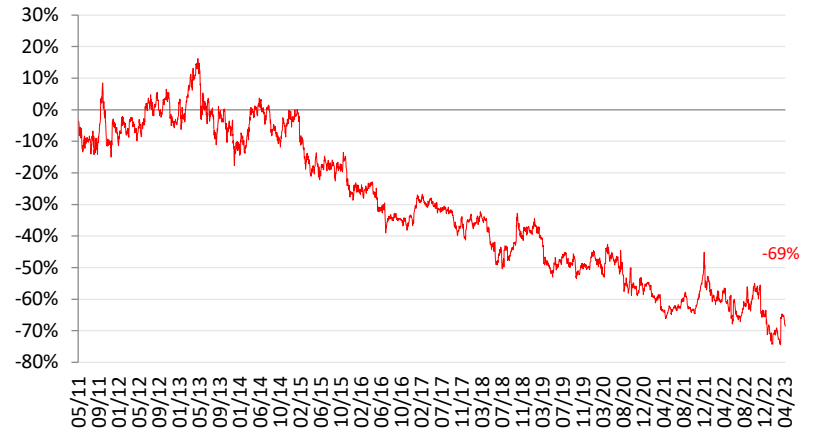
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

Yılbaşına göre MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (dolar bazlı)



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

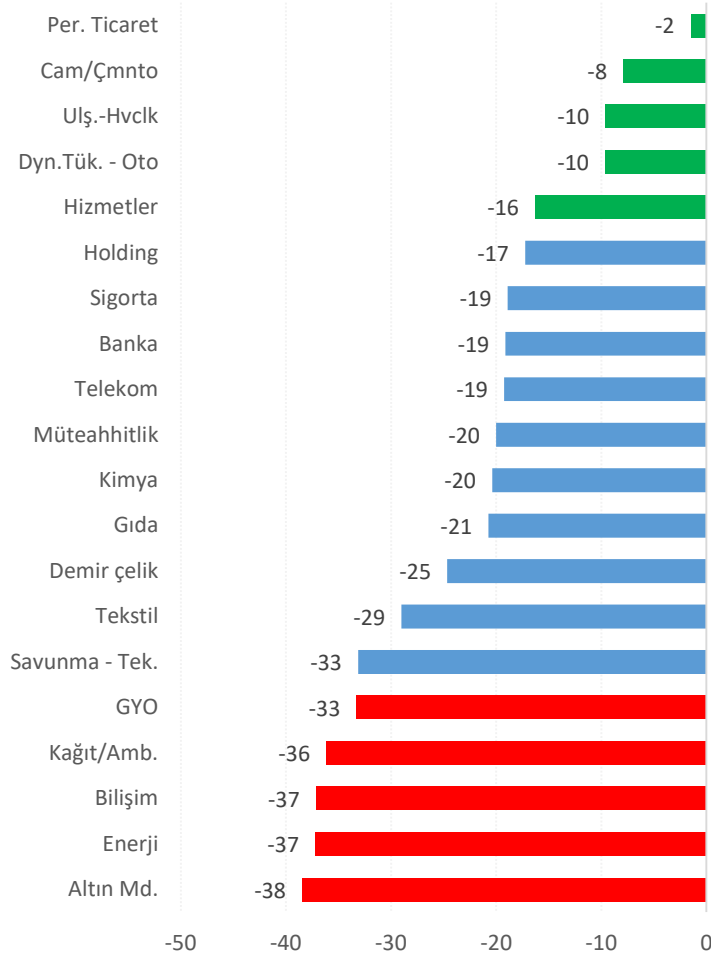
F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

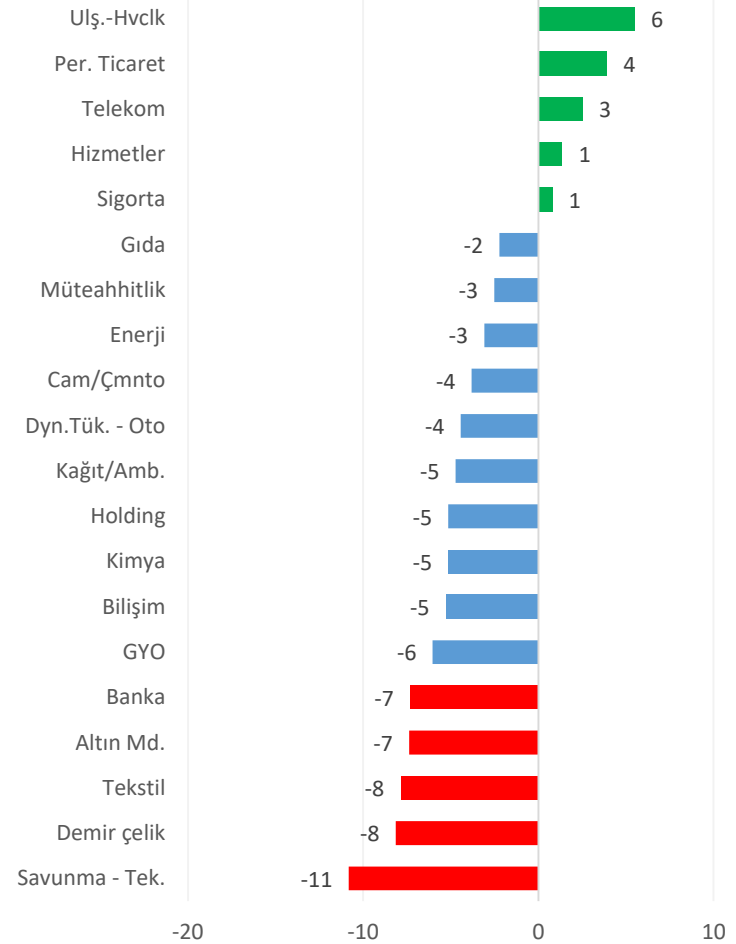
Altın madencileri, taahhüt sektörü, hava yolları ve telekom Aralık'ta öne çıktı

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

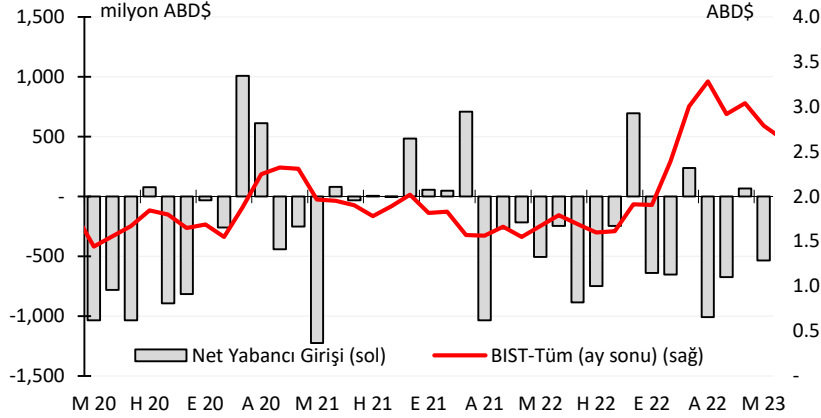
Sektör endekslerinde son bir aylık getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

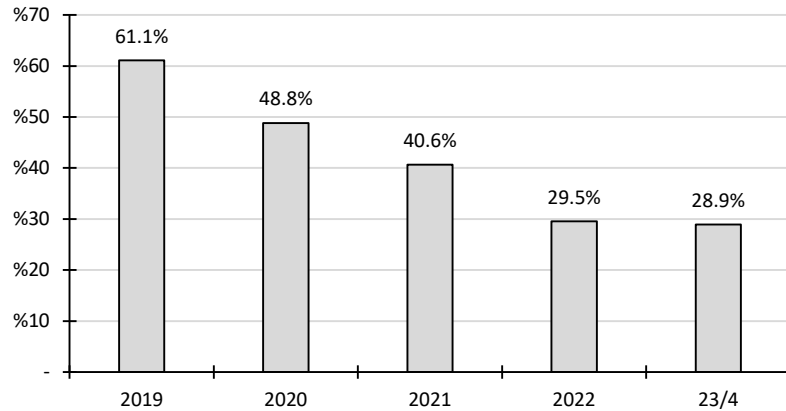
Strateji: Yabancı yatırımcılar Mart ayında hisse senetlerinde satış tarafındaydı

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



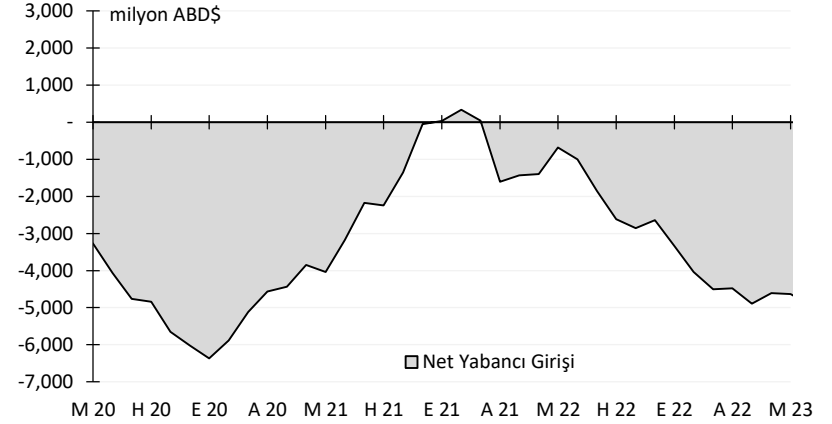
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

BIST'te yabancı payı, dönem sonu verileri



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı düşük seviyelerde

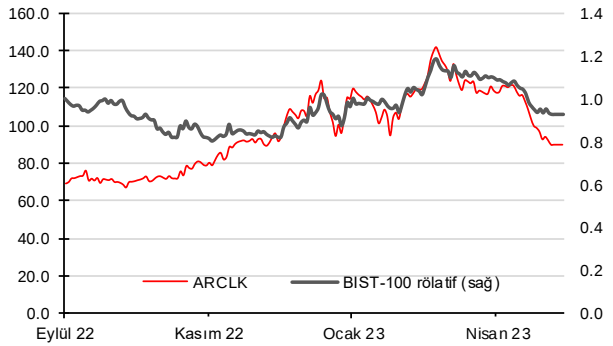


Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse Önerileri

Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY175.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY89.95			
Yukarı potansiyel	%95			
Halka açıklık oranı	%15			
Piyasa değeri, TL mn	60,782			
Firma değeri, TL mn	87,698			
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	14.1	12.6	7.7
FD/FAVÖK	5.1	6.9	4.8	4.0
FD/Ciro	0.5	0.6	0.5	0.4
Temettü Verimi	6.4%	3.8%	2.5%	4.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%24	-%17	%33	-%20
BIST 100 rölatif	-%15	-%6	-%26	%0
AOİH, TRYmn	517	682	556	872



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Arçelik konusunda olumlu görüşümüzün sebepleri; i) Türkiye ve Avrupa pazarlarında güçlü pazar konumu ve fiyatlandırma gücü, ii) özellikle hızlı büyüyen uluslararası pazarlarda, değer hızlandırıcı satın almalarla artan küresel varlığı, iii) kapsamlı teknik bilgi, Ar-Ge ve üretim yetenekleri ve iv) sürdürülebilirlik konularında sektördeki lider konumu. Uluslararası hacimler ve marjlardaki son zayıflığın kısmen geçici döngüsel faktörler ve baz etkisinden kaynakladığını düşünüyoruz. Enerji, hammadde ve lojistik maliyetlerin önemli ölçüde azalması ve 2H22'nin nispeten düşük bir baza sahip olmasının 2H23 rakamlarını desteklemesini bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

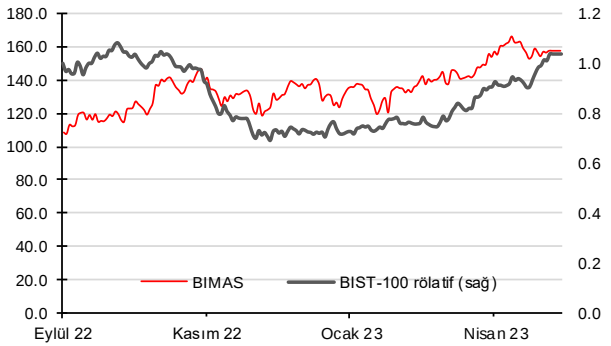
Whirlpool birleşmesinin şirketin Avrupa'daki konumunu güçlendirmesi ve değer yaratması açısından önemli bir adım: Arçelik, Beko markasıyla hâlihazırda birçok Avrupa ülkesinde pazar lideri konumunda. Whirlpool Europe ile birleşme, Arçelik'in bölgesel rekabetçiliğini ve fiyatlandırma gücünü artıracaktır. 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. 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.

Değerleme:

Arçelik değerlemesinde İNA analizi kullandık. Hisse, 2023T 4,8x FD/FAVÖK ve 1,6x F/K çarpanları ile global benzerlerine göre %35 ve %18 iskonto ile işlem görüyor.

Bimas

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY240.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY157.00			
Yukarı potansiyel	%53			
Halka açıklık oranı	%60			
Piyasa değeri, TL m	95,330			
Firma değeri, TL m	103,047			
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	11.7	8.1	5.3
FD/FAVÖK	7.0	8.7	5.4	3.7
FD/Ciro	0.7	0.7	0.4	0.3
Temettü Verimi	8.7%	2.9%	4.3%	7.4%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%2	%24	%90	%15
BIST 100 rölatif	%14	%40	%6	%44
AOIH, TRYm	760	846	855	931



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

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.

Satış büyümesinde 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. Gerileyen enflasyon ve potansiyel promosyonlar nedeniyle 2023'te brüt marj baskısının devam edeceğini, ancak personel ve enerji maliyetlerinde yüksek 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.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

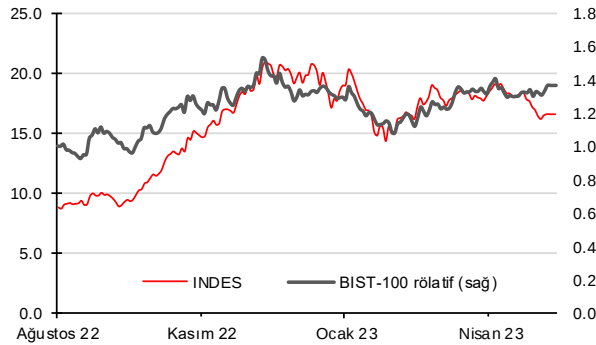
Güçlü finansal sonuçlar açıklanması ve Türkiye'ye ilişkin risk algısının düzelmesi en önemli olumlu katalizörler olarak görünüyor. Regülasyon riski ise en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

Hisse, 8,1x 2023T F/K ile 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %40 iskontolu işlem görüyor. Tarihi dip seviyelerine yakın olan çarpanların aşağı yönlü riskleri sınırladığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 240TL'ye %53 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Indeks Bilgisayar

Bloomberg Kodu	İNDES T1			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY28.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY16.60			
Yukarı potansiyel	%69			
Halka açıklık oranı	%61			
Piyasa değeri, TL mn	3,718			
Firma değeri, TL mn	2,695			
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	6.7	4.6	4.0
FD/FAVÖK	2.5	2.5	1.4	0.9
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.0
Temettü Verimi	3.2%	6.5%	5.6%	8.7%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%10	%6	%98	-%17
BIST 100 rölatif	%0	%21	%11	%4
AOIH, TRYmn	28	40	54	47



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

İndeks Bilgisayar için olumlu görüşümüzü destekleyen faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz: i) cazip pazar dinamikleri, ii) güçlü rekabet avantajları iii) istikrarlı işletme sermayesi yönetimi iv) düzenli temettü ödeme politikası, devam eden geri alım programı ve güçlü bilançosu. Artan akıllı telefon ve sabit geniş bant penetrasyonu ile desteklenen BT sektöründeki cazip pazar dinamikleri sebebiyle yapıcı bir bakış açısına sahibiz. Yılbaşındaki ücret artışlarının ve TL'deki göreceli gücün kısa vadede perakende talebi desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Mobil ürünlere olan talebin artmasıyla Türkiye'nin bilişim sektörü için cazip bir pazar olmaya devam ettiğine inanıyoruz. Bulut tabanlı çözümlere, yazılıma ve ağ ürünlerine yönelik artan işletme (çoğunlukla KOBİ'ler) talebi, şirket için uzun vadeli karlı büyümeyi desteklemelidir. Şubat ayında yaşanan depremler sonrası oluşan yenileme gereksinimleri kurumsal ürünlere yönelik artan talep ile beraber 2023 yılında marjları destekleyecek gibi görünüyor. 12A21 finansallarına göre %3,1 olan faaliyet kar marjı, kurumsallar için katma değerli network ürünlerinin satış kompozisyonundaki payının artması ve daha iyi faaliyet göstermesi sayesinde 12A22 itibarıyla %4,2 olarak gerçekleşti. 2023'te, öncelikle daha fazla katma değerli ürünlerin artan payı ile desteklenen %5'lik bir satış hacmi büyümesi öngörüyoruz. Bunun, FAVÖK marjını 0,3 puan artırarak %4,6'ya çıkaracağını düşünüyoruz. Şirketin kapsamlı ürün/marka portföyü üzerindeki güçlü rekabet avantajları, %30'un üzerinde pazar payı ile lider konumu ve sektördeki ana tedarikçilerle uzun süreli ilişkilere sahip olmasının sürdürülebilir bir rekabet avantajı oluşturduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, güçlü nakit üretimine olanak sağlayan ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimini, düzenli temettü ödeme politikasını ve sağlıklı bilançosunu beğeniyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yeni markaların dağıtım ağına katılma olasılığı ve şirketin yeni yatırım planlarının performansı tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

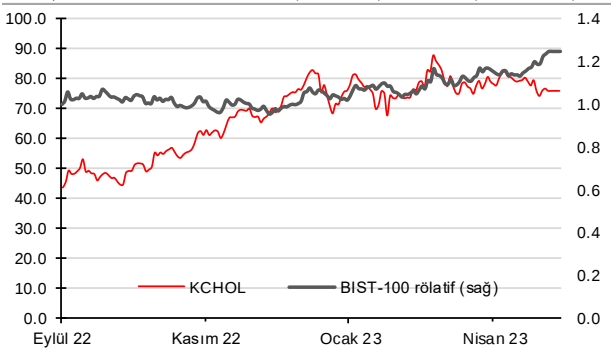
Değerleme:

İNDES emsallerine göre %66 iskonto ile 2023T 4,6x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY134.60
Son kapanış, TL/hisse	TRY75.70
Yukarı potansiyel	%78
Halka açıklık oranı	%22
Piyasa değeri, TL mn	191,967
Firma değeri, TL mn	304,374

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	346,689	901,857	1,011,016	1,208,370
FAVÖK	52,191	164,949	129,359	152,822
Net kar	15,193	69,806	65,673	74,862
Net borç	55,836	45,164	42,606	19,414
Net borç/FAVÖK	1.07	0.27	0.33	0.13
FAVÖK marjı	%15.1	%18.3	%12.8	%12.6
Net marj	%4.4	%7.7	%6.5	%6.2
Ciro, y/y	%89	%160	%12	%20
FAVÖK, y/y	%106	%216	-%22	%18
Net kar, y/y	%64	%359	-%6	%14
F/K	3.7	2.8	2.9	2.6
FD/FAVÖK	0.9	1.3	2.4	1.9
FD/Ciro	0.3	0.7	0.4	0.3
Temettü Verimi	3.2%	2.3%	2.3%	3.7%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%4	%0	%94	-%8
BIST 100 rölatif	%7	%14	%9	%16
AOİH, TRY mn	1,155	1,410	1,405	1,664



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Net Aktif Değeri'ne iskontosu, toplam kombine gelirlerinin %55'ine denk gelen yüksek yurt dışı ve döviz bazlı gelir getiren iştirakleri, sektörel ve döngüsel olarak çeşitlendirilmiş portföy yapısı.

Çok iyi geçen 2022'nin ardından, 2023'te konsolide net karda %6'lık bir düşüş bekliyoruz. Tüpraş'ta normalleşen ürün marjları ve daha yüksek efektif vergi oranından dolayı %22'lik bir net kar daralması tahmin ediyoruz. Çekirdek net faiz marjında daralma, TÜFE'ye endeksli tahvillerin getirilerindeki düşüş ve artan faaliyet giderleri sebebiyle Yapı Kredi'den %14'lük bir net kar düşüşü bekliyoruz. Otomotivde yakın zamanda 2023 yurt içi hafif araç pazarı beklentimizi 800bin adetten 900bin (+%15 y/y) adede çıkardık. Yeni yatırımların marjı aşağıya çekmesi, ihracat payının artması ve artan faaliyet giderleri nedeniyle otomotiv segmentinde bir marj daralması öngörüyoruz. Ford Otosan'da yeni kapasitenin etkisiyle beraber hacim büyümesinin yanında güçlü fiyatlamasının 2023 net karına olumlu yansımaları bekliyoruz. Turk Traktör'de ihracattaki iyileşmeyle beraber güçlü bir kar artışı bekliyoruz. Öte yandan, Tofaş'ta net kar artışının %12 ile sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Arçelik'te faaliyet karındaki artışın artan efektif vergi oranı ve finansal giderler sebebiyle bir miktar baskılanmasıyla net kardaki büyümenin %18'ler mertebesinde olacağını tahmin ediyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

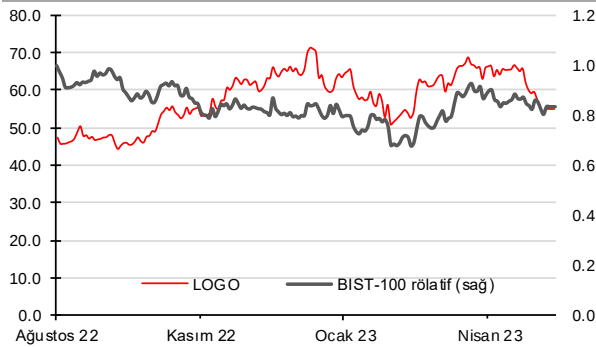
Koç Holding'in Ford ile beraber planladığı elektrikli araç batarya yatırımıyla ilgili olası pozitif gelişmeler, Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşmanın tamamlanması ile alakalı haberler, Tüpraş'tan olası bir ikinci nakit temettü dağıtımı, orta-distilat ürün marjlarında Nisan-23 seviyelerinden bir toparlanma hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

Değerleme:

Hedef hisse fiyatımız %78'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Koç Holding mevcut Net Aktif Değeri'ne göre %30 iskontoda işlem görürken, son 2 yıllık ve 5 yıllık ortalama iskonto sırasıyla %32 ve %19 seviyelerindedir.

Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY100.60			
Son kapanış, TL/hisse	TRY55.00			
Yukarı potansiyel	%83			
Halka açıklık oranı	%65			
Piyasa değeri, TL mn	5,500			
Firma değeri, TL mn	4,710			
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	13.2	6.6	5.4
FD/FAVÖK	11.7	9.6	4.9	2.7
FD/Ciro	4.4	3.1	1.6	0.9
Temettü Verimi	0.7%	2.1%	2.7%	4.5%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%17	-%7	%23	-%21
BIST 100 rölâtif	-%7	%6	-%31	-%1
AOIH, TRYmn	37	52	65	61



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Özellikle 2022'de 2021'e kıyasla marjlardaki düşüş nedeniyle, LOGO hisseleri yıllık bazda endeksin %32 altında performans gösterdi, ancak MPS listemize eklendiği Şubat 2023'ten bu yana hisse performansında bir miktar iyileşme görüyoruz. LOGO için olumlu duruşumuzu koruma sebeplerimiz; i) güçlü büyüme potansiyeli, ii) e-dönüşüm mevzuatlarını büyümeyi desteklemesi, iii) güçlü nakit yaratma kapasitesi. LOGO'nun faaliyet gösterdiği ülkelerde AB ortalamalarına kıyasla EAS pazarında daha düşük işletme uygulamaları penetrasyonu önemli bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir (Türkiye %28, Romanya %17, AB ortalaması %40). EAS pazarının ve bulut hizmetlerinin, Türkiye'de 2021-2026 yılları arasında dolar bazında sırasıyla %6,4 ve %22,9 ve dünya çapında %8 ve %20,8 YBBO ile büyümesi bekleniyor. E-dönüşüm yükümlülüğü alt limitleri TL olarak belirlenmekte ve e-dönüşüm platformlarına ihtiyaç duyan işletme sayısı, hem TL'nin değer kaybetmesi hem de Türkiye'deki toplam işletmelerin yaklaşık %99'unu oluşturan KOBİ'lerin sayısının artması ile desteklenmektedir. Güçlü büyüme, dengeli Ar-Ge harcamaları ve kredi kartı alacaklarının erken tahsilatıyla kısmen desteklenen ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimi sayesinde şirketin serbest nakit akışı, 2018 ile 2022 arasında dolar bazında 10'luk bir YBBO sağladı. Serbest nakit akışı 12A21'deki 38mn TL'den 12A22'de 189mn TL'ye yükseldi. Tahmin döneminde şirketin ortalama %12 FCF marjında faaliyet göstermesini bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

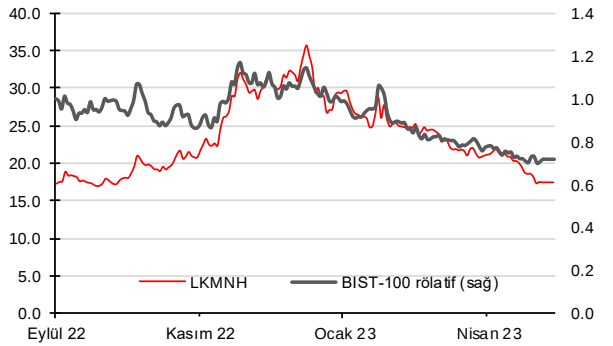
Güçlü beklentilerin gerçekleşmesi, TL'deki değer kaybı, daha sıkı e-dönüşüm düzenlemeleri ve ek Ar-Ge teşvikleri katalist görevi görebilir.

Değerleme:

12A hedef fiyatımız olan 100,60TL'yi %86 yukarı potansiyeli ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemiz ile beraber koruyoruz. Logo, küresel emsallerine %61 iskonto ile 4,9x 2023T FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Lokman Hekim

Bloomberg Kodu	LKMNH TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY41.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY17.56			
Yukarı potansiyel	%133			
Halka açıklık oranı	%66			
Piyasa değeri, TL mn	632			
Firma değeri, TL mn	1,015			
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	5.4	3.6	3.7
FD/FAVÖK	4.9	5.9	3.3	2.3
FD/Ciro	1.2	1.2	0.7	0.5
Temettü Verimi	3.0%	1.7%	4.7%	7.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%17	-%34	-%3	-%49
BIST 100 rölatif	-%17	-%25	-%46	-%36
AOİH, TRYmn	9	10	17	13



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Lokman Hekim'i beğenmemizin sebepleri: (1) Lokman Hekim İstanbul Hastanesi'nin (LH İstanbul Hastanesi) satın alınması, (2) sağlık turizmi gelirlerinin net satışlar içerisinde payının artması, (3) potansiyel yatırımlar, (4) hisse geri alımları ve (5) portföydeki diğer hastaneler için afiliasyon alınması potansiyelidir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

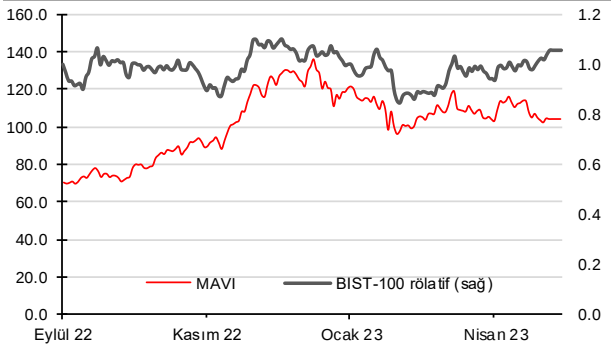
Başka hastanelerde afiliasyon alınması potansiyeli. Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için iş birliği almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Üç potansiyel yatırım. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235 seviyesine yükseltecek bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. 3) Yönetim, güncel durumda 115 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren LH İstanbul Hastanesi'nin kapasitesini 200 yatak seviyesine çıkartmak için lisans satın almayı planlamaktadır. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik.

Değerleme:

Lokman Hekim'i değerlerken İNA ve 1-yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullandık. İki yönetime de %50 eşit ağırlık verdik.

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY183.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY104.20			
Yukarı potansiyel	%76			
Halka açıklık oranı	%73			
Piyasa değeri, TL mn	10,349			
Firma değeri, TL mn	9,226			
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	7.2	4.7	3.7
FD/FAVÖK	2.7	3.7	2.1	1.4
FD/Ciro	0.6	0.9	0.5	0.3
Temettü Verimi	1.1%	1.8%	4.2%	6.4%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%0	-%8	%154	-%21
BIST 100 rölatif	%12	%4	%43	-%1
AÖH, TRYmn	82	99	#VALUE!	118



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Mavi, 2022'de 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, satışların 2023 yılında %69 büyüyeceğini öngörüyoruz. Görece stabil TL beklentimiz nedeniyle Türkiye operasyonlarının yurtdışı operasyonlara göre daha güçlü katkı vermesini bekliyoruz. Bir çok şirket için 2022 yüksek maliyetler nedeniyle marjların daraldığı bir yıl olsa da, Mavi'nin FAVÖK marjı maliyet artışlarının güçlü talep nedeniyle fiyatlara yansıtılabilmesi ve büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç etkisiyle 330 baz puan iyileşerek tarihi yüksek %19,4'e ulaşmıştı (UFRS-16 öncesi). 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, enerji 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.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

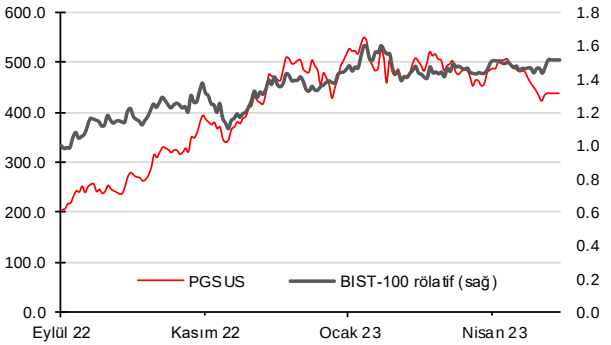
Güçlü finansallarının açıklanması, pamuk fiyatında düşüş eğiliminin devam etmesi ve risk algısında iyileşme hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Diğer taraftan talebin yavaşlaması en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

Güncel hedef değerimiz 183TL'ye %76 gibi oldukça yüksek getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, 2023 tahminlerimize göre 4,7 F/K ile uluslararası benzerlerine %60 iskonto ile işlem görüyor.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY840.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY437.90			
Yukarı potansiyel	%92			
Halka açıklık oranı	%43			
Piyasa değeri, TL mn	44,797			
Firma değeri, TL mn	85,098			
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	%5
Net kar, y/y	%0	n.m.	%70	-%34
F/K	n.m.	6.3	3.7	5.6
FD/FAVÖK	12.9	6.0	4.1	4.7
FD/Ciro	2.7	2.0	1.5	1.5
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%10	-%17	%225	-%9
BIST 100 rölatif	%1	-%5	%82	%14
AÖH, TRY mn	594	878	976	1,173



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Pegasus'u beğenmemizin sebepleri: (1) Pegasus'un, 2023 yılında THY'den daha iyi bir seçenek olacağını düşünüyoruz. 2023'de 2019 seviyesine kıyasla %64 artışla 2,9 milyar Euro net satışlar bekliyoruz. Fakat 2023'de THY için 2019 seviyesine kıyasla %51 net satışlar büyümesi bekliyoruz. THY'de kargo fiyatlarının normalleşmesi göz önüne alındığında, 2023'te Pegasus'ta kar ivmesinin daha hızlı olacağını düşünüyoruz, (2) 2022'de yüksek kargo fiyatları FAVÖK marjı cephesinde THY'ye yardımcı oldu. 2023'te THY'nin FAVÖK marjının aşağı yönlü normalleşeceğini, Pegasus'un FAVÖK marjının yukarı yönlü normalleşeceğini ve böylece Pegasus'un 2023 için daha iyi bir seçenek haline geleceğini düşünüyoruz ve (3) 2023 yılında turizm sektörünün umut verici olduğunu düşünüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Uluslararası faaliyetlerin toplam içerisindeki payının artması.

Enerji fiyatlarında geri çekilme.

TL'nin değer kaybetmesi.

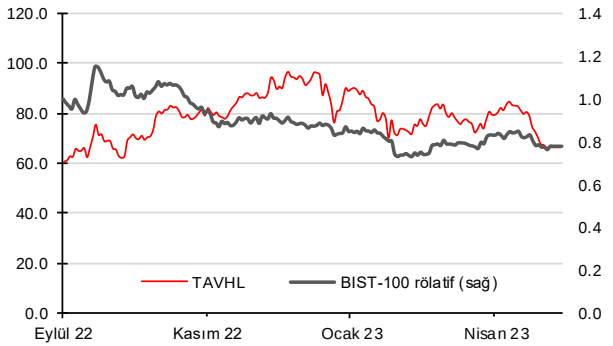
Yakıt verimliliği yüksek olan uçakların filodaki payının artması.

Değerleme:

Pegasus'u değerlemek için 5,8x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

TAV Havalimanları

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY137.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY66.55			
Yukarı potansiyel	%106			
Halka açıklık oranı	%48			
Piyasa değeri, TL m	24,176			
Firma değeri, TL m	44,480			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLm				
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	12.7	8.1	5.2
FD/FAVÖK	13.4	7.2	7.1	5.5
FD/Ciro	4.0	2.2	2.1	1.9
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%16	-%17	%49	-%29
BIST 100 rölatif	-%6	-%6	-%16	-%11
AÖH, TRYm	273	315	500	401



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

TAV'ı beğenmemizin sebepleri: (1) TAV'ın faaliyetlerinin hızlı bir şekilde toparlanmasını beklememiz, (2023 yılı net satışlar beklentimiz 2019 yılının %32 üzerinde, 1,243 milyon EUR seviyesindedir.), (2) 2023 yılında turizm sektörünün umut verici olduğunu düşünmemiz, (3) havayolu şirketlerinin aksine faaliyetlerinde yakıt kullanmayan TAV'ın, yükselen yakıt maliyetleri ortamında havayolu şirketlerine göre daha avantajlı bir seçenek oluşturması, (4) Almati ve Antalya havalimanlarındaki büyüme projeleri, (5) Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz anlaşması, ve (6) havayolu şirketlerinin aksine iş modeli sayesinde TAV'ın yolcu sayısı konusunda rekabet etmek zorunda olmamasıdır.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Antalya, Ankara ve Almati havalimanlarındaki yatırımların TAV için katalizör olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca 2023'te beklenenden daha iyi bir turizm sezonu TAV için bir katalizör olabilir.

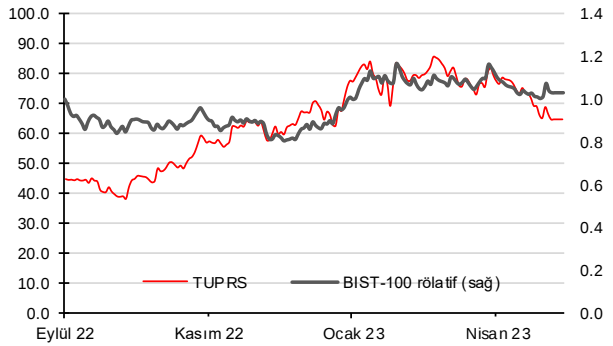
Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz sözleşmesinin alınması TAV için bir katalizör olabilir.

Değerleme:

TAV'ı değerlemek için parçaların toplamı analizi yapıyoruz. Zagreb Havalimanı hariç TAV'ın şirketlerini değerlemek için İNA yapıyoruz. Zagreb, TAV'ın diğer faaliyetlerine göre çok küçük bir büyüklüğe sahiptir. Ayrıca TAV, Zagreb Havalimanı'nın sadece %15'ine sahiptir. EUR risksiz getiri olarak %8, sermaye getirisi olarak %5,5 ve beta olarak 1,0 kullanıyoruz. TAV için sermaye getirisini %13,5 olarak hesaplıyoruz.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY102.50			
Son kapanış, TL/hisse	TRY64.90			
Yukarı potansiyel	%58			
Halka açıklık oranı	%49			
Piyasa değeri, TL m	125,049			
Firma değeri, TL m	119,003			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	152,492	481,765	504,666	490,828
FAVÖK	13,396	55,477	46,806	33,546
Net kar	3,495	41,045	32,131	21,632
Net borç	12,017	-16,501	-38,311	-25,749
Net borç/FAVÖK	0.90	-0.30	-0.82	-0.77
FAVÖK marjı	%8.8	%11.5	%9.3	%6.8
Net marj	%2.3	%8.5	%6.4	%4.4
Ciro, y/y	%141	%216	%5	-%3
FAVÖK, y/y	%2611	%314	-%16	-%28
Net kar, y/y	n.m.	%1074	-%22	-%33
F/K	8.1	3.0	3.9	5.8
FD/FAVÖK	3.2	2.0	1.9	3.0
FD/Ciro	0.3	0.2	0.2	0.2
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	10.0%	21.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%18	-%18	%99	-%8
BIST 100 rölatif	-%9	-%7	%12	%16
AOİH, TRYmn	1,445	2,373	2,368	3,084



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Tüpraş'ın i) cazip değerlemesi, ii) yılın 2. yarısında tekrar bir nakit temettü ödeme ihtimali, iii) döviz bazlı gelir yapısı, iv) 8,6 milyar TL'lik net nakit pozisyonu ile güçlü bilançosu, v) düşen doğalgaz fiyatları ve v) stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

Doğalgaz fiyatlarındaki gerilemeyle beraber orta-distilat ürün marjları tepe noktalarından düşüşe geçti. Dizel ve jet yakıtı Nisan-23'te önceki aya göre yaklaşık %40 düşerken sırasıyla 14,8 \$/v ve 11,3 \$/v seviyelerine geriledi. 5 Şubat'tan itibaren Avrupa'nın Rusya'nın petrol ürünleri ihracına yaptırım uygulamaya başlaması öncesinde stoklama amacıyla artan talep Ocak ayında ürün marjlarını desteklemişti. Birikmiş stok seviyesi ve doğalgaz fiyatlarındaki düşüşle beraber Şubat ayından itibaren orta distilat ürün marjlarında gerileme yaşandı. Benzin tarafında ise artan üretim maliyetleri, arz sıkıntıları ve güçlü talep sayesinde marjlar 20,0 \$/v'in üzerinde seyretti. Çin'in yeniden açılması ve artan talep sebebiyle orta distilat ve benzin tarafında yaz döneminin kuvvetli geçme ihtimali bulunuyor. Ayrıca, yaptırımlar nedeniyle bölgedeki arzın azalması, kapasite sorunları ve yeni kapasitelerin faaliyete geçmesinde olası ertelemeler dizel ve jet yakıtı marj tahminlerimizde yukarı yönlü riskler oluşturabilir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

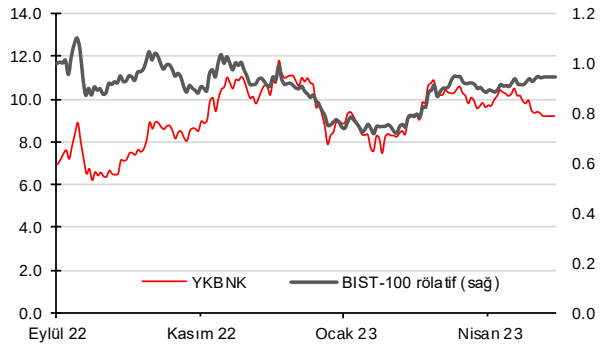
Yılın 2. yarısında tekrar bir nakit temettü açıklanması ihtimali (bizim tahminlerimize dahil değil), orta-distilat ürün marjlarında Nisan-23 seviyelerinden bir toparlanma ve tahminlerimizden güçlü seyreden talep ortamı hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

Değerleme:

Hedef hisse fiyatımız %58'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş, 3,9x 2023T F/K ve 1,9x 2023T FD/FAVÖK çarpanlarıyla ile uluslararası benzerlerine yaklaşık %45 iskontoyla işlem görüyor.

Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Kodu	YKBNK T1			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY17.70			
Son kapanış, TL/hisse	TRY9.20			
Yukarı potansiyel	%92			
Halka açıklık oranı	%30			
Piyasa değeri, TL mn	77,713			
Firma değeri, TL mn	n.m.			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FAVÖK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net kar	10,490	52,745	45,300	59,300
Net borç	0	0	0	0
Net borç/FAVÖK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FAVÖK marjı	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net marj	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ciro, y/y	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FAVÖK, y/y	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net kar, y/y	%107	%403	-%14	%31
F/K	2.1	1.5	1.7	1.3
FD/FAVÖK	0.4	0.6	0.5	0.4
FD/Ciro	0.2	0.6	0.3	0.3
Temettü Verimi	2.7%	2.3%	10.2%	4.6%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%4	%11	%107	-%15
BIST 100 rölatif	%7	%26	%16	%6
AOIH, TRYmn	1,126	1,837	2,775	2,246

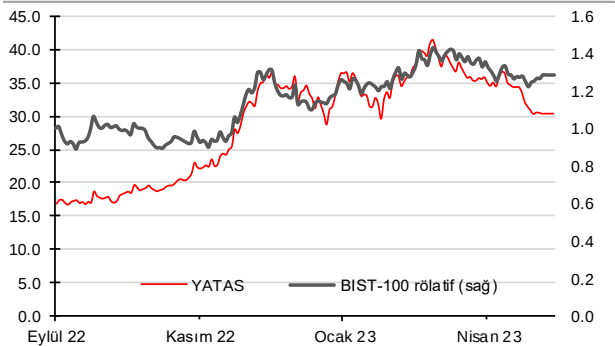


* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibari ile fiyatlıdır

- Yapı Kredi Bankası'nın 2023, 2024 ve 2025 yılı net kârlarının sırasıyla 45,3 milyar TL (-%14), 59,3 milyar TL (31%) ve 76,5 milyar TL (%29) olmasını bekliyoruz. Buna göre bankanın öz kaynak kârlılık oranı orta vadede %30-%32 aralığında seyretmesini bekliyoruz. Mevcut sermaye getiri beklentisi ve uzun vadeli kâr beklentilerimiz dikkate alındığında hissenin tahmini 12 ay sonrası için ima edilen F/DD çarpanı 0,8x düzeyindedir. Buna göre YBG %15 değer kaybeden hissede %90 düzeyinde getiri potansiyeli hesaplıyoruz.
- 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 de önemli rol oynadı. Özkaynak kârlılık oranındaki başarının net faiz marjı ve kredi risk maliyeti korunarak sürdürüleceğini tahmin ediyoruz. Banka ayrıca 2023 ilk altı ay itibarıyla enflasyon muhasebesi uygulanmış özkaynak kârlılık oranını %12-%14 düzeyinde korunduğunu teyit etti. Bu oran büyük bankalar arasında ikinci sırada bulunuyor.
- Yapı Kredi TÜFE'ye endeksli tahvillerin faiz getirili aktiflere ve özkaynaklara oranı açısından ikinci sırada yer almaktadır. Bankanın net faiz marjında 2023 yılı için öngördüğümüz 330baz puanlık azalmanın büyük ölçüde TÜFE tahvillerden kaynaklanmasını, bu etkinin 2024'te normalleşmesini bekliyoruz. Bankanın çekirdek net faiz marjında ise 185baz puan seviyesinde ve ortalamanın altında bir daralma bekliyoruz.
- Yapı Kredi, TL mevduat payını eşik değerlerin üzerine çıkarmada en hızlı davranan bankalardan oldu. Bu nedenle 2022'nin ikinci yarısından başlayan düzenlemeler neticesinde TL sabit getirili tahvil portföyündeki büyüme sınırlı kaldı, bu kapsamda alınan tahviller de aktif büyüklüğün %3'ünden düşük. Bankanın özellikle 2Y22'nin ikinci yarısından itibaren TL mevduatta özel bankalar arasındaki pazar payı kazanımı dikkat çekiyor. Bu durum, Yapı Kredi'nin daha sonraki dönemde sert bir mevduat rekabetinden kaçınmasına imkan sağlayabilir.

Yataş

Bloomberg Kodu	YATAS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY60.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY30.34			
Yukarı potansiyel	%98			
Halka açıklık oranı	%54			
Piyasa değeri, TL mn	4,545			
Firma değeri, TL mn	5,391			
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	8.8	4.9	3.2
FD/FAVÖK	5.2	5.6	3.6	2.5
FD/Ciro	0.8	0.8	0.5	0.4
Temettü Verimi	2.1%	4.1%	3.4%	7.1%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	-%15	-%7	%115	-%10
BIST 100 rölatif	-%5	%5	%21	%12
AOLH, TRYmn	43	51	55	51



* Rapor 5 Mayıs 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

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.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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 artışını 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.

Değerleme:

Hisse, 2023T 3,6x FD/FAVÖK ve 4,9x F/K çarpanları ile global benzerlerine göre %50 ve %60 iskonto ile işlem görüyor.

AK Yatırım Araştırma Takımı

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
Aytunc 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

AKYatırım

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 zararlarla 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 müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet 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