

Hisse Senetlerinde Öneriler

Ekonomide yeni bir dönem başlıyor mu?

8 Haziran 2023

AK YATIRIM ARASTIRMA

+90-212-334-9465
arastirma@akyatirim.com.tr

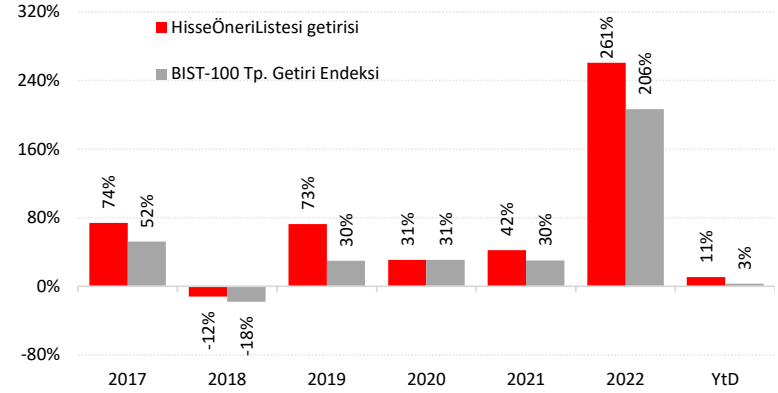
Strateji: Model portföy hisse önerileri

Model portföy hisse seçimleri*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
ARCLK	175.00	46%	12%
BIMAS	240.00	49%	12%
ISCTR	19.50	47%	9%
KCHOL	134.60	35%	12%
LOGO	100.60	72%	7%
MAVI	91.50	51%	9%
PGSUS	840.00	54%	11%
TAVHL	137.00	48%	10%
TUPRS	102.50	32%	11%
YKBNK	17.70	46%	7%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Model portföy performansı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 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.

İş Bankası eklendi, İndeks, Lokman Hekim ve Yataş öneri listesinden çıktı. Seçim sonrası ilk hisse önerileri raporunda İş Bankası'nı listeye ekleyerek banka ağırlığımızı yüzde 12'den %16'e çıkarırken; öneri listesinden İndeks Bilgisayar, Lokman Hekim ve Yataş hisselerini çıkararak BIST-100 ağırlığımızı da %72'den %93'e yükselttik.

BIST-100'de beklentimiz daha güçlü. Sektör endeksi bazlı performanslara bakıldığında son rallide (25 Mayıs – 7 Haziran arası) banka, havacılık, holding, hisselerinin olumlu ayrıştığı; buna karşılık gıda, perakende, tekstil, enerji, sigorta ve kağıt/ambalaj sektör performanslarının geride kaldığı görülüyor. Yine bu dönemde BIST-100 endeksinin, BIST-100 dışı hisseler endeksinin (XTUMY) %9 oranında geçtiğini gösteriyor.

Mevcut hisse tercihleri optimum getiri/risk profilini yansıtıyor. Seçim sonrası dönemin olası ekonomi politikasını dikkate aldığımızda ihracatçı şirketlerin bir miktar cazibesini arttıracaklarını, cari dengeyi toparlama ihtiyacı ve mevsimsel etkilerle turizm, dolayısıyla havacılık hisselerinin güçlü kalacağını, düzenlemelerde sadeleşme ve öngörülebilirliğin artmasının banka ve holding hisselerine daha belirgin yarayacağını, iç talebin lüks tüketim, elektronik ve diğer maliyeti yüksek kalemlerde kısılmakla birlikte gıda/giyim gibi zaruri kalemlerde güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Yabancı ilgisinde bir miktar toparlanma olabileceğini ve buradaki talebin de daha çok büyük ölçekli hisseler (BIST-30/BIST-100) yarayacağını tahmin ediyoruz.

Strateji: Model portföy hisse önerileri

Model portföy hisse getirileri

Hisse Senedi	Portföy Ağırlığı (%)	Son Güncelleme İtibarıyla				Portföye Giriş Tarihi İtibarıyla		
		Hisse Fiyatı (TL)*		Getiri (%)		Portföye Giriş Tarihi	Getiri (%)	
		08/05/23	07/06/23	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
ARCLK	8%	90.88	117.99	29.8%	6.3%	16/02/2023	8.8%	-3.9%
BIMAS	10%	160.23	159.77	-0.3%	-18.4%	02/11/2021	165.4%	-30.8%
INDES	7%	16.29	19.54	20.0%	-1.8%	16/02/2023	26.6%	11.7%
KCHOL	10%	78.66	99.87	27.0%	4.0%	16/03/2023	26.3%	17.0%
LKMNH	7%	17.61	21.05	19.5%	-2.2%	07/12/2022	-27.3%	-38.1%
LOGO	7%	53.65	58.83	9.7%	-10.2%	16/03/2023	-1.8%	-9.0%
MAVI	7%	50.57	60.34	19.3%	-2.3%	06/05/2022	210.8%	33.7%
PGSUS	8%	441.92	549.83	24.4%	1.9%	07/09/2022	140.8%	44.3%
TAVHL	7%	66.95	92.97	38.9%	13.7%	06/05/2022	111.3%	-9.1%
TUPRS	10%	66.03	76.99	16.6%	-4.5%	07/12/2022	23.1%	4.7%
YKBNK	12%	9.71	12.19	25.4%	2.7%	16/02/2023	42.5%	25.8%
YATAS	7%	30.10	33.09	9.9%	-10.0%	18/04/2022	143.6%	6.7%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				19.9%	-1.8%			
YBG Portföy Getirisi				10.7%	7.5%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

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

Son bir ayda endeks getirisi bizim performansımızı hafifçe geçti. Portföy değişikliklerini açıkladığımız 8 Mayıs tarihinden 7 Haziran'a kadar geçen sürede model portföy getirimiz %19,9 oldu. Aynı dönemde BIST-100 toplam getiri endeksi portföyümüzde yer almayan kimya/gübre, çimento ve altın madenciliği hisseleri ile %22,1 getiri sağladığından gösterge endekse göre %1,8 geride kaldık. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkı **Tav, Arçelik ve Koç Holding'den** gelirken; **BİM, Logo ve Yataş** getiriyi belirgin aşağı çeken hisseler oldular.

YBG getirimiz ise %10,7 oldu ve böylece aynı dönemde %3,0 artan BIST-100 toplam getiri endeksini %7,5 geçtik. Portföyümüz, 2014 başından bu yana birikimli getiride de aynı dönemdeki BIST-100 toplam getiri endeksini %183 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: Ekonomide yeni bir dönem başlıyor mu?

• **Mayıs ayının ardından...** İki turlu Cumhurbaşkanlığı ve Meclis seçimleri nedeniyle yatırımcının Mayıs gündemi bir hayli yoğun. Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın beş yıllık dönem için yeniden seçildiği ve Cumhurbaşkanlığı'nın Meclis çoğunluğunu sağladığı seçim ayında BIST-100 endeksi 4.300'e kadar geri çekilmenin ardından ayı 4.900'un hemen altında %5,8 getiri ile kapattı.

• **Rallinin devamı piyasanın politika değişimine ikna edilmesine bağlı.** BIST-100 endeksi Haziran'ın ilk beş işlem gününde %14'lük yükseliş ile 5.500 seviyesini geçti (tarihi zirve 5.700). Son yedi günde %25'i aşan getiri büyük ölçüde Hazine Bakanlığına getirilen Mehmet Şimşek liderliğinde ekonomi politikalarında revizyon ve bozulan göstergelerde düzelme beklentisini yansıtıyor. Nitekim bu değişim beklentisi Türkiye'nin yurtdışı risk algısını temsil eden CDS primini de aynı dönemde 220 baz puanı aşan düşüşle yeniden 500 baz puanının altına getirdi. CDS priminin 2021 sonundaki makro politika değişimi öncesi 400-450 baz puan aralığında olduğu dikkate alınırsa uygulanacak politikaların sonuçlarına bağlı olarak önümüzdeki günlerde risk algısının bir miktar daha azaldığına tanık olabiliriz.

• **'Rasyonel zemine dönüş':** Bakan Şimşek'in görevi devralırken söylediği "Türkiye'nin rasyonel zemine dönmekten başka çaresi yok" sözleri, ekonomi politikalarında köklü değişiklikler beklenebileceğine dair bir taahhüdü içeriyor. Ancak değişim bir miktar maliyet de içerdiğinden, piyasa bir süre gelişmeleri görmek isteyecektir. Yeni ekonomi yönetimi ile ucuz kredi ve baskılanmış döviz dayalı özel tüketimi destekleyen politika tercihinin kademeli olarak değişeceğini varsaymak gerçekçi olur. Bunun yerine, ekonomi yönetiminin ısınan iç talebi sınırlayarak enflasyonu kontrol etmeye, cari işlemler dengesini düzeltmeye ve döviz rezervlerini artırmaya yönelik gayret sarf etmesi beklenebilir. TÜFE artışının %40 olduğu 2023'ün ilk beş ayında dolar-avro sepetine karşı %6 değer kaybeden TL'nin, cumhurbaşkanlığı seçimlerinin ikinci turunu izleyen sekiz iş gününde %15'e yaklaşan değer kaybı da bu doğrultuda bir politika değişikliğine işaret ediyor.

• **Makro politika ayarlarında kademeli değişiklikler:** Yeni hükümetin ihracatın rekabet gücünü artırmak, ithalatı caydırmak ve cari denge ile döviz rezervlerini toparlamak için TL'de değer kaybını tercih edeceğini düşünüyoruz. Yeni ekonomi yönetimi yurtdışı sermaye girişi için de çabalayacaktır. Söz konusu sermaye girişlerinin büyüklüğü TL'deki olası değer kaybının miktarı üzerinde kritik olacaktır. Önümüzdeki süreçte ayrıca bankalar, şirketler ve bireyler için borçlanma maliyetlerinin son 1,5 yıla göre oldukça yüksek seyredeceğini tahmin ediyoruz. Zaten, mevduat ve tüketici kredisi faizleri, Mayıs ayında son on yılın rekor düzeyine ulaştı. Önümüzdeki haftalarda TCMB borç verme faizi ve ticari kredi faizinde de kademeli artışlar görmeyi bekliyoruz. Özetle son birkaç çeyrek için özel tüketime dayalı ekonomik büyümede kademeli bir soğumanın yaşanacağını bekliyoruz. Ancak bu reçete ilk başta istihdamda gerileme ve enflasyonda geçişkenlik gibi yan etkilere sahip olduğundan, olası değişikliklerin ve düzenleyici çerçevedeki rahatlamaların (özellikle yaklaşan yerel seçimler bağlamında) kademeli olmasını bekliyoruz.

• **İhracatçı şirketler ve bankalar artık daha cazip, perakende sektörü de gücünü koruyor:** Yukarıda özetlediğimiz gelişmeler ışığında yatırım stratejimize etkisini gözden geçirmek amacıyla, araştırma kapsamındaki şirketler için yıl sonu dolar/TL (22,70) ve ortalama dolar/TL (21,25) tahminimiz üzerinden kabaca %10 artış ihtimalini öngören hassasiyet analizi yaptık. Analizde döviz ve döviz bazlı gelirleri olan şirketlerin maliyet artışlarını büyük ölçüde satış fiyatlarına yansıtılabileceği varsayımı baz alındı. Bu varsayımlara dayalı olarak hazırladığımız tablo bu bölümün sonundadır. Ayrıca, yeni dönemde iç tüketime dönük firmaların satış büyümesinde kademeli ivme kaybı, ihracatçı firmalarda ise ciro ve marj toparlanması, borçlu firmaların finansman maliyetlerinde artış, bankalarda da bir-iki çeyreklik net faiz marjı daralması görülebilir.

• **Öngörülebilirliğin artması koşuluyla bankaların cazibesi artıyor:** Yeni dönemde TCMB borç faizindeki olası artış (mevduat faizi zaten yüksek seyrettiğinden) bankaların fonlama maliyetinde sınırlı bir etki yapabilir. Diğer taraftan kredi tahsis ve faizlerindeki sınırlayıcı düzenlemeler ile dövizden TL'ye dönüşüm oranlarındaki olası iyileştirmeler bankalara önemli rahatlamalar sağlayacaktır. Özetle, makro politika geçişi, bankalara birkaç çeyrek fazladan marj baskısı getirebilir. Ancak daha uzun vadede öngörülebilirliği artıracak düzenlemeler banka değerlemelerine olumlu katkı sağlayacaktır.

Görünüm: Ekonomide yeni bir dönem başlıyor mu?

- **Yurtdışı tarafta hisse senetleri yataya yakın seyreliyor:** Yurtdışı piyasalarda ise Mayıs ayı genelde sakin geçti. S&P500 Mayıs'taki yatay seyirle YBG %11 getirisini korurken, MSCI GOÜ endeksi Nisan sonuna göre %1, YBG %3 arttı. Ay başında FED'in politika faizini 25 baz puan artırma kararı sonrası S&P500 endeksi yatay seyretti. Mayıs sonu itibarıyla ise ABD hisse senetleri son iki aylık yatay seyrin ardından yükseliş sinyali veriyor. MSCI-GOÜ endeksinde ise Çin'in Mayıs ayını ekside tamamlaması etkili oldu. Buna karşılık diğer Asya piyasaları ayı artıda tamamladılar.
- **CDS oranı yurtdışına paralel yatay hareket etti:** Türkiye'nin beş yıllık CDS oranı Mayıs ayında sert dalgalanma gösterdi. Seçimin ilk turu öncesi ekonomi politikalarında değişim beklentisiyle CDS oranı 500 baz puanın altına gerilese de sonrasında 700 baz puanı aşarak 2023'ün en yüksek seviyelerine çıktı. Seçimin ikinci turunun ardından ise ekonomide politikasında revizyon beklentisi Haziran başı itibarıyla CDS'i yeniden 500 baz puanın altına getirdi. Mayıs ayında GOÜ CDS göstergesi ise 240 – 265 baz puan aralığında nispeten yatay seyretti.
- **Yabancı Mayıs ayında BİST'te net satış tarafındaydı:** Yurt dışı yerleşikler TCMB verilerine göre 585 milyon ABD Doları net çıkış ile Mayıs ayında da BİST'te net satıcı idi. Nisan ayında gerçekleşen 15 milyon ABD Doları tutarındaki daha ılımlı net satış hacmiyle karşılaştırıldığında, Mayıs ayındaki net çıkış tutarı seçim dönemindeki belirsizliğin yarattığı oynaklığı yansıtıyor. Böylece, 2023'ün ilk beş ayında yabancıların net çıkışı 1,7 milyar ABD Doları'nı aştı. Takasbank verileri BİST'teki Yabancı Takas Oranı'nın tarihi düşük seviyesini tazeleyerek %27,5'e gerilediğini gösteriyor.

Takip listemizdeki şirketlerin borçluluk ve döviz etki analizi

Takip listemizdeki şirketlerin borçluluk ve döviz etki analizi

Ticker	Net Borç (Nakit)	Net Borç / FAVÖK	KV Fin. Borçlar:	Toplam Fin. Borçlar	KV Fin. Borçlar: / Toplam Fin. Borçlar	Net Döviz Pozisyonu**	Net Döviz Pozisyonu /FAVÖK **	Döviz Bağı Gelirlerin Payı	Döviz Bağı Maliyetlerin Payı	Faaliyet Gelirleri Etkisi*	Net Kur Farkı Geliri Etkisi*	Toplam Etki*	Toplam Etki / Piyasa Değeri*	Toplam Etki / 2023 Net Kar Tahmini*
	(TRYmn)	(x)	(TRYmn)	(TRYmn)	(%)	(TRYmn)	(%)	(%)	(%)	(TRYmn)	(TRYmn)	(TRYmn)	(%)	(%)
TKFEN	-1,592	-0.6x	3,113	5,136	61%	800	32%	98%	90%	621	95	716	5.6%	22.8%
INDES	-1,934	-1.6x	767	773	99%	65	6%	30%	25%	223	8	230	5.3%	28.5%
PGSUS	50,513	3.4x	11,249	66,616	17%	-19,767	-140%	83%	77%	2,211	-4	2,207	3.9%	18.3%
THYAO	173,670	2.1x	77,982	274,740	28%	-112,732	-143%	92%	77%	12,942	-3,658	9,284	3.9%	22.9%
ASELS	6,394	0.6x	8,254	10,043	82%	12,536	132%	85%	37%	2,863	1,486	4,349	3.5%	28.9%
AEFES	16,191	0.9x	15,046	40,187	37%	856	5%	70%	75%	1,197	101	1,299	3.3%	17.7%
FROTO	24,378	1.0x	16,564	45,664	36%	-27,139	-138%	78%	51%	10,260	-3,217	7,043	2.9%	22.7%
SISE	22,618	1.0x	20,594	48,185	43%	7,575	37%	72%	65%	2,911	898	3,809	2.7%	17.5%
TAVHL	23,157	3.8x	6,020	30,841	20%	976	17%	83%	67%	1,020	-124	896	2.7%	30.1%
EREGL	14,864	0.8x	26,922	36,276	74%	6,064	23%	95%	75%	3,828	-513	3,315	2.6%	53.6%
KRDMD	-1,956	-0.7x	839	1,597	53%	-5,984	-202%	80%	55%	1,185	-709	476	2.1%	19.7%
VESBE	6,780	2.4x	6,399	6,809	94%	-2,249	-78%	74%	68%	617	-267	350	1.8%	15.5%
TUPRS	-8,608	-0.1x	10,506	30,539	34%	-28,934	-52%	98%	95%	5,961	-3,430	2,531	1.7%	7.9%
ARCLK	32,529	2.6x	44,130	61,877	71%	-3,387	-29%	70%	68%	1,739	-402	1,337	1.6%	27.6%
TTRAK	-1,340	-0.3x	2,961	3,288	90%	-263	-8%	75%	70%	600	-31	569	1.5%	12.0%
MPARK	2,449	0.9x	1,997	3,653	55%	361	15%	14%	6%	147	43	190	1.3%	8.3%
AYGAZ	301	0.8x	2,448	3,093	79%	-638	-119%	95%	90%	300	-76	225	1.3%	8.1%

* 2023 tahminlerimiz için ortalama USD/TL kurunu 21,25, yıl sonu USD/TL'yi 22,7 alırken döviz pozisyonu analizimiz için bu seviyelerin üzerine TL'de %10 değer kaybını baz aldık (Ort. USD/TL: 23,37, yılsonu USD/TL: 25,0).

** EREGL ve THYAO için fonksiyonel para birimi USD, PGSUS ve TAVHL için fonksiyonel para birimi EUR'dir. Bu nedenle bu şirketlerdeki net döviz pozisyonu etkisi farklı hesaplanmaktadır..

*** Perakende şirketlerindeki tahminler UFRS-16 düzeltmesini içermektedir.

Source: Ak Yatırım Araştırma

Takip listemizdeki şirketlerin borçluluk ve döviz etki analizi

Takip listemizdeki şirketlerin borçluluk ve döviz etki analizi

Ticker	Net Borç (Nakit)	Net Borç / FAVÖK	KV Fin. Borçlar:	Toplam Fin. Borçlar	KV Fin. Borçlar: / Toplam Fin. Borçlar	Net Döviz Pozisyonu**	Net Döviz Pozisyonu /FAVÖK **	Döviz Bağı Gelirlerin Payı	Döviz Bağı Maliyetlerin Payı	Faaliyet Gelirleri Etkisi*	Net Kur Farkı Geliri Etkisi*	Toplam Etki*	Toplam Etki / Piyasa Değeri*	Toplam Etki / 2023 Net Kar Tahmini*
	(TRYmn)	(x)	(TRYmn)	(TRYmn)	(%)	(TRYmn)	(%)	(%)	(%)	(TRYmn)	(TRYmn)	(TRYmn)	(%)	(%)
KRVGD	1,453	2.1x	1,449	1,721	84%	-839	-134%	74%	65%	146	-99	46	1.2%	7.6%
LOGO	-384	-0.7x	70	271	26%	345	70%	36%	42%	20	41	60	1.0%	7.3%
CCOLA	8,143	0.7x	7,482	22,850	33%	-1,883	-19%	65%	70%	737	-223	513	0.8%	5.9%
KOZAL	-10,478	-4.1x	261	272	96%	-310	-10%	100%	60%	531	-37	494	0.6%	9.3%
LKMNH	330	1.7x	217	382	57%	5	3%	10%	10%	3	1	4	0.5%	2.3%
MGROS	-123	0.0x	2,873	8,044	36%	1,269	21%	0%	0%	0	150	150	0.5%	4.3%
TCELL	26,068	1.1x	19,437	58,486	33%	-1,882	-8%	16%	18%	445	-223	222	0.3%	3.1%
PETKM	16,378	10.3x	13,650	22,380	61%	-3,432	-101%	95%	90%	513	-407	106	0.3%	3.3%
BIMAS	10,515	0.8x	3,222	14,546	22%	-22	0%	5%	5%	100	-3	97	0.1%	0.8%
BIZIM	-61	-0.1x	140	426	33%	-2	0%	0%	0%	0	0	0	0.0%	-0.1%
KLKIM	-415	-0.8x	67	78	86%	67	15%	40%	65%	-47	8	-39	-0.6%	-5.0%
TOASO	-7,687	-0.6x	6,016	7,938	76%	-717	-6%	45%	66%	-869	-85	-954	-0.9%	-9.9%
SELEC	-859	-0.2x	1,882	2,263	83%	0	0%	0%	5%	-416	0	-416	-1.9%	-16.5%
MAVI	-1,122	-0.5x	1,891	2,181	87%	-725	-29%	20%	40%	-200	-86	-286	-2.4%	-12.9%
YATAS	1,402	1.3x	1,333	1,691	79%	-186	-19%	10%	30%	-179	-22	-201	-4.1%	-21.8%
ULKER	15,339	2.3x	12,373	25,204	49%	-6,668	-122%	38%	60%	-450	-790	-1,241	-10.2%	-81.0%
DOAS	872	0.1x	2,899	5,663	51%	-1,488	-19%	0%	99%	-6,583	-176	-6,759	-20.1%	-57.3%

* 2023 tahminlerimiz için ortalama USD/TL kurunu 21,25, yıl sonu USD/TL'yi 22,7 alırken döviz pozisyonu analizimiz için bu seviyelerin üzerine TL'de %10 değer kaybını baz aldık (Ort. USD/TL: 23,37, yılsonu USD/TL: 25,0).

** EREGL ve THYAO için fonksiyonel para birimi USD, PGSUS ve TAVHL için fonksiyonel para birimi EUR'dir. Bu nedenle bu şirketlerdeki net döviz pozisyonu etkisi farklı hesaplanmaktadır..

*** Perakende şirketlerindeki tahminler UFRS-16 düzeltmesini içermektedir.

Source: Ak Yatırım Araştırma

Kur ve faizlerin sektörel etkileri

- **Beyaz Eşya:** TL'nin görece değer kaybı, ihracat bacağı güçlü sektörün satış ve operasyonel kar büyümeleri üzerinde olumlu etki yaratıyor. 2022 yılında Arçelik ve Vestel Beyaz Eşya'nın cirolarının sırasıyla %70 ve %74'ünü yurt dışı satışlardan elde etti. Nakit maliyetler tarafında döviz payının satışlardaki payına göre hafif daha düşük. İç pazarda ise daha yüksek faiz oranları, son dönemde oldukça güçlü seyreden talebi olumsuz etkileyebilir. TL faizlerin yükselmesi, borçluluğu ve işletme sermayesi ihtiyacı görece yüksek olan Arçelik için finansman maliyetlerini kısa vadede artırabilir. Diğer yandan uzun vadeli döviz finansmanı için şartlar daha elverişli olabilir. Vestel Beyaz'ın işletme sermayesi ihtiyacı görece daha düşük ve kapasite yatırımları için uzun vadeli düşük faizli TCMB kredisi kullandı. Diğer taraftan şirketin yarattığı nakit ana ortağın fonlanmasında kullanılabilir.
- **Demir & Çelik:** İhracatlar Erdemir'in cirosunun %20'sine ve Kardemir'in cirosunun %5'ine denk geliyor. Ayrıca, iç piyasada demir & çelik fiyatları, emtiaya benzer sektör dinamikleri nedeniyle neredeyse tamamen döviz endeksli durumda (Kardemir'in nervürlü demiri TL satması hariç). Döviz dayalı hammadde maliyetlerine (esas olarak demir cevheri, kok kömürü ve hurda metal) rağmen, şirketler operasyonel olarak döviz uzun pozisyonunda bulunuyor. Görece zayıf TL'nin önemli bir etkisinin olmasını beklemiyoruz.
- **Gıda perakende:** Sektörünün satışlarının tamamına yakınının TL olması nedeniyle TL'nin görece değer kaybının sektörün satış büyümesi üzerinden doğrudan bir etkisi bulunmuyor. Ancak enflasyonun kur geçişkenliği nedeniyle gecikmeli de olsa yükselmesi sektörün kura karşı kısmi koruma sağlamasına yardımcı oluyor. Operasyonel maliyetlerin içerisinde enerji, ulaşım, paketlenme gibi kurdan etkilenen kalemlerin olması maliyet tarafında baskı yaratsa da marjlar üzerindeki etkisi operasyonel kaldıraç ve stok karları nedeniyle sınırlı oluyor. Sektörün borçluluğunun düşük olması ve nette nakit pozisyonunda olunması nedeniyle faizlerin yükselmesinin karlılık üzerinde önemli bir olumsuz etki bulunmuyor hatta özellikle güçlü nakit pozisyonu olan oyuncular başta olmak üzere sektörün net karı üzerinde sınırlı pozitif etki yaratacağını düşünüyoruz.
- **Giyim perakende:** Mavi'nin satışlarının ve satılan malın maliyetinin yaklaşık %20'si doğrudan FX'den oluşuyor. TL'nin değer kaybı uluslararası gelirlerin artması nedeniyle konsolide satış büyümesini olumlu destekliyor. Maliyet tarafında her ne kadar şirket satın alımları TL üzerinden yapsa da pamuk gibi hammadde fiyatlarının dolar bazında oluşması Mavi'yi dolaylı olarak daha yüksek FX riskine maruz bırakıyor. Toplam nakit maliyetler içerisinde Mavi'nin dolaylı etkileri de içeren FX giderlerinin ağırlığını yaklaşık %40 olarak tahmin ediyoruz. Şirket, tedarik tarafında pazarlık gücü sayesinde ve yüksek kur nedeniyle maliyetleri tamamen FX olan uluslararası oyunculara karşı rekabet avantajı kazanması sayesinde olumsuz etkileri büyük ölçüde telafi ediyor. 2023 özelinde fx maliyetlerin büyük ölçüde sabitlenmiş olması nedeniyle kur artışının hem büyüme üzerinde hem de operasyonel karlılık üzerinde pozitif etkisi olacağını öngörüyoruz. Şirket'in tüm operasyonlarında yerel para birimleri cinsinden borçlanması nedeniyle TL'nin değer kaybının finansal giderler üzerinde bir etki yaratmasını öngörüyoruz. Nette nakit pozisyonunda olunması nedeniyle faiz artışlarının net finansal giderler üzerinde olumsuz etki yaratmasını beklemiyoruz.
- **İçecek:** Coca-Cola İçecek'in satışlarının %65'i, Anadolu Efes'in bira grubu satışlarının %83'ü (konsolide satışlarının yaklaşık %70'i) uluslararası operasyonlardan ve ihracattan oluşuyor. TL'nin görece değer kaybı uluslararası gelirlerin payının yüksek olması nedeniyle şirketlerin satış ve operasyonel kar büyümeleri üzerinde olumlu etki yaratıyor. Nakit maliyetler tarafında FX'in payının satışlardaki payına göre daha yüksek olması (CCI: %70, bira grubu: %86, konsolide Anadolu Efes: %75) marjlar üzerinde baskı yaratsa da parite nedeniyle uluslararası operasyonların ağırlığının artması ve uluslararası operasyonların yurt içi piyasaya göre daha yüksek FAVÖK marjına sahip olması nedeniyle konsolide bazda marj baskısının her iki iş kolu için de telafi edileceğini öngörüyoruz. Finansal gider tarafında Coca-Cola İçecek'in Fx açık pozisyonu taşıyor olması nedeniyle TL'nin değer kaybının finansal giderleri olumsuz etkileyerek kurun operasyonel kar üzerindeki olumlu etkisini kısmen elemine edeceğini öngörüyoruz. Anadolu Efes de ise türev işlemler sonrası uzun pozisyon taşıyor olmasından dolayı TL'nin değer kaybı finansal gelirler üzerinde de net olumlu etkiye sahip. Ancak bizim daha çok önemseydiğimiz parasal kalemlerde FX açık pozisyonu taşıdığına da dikkat çekmek isteriz.

Kur ve faizlerin sektörel etkileri

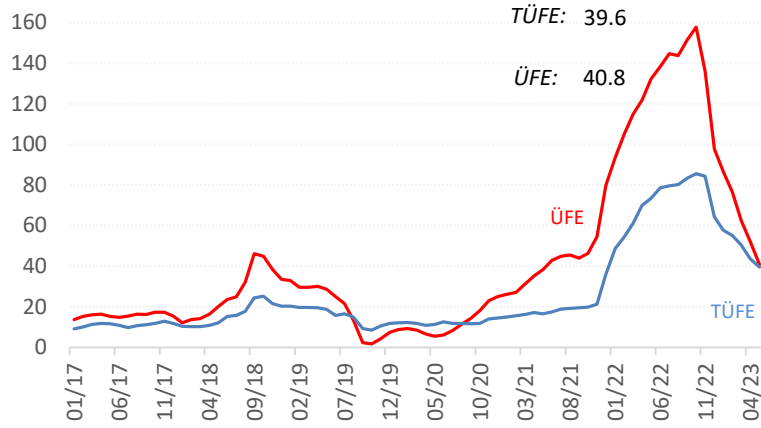
- **Havacılık:** TL'deki değer kaybının yolcu rakamlarını ve operasyonel maliyetleri olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Havacılık sektörünün uzun vadeli döviz borçlandığı göz önüne alarak TL faiz oranlarının yükselmesinin önemli bir etkisi olmasını beklemiyoruz.
- **Otomotiv:** TL'nin değer kaybetmesi ile otomobil ihracatçıların daha rekabetçi hale gelebileceklerine ve ihracat hacimlerini artıracaklarına inanıyoruz. Ancak, yüksek faiz oranlarının iç piyasa satışlarını yavaşlatabileceğini düşünüyoruz. Doğuş Otomotiv ihracat yapmamakta ve faaliyetlerini finanse etmek için kısa vadeli enstrümanlar kullanmaktadır. Türk Traktör tarafında TL'deki değer kaybının ihracatta fayda sağlayacağını, ve devlet destekleri sayesinde daha yüksek TL faiz oranlarının bir etkisi olmayacağını düşünüyoruz. Böyle bir senaryoda Ford ve Türk Traktör'ün olumlu etkileneceğine inanıyoruz ancak Tofaş ve Doğuş Otomotiv'in 2Y23'te zorluklarla karşılaşabileceğini düşünüyoruz.
- **Rafineri ve petrokimya:** Tüpraş ve Petkim'in ihracat gelirleri toplam gelirlerinin sırasıyla %15 ve %40'ının oluşturuyor. Ancak, emtia niteliğindeki ürün portföyleri sebebiyle bu sektörde satışların neredeyse tamamı dövize endeksli durumda. Yüksek döviz bazlı girdi maliyetlerine rağmen (petrol, nafta, LPG gibi) sektördeki şirketlerin operasyonel olarak döviz uzun pozisyonda olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca, döviz bazlı tutulan stokları da bilançoda temel olarak ticari borçlardan kaynaklanan döviz kısa pozisyonunu dengeleyen başka bir unsur olarak görebiliriz. Buna göre, TL'nin görece beklentimizden daha zayıf olması halinde Tüpraş, Petkim ya da Aygaz'ın 2023 kar tahminlerinde ciddi bir revizyon ihtimalini düşük olarak görüyoruz.
- **Sağlık:** TL'deki değer kaybının yabancı sağlık turizmi gelirlerini dolayısıyla FAVÖK marjını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Sağlık sektörü araştırma kapsamımızdaki şirketlerde önemli bir borçluluk bulunmamakla birlikte, şirketlerin ağırlıklı olarak satın alma ve birleşme faaliyetleriyle büyüdüğü düşünülürse, yüksek TL faiz oranlarının bir miktar olumsuz etki yaratabileceğini düşünüyoruz.
- **Telekom:** TL'nin görece değer kaybı, telekom şirketlerinin yatırım teması için çok destekleyici değil. Turkcell ve Türk Telekom'un yatırım harcamalarının ve uzun vadeli borçlarının büyük bir kısmı döviz bazlı, gelirlerinin ise önemli kısmı TL. Bununla birlikte, hedge maliyetlerindeki potansiyel normalleşme, kur riskini yönetmeyi kolaylaştırabilir. TL faizlerin yükselmesinin talep tarafında önemli bir etkisi yok.
- **Aselsan:** Bakiye siparişlerin %85'inin döviz cinsinden olması sebebiyle, kurdaki yukarı yönlü hareketler ciro üzerinde pozitif etki yapacaktır. Şirket yönetiminin yerli tedarik önceliği ve TL cinsi personel maliyetleri sebebiyle kurdaki yukarı yönlü hareketlerin marjları destekleyeceği kanaatindeyiz. Ayrıca, kurdaki yukarı yönlü hareketler Aselsan'a tamamen döviz maliyetlere sahip olan global rakiplerine karşı daha az maliyet ile üretim yapabilme avantajı sağlamaktadır. Faiz oranlarındaki artışa rağmen, Aselsan'ın sektördeki önemli yeri sebebiyle piyasaya kıyasla daha uygun maliyetlerle borçlanabileceği kanaatindeyiz.

Kur ve faizlerin sektörel etkileri

- **İndeks:** TL'deki görece değer kaybı son tüketiciyi bütçelerini koruma içgüdüsüyle teknoloji ürünlerine yönlendirdi. Fakat faiz oranlarındaki artış ile beraber kurdaki yukarı yönlü hareketler tüketicinin harcanabilir gelirlerinde ve kredi kartı harcamalarında bir baskı yaratabilir. İndeks'in maliyetlerinin yaklaşık %25'i gelirlerinin ise yaklaşık %30'u döviz dönsinden gerçekleşmektedir. Fakat tl cinsinden fiyatlanan gelirleri de dolaylı olarak döviz cinsinden fiyatlanmakta ve kurdaki yukarı yönlü hareketler ciroyu ve mevcut stokların değerini arttırmaktadır.
- **Kalekim:** İhracat Kalekim cirosunun %40'ına denk geliyor. Yurtiçi satışlar TL cinsinden fiyatlanıyor. Bu bağlamda, Kalekim operasyonel olarak döviz kısa pozisyonda bulunuyor. Şirket'in tarihsel olarak artan maliyetleri fiyatlarına yansıtma ve marjları sürdürülebilir seviyelerde tutma kabiliyetine sahip olduğunu belirtmekle birlikte görece zayıf TL'nin Net Kar üzerinde hafif baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz.
- **Kervan Gıda:** Türkiye'den yapılan ihracat şirketin toplam gelirlerinin %55'ini oluşturuyor. Polonya faaliyetleri de dahil edildiğinde bu oran %74. TL'nin görece değer kaybı, Türkiye'den ihracat faaliyetlerinin karlılığına olumlu etki yapıyor. TL faizlerinin yükselmesi şirketin görece düşük fonlama maliyetini artırması olası.
- **Koza Altın:** TL'nin görece değer kaybının şirketin faaliyet karlılığını arttıracığını öngörüyoruz. TL faizlerin artması, yüksek nakit varlıkların getirisini arttıracaktır. Şirket, mevcut durumdan olumlu etkilense de hisse fiyatının olumlu görünümü yansıttığını düşünüyoruz.
- **Logo üzerinde hafif olumlu bir etki bekliyoruz.** Şirketin 2022 yılı ciro ve FAVÖK'ün sırasıyla %35 ve %25'i yurtdışı faaliyetlerinden geldi. Bu sebeple görece zayıf TL ciro büyümesini destekleyecektir. Şirket güçlü nakit pozisyonu sayesinde finansman maliyetlerindeki artıştan olumsuz etkilenmeyecektir. Fakat, şirket bir süredir kredi kartı alacaklarını uygun koşullarda erken tahsil etmekteydi. Bu sebeple, finansman maliyetlerindeki artışla beraber işletme sermayesi ihtiyaçlarının yukarı yönlü normalleşmesi söz konusu olabilir.
- **Selçuk Ecza:** Şirketin gelirleri dolaylı olarak, ilaç fiyatlamasında kullanılan referans Euro kuru nedeniyle dövizde endeksli. Ancak fiyatlama mekanizması spot kuru ve maliyet artışlarını geriden takip ediyor ve kurallarında dönemsel değişiklikler olabiliyor. Şirketin dönemsel kısa vadeli finansman ihtiyaçları olsa da, işletme sermayesini öz kaynakları ile ciddi maliyete katlanmadan finanse edebiliyor.
- **Şişecam:** Şirketin döviz ve fiyatı direk dövizde endeksli gelirlerinin, toplam satışların yaklaşık %72'sini oluşturduğunu tahmin ediyoruz. Dolayısıyla TL'nin görece değer kaybının şirket için operasyonel kaldiraç yaratacağını düşünüyoruz. TL faizlerin yükselmesi iç piyasada yüksek baz etkisi de olan düz cam satışlarını olumsuz etkileyebilir. Şirketin vadesi gelen TL cinsi tahvillerinin yeniden finansmanın bir miktar daha yüksek faizler üzerinden olması olası. Kur artışı riskten korunma muhasebesi nedeniyle net kar tarafına olumlu yansıyor. Diğer yandan net borç etkisi negatif.
- **Tekfen:** Şirketin satışlarının neredeyse tamamı döviz cinsinden veya direkt olarak dövizde endeksli. Diğer yandan Toros Tarım ve solo holding faaliyet giderlerinin bir kısmı TL. Kur artışının finansal gelirlere olumlu etki yapması olası.
- **Ülker:** Şirketin 2022 yılı ciro ve FAVÖK'ün sırasıyla %38 ve %41'i yurtdışı faaliyetlerinden geldi. Dolayısıyla görece zayıf TL'nin büyüme üzerinde olumlu etkisi var. Yurt içi faaliyetlerinde temin edilen hammaddelerin ise önemli bir kısmı dövizde endeksli. Diğer yandan şirket geçtiğimiz yıl maliyet artışlarını fiyatlarına tümüyle yansıtmayı başardı. Ülker'in 348mn dolarlık döviz açık pozisyonunun karlılık ve borçluluk üzerinde baskı yaratması oldukça olası.
- **Yataş:** TL faizlerin yükselmesi, daha zayıf iç talep ve daha yüksek faiz giderleri nedeniyle kısa vadeli finansal performans üzerinde baskı oluşturabilir.

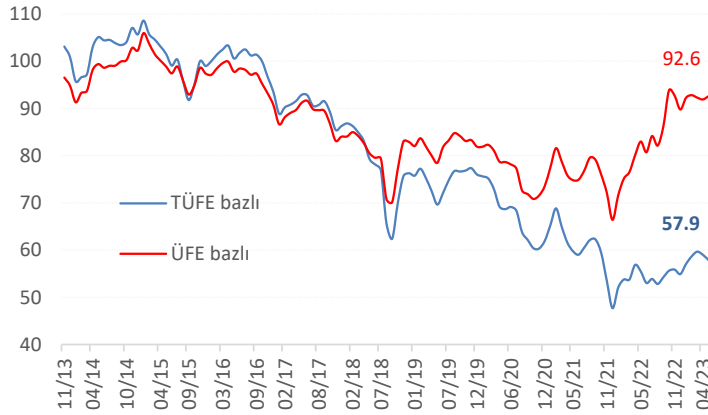
Makro Görünüm: Enflasyon ve kur gelişmeleri BIST için kritik

Seçim öncesi enflasyonda düşüş sürdü



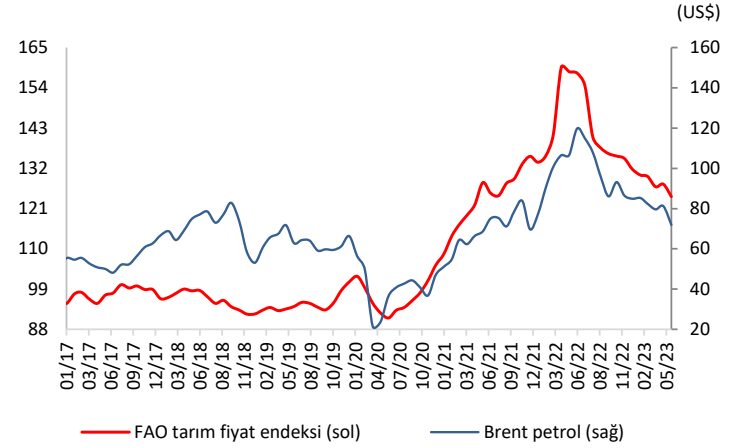
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

ÜFE bazlı reel döviz kuru dip seviyesinden %36 yukarıda



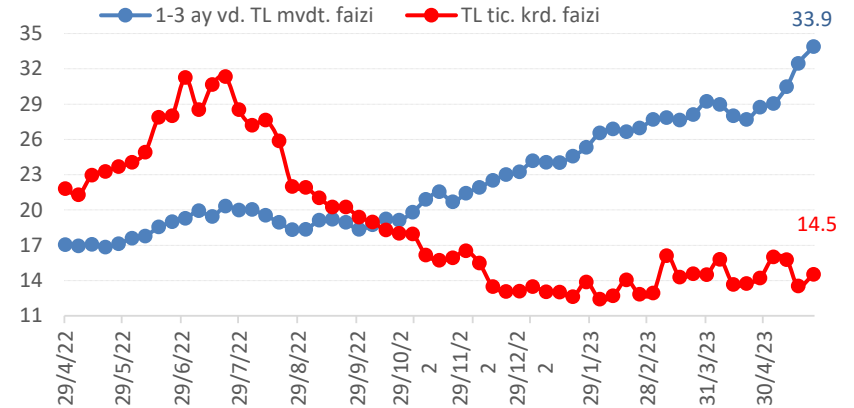
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Küresel fiyatların seyri enflasyonda gerilemeyi destekliyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

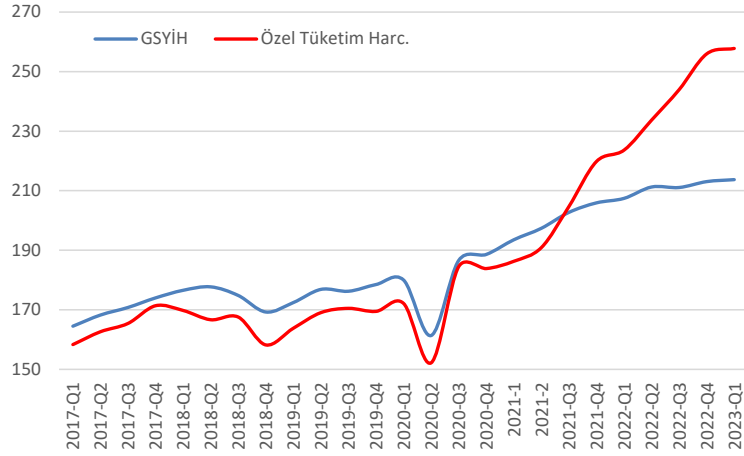
Kredi ve mevduat faizi arasındaki eksi fark genişliyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

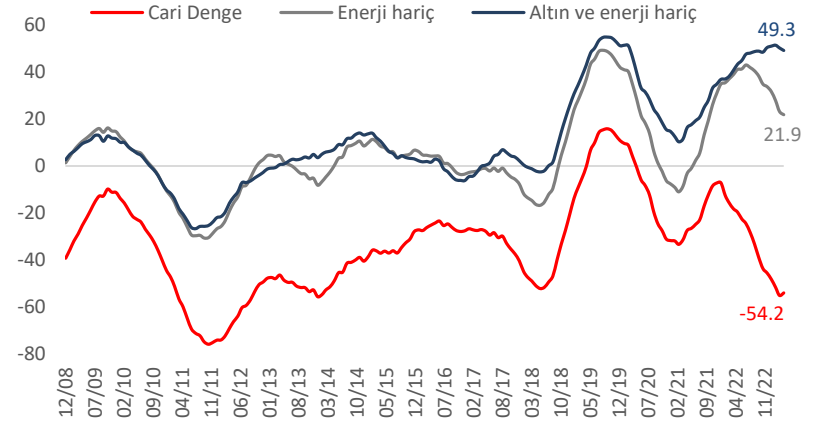
Makro Görünüm: İç talep ivmesi bir miktar yavaşlayabilir

GSYİH ve özel tüketim harcamaları (mevsimsellikten arn. 2009 = 100)



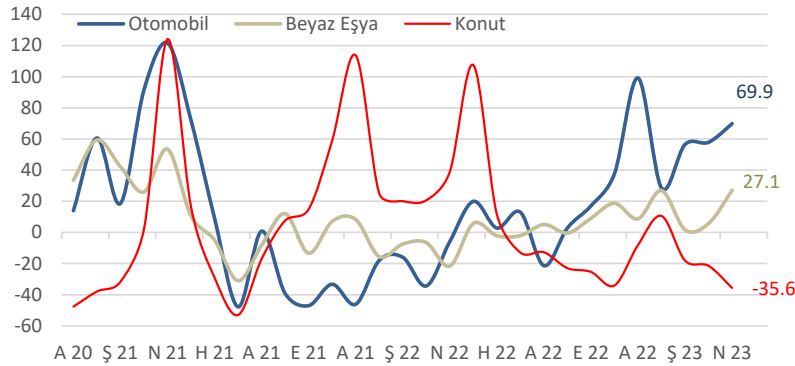
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Cari İşlemler Dengesi (12 aylık kümüle, milyar dolar)



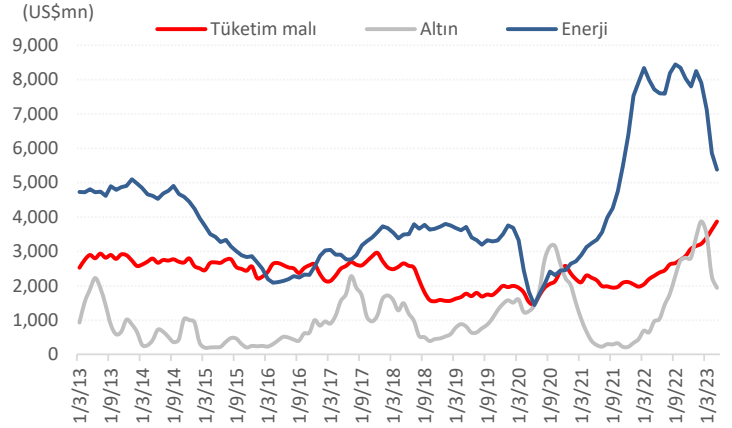
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Otomobil, beyaz eşya, konut satışlarında yıllık artış (%)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

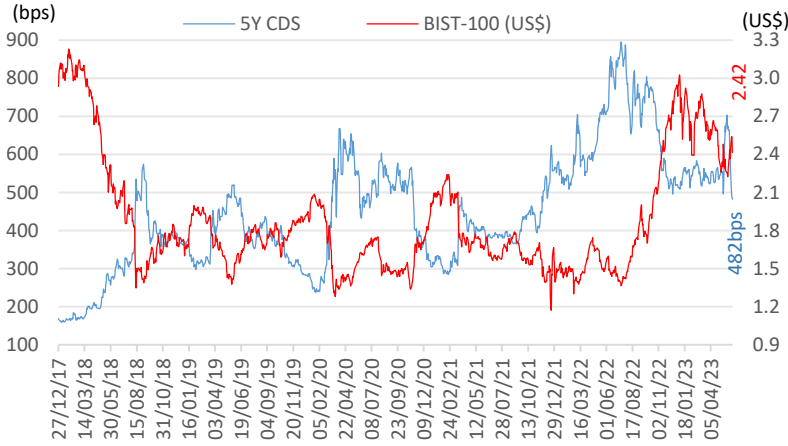
Seçili ithalat kalemlerinde aylık tutarlar (3 aylık ort., milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

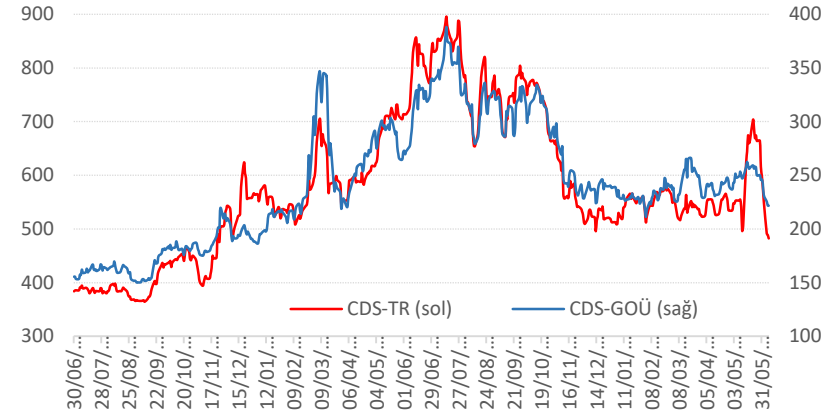
Piyasa Görünümü: Yurtdışı yerleşiklerin portföy büyüklüğü tarihi dipte

BIST-100 CDS'deki düşüşe paralel yükseldi



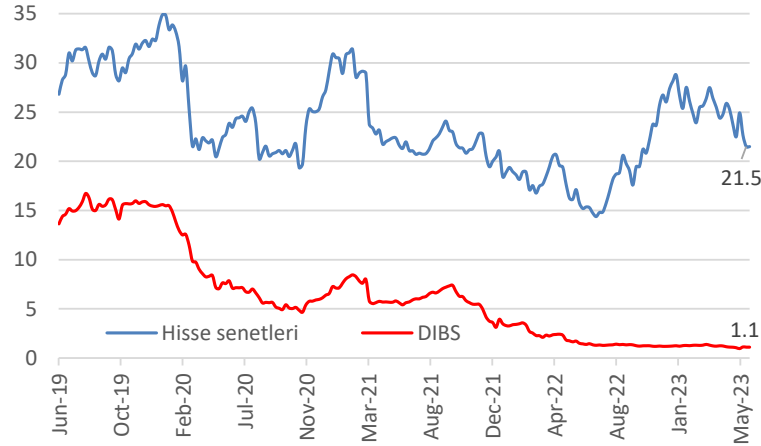
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye ve gösterge GOÜ CDS düşüş sonrası yatay seyrediyor



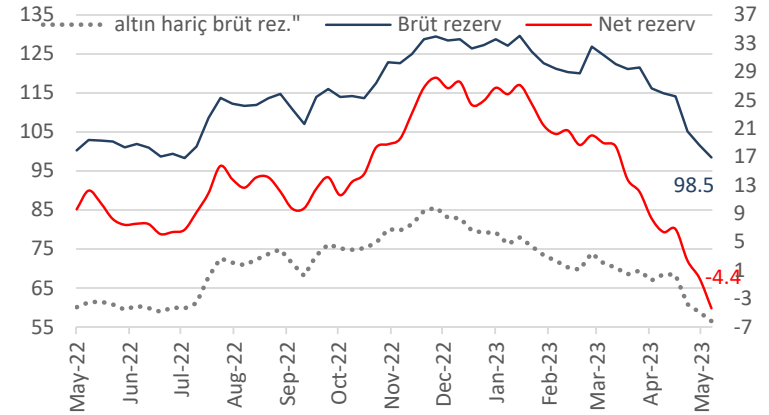
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yurtdışı yerleşiklerin TL cinsinden portföy yatırımları (milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

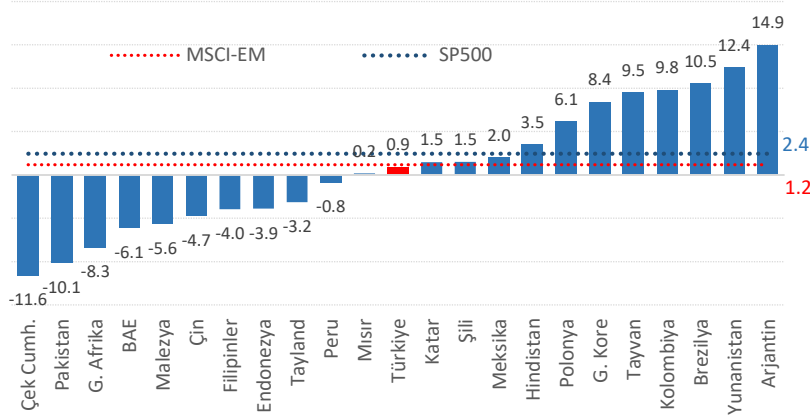
TCMB rezerv gelişimi (milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, SPK

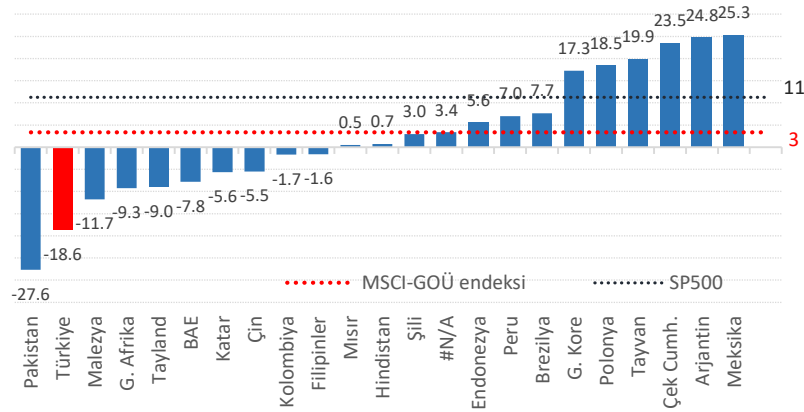
Piyasa Görünümü: Ekonomi politikalarında değişim beklentisi satın alındı

Nisan sonuna göre MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (ABD\$ bazında)



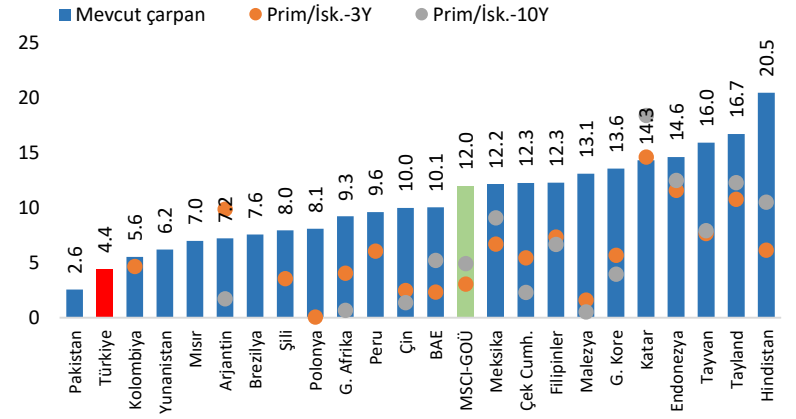
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yılbaşına göre MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (ABD\$ bazında)



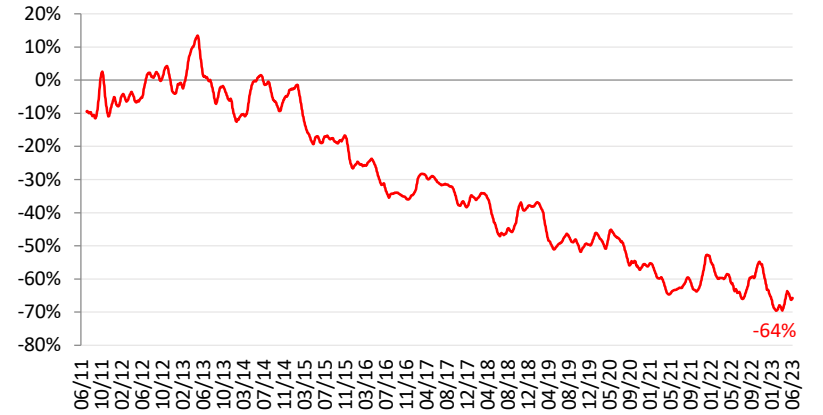
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

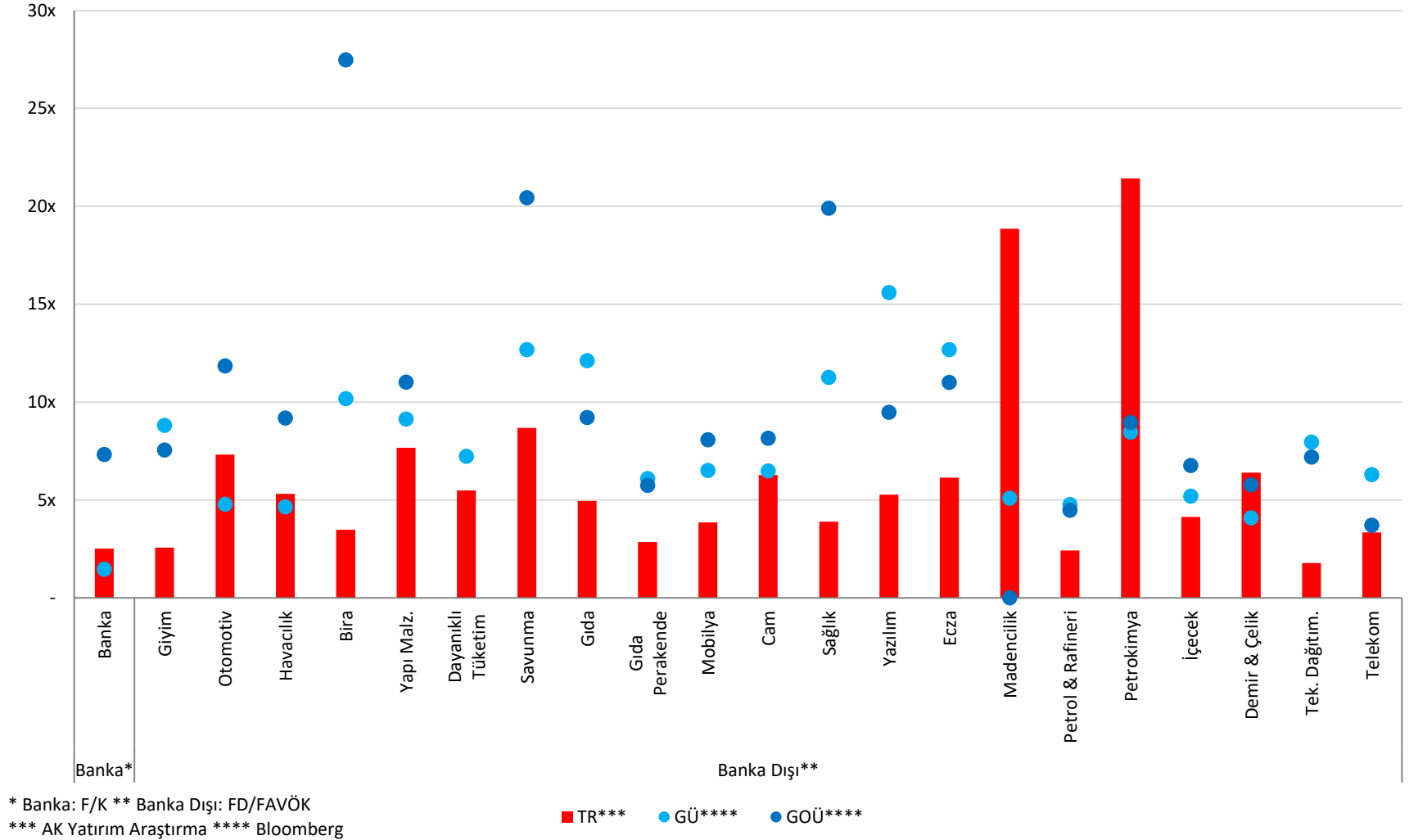
F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Görünüm: Sektörlerin çoğunluğu global benzerlerine göre iskontolu işlem görüyor

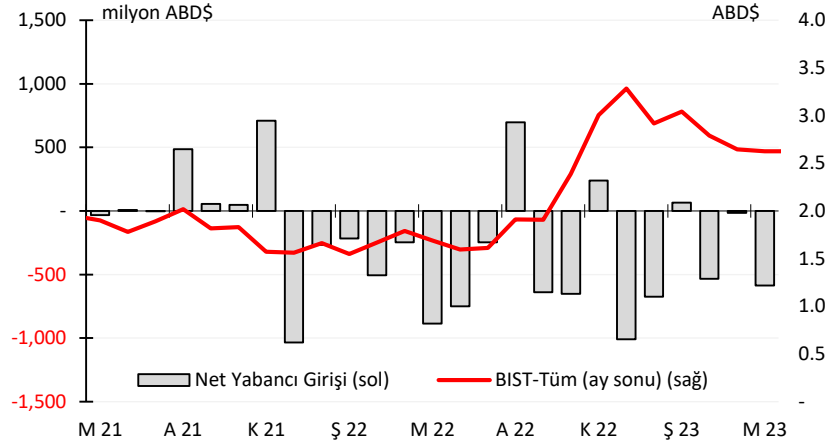
2023T Medyan Piyasa Çarpanları - Sektörler vs Global Benzerler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

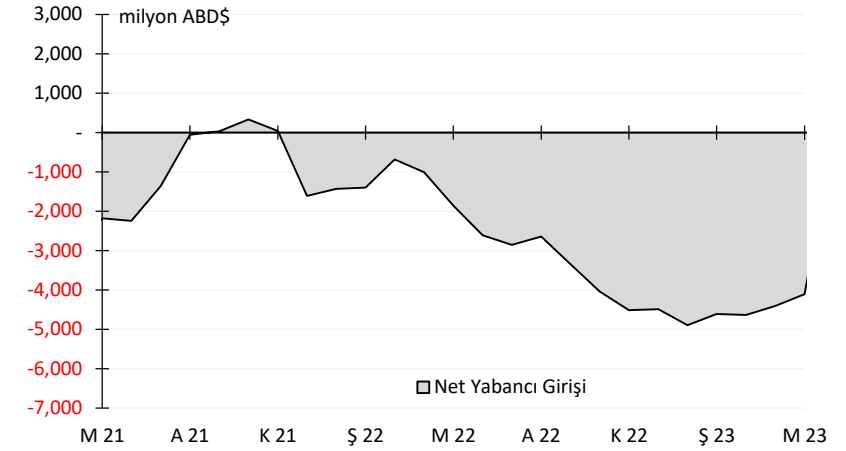
Görünüm: Yabancı yatırımcılar Mayıs ayında hisse senetlerinde satış tarafındaydı

Aylık net yabancı hacimleri (milyon ABD\$)



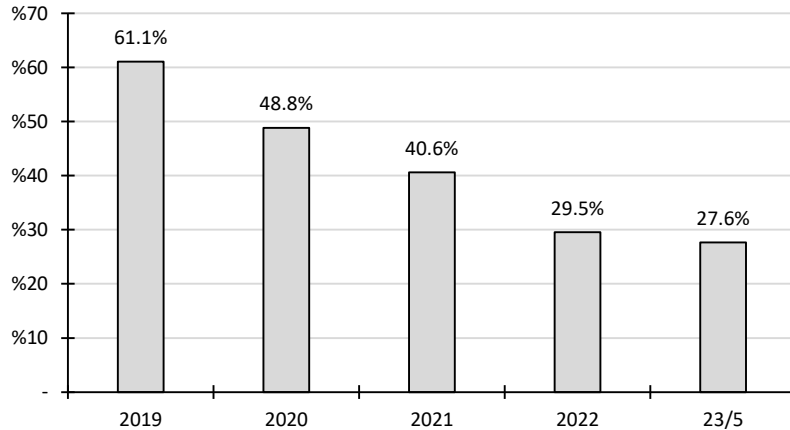
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

Hisse senetlerinde 12 aylık yabancı kaynak hareketi (milyon ABD\$)



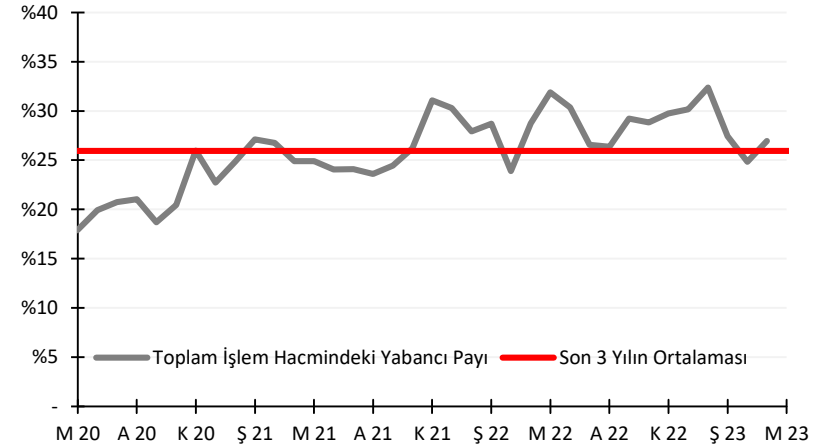
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

BIST'te yabancı payı (dönem sonu)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

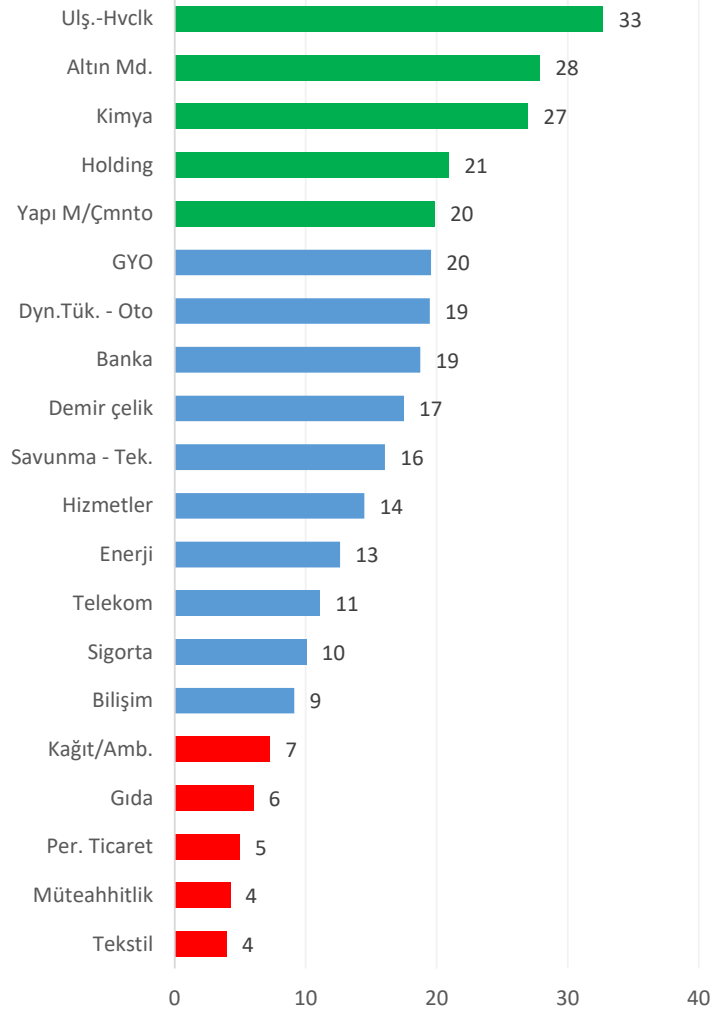
Toplam işlem hacmindeki yabancı payı (dönem sonu)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

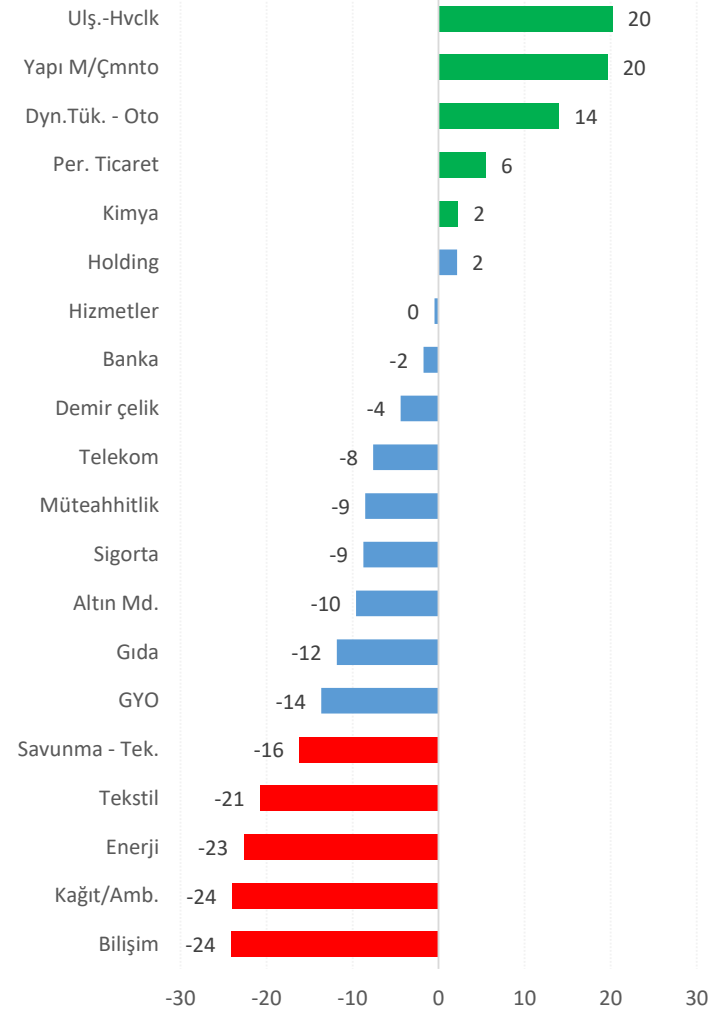
Görünüm: Altın madencileri, taahhüt, hava yolları ve telekom sektörleri öne çıktı

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Sektör endekslerinde Nisan ayı sonuna göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Hisse Önerileri

Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY175.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY120.00			
Yukarı potansiyel	%46			
Halka açıklık oranı	%15			
Piyasa değeri, TL mn	81,087			
Firma değeri, TL mn	108,004			
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	18.7	16.8	10.3
FD/FAVÖK	5.1	8.6	5.8	4.8
FD/Ciro	0.5	0.8	0.6	0.5
Temettü Verimi	6.4%	3.8%	1.8%	3.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%33	-%14	%48	%7
BIST 100 rölatif	%6	-%17	-%30	%6
AOIH, TLmn	599	602	570	815



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 kaynaklandığını düşünüyoruz. Enerji, hammadde ve lojistik maliyetlerin önemli ölçüde azalması ve 2H22'nin nispeten düşük bir baza sahip olmasının 2H23 rakamlarını desteklemesini bekliyoruz.

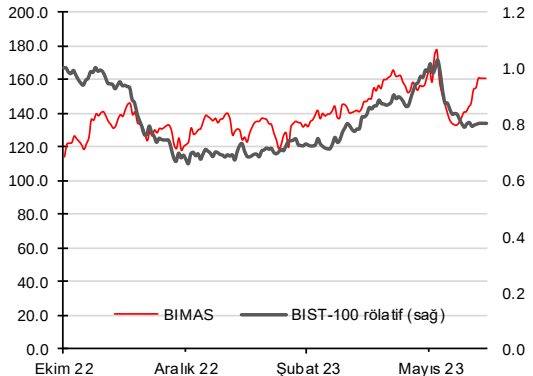
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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 5,8x FD/FAVÖK çarpanları ile global benzerlerine göre %21 iskonto ile işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY240.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY160.70			
Yukarı potansiyel	%49			
Halka açıklık oranı	%60			
Piyasa değeri, TL mn	97,577			
Firma değeri, TL mn	108,092			
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	12.0	8.3	5.4
FD/FAVÖK	7.0	8.9	5.5	3.8
FD/Ciro	0.7	0.7	0.4	0.3
Temettü Verimi	8.7%	2.9%	4.2%	7.3%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%2	%16	%90	%17
BIST 100 rölatif	-%19	%12	-%9	%16
AOIH, TLmn	1,473	1,094	935	1,045



Yatırım teması:

Gıda perakende sektörünün 2023 yılında, görece yüksek büyüme göstermesini bekliyoruz. Ücret artışlarının hızlı tüketim sektörü özelinde talebi canlı tutmaya devam edeceğini, ayrıca makro koşulların da tüketimi dayanaklı 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 da büyüyeceğini düşünüyoruz. Son dönemde TL'nin görece değer kaybı ve enflasyonun kur geçişkenliği nedeniyle gecikmeli de olsa olası yükselişi önümüzdeki dönemde kura karşı kısmi koruma sağlarken bizim büyüme tahminlerimiz için de yukarı yönlü potansiyel oluşturuyor.

Diğer taraftan maliyet tarafında yüksek artış gösteren personel ve enerji maliyetlerinin operasyonel kaldıraç etkisi sayesinde yılın geri kalanında büyük ölçüde telafi edileceğini öngörüyoruz. Son dönemde kurdaki artışın operasyonel maliyetler içerisinde özellikle enerji, ulaşım, paketleme gibi kurdan etkilenen kalemler üzerinde ilave baskı yarabileceğini öngörmekle birlikte, marjlar üzerindeki etkisinin operasyonel kaldıraç ve olası stok karları nedeniyle sınırlı olacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla FAVÖK marjının 2023'te sınırlı 50 baz puan daralarak Şirket'in 2023 marj öngörülerinin üst bandını yakalayacağını tahmin ediyoruz. Yılın ilk çeyreğinde depremin ve erken emeklilik siteminin getirdiği tek seferlik 75 baz puanlık etki dahil FAVÖK marjının 230 puan daraldığı dikkate alınırsa, tahminlerimiz yılın geri kalanında marj baskısının çok sınırlı kalacağına işaret ediyor.

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:

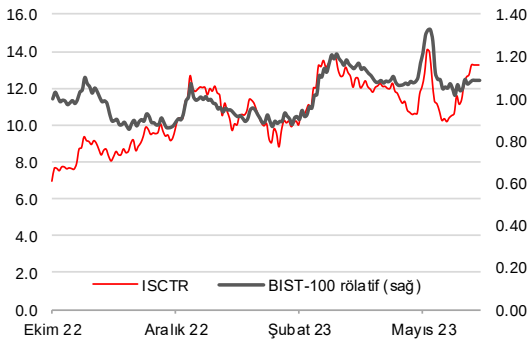
Hisse, 8,3x 2023T F/K ile 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %40 iskontolu işlem görüyor. Tarihi dip seviyelerine yakın olan çarpanların aşağı yönlü riskleri sınırladığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 240TL'ye %49 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Bloomberg Kodu	ISCTR TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY19.50
Son kapanış, TL/hisse	TRY13.28
Yukarı potansiyel	%47
Halka açıklık oranı	%31
Piyasa değeri, TL mn	132,800

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	86,839	191,376	247,990	305,259
Net kar	13,468	61,538	64,000	71,500

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%28	%120	%30	%23
Net kar	%98	%357	%4	%12
F/K	1.9	2.2	2.1	1.9
F/DD	0.3	0.7	0.5	0.4
Özsermaye karlılığı	%17	%44	%29	%26

Temettü Verimi	3.0%	3.5%	7.0%	4.9%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%25	%10	%185	%12
BIST 100 rölatif	-%1	%7	%36	%11
AOIH, TRYmn	3,710	3,160	2,639	2,709



Yatırım teması:

İş Bankası TÜFE tahvillerin değerlemesinde diğer bankaların aksine enflasyondaki dönemsel dalgalanmayı yumuşatan bir yöntem kullanıyor. Bu nedenle enflasyondaki gerilemenin gelirler üzerindeki etkisi nispeten sınırlı olacak. Banka özellikle döviz mevduattan TL'ye dönüşüm oranları konusunda rakiplerinin gerisinde kaldı. Bu konuda politika yumuşamalarının gelmesi daha belirgin rahatlatma sağlayabilir. Cirounun %70 düzeyinde bir kısmını döviz bazında sağlayan dünya markası olmuş bir iştiraki bünyesinde bulundurması da olası piyasa dalgalanmalarında olumlu anlamda öne çıkıyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

2023 başı itibarıyla %50'nin altında bulunan TL mevduatın toplam içindeki payı, %60 hedefini yakalayan rakiplerin oldukça gerisinde bulunuyor. Bu durum oluşturduğu maliyet baskısına rağmen çekirdek net faiz marjı gelişimi 1Ç23'de olumlu ayrıştı. Bu düzenlemede rahatlatma sağlanması fonlama maliyetlerindeki artış nedeniyle daralacak faiz marjına önemli katkı sağlayabilir. Diğer taraftan bankanın pandemi döneminde verilen krediler için ayrılan ekstra karşılıkları iptal etmesiyle karşılık gideri tarihsel düşük seviyelerde bulunuyor. Yılın geri kalanında kredi risk maliyetinde artışla birlikte oranın yıllık 100 baz puan tahmininin altında kalacağını hesaplıyoruz.

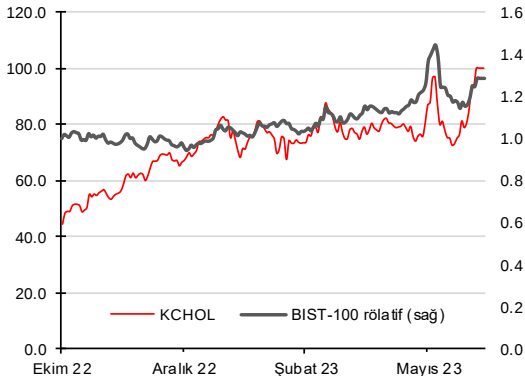
İş Bankası, yüksek enflasyon koşullarında parasal olmayan aktiflerinin bilançoda daha fazla paya sahip olması nedeniyle özkaynaklarına daha iyi bir koruma tamponu sağlayabildi. Diğer taraftan 1Ç23 iştirak geliri son çeyrekteki aktif değerlemesi ve operasyonel mevsimsellik nedeniyle çeyrekse olarak sert düştü ve yıllık bazda da yatay kaldı. Yönetim görüşü doğrultusunda bu kalemin yıllık enflasyon paralelinde artmasını ve özellikle ikinci, üçüncü çeyrekte net faiz marjı kaynaklı kâr baskısını hafifletmesini bekliyoruz.

Değerleme:

İş Bankası, TÜFE tahvil kaynaklı olarak 2023 kârında artış beklentimiz ile rakiplerinden ayrışıyor. Bankanın 2023'te %4 artışla 64,0 milyar TL net kâr açıklamasını, net kârın 2024'te %12 artarak 71,5 milyar TL 'ye ulaşmasını bekliyoruz. Buna göre özkaynak kârlılık oranının 2023'teki %30'un ardından %26 civarında istikrar kazanmasını bekliyoruz. Hisse için 1 yıllık hedef F/DD oranını 0.75x seviyesinde hesaplıyoruz ve mevcut fiyat üzerinden %47 getiri potansiyeli hesaplıyoruz.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY134.60			
Son kapanış, TL/hisse	TRY100.00			
Yukarı potansiyel	%35			
Halka açıklık oranı	%22			
Piyasa değeri, TL mn	253,590			
Firma değeri, TL mn	365,997			
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	3.6	3.9	3.4
FD/FAVÖK	0.9	1.7	2.9	2.3
FD/Ciro	0.3	0.7	0.4	0.3
Temettü Verimi	3.2%	2.3%	1.7%	2.8%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%32	%22	%147	%22
BIST 100 rölatif	%5	%18	%17	%21
AOIH, TLmn	3,457	2,085	1,654	2,039



Yatırım teması:

Net Aktif Değeri'ne iskontosuz, 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 2023 yurt içi hafif araç pazarının %15 büyüyerek 900bin adede ulaşmasını bekliyoruz. 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. Türk 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:

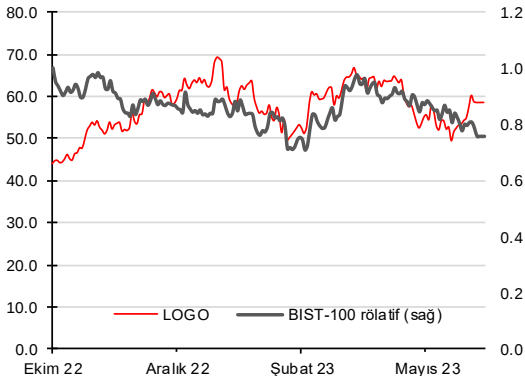
Koç Holding'in Ford ile beraber planladığı elektrikli araç batarya yatırımıyla ilgili olası pozitif gelişmeler, Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşmanın tamamlanması ile alakalı haberler, Tüpraş'tan olası bir ikinci nakit temettü dağıtımı, orta-distilat ürün marjlarında Nisan-23 seviyelerinden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

Değerleme:

Hedef hisse fiyatımız %35'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Koç Holding mevcut Net Aktif Değeri'ne göre %27 iskantoda işlem görürken, son 2 yıllık ve 5 yıllık ortalama iskanto 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	TRY58.50			
Yukarı potansiyel	%72			
Halka açıklık oranı	%65			
Piyasa değeri, TL mn	5,850			
Firma değeri, TL mn	5,063			
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
FK	14.8	14.1	7.1	5.7
FD/FAVÖK	11.7	10.3	5.3	3.0
FD/Ciro	4.4	3.3	1.7	1.0
Temettü Verimi	0.7%	2.1%	2.6%	4.2%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%9	-%1	%44	-%14
BIST 100 rölatif	-%13	-%5	-%31	-%15
AOIH, TLmn	46	46	66	57



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.

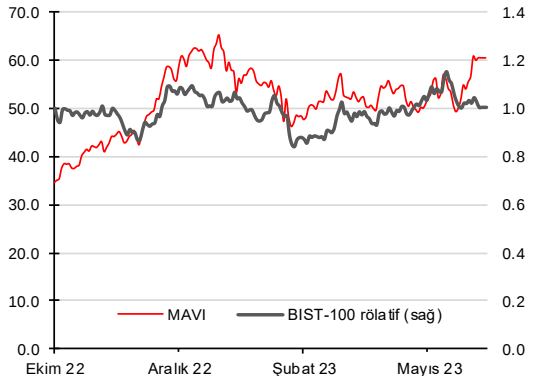
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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 %72 yukarı potansiyeli ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemiz ile beraber koruyoruz. Logo, küresel emsallerine %59 iskonto ile 5,3x 2023T FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	MAVİ Tİ			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY91.50			
Son kapanış, TL/hisse	TRY60.50			
Yukarı potansiyel	%51			
Halka açıklık oranı	%73			
Piyasa değeri, TL mn	12,017			
Firma değeri, TL mn	10,895			
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	8.3	5.4	4.3
FD/FAVÖK	2.7	4.4	2.6	1.7
FD/Ciro	0.6	1.0	0.6	0.4
Temettü Verimi	1.1%	1.8%	3.6%	5.5%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%21	%18	%198	-%5
BIST 100 rölatif	-%4	%14	%42	-%6
AOIH, TLmn	111	102	124	116



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 ücret zamlarının da etkisiyle büyümenin görece güçlü kalmaya devam edeceğini, satışların 2023 yılında %69 büyüyeceğini öngörüyoruz. 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 brüt marj baskısını ortadan kaldıracağını düşünüyoruz. Personel, enerji ve enflasyonu geriden takip eden kira giderlerindeki artışa rağmen büyümenin yaratacağı operasyonel kaldıraç etkisi sayesinde faaliyet giderleri/satışlar oranındaki baskının telafi edileceğini öngörüyoruz. 2023 yılında 140 baz puanlık marj daralması ile %59 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. Ancak 1Ç23 beklentilerimiz ve yeni makro tahminlerimiz büyümenin mevcut tahminlerimizden 10 puan daha yüksek olabileceğine işaret ediyor. Finansalların ardından 2023 öngörülerimizi ve değerlememizde yukarı yönlü revizyonu olası öngörüyoruz.

Mavi 1Ç23 finansallarını ve 2023 öngörülerini 8 Haziran'da açıklayacak. 1Ç23'te 3.84 milyar TL satış, 857 milyon TL FAVÖK (TFRS 16 sonrası) ve 440 milyon TL net kar öngörüyoruz. Tahminlerimiz yıllık bazda sırasıyla %104, %56 ve %52 büyümeye işaret ediyor. FAVÖK marjında yıllık bazda olağanüstü yüksek baz nedeniyle 685 baz puan daralma bekliyoruz. Kira/Satış rasyosunun iyileşmesi beklentimiz nedeniyle TFRS 16 öncesi FAVÖK marj daralması beklentimiz daha az 600 baz puan seviyesinde bulunuyor. Bizim tahminler, medyan piyasa tahminlerinin FAVÖK'te %10, net karda %8 üzerinde yer alıyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

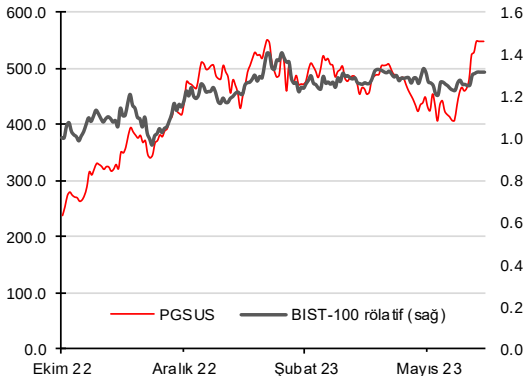
Güçlü finansallar açıklanması, pamuk fiyatında düşüş ve risk algısında iyileşme hisseyi olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Diğer taraftan talebin yavaşlaması en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

Hedef değerimiz 91,5TL'ye %51 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. 2023 tahminlerimize göre 5,4 F/K ile uluslararası benzerlerine %55 iskontolu işlem görüyor.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY840.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY546.50			
Yukarı potansiyel	%54			
Halka açıklık oranı	%43			
Piyasa değeri, TL mn	55,907			
Firma değeri, TL mn	98,541			
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
FK	n.m.	7.9	4.6	7.0
FD/FAVÖK	12.9	6.8	4.6	5.2
FD/Ciro	2.7	2.3	1.6	1.7
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%25	%5	%246	%14
BIST 100 rölatif	-%1	%2	%65	%13
AOIH, TLmn	870	770	1,029	1,109



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:

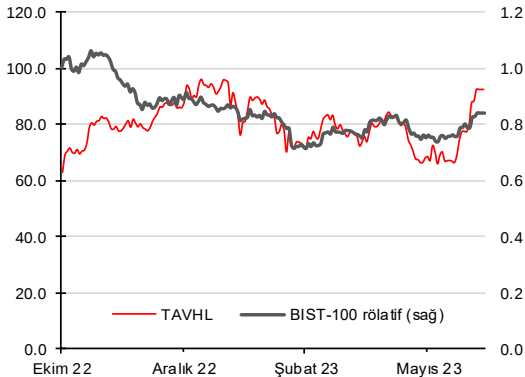
- Yakıt verimliliği yüksek olan uçakların filodaki payının artması
- Uluslararası faaliyetlerin toplam içerisindeki payının artması
- Enerji fiyatlarında geri çekilme
- TL'nin değer kaybetmesi

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	TRY92.60			
Yukarı potansiyel	%48			
Halka açıklık oranı	%48			
Piyasa değeri, TL mn	33,640			
Firma değeri, TL mn	53,944			
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
FK	19.5	17.7	11.3	7.2
FD/FAVÖK	13.4	8.8	8.2	6.3
FD/Ciro	4.0	2.8	2.5	2.2
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%39	%13	%96	-%1
BIST 100 rölatif	%10	%10	-%7	-%2
AOIH, TLmn	385	320	501	398



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) Almatı 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 Almatı 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.

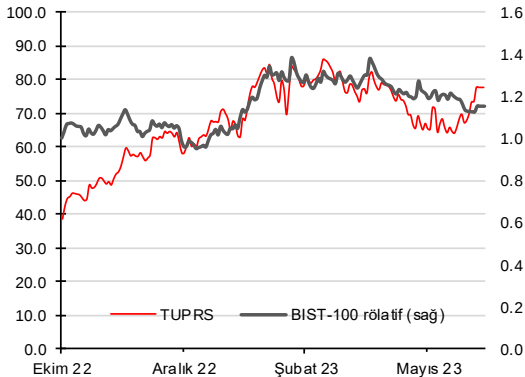
Değerleme:

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	TRY77.45
Yukarı potansiyel	%32
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	149,230
Firma değeri, TL mn	143,184

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	3.6	4.6	6.9
FD/FAVÖK	3.2	2.4	2.4	3.8
FD/Ciro	0.3	0.3	0.2	0.3
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	8.4%	17.6%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%19	-%10	%104	%10
BIST 100 rölatif	-%6	-%13	-%3	%9
AOIH, TLmn	1,841	1,953	2,419	2,824



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 Mayıs-23'te önceki aya göre sırasıyla yaklaşık 3% ve %19 artara 15,3 \$/v ve 13,5 \$/v seviyelerine yükseldi. 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 %32'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş, 4,6x 2023T F/K ve 2,4x 2023T FD/FAVÖK çarpanlarıyla ile uluslararası benzerlerine yaklaşık %40 iskonto ile işlem görüyor.

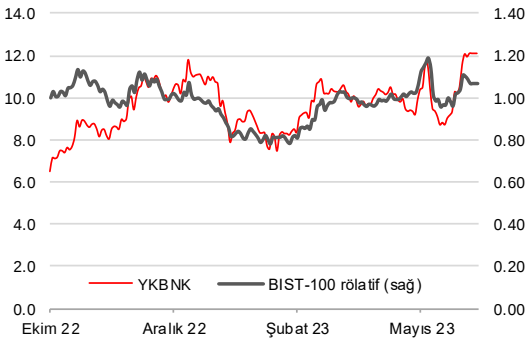
Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY17.70
Son kapanış, TL/hisse	TRY12.11
Yukarı potansiyel	%46
Halka açıklık oranı	%30
Piyasa değeri, TL mn	102,294

Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	63,484	126,256	164,084	220,121
Net kar	10,490	52,745	45,300	59,300

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%33	%99	%30	%34
Net kar	%107	%403	-%14	%31
F/K	2.1	1.9	2.3	1.7
F/DD	0.4	0.8	0.6	0.5
Özsermaye karlılığı	%19	%56	%31	%31

Temettü Verimi	2.7%	2.3%	7.7%	3.5%
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%32	%23	%171	%12
BIST 100 rölatif	%4	%19	%29	%11
AÖİH, TRYmn	2,922	2,231	2,923	2,387



Yatırım teması:

Bankanın öz kaynak kârlılığı istikrarlı şekilde son üç senedir sektör ortalamasını geçiyor. Bu durum önemli ölçüde TÜFE tahvillere doğru zamanda yatırım, vadesiz mevduat payının düzenli artması, bilançonun regülasyonlara hızla uyumu sağlaması ve kredi-risk maliyetinin bu sürede sektör ortalamasına düşürülmesi gibi faktörlerle açıklanabilir. Bankanın enflasyon muhasebesi altındaki özkaynak kârlılığı da düşük-orta onlu seviyelerde olup, araştırma kapsamımızdaki ikinci yüksek orandır. Net faiz marjı ve kredi risk maliyetinde kontrollü seyirle özkaynak kârlılığının sektör ortalamasının üzerinde kalacağını tahmin ediyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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.

Değerleme:

Yapı Kredi Bankası'nın 2023'te 45,3 milyar TL (yıllık %14 daralma) ve 2024'te 59,3 milyar TL (yıllık %31 artış) net kâr elde etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, öz kaynak kârlılığının 30-32 aralığında kalması muhtemeldir. Orta vade için %28 civarındaki sermaye getiri beklentisi varsayımımız göz önüne alındığında (uzun vade öz kaynak kârlılığı tahminlerimizle birlikte), 1 yıllık P/B'nin 0,80x'in biraz üzerinde olabileceğini hesaplıyor, ve yaklaşık %46 getiri potansiyeli buluyoruz.

İletişim Bilgileri

AK Yatırım Araştırma Ekibi

Hakan Aygün	Direktör	Bankalar, Strateji	hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90-212-334-9465
Mustafa Küçükmeral, CFA	Müdür	Gıda ve İçecek, Perakende, Enerji	mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr +90-212-334-9460
Ezgi Yılmaz	Müdür	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90-212-334-9467
Kayahan Demirak	Yönetici	Cam, Telekom, Madencilik, Gıda, Beyaz Eşya, İlaç, İnşaat	kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr +90-212-334-9509
Aytunç Uz	Yönetici Yardımcısı	Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90-212-334-9521
Ömer Faruk Yüksel	Yönetici Yardımcısı	Demir & Çelik, GYO, Çimento	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +90-212-334-9531
Yusuf Karagöz	Yönetici Yardımcısı	Savunma, Bilgi Teknolojileri	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90-212-334-8816
Uraz Çay	Müdür	Stratejist - Uluslararası Piyasalar	uraz.cay@akyatirim.com.tr +90-212-334-9461
Göksel Şişmanlar	Müdür	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