

Hisse Senetlerinde Öneriler

Model güncellerimiz endeks getiri beklentisini %33'e çıkardı

DOAS, KRVGD, VESBE eklendi;
ARCLK, ISCTR, LOGO çıkarıldı

24 Temmuz 2023

AK YATIRIM ARASTIRMA

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

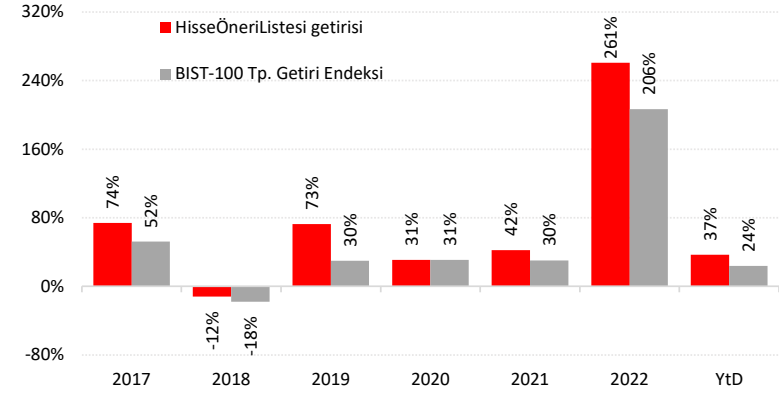
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model portföy hisse seçimleri*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	298.00	47%	11%
DOAS	382.00	60%	10%
KCHOL	165.60	39%	11%
KRVGD	37.00	83%	9%
MAVI	124.00	45%	9%
PGSUS	950.00	27%	10%
TAVHL	165.00	52%	9%
TUPRS	124.80	37%	10%
VESBE	24.50	71%	10%
YKBNK	19.10	48%	11%

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.

Doğuş Oto, Kervan Gıda ve Vestel Beyaz eklendi; İş Bankası, Arçelik ve Logo öneri listesinden çıktı. Enflasyon ve regülasyonlarda yumuşamanın uzun zaman alacağı yönündeki güncellemeye bağlı olarak banka ağırlığını %11'e (bankaların BIST-100 ağırlığı %11,2) düşürdük ve İş Bankası'nı model portföyden çıkardık. Banka dışı şirketlerde Doğuş Oto (pazardaki canlılık ile rekor kârlılık), Kervan Gıda (indirim marketlerin hızlı büyümesinin sağladığı sinerji, yabancı markalara göre fiyat avantajı ve güçlenen ölçeği) ve Vestel Beyaz'ı (kapasite artışı, Avrupa dışı pazarlarda ihracat ivmesinin korunması ve düşük işletme sermayesi ihtiyacı) portföye ekliyoruz. Model portföyden Arçelik ve Logo'yu son dönemde endeksin üzerindeki performansların ardından dengelenme beklentisiyle çıkarıyoruz.

BIST-100 25 Mayıs sonrası TL bazında güçlü yükseldi. Sektör endeksi bazlı performanslara bakıldığında son rallide 25 Mayıs sonrasında savunma/teknoloji, havacılık ve otomotiv hisselerinin olumlu ayrıştığı; buna karşılık banka, demir/çelik, gıda, tekstil, GYO ve ve kağıt/ambalaj sektör performanslarının geride kaldığı görülüyor. Bu dönemde BIST-100 endeksi %51 getiri ile BIST-30'u (%49) geçerken, halka arz endeksi de %57'ye yakın yükseliş sağladı.

Sektörel ayrışma devam ediyor. Haziran, Temmuz aylarındaki kur hareketliliği sonucu ihracatçı şirketlerin kâr marjlarında 2. ve 3. çeyreklerde bir miktar güçlenme olacağını düşünüyoruz. Ancak enflasyondaki eğilimin süreceği yönündeki görüşümüz nedeniyle son çeyrekte başlayarak bu cazibenin azalacağını düşünüyoruz. Artan tüketici kredisi faizleri ve vergi artışları da kademeli olarak lüks tüketim, elektronik ve diğer dayanıklı tüketim de kademeli olarak kısabilir. Buna karşılık gıda/giyim tüketiminin ve sağlık hizmetlerinde talebin güçlü olacağını, havacılık sektöründe de olumlu ivmenin korunacağını düşünüyoruz.

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 (%)	
		08/06/23	21/07/23	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
ARCLK	12%	119.39	152.40	27.6%	5.9%	16/02/2023	40.6%	3.1%
BIMAS	12%	158.54	200.80	26.7%	5.1%	02/11/2021	237.7%	-26.9%
ISCTR	9%	13.61	14.23	4.6%	-13.2%	08/06/2023	4.6%	-13.2%
KCHOL	12%	99.79	120.36	20.6%	0.1%	16/03/2023	52.2%	17.2%
LOGO	7%	61.30	79.56	29.8%	7.7%	16/03/2023	32.8%	2.2%
MAVI	9%	60.46	86.03	42.3%	18.1%	06/05/2022	343.1%	58.3%
PGSUS	11%	541.26	739.59	36.6%	13.4%	07/09/2022	224.0%	61.3%
TAVHL	10%	90.74	108.16	19.2%	-1.1%	06/05/2022	145.9%	-12.2%
TUPRS	11%	77.24	91.90	19.0%	-1.3%	07/12/2022	47.0%	3.9%
YKBNK	7%	12.34	13.01	5.5%	-12.5%	16/02/2023	52.2%	11.6%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				23.7%	2.7%			
YBG Portföy Getirisi				36.8%	10.4%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

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

Son güncellemeden beri endeks getirisini geçmeyi başardık. Bir önceki portföy değişikliklerini açıkladığımız 8 Haziran'dan 21 Temmuz'a kadar geçen sürede model portföy getirimiz %23,7 oldu. Aynı dönemde BIST-100 toplam getiri endeksi %20,5 arttığından gösterge endeksin %2,7 üzerinde başarı sağladık. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkısı **Mavi, Pegasus, Arçelik** ve **BİM** sağlarken **İş Bankası** ve **Yapı Kredi** getiriyi belirgin aşağı çeken hisseler oldular.

YBG getirimiz ise %36,8 oldu ve böylece aynı dönemde %23,9 artan BIST-100 toplam getiri endeksini %10,4 geçtik. Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri de 33,4 katına ulaşarak aynı dönemde 11,5 kata ulaşan BIST-100 toplam getiri endeksini önemli oranda 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).

Strateji: Model güncellerimiz endeks getiri beklentisini %33'e çıkardı

• **Güncellenen BIST-100 endeks hedefimiz %33 getiri potansiyeli sunuyor.** Şirket 2Ç23 finansal sonuçları öncesinde, makro beklentilerde son dönemde oluşan değişikliklerin etkisini yansıtmak için modellerimizi gözden geçirdik. Şirket finansal tahminlerinde yukarı yönlü değişiklikler ve değerlendirme döneminin bir çeyrek ileriye alınmasının etkisi ile araştırma kapsamımızdaki şirketlerin 12 aylık fiyat hedeflerini arttırdık. Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin hisse bazlı değerlemelerine dayanarak BIST-100 endeksi için 12 aylık hedefimizi de %24 artırarak 7.200'den 8.900'e çıkardık. Buna göre yeni endeks hedefimiz 12 aylık vadede yaklaşık %33 getiri potansiyeli taşıyor. Finansal tahmin ve 12 aylık fiyat hedeflerini ilişkin güncellemeleri içeren bir özet tabloyu sonraki sayfada bulabilirsiniz.

• **Enflasyonda yılın ikinci yarısı için yükseliş belirginleşti.** Haziran ve Temmuz aylarında açıklanan kurumlar vergisi artışları, çeşitli mal ve hizmetlere dönük KDV ve ÖTV artışları, asgari ücret, memur maaşı ve emekli maaş artışlarının ardından enflasyonist eğilimin bir süre daha süreceği beklentisi piyasada güçlendi. Yılın ikinci yarısına ilişkin tahminlerimizi bu dönemde TÜFE'nin yaklaşık %30 artacağı varsayımı ile yaptık. Buna göre 2023 enflasyonunu %60, takip eden iki yılı da %40 ve %25 olarak şirket tahmin modellerine ekledik.

• **Haziran-Temmuz dalgalanmasının ardından kurun daha stabil kalması bekleniyor.** USD/TL kuru bundan önceki finansal model güncellemelerimizden bu yana %30'un üzerinde arttı. USD/TL kurunun mevsimsel faktörlerin (enerji faturasındaki düşüş, turizm gelirleri, hükümetin sınırlı miktarda dış borç ödemesi) desteğiyle bir süre görece dirençli kalacağını öngördük ve yıl sonuna kadar dolar/TL'de %10 civarında değerlendirme varsaydık. Buna göre, dolar/TL'yi modellerimize 2023 sonu için 28,35 (yaklaşık %52 yıllık artış) olarak dahil ettik. Dolar/TL için 2024 ve 2025 yılları için (enflasyon tahminlerinin altında) %15 ve %8 civarında yükselişler varsaydık.

• **Banka dışı şirketlerde kâr revizyonu daha güçlü oldu.** Bu varsayımları da içerecek şekilde güncellediğimiz modellerimiz önceki tahmin setimize göre, banka dışı şirketler için 2023'de satışlarda %8, FAVÖK'de %12 ve net kârda yaklaşık %9 artış ortaya koydu. Bu üç kalemden 2024 tahminlerimiz de sırasıyla %23, %21 ve %18 arttı. Bankalar için net kâr tahminlerimizi ise 2023 için ortalama %13 ve 2024 için ortalama %10 artırdık. Bu güncellemeler sonrasında banka/banka dışı şirketlerde kâr artışının 2023'de -%2/%12 ve 2024'de %24/%22 olmasını bekliyoruz.

• Bu veriler ışığında araştırma kapsamımızdaki şirketlerden **BIMAS, CCOLA, MAVI, MGROS** ve **VESBE**'nin yıllık kâr artışlarının hem 2023 hem de 2024'de ilgili dönemin enflasyonunu geçmesini bekliyoruz. **EREGL, MPARK, PETKM, TAVHL, TCELL, TKFEN, TOASO** ve **YATAS**'in ise 2024'te enflasyonun üzerinde kâr artışı sağlamasını bekliyoruz. Araştırma kapsamındaki diğer şirketlerde ise 2023 kârları (özellikle havayolu, otomotiv ve bilişim şirketleri) güçlü olsa da, 2024 kâr artışının yavaşlamasını bekliyoruz.

• **Bankalarda güçlü kâr artışı sağlamak daha güç olabilir.** Bankalar arasında bu iki yıl için net kârında en güçlü ve istikrarlı artış öngördüğümüz banka TSKB. Artan TL mevduat maliyetleri ve TL kredi faizleri üzerindeki baskı nedeniyle çekirdek getiri makası 2023'te şimdiki kadar kârları düşürücü rol oynadı. Ancak bankalar güçlü kur ve hazine kazançlarıyla bu etkiyi azaltmayı başardı. Bankalar net faiz marjında daralma eğiliminin 2Ç23 ile sona ermesini umuyor. Özellikle TL mevduat faizlerinin Temmuz başından bu yana gevşediği ve TCMB faiz artışlarının referans kredi oranlarını yükselttiği dikkate alınır, marj daralmasında en kötüsü geride kalmış olabilir. Yine de bu konuda daha temkinli duruyoruz: TL kredi faizlerinde bu seviyeden sonra artışın sınırlı kalacağını düşünüyoruz. TL mevduat faizlerinde de mevcut seviyelerden düşüş öngörmüyoruz. Hatta cari işlemler dengesinin seyri, turizm gelirlerindeki yavaşlama ve hükümetin döviz borç servisindeki artışla birlikte özellikle dördüncü çeyrekte TL mevduat faizlerinde bir miktar sıçrama görebiliriz. Ayrıca, son dönemde Kur Korunmalı Mevduata getirilen %15 zorunlu karşılık yükümlülüğü, TCMB'nin aşırı TL likiditesine daha fazla eğilebileceğini ve benzer miktarsal sıkılaştırma adımlarına devam edebileceğini gösteriyor. Özetlersek, hazine gelirleri, TL fonlama maliyetinin seyri ve kredi faizlerindeki düzenlemelere bağlı olarak banka kârlarında olumlu sürpriz ihtimali olsa da banka kâr artışlarının enflasyonu yenmesi daha zor görünüyor.

Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlere İlişkin Temel Finansal Tahminlerimiz (1/2)

Şirket Kodu	PD (Milyon TL)	HF (TL)	Öneri	Getiri Potansiyeli (%)	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME																		
					F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2023T		2023T			2024T			2023T			2024T															
					2023T	2024T	2023T	2024T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar										
					(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)	(milyon TL)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)									
Banka	629,144				3.7	3.1	0.7	0.6	2.6%	16,564						213,115							264,164						-2%						24%
ALBRK	8,025	3.80	N	18%	2.6	2.0	0.7	0.5	0.0%	0	n.a.	n.a.	3,040	n.a.	n.a.	4,000	n.m.	n.m.	123%	n.m.	n.m.	32%													
GARAN	154,308	48.00	E.Ü.	31%	2.5	2.0	0.8	0.6	4.1%	6,250	n.a.	n.a.	61,700	n.a.	n.a.	79,000	n.m.	n.m.	5%	n.m.	n.m.	28%													
HALKB	95,198	11.80	N	-11%	7.2	5.9	0.8	0.7	0.0%	0	n.a.	n.a.	13,300	n.a.	n.a.	16,100	n.m.	n.m.	-10%	n.m.	n.m.	21%													
ISCTR	140,700	20.50	E.Ü.	46%	2.4	2.2	0.6	0.5	4.6%	6,506	n.a.	n.a.	58,650	n.a.	n.a.	65,000	n.m.	n.m.	-5%	n.m.	n.m.	11%													
TSKB	16,044	8.20	E.Ü.	43%	2.4	1.5	0.8	0.5	1.6%	261	n.a.	n.a.	6,750	n.a.	n.a.	10,765	n.m.	n.m.	66%	n.m.	n.m.	59%													
VAKBN	105,902	9.70	N	-9%	5.8	5.2	0.7	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	18,275	n.a.	n.a.	20,500	n.m.	n.m.	-24%	n.m.	n.m.	12%													
YKBNK	108,967	19.10	E.Ü.	48%	2.1	1.6	0.7	0.5	3.3%	3,547	n.a.	n.a.	51,400	n.a.	n.a.	68,800	n.m.	n.m.	-3%	n.m.	n.m.	34%													
Banka dışı (1/2)	2,741,881				9.2	6.6	5.4	4.0	4.2%	114,486	4,600,235	662,081	358,163	6,376,513	855,325	436,728	44%	24%	12%	39%	29%	22%													
AEFES	52,520	120.00	E.Ü.	35%	5.8	4.6	4.1	2.7	4.8%	2,502	152,062	28,013	9,002	226,396	39,655	11,424	68%	71%	163%	49%	42%	27%													
ARCLK	103,251	216.00	E.Ü.	41%	20.7	15.1	6.5	4.9	1.9%	1,946	202,987	21,173	4,976	287,780	29,830	6,817	52%	79%	15%	42%	41%	37%													
ASELS	164,616	93.00	N	29%	8.3	8.6	10.6	8.3	0.8%	1,285	59,245	15,079	19,762	71,145	18,024	19,217	68%	59%	66%	20%	20%	-3%													
AYGAZ	23,892	123.10	N	13%	9.3	9.0	46.2	19.8	0.0%	0	50,992	707	2,582	75,787	1,629	2,646	36%	32%	-45%	49%	130%	3%													
BIMAS	123,262	298.00	E.Ü.	47%	10.3	6.0	6.7	4.3	5.7%	7,060	276,051	20,475	12,014	438,022	33,587	20,658	87%	73%	47%	59%	64%	72%													
BIZIM	1,806	38.00	N	26%	25.9	7.3	1.3	0.6	1.2%	21	23,883	1,113	70	37,098	1,799	247	70%	41%	-75%	55%	62%	254%													
CCOLA	75,497	403.00	E.Ü.	36%	7.4	4.9	4.7	2.8	1.7%	1,300	93,994	18,137	10,171	147,048	27,357	15,283	76%	79%	135%	56%	51%	50%													
DOAS	52,668	382.00	E.Ü.	60%	3.3	4.8	2.1	3.5	16.5%	8,683	89,739	17,010	15,788	120,733	10,774	10,892	92%	117%	102%	35%	-37%	-31%													
EREGL	130,200	48.60	N	31%	42.8	9.4	7.0	4.5	2.1%	2,796	149,846	21,510	3,042	208,491	33,850	13,880	17%	-19%	-83%	39%	57%	356%													
FROTO	321,434	990.00	N	8%	9.9	7.5	9.7	7.7	7.6%	24,426	372,460	38,310	32,568	520,292	51,903	42,900	117%	94%	75%	40%	35%	32%													
INDES	5,121	34.60	E.Ü.	51%	4.4	4.6	1.4	1.2	9.0%	461	36,393	2,393	1,152	51,593	2,428	1,106	46%	125%	109%	42%	1%	-4%													
KCHOL	302,279	165.60	E.Ü.	39%	4.5	3.6	1.8	1.3	2.3%	7,022	1,082,426	144,770	67,332	1,524,162	189,108	83,879	20%	-13%	-4%	41%	31%	25%													
KLKIM	8,614	95.30	N	27%	11.1	7.6	11.0	6.6	1.8%	155	3,728	751	777	5,481	1,135	1,138	74%	66%	53%	47%	51%	46%													
KRDMD	16,931	34.45	E.Ü.	59%	10.9	4.8	3.9	3.0	6.0%	1,023	38,756	6,424	2,272	49,913	8,525	5,103	41%	49%	5%	29%	33%	125%													

Source: AK Yatırım Araştırma, EquityRT

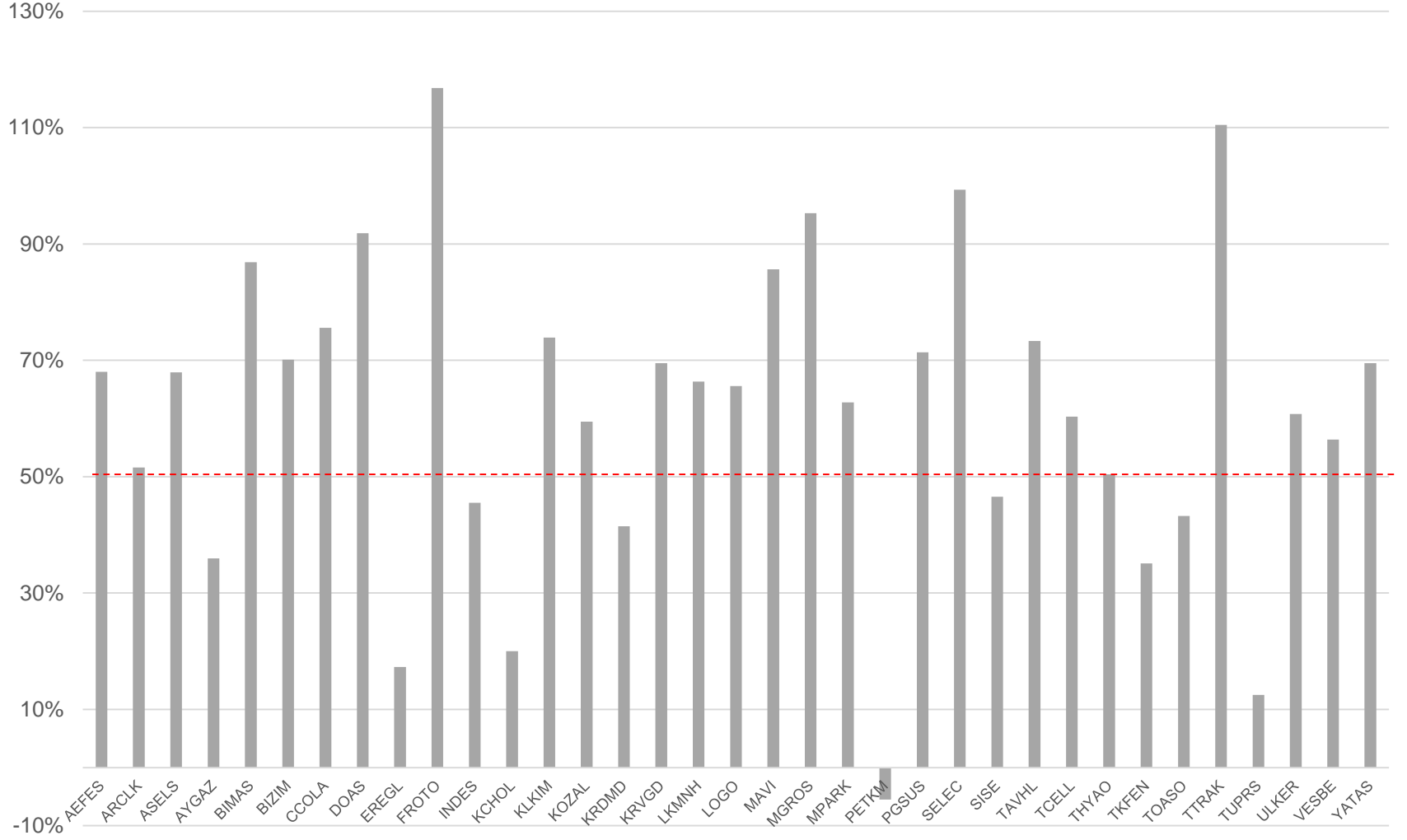
Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlere İlişkin Temel Finansal Tahminlerimiz (2/2)

Şirket Kodu	PD (Milyon TL)	HF (TL)	Öneri	Getiri Potansiyeli (%)	HESAPLANAN ÇARPANLAR				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ						YILLIK BÜYÜME					
					F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2023T		2023T			2024T			2023T			2024T		
					2023T	2024T	2023T	2024T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
					(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)			(milyon TL)			(%)			(%)				
Banka dışı (2/2)	2,741,881				9.2	6.6	5.4	4.0	4.2%	114,486	4,600,235	662,081	358,163	6,376,513	855,325	436,728	44%	24%	12%	39%	29%	22%
KOZAL	86,788	21.40	E.A.	-21%	14.5	12.1	18.2	11.5	2.1%	1,791	9,148	3,926	5,970	11,981	5,785	7,168	59%	30%	49%	31%	47%	20%
KRVGD	4,848	37.00	E.Ü.	83%	9.3	4.5	6.3	4.0	2.7%	131	8,204	1,152	523	12,502	1,895	1,071	69%	84%	28%	52%	64%	105%
LKMNH	958	46.00	E.Ü.	73%	5.7	5.2	4.3	2.9	4.4%	42	1,406	296	169	2,102	449	184	66%	71%	44%	50%	52%	9%
LOGO	7,880	100.60	N	28%	9.2	7.9	10.4	5.7	3.2%	256	2,552	673	854	3,984	1,100	993	66%	37%	105%	56%	63%	16%
MAVI	17,022	124.00	E.Ü.	45%	6.7	4.7	3.4	2.1	4.5%	768	19,663	4,321	2,559	30,224	6,182	3,628	86%	74%	78%	54%	43%	42%
MGROS	50,333	367.00	E.Ü.	32%	10.9	7.5	3.9	2.0	4.3%	2,144	145,492	10,523	4,636	231,624	17,417	6,678	95%	76%	80%	59%	66%	44%
MPARK	19,514	133.00	E.Ü.	42%	10.4	5.9	5.5	3.4	1.9%	376	16,009	3,767	1,882	23,054	5,424	3,328	63%	61%	16%	44%	44%	77%
PETKM	41,260	17.70	E.A.	9%	42.8	6.4	38.4	10.0	1.2%	482	46,202	1,724	965	67,932	6,961	6,439	-6%	-49%	-85%	47%	304%	567%
PGSUS	76,469	950.00	E.Ü.	27%	6.4	8.5	6.2	6.2	0.0%	0	73,235	24,807	11,876	90,108	28,862	9,019	71%	76%	67%	23%	16%	-24%
SELEC	28,293	60.00	E.Ü.	32%	6.9	7.8	5.3	5.8	2.2%	617	89,111	5,124	4,114	130,261	4,755	3,628	99%	69%	73%	46%	-7%	-12%
SISE	148,995	67.50	E.Ü.	39%	6.9	5.2	6.6	4.6	3.0%	4,432	139,742	29,547	21,642	201,846	43,677	28,863	47%	44%	12%	44%	48%	33%
TAVHL	39,380	165.00	E.Ü.	52%	13.6	7.8	8.6	6.5	3.1%	1,215	31,731	9,629	2,898	38,654	13,297	5,076	73%	68%	53%	22%	38%	75%
TCELL	103,400	64.00	E.Ü.	36%	14.4	7.1	3.9	2.7	3.5%	3,595	86,364	34,718	7,190	124,738	50,145	14,482	60%	57%	-35%	44%	44%	101%
THYAO	308,568	285.00	E.Ü.	27%	5.4	7.0	5.4	4.6	0.0%	0	468,013	101,750	57,372	552,457	110,680	44,157	50%	29%	21%	18%	9%	-23%
TKFEN	17,242	62.50	E.Ü.	34%	6.6	4.4	4.0	2.6	4.5%	780	41,434	3,804	2,599	48,222	5,593	3,882	35%	53%	-25%	16%	47%	49%
TOASO	134,000	360.00	E.Ü.	34%	10.5	6.7	9.1	5.3	7.1%	9,529	95,683	14,574	12,705	176,103	26,147	20,068	43%	29%	48%	84%	79%	58%
TTRAK	57,238	550.00	E.A.	-4%	8.1	8.3	6.1	5.9	10.5%	6,015	45,952	8,663	7,077	61,995	9,289	6,884	110%	154%	138%	35%	7%	-3%
TUPRS	176,109	124.80	E.Ü.	37%	6.3	6.6	2.9	3.4	12.5%	22,050	541,896	50,982	28,124	648,072	43,899	26,876	12%	-8%	-31%	20%	-14%	-4%
ULKER	13,502	60.50	E.Ü.	53%	127.7	3.5	4.3	3.3	0.0%	0	45,327	8,853	106	66,067	12,338	3,814	61%	62%	n.m.	46%	39%	3507%
VESBE	22,944	24.50	E.Ü.	71%	8.7	5.6	4.4	3.0	5.8%	1,322	49,088	5,730	2,644	73,134	9,240	4,062	56%	98%	86%	49%	61%	54%
YATAS	5,048	60.00	E.Ü.	78%	6.7	4.1	4.2	2.8	5.2%	260	11,421	1,654	749	17,510	2,588	1,238	70%	72%	46%	53%	56%	65%

Source: AK Yatırım Araştırma, EquityRT

Net Satışlar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2023/2022 – Banka Dışı

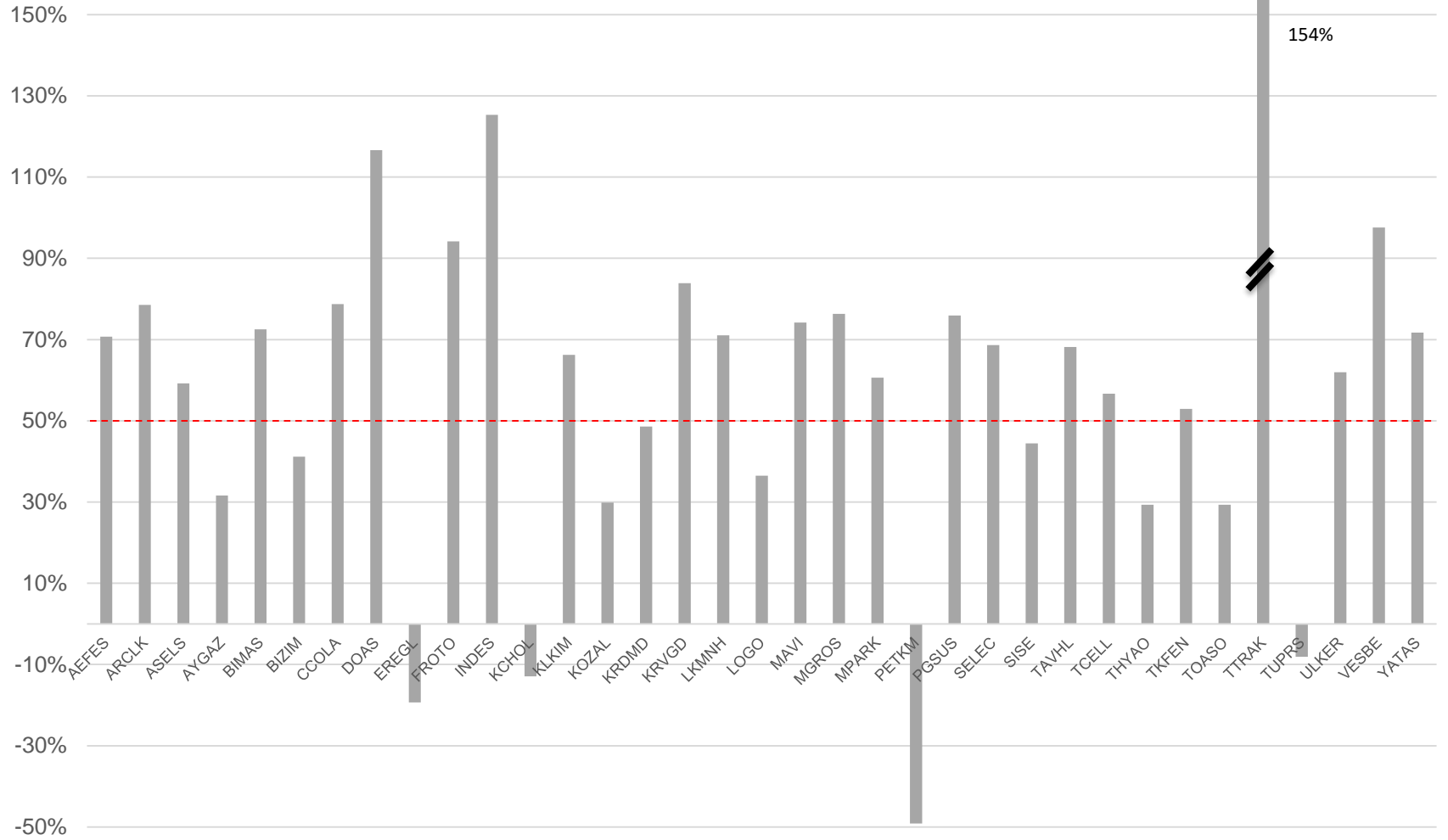
Net Satışlar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2023/2022 – Banka Dışı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

FAVÖK Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2023/2022 – Banka Dışı

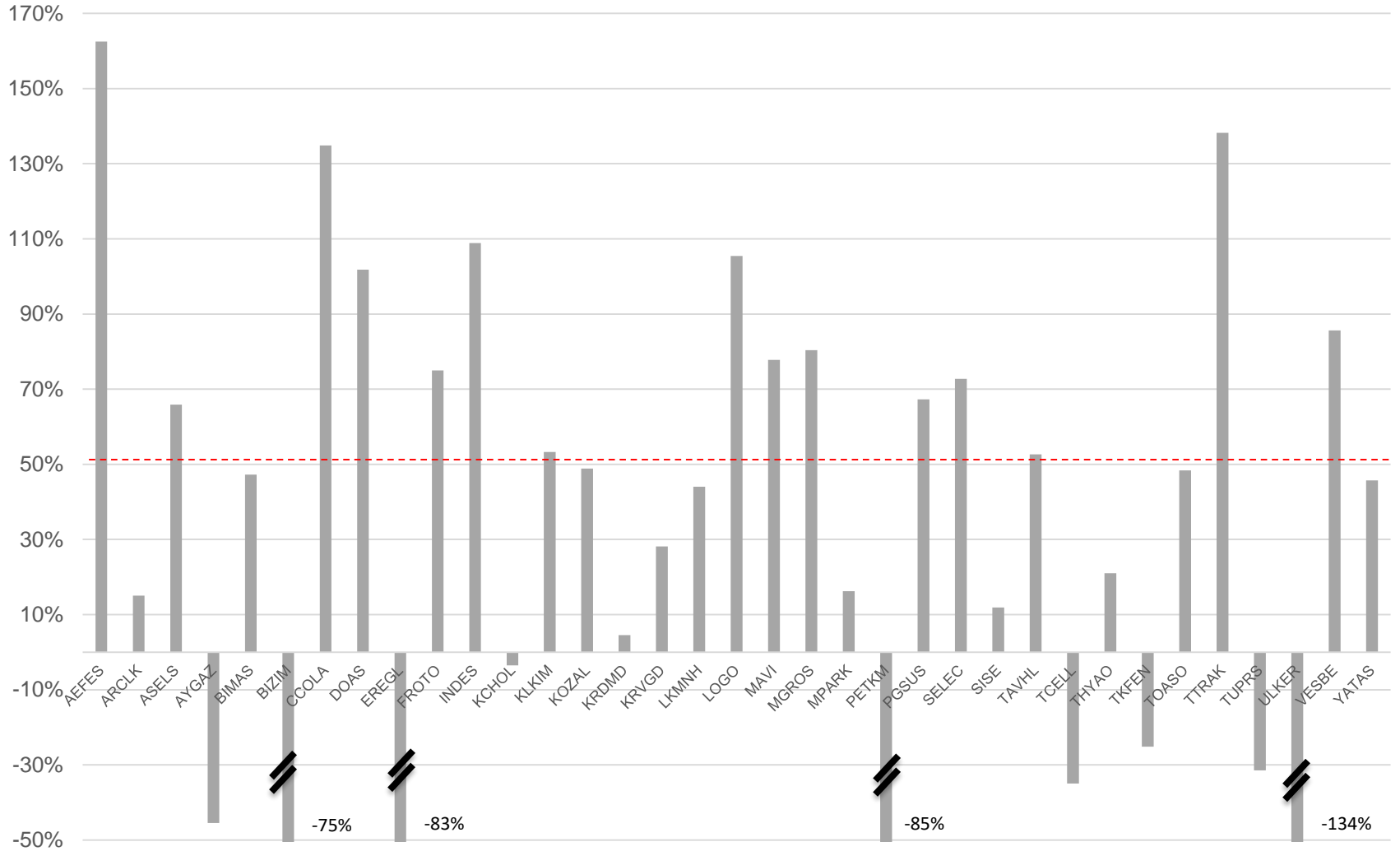
FAVÖK Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2023/2022 – Banka Dışı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Net Kar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2023/2022 – Banka Dışı

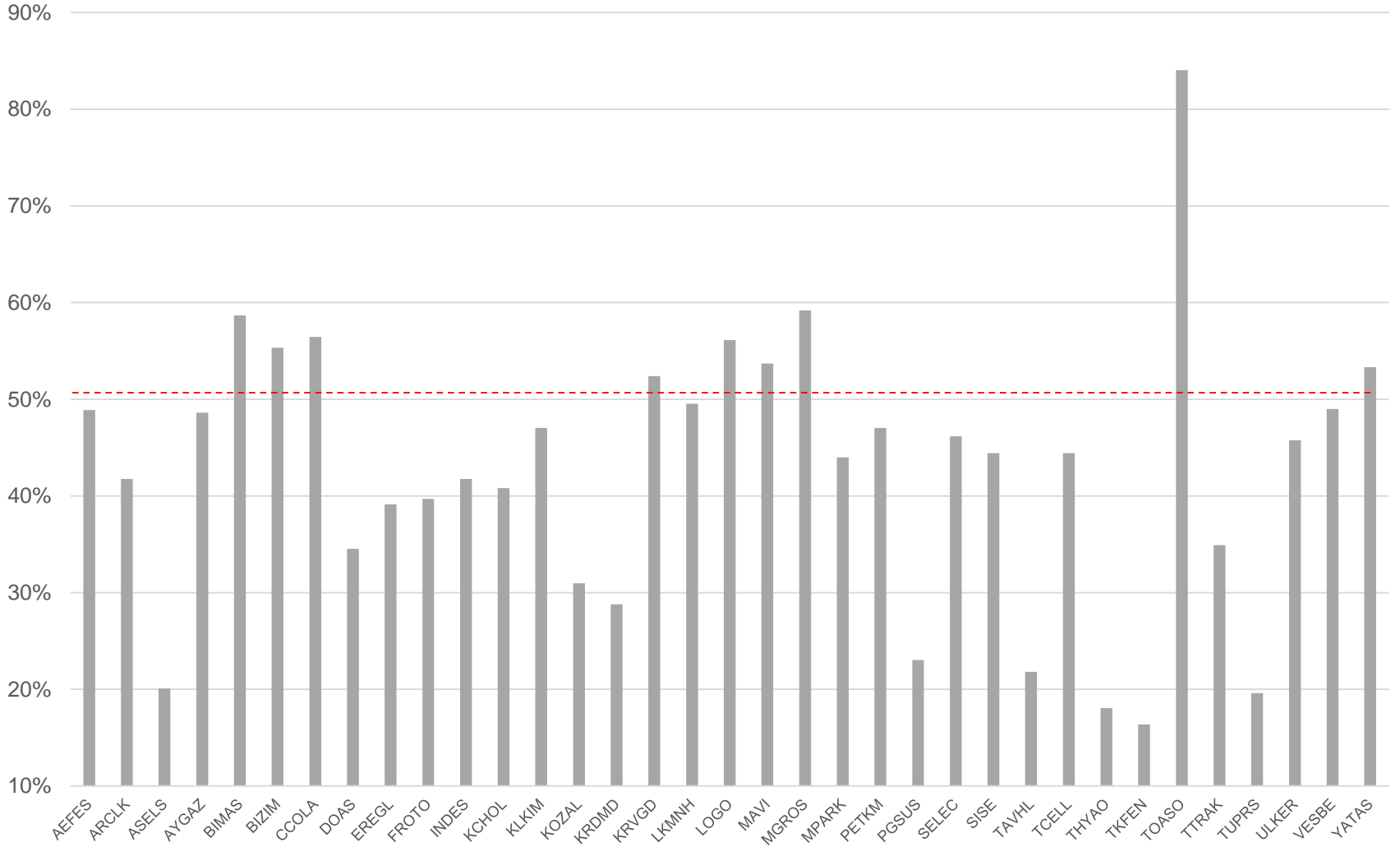
Net Kar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2023/2022 – Banka Dışı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Net Satışlar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2024/2023 – Banka Dışı

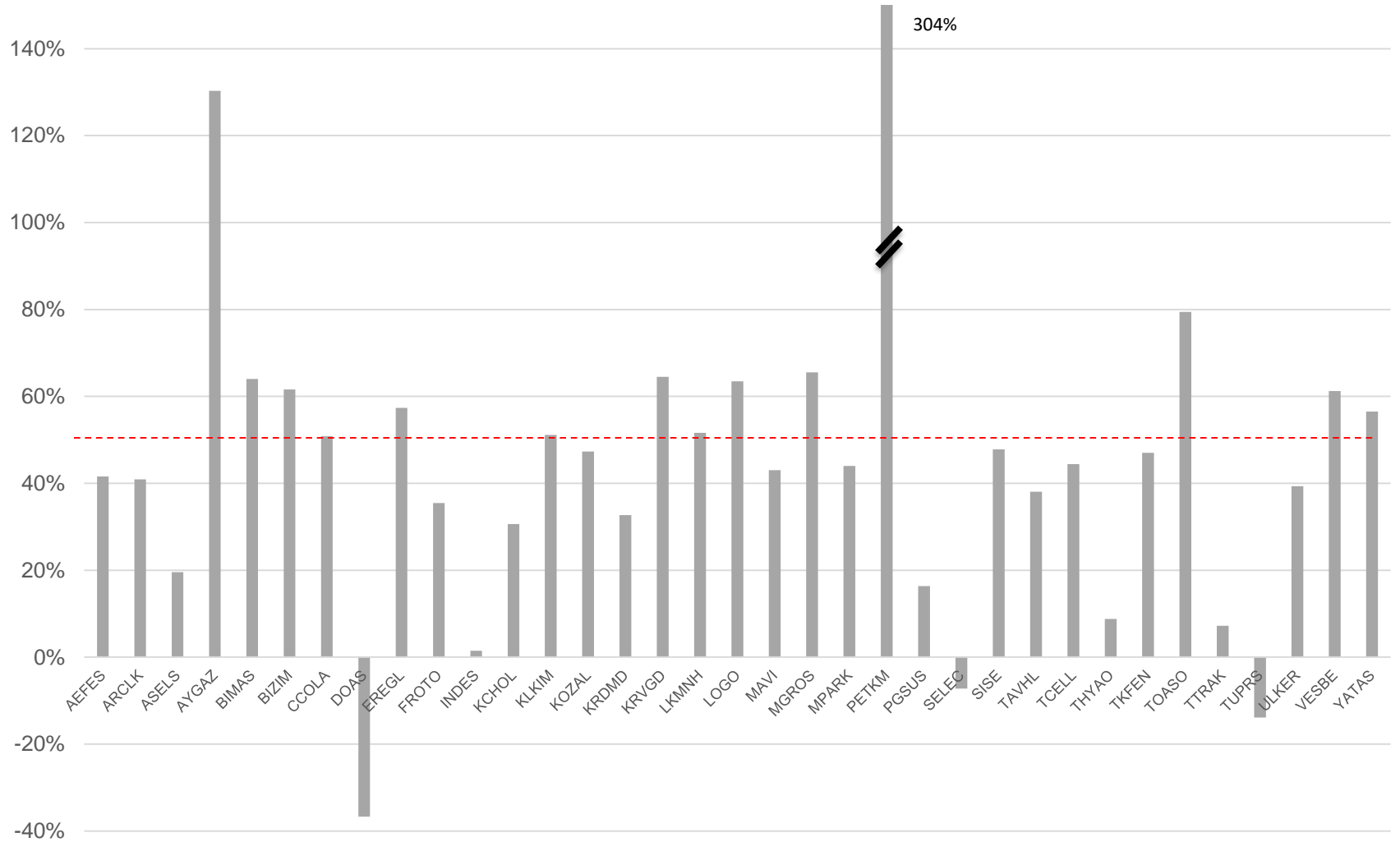
Net Satışlar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2024/2023 – Banka Dışı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

FAVÖK Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2024/2023 – Banka Dışı

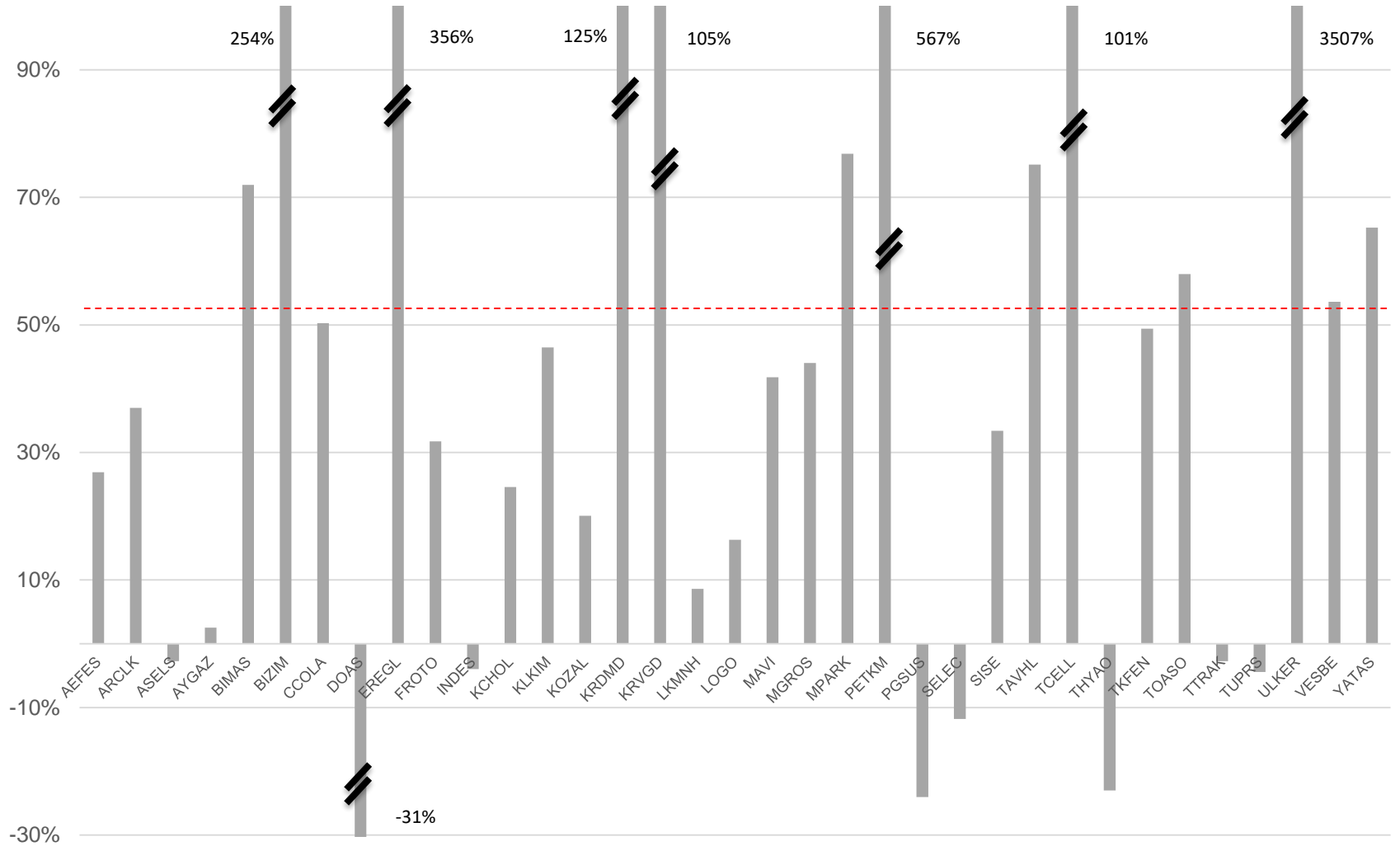
FAVÖK Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2024/2023 – Banka Dışı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Net Kar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2024/2023 – Banka Dışı

Net Kar Büyüme Oranları ile Enflasyon Kıyaslaması – 2024/2023 – Banka Dışı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Model Güncellemelerimiz (1/2)

Şirket Kodu	HF			ÖNERİ			KAR TAHMİNLERİ																	
	Yeni (TL/hisse)	Eski	Değ. (%)	Yeni	Eski	Değ.	2023T						2024T											
							Yeni		Eski		Değişim		Yeni		Eski		Değişim							
							Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar						
(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(%)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(Milyon TL)	(%)									
Banka							213,115			188,471			13%			264,164			240,464			10%		
ALBRK	3.80	2.80	36%	N	N	↔	n.a.	n.a.	3,040	n.a.	n.a.	1,600	n.m.	n.m.	90%	n.a.	n.a.	4,000	n.a.	n.a.	1,965	n.m.	n.m.	104%
GARAN	48.00	42.00	14%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	61,700	n.a.	n.a.	50,050	n.m.	n.m.	23%	n.a.	n.a.	79,000	n.a.	n.a.	63,050	n.m.	n.m.	25%
HALKB	11.80	10.50	12%	N	N	↔	n.a.	n.a.	13,300	n.a.	n.a.	4,650	n.m.	n.m.	186%	n.a.	n.a.	16,100	n.a.	n.a.	9,425	n.m.	n.m.	71%
ISCTR	20.50	19.50	5%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	58,650	n.a.	n.a.	64,000	n.m.	n.m.	-8%	n.a.	n.a.	65,000	n.a.	n.a.	71,500	n.m.	n.m.	-9%
TSKB	8.20	6.30	30%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	6,750	n.a.	n.a.	5,370	n.m.	n.m.	26%	n.a.	n.a.	10,765	n.a.	n.a.	6,770	n.m.	n.m.	59%
VAKBN	9.70	10.00	-3%	N	N	↔	n.a.	n.a.	18,275	n.a.	n.a.	17,500	n.m.	n.m.	4%	n.a.	n.a.	20,500	n.a.	n.a.	28,455	n.m.	n.m.	-28%
YKBNK	19.10	17.70	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	51,400	n.a.	n.a.	45,300	n.m.	n.m.	13%	n.a.	n.a.	68,800	n.a.	n.a.	59,300	n.m.	n.m.	16%
Banka dışı (1/2)							4,600,235	662,081	358,163	4,269,987	590,457	329,284	8%	12%	9%	6,376,513	855,325	436,728	5,190,795	705,947	369,833	23%	21%	18%
AEFES	120.00	98.40	22%	E.Ü.	E.Ü.	↔	152,062	28,013	9,002	146,549	25,736	7,330	4%	9%	23%	226,396	39,655	11,424	188,237	32,306	8,794	20%	23%	30%
ARCLK	216.00	175.00	23%	E.Ü.	E.Ü.	↔	202,987	21,173	4,976	193,949	19,866	4,840	5%	7%	3%	287,780	29,830	6,817	243,694	25,525	7,847	18%	17%	-13%
ASELS	93.00	70.60	32%	N	E.Ü.	↓	59,245	15,079	19,762	49,786	12,781	15,073	19%	18%	31%	71,145	18,024	19,217	69,204	17,174	15,989	3%	5%	20%
AYGAZ	123.10	108.00	14%	N	E.Ü.	↓	50,992	707	2,582	46,954	729	2,791	9%	-3%	-7%	75,787	1,629	2,646	55,414	1,493	2,464	37%	9%	7%
BIMAS	298.00	240.00	24%	E.Ü.	E.Ü.	↔	276,051	20,475	12,014	265,613	19,994	11,817	4%	2%	2%	438,022	33,587	20,658	383,799	30,086	18,156	14%	12%	14%
BIZIM	38.00	43.50	-13%	N	E.Ü.	↓	23,883	1,113	70	23,182	1,212	175	3%	-8%	-60%	37,098	1,799	247	32,514	1,667	234	14%	8%	6%
CCOLA	403.00	325.00	24%	E.Ü.	E.Ü.	↔	93,994	18,137	10,171	90,083	16,956	8,672	4%	7%	17%	147,048	27,357	15,283	117,387	21,666	11,751	25%	26%	30%
DOAS	382.00	285.00	34%	E.Ü.	E.Ü.	↔	89,739	17,010	15,788	78,729	12,239	11,795	14%	39%	34%	120,733	10,774	10,892	96,062	8,180	8,188	26%	32%	33%
EREGL	48.60	36.20	34%	N	N	↔	149,846	21,510	3,042	131,286	16,028	6,186	14%	34%	-51%	208,491	33,850	13,880	162,354	26,690	12,869	28%	27%	8%
FROTO	990.00	705.00	40%	N	N	↔	372,460	38,310	32,568	323,570	32,422	31,044	15%	18%	5%	520,292	51,903	42,900	408,632	41,009	34,652	27%	27%	24%
INDES	34.60	28.00	24%	E.Ü.	E.Ü.	↔	36,393	2,393	1,152	36,267	1,654	809	0%	45%	42%	51,593	2,428	1,106	44,536	1,987	937	16%	22%	18%
KCHOL	165.60	134.60	23%	E.Ü.	E.Ü.	↔	1,082,426	144,770	67,332	1,011,016	129,359	65,673	7%	12%	3%	1,524,162	189,108	83,879	1,208,370	152,822	74,862	26%	24%	12%
KLKIM	95.30	78.20	22%	N	E.Ü.	↓	3,728	751	777	3,865	769	774	-4%	-2%	0%	5,481	1,135	1,138	5,241	1,075	1,057	5%	6%	8%
KRDMD	34.45	24.90	38%	E.Ü.	E.Ü.	↔	38,756	6,424	2,272	35,294	5,502	2,410	10%	17%	-6%	49,913	8,525	5,103	41,526	6,712	4,490	20%	27%	14%

Source: AK Yatırım Araştırma

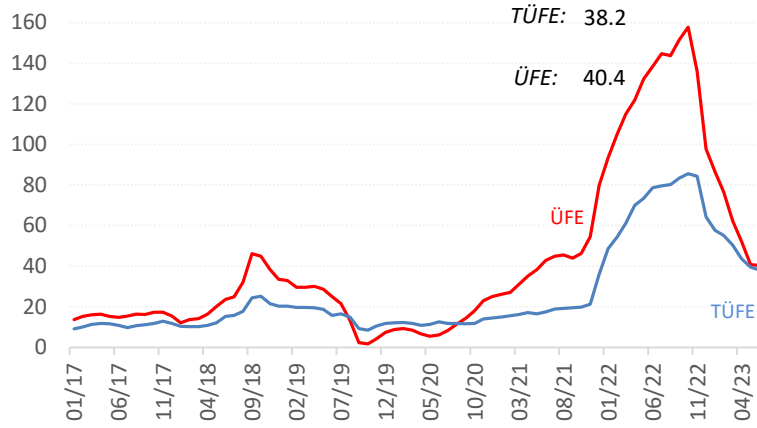
Model Güncellemelerimiz (2/2)

Şirket Kodu	HF			ÖNERİ			KAR TAHMİNLERİ																	
	Yeni (TL/hisse)	Eski	Değ. (%)	Yeni	Eski	Değ.	2023T						2024T											
							Yeni		Eski		Değişim		Yeni		Eski		Değişim							
							Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar	Ciro	FAVÖK Net Kar						
(Milyon TL)		(Milyon TL)		(%)		(Milyon TL)		(Milyon TL)		(%)														
Banka dışı (2/2)							4,600,235	662,081	358,163	4,269,987	590,457	329,284	8%	12%	9%	6,376,513	855,325	436,728	5,190,795	705,947	369,833	23%	21%	18%
KOZAL	21.40	16.50	30%	E.A.	E.A.	↔	9,148	3,926	5,970	8,079	3,468	5,332	13%	13%	12%	11,981	5,785	7,168	9,048	4,369	5,988	32%	32%	20%
KRVGD	37.00	31.00	19%	E.Ü.	E.Ü.	↔	8,204	1,152	523	8,131	1,115	608	1%	3%	-14%	12,502	1,895	1,071	10,250	1,558	844	22%	22%	27%
LKMNH	46.00	41.00	12%	E.Ü.	E.Ü.	↔	1,406	296	169	1,348	305	177	4%	-3%	-5%	2,102	449	184	1,867	425	171	13%	6%	7%
LOGO	100.60	100.60	0%	N	E.Ü.	↓	2,552	673	854	2,595	837	827	-2%	-20%	3%	3,984	1,100	993	3,735	1,217	1,022	7%	-10%	-3%
MAVI	124.00	101.00	23%	E.Ü.	E.Ü.	↔	19,663	4,321	2,559	19,060	4,171	2,472	3%	4%	4%	30,224	6,182	3,628	26,658	5,495	3,273	13%	12%	11%
MGROS	367.00	255.00	44%	E.Ü.	E.Ü.	↔	145,492	10,523	4,636	134,060	10,034	3,468	9%	5%	34%	231,624	17,417	6,678	194,185	15,189	5,375	19%	15%	24%
MPARK	133.00	129.00	3%	E.Ü.	E.Ü.	↔	16,009	3,767	1,882	15,703	3,612	2,297	2%	4%	-18%	23,054	5,424	3,328	21,019	4,937	3,094	10%	10%	8%
PETKM	17.70	14.18	25%	E.A.	E.A.	↔	46,202	1,724	965	53,968	2,699	3,223	-14%	-36%	-70%	67,932	6,961	6,439	62,173	5,805	5,294	9%	20%	22%
PGSUS	950.00	840.00	13%	E.Ü.	E.Ü.	↔	73,235	24,807	11,876	65,854	23,589	12,075	11%	5%	-2%	90,108	28,862	9,019	77,194	24,733	8,022	17%	17%	12%
SELEC	60.00	40.40	49%	E.Ü.	E.Ü.	↔	89,111	5,124	4,114	86,390	3,283	2,519	3%	56%	63%	130,261	4,755	3,628	119,178	4,171	3,122	9%	14%	16%
SISE	67.50	59.50	13%	E.Ü.	E.Ü.	↔	139,742	29,547	21,642	145,538	29,108	21,773	-4%	2%	-1%	201,846	43,677	28,863	182,371	39,027	29,301	11%	12%	-1%
TAVHL	165.00	137.00	20%	E.Ü.	E.Ü.	↔	31,731	9,629	2,898	28,327	8,456	2,977	12%	14%	-3%	38,654	13,297	5,076	33,433	11,485	4,674	16%	16%	9%
TCELL	64.00	46.60	37%	E.Ü.	E.Ü.	↔	86,364	34,718	7,190	84,571	34,098	7,190	2%	2%	0%	124,738	50,145	14,482	113,514	46,449	14,482	10%	8%	0%
THYAO	285.00	193.00	48%	E.Ü.	E.Ü.	↔	468,013	101,750	57,372	422,627	86,505	40,594	11%	18%	41%	552,457	110,680	44,157	447,002	89,615	31,620	24%	24%	40%
TKFEN	62.50	47.50	32%	E.Ü.	N	↑	41,434	3,804	2,599	36,340	3,674	3,143	14%	4%	-17%	48,222	5,593	3,882	38,584	4,180	3,755	25%	34%	3%
TOASO	360.00	270.00	33%	E.Ü.	E.Ü.	↔	95,683	14,574	12,705	81,905	12,896	9,619	17%	13%	32%	176,103	26,147	20,068	131,153	19,679	14,327	34%	33%	40%
TTRAK	550.00	392.00	40%	E.A.	E.Ü.	↓	45,952	8,663	7,077	35,484	6,043	4,756	30%	43%	49%	61,995	9,289	6,884	43,357	6,490	4,111	43%	43%	67%
TUPRS	124.80	102.50	22%	E.Ü.	E.Ü.	↔	541,896	50,982	28,124	504,666	46,806	32,131	7%	9%	-12%	648,072	43,899	26,876	490,828	33,546	21,632	32%	31%	24%
ULKER	60.50	52.00	16%	E.Ü.	E.Ü.	↔	45,327	8,853	106	41,689	7,784	1,531	9%	14%	-93%	66,067	12,338	3,814	53,747	10,021	2,692	23%	23%	42%
VESBE	24.50	17.00	44%	E.Ü.	E.Ü.	↔	49,088	5,730	2,644	45,991	5,013	2,260	7%	14%	17%	73,134	9,240	4,062	57,471	6,609	3,332	27%	40%	22%
YATAS	60.00	60.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	11,421	1,654	749	11,519	1,714	921	-1%	-4%	-19%	17,510	2,588	1,238	17,058	2,555	1,410	3%	1%	-12%

Source: AK Yatırım Araştırma

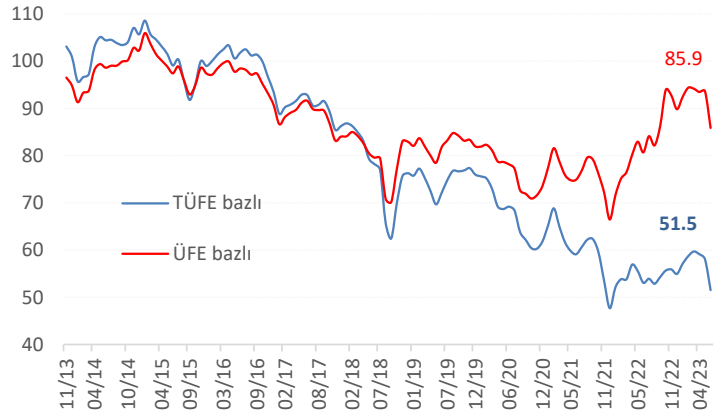
Makro Görünüm

Enflasyon'da gerileme Haziran'da sona ermiş olacak



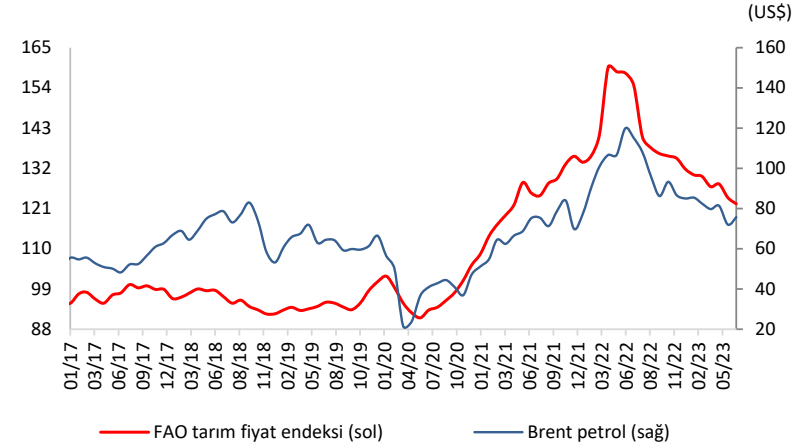
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Kurdaki hareket reel kur endeksini gerilettili.



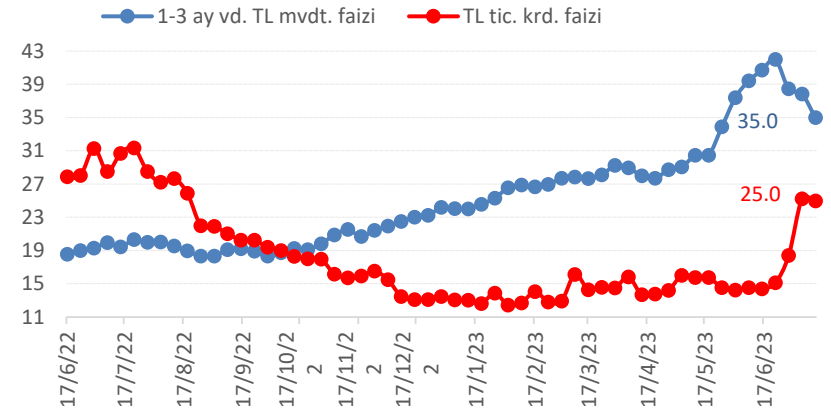
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Küresel enerji fiyatlarında düşüş hız kesti; gıda düşmeye devam ediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

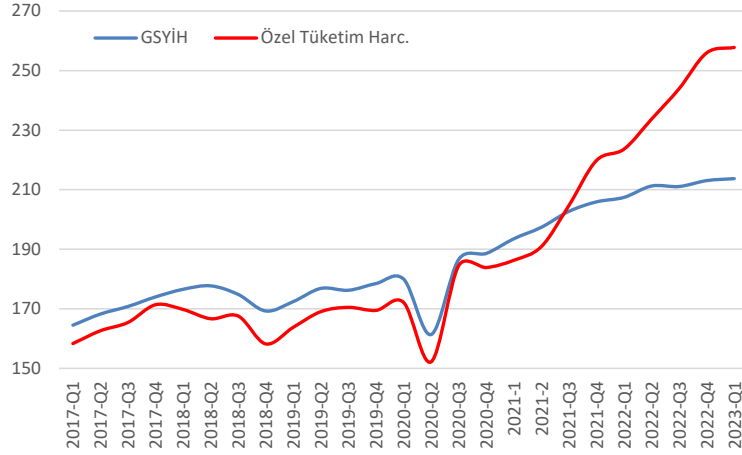
Kredi - mevduat getiri makası Temmuz'da bir miktar toparlandı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

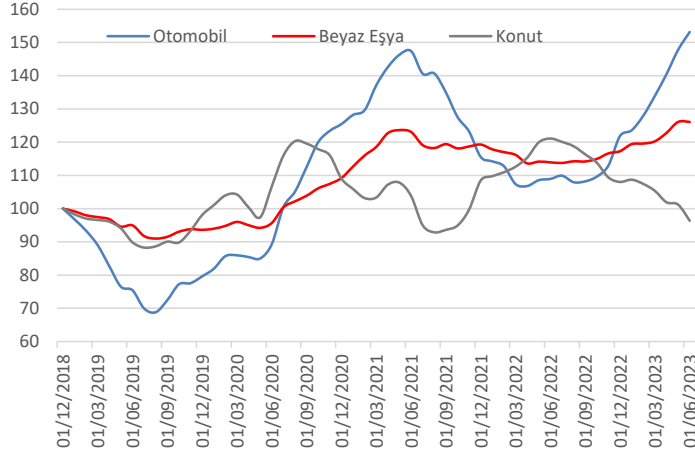
Makro Görünüm

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



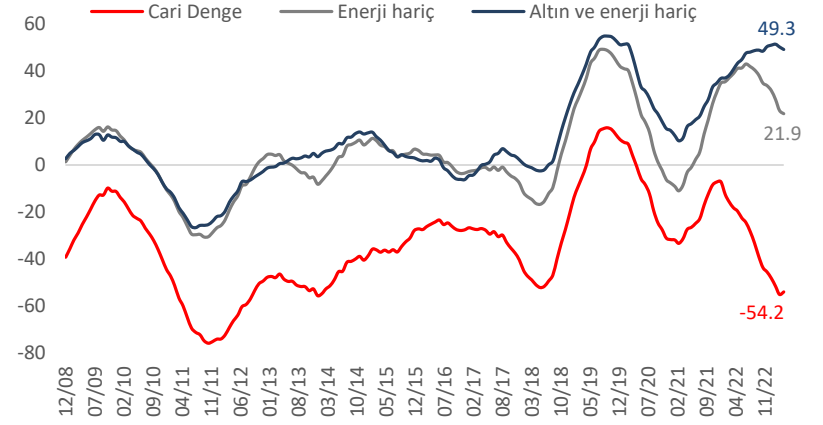
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Otomobil, beyaz eşya, konut satışları (aylar itibarıyla yıllık, 2018=100)



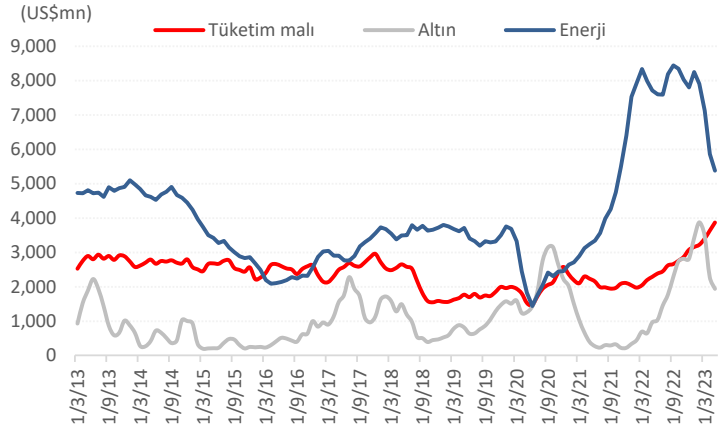
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Cari İşlemler Dengesi (12 aylık kümüle, milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

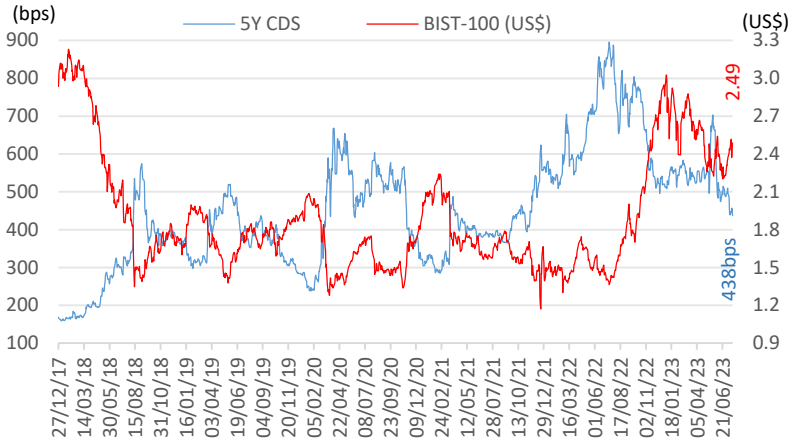
Seçili ithalat kalemlerinde aylık tutarlar (3 aylık ort., milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

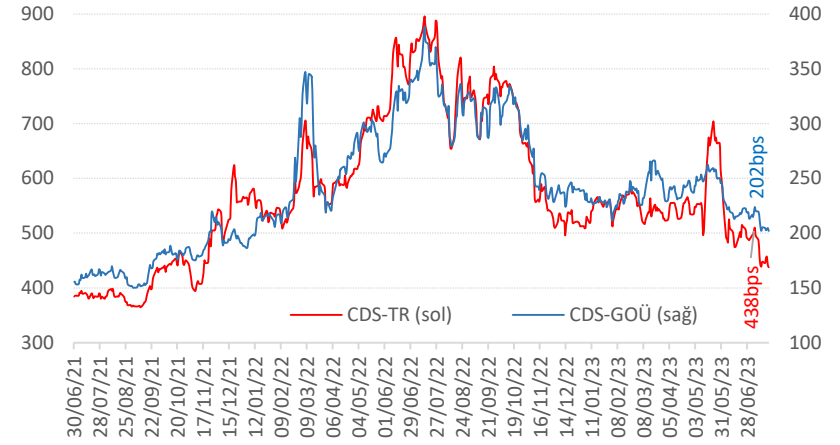
Piyasa Görünümü

BIST-100 CDS'deki düşüğe paralel yükseldi



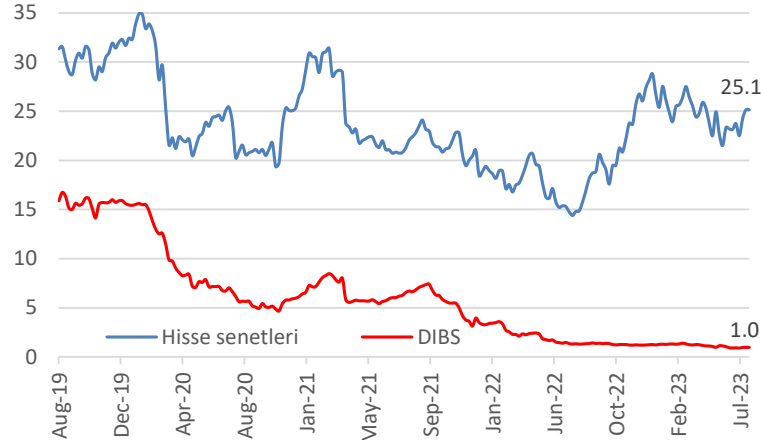
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Türkiye CDS'i son iki ayda GOÜ'den olumlu ayrıştı.



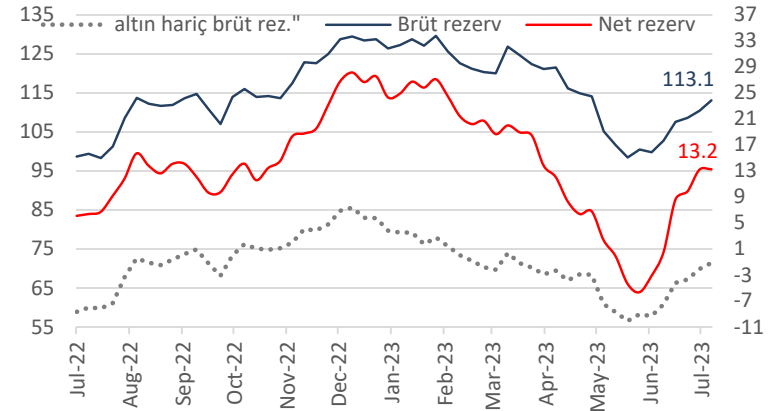
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yurtdışı yerleşiklerin TL cinsinden portföy yatırımları (milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

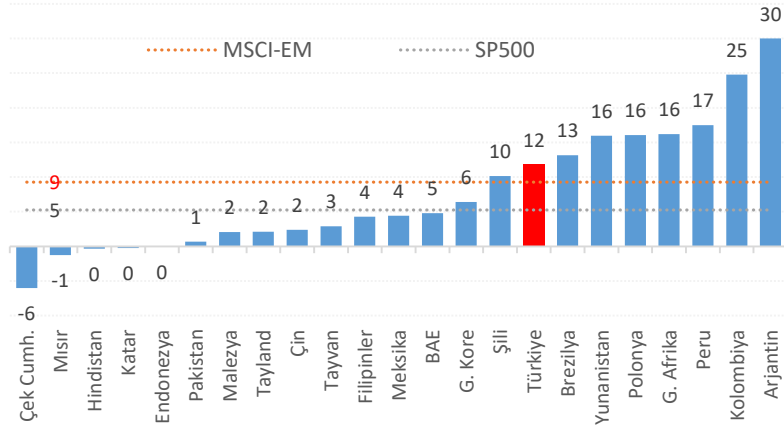
TCMB rezerv gelişimi (milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, SPK

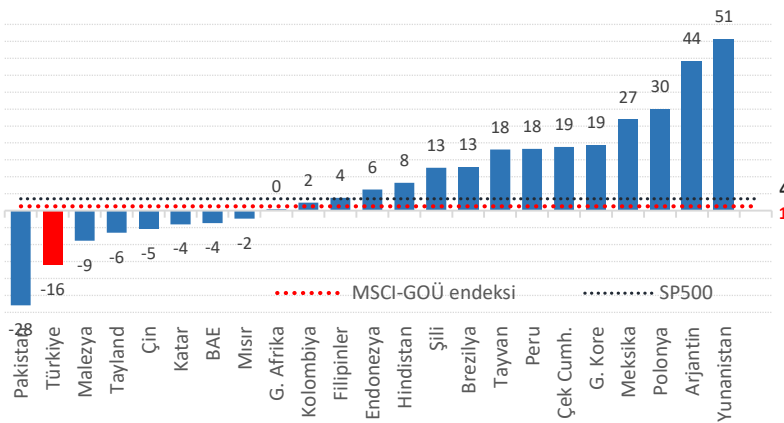
Piyasa Görünümü

25 Mayıs sonrası MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (ABD\$ bazında)



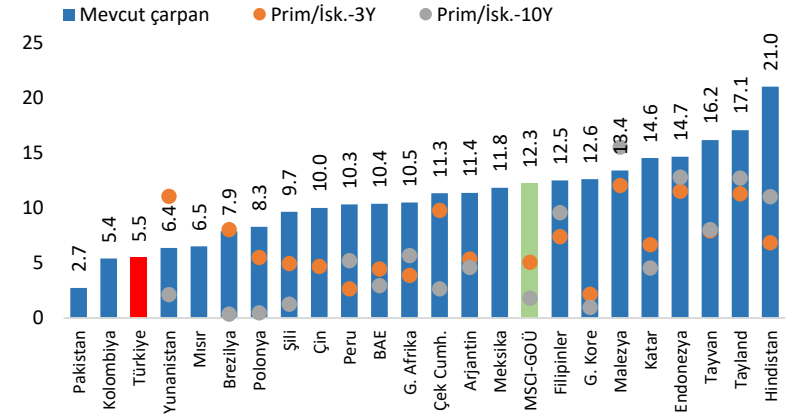
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



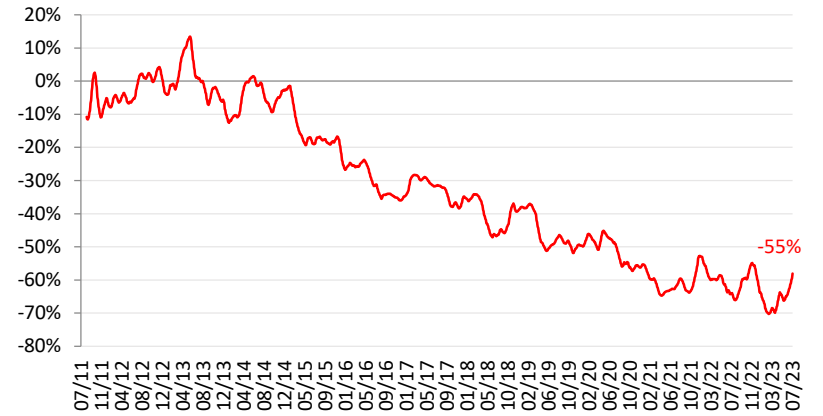
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

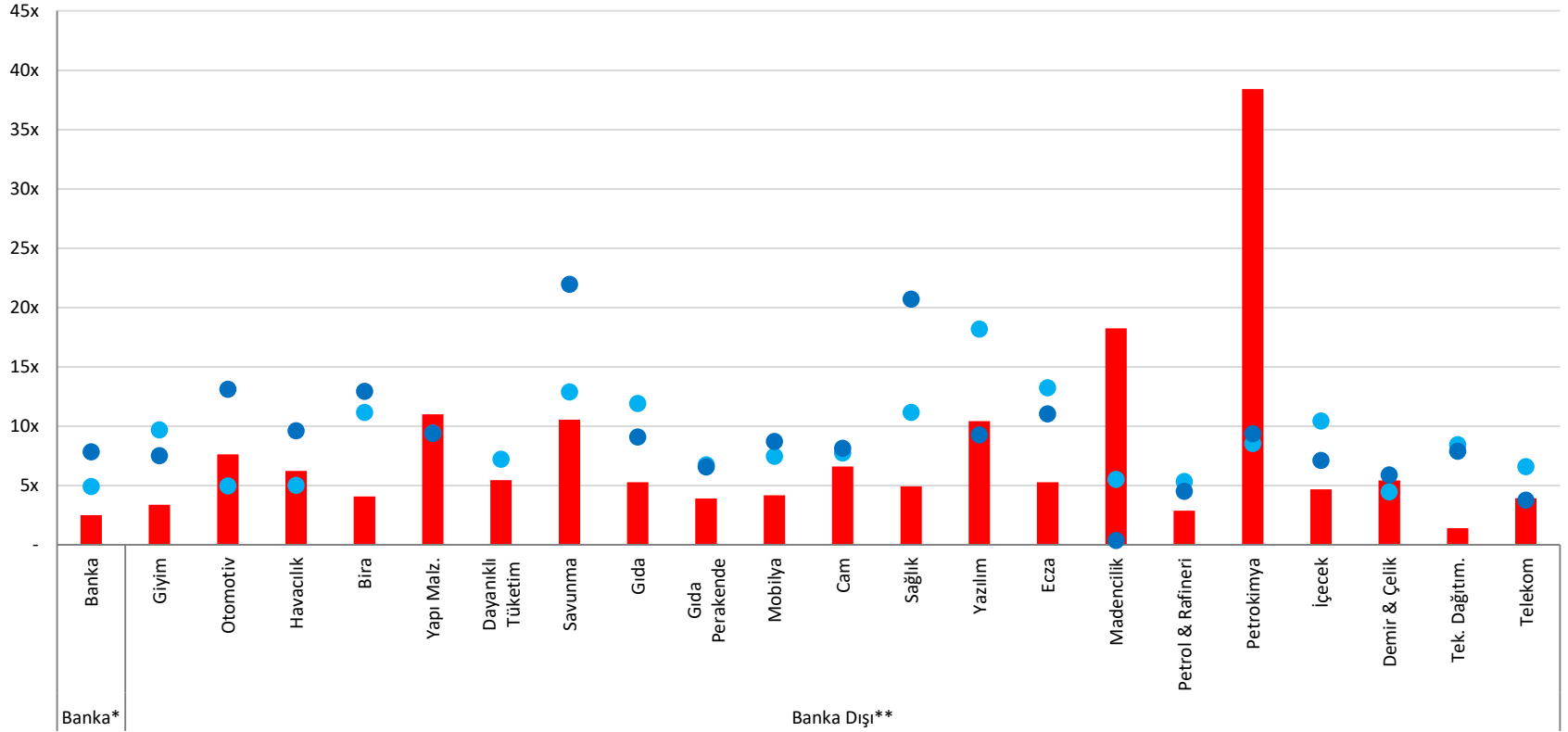
F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Madencilik ve Petrokimya Hisseleri Küresel Benzerlerine Göre Primli İşlem Görüyor

2023T Medyan Piyasa Çarpanları - Sektörler vs Global Benzerler



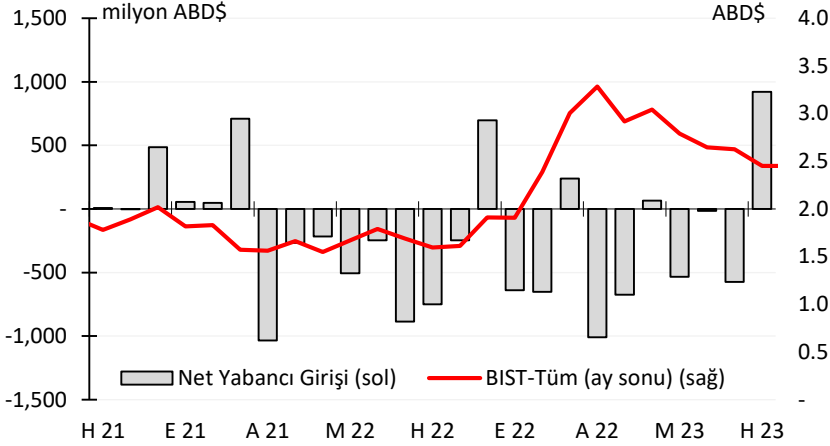
* Banka: F/K ** Banka Dışı: FD/FAVÖK
*** AK Yatırım **** Bloomberg

■ TR*** ● GÜ**** ● GOÜ****

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Bloomberg

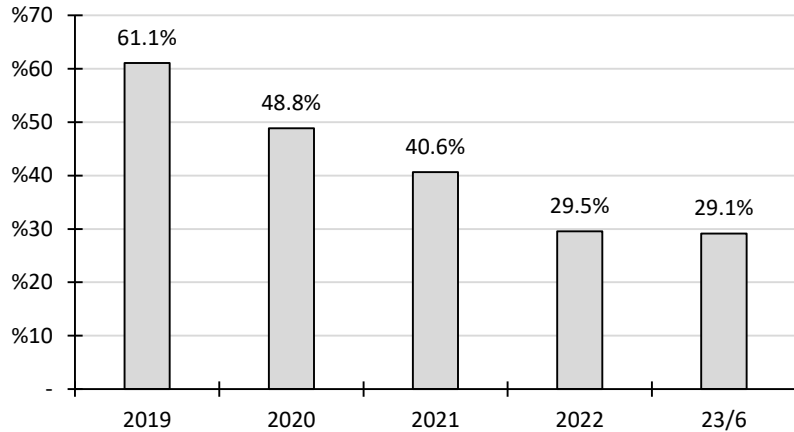
Yabancılar Haziran ayında 922,4 milyon ABD Doları net alım yaptı

Aylık net yabancı hacimleri (milyon ABD\$)



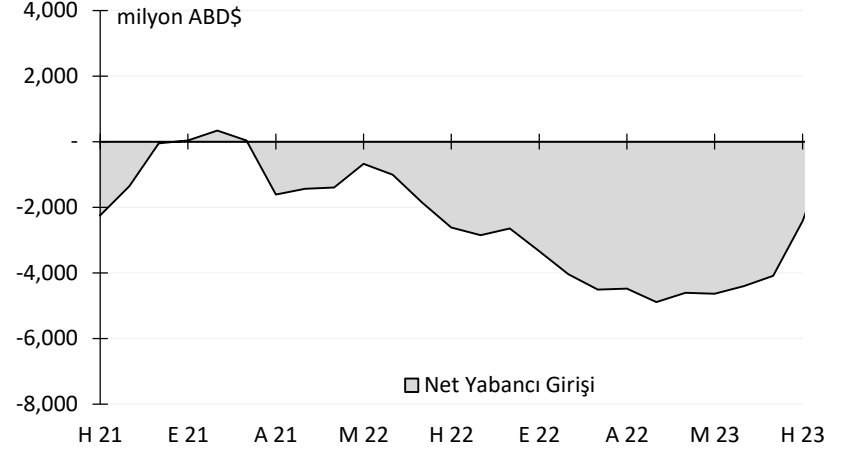
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

BIST'te yabancı payı (dönem sonu)



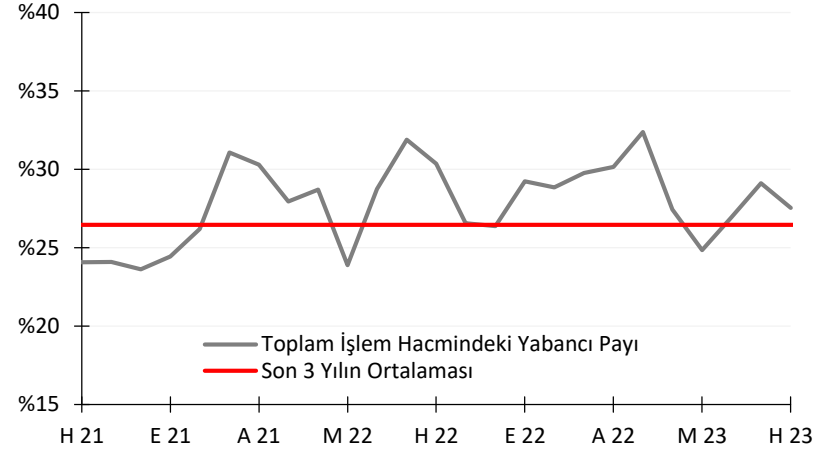
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

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



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

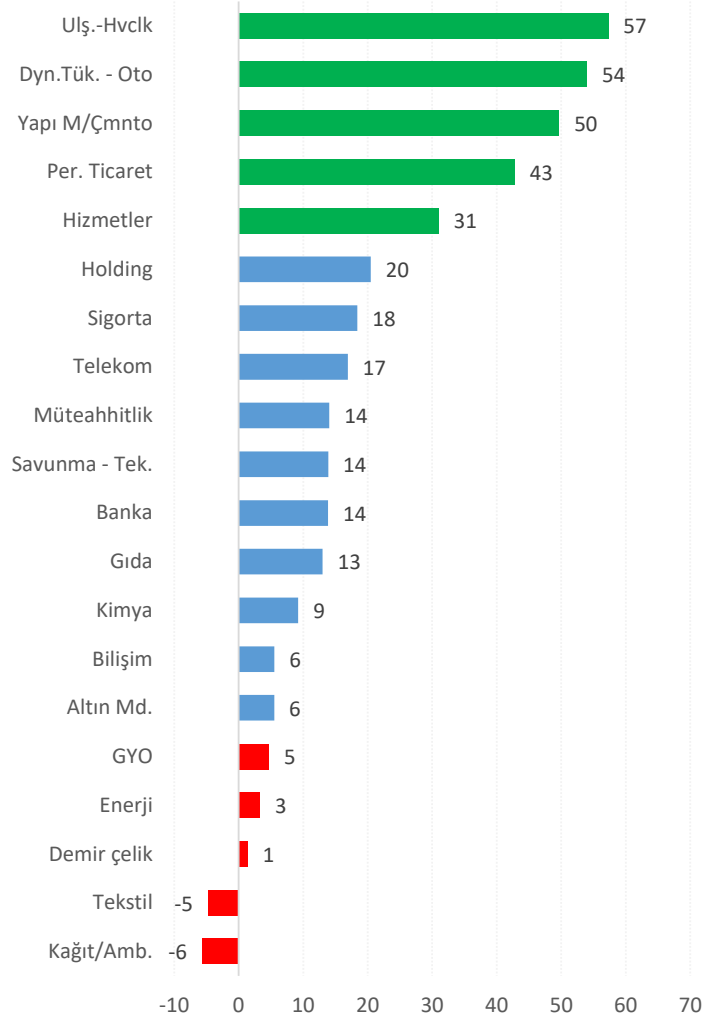
Toplam işlem hacmindeki yabancı payı (dönem sonu)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

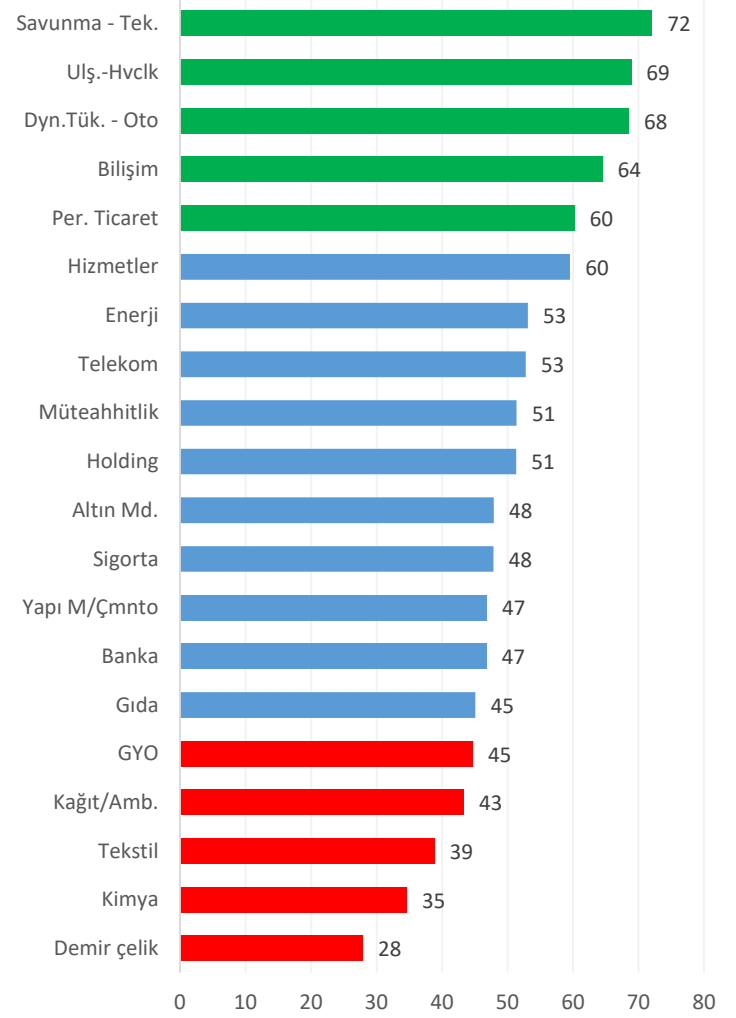
Sektörel Görünüm

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Sektör endekslerinde 25 Mayıs'a göre getiriler



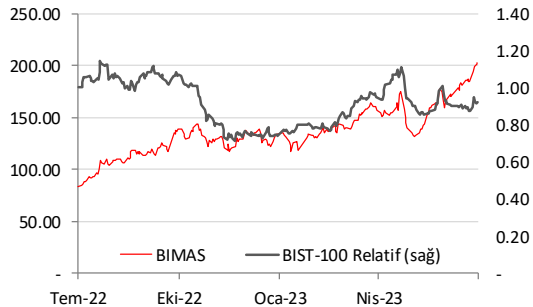
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Hisse Önerileri

Bim

Bloomberg Kodu				BIMAS TL
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				298.00
Güncel Fiyat, TL				203.00
Getiri Potansiyeli				47%
Halka Açıklık Oranı				60%
Piyasa Değeri, mn TL				123,262
Firma Değeri, mn TL				133,777

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	70,699	147,716	276,051	438,022
FAVÖK, mn TL	6,576	11,867	20,475	33,587
Net Kâr, mn TL	2,932	8,157	12,014	20,658
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	5,153	7,717	13,621	19,814
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.7	0.7	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	9.3%	8.0%	7.4%	7.7%
Net Marj	4.1%	5.5%	4.4%	4.7%
Temettü Verimi	8.9%	3.0%	3.3%	5.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	27.4%	108.9%	86.9%	58.7%
FAVÖK, y/y	29.8%	80.5%	72.5%	64.0%
Net Kâr, y/y	12.5%	178.2%	47.3%	72.0%
Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	14.0	7.4	10.3	6.0
FD/FAVÖK	7.0	5.7	6.7	4.3
FD/Ciro	0.7	0.5	0.5	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	27.8%	29.6%	146.1%	50.1%
BİST-100 Relatif	-0.9%	-2.8%	-7.6%	23.6%
AOİH, mn TL	1,150	1,219	1,028	1,078



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 dayanıklı tüketim ürünlerinden hızlı tüketim ürünlerine kaydıracağını düşünüyoruz. Mevcut makro ekonomik ortamda geleneksel pazardan modern pazara kayışın devam etmesini dolayısıyla şirketlerin pazar payı kazanmaya devam etmesini bekliyoruz. Satış büyümesinde gerileyen enflasyon nedeniyle 2022'ye göre bir yavaşlama beklemekle birlikte, trafik artışı, sepet büyümesi ve mağaza açılış hızı sayesinde 2023'te %87 ciro büyümesi öngörüyoruz. Güçlü talebin etkisiyle benzer mağaza satışlarının reel olarak da büyüyeceğini düşünüyoruz. Yüksek baz nedeniyle Bim'in satış büyümeleri yılın ilk yarısında rakiplerinin gerisinde kalsa da yılın ikinci yarısında yüksek baz etkisinin ortadan kalkması ile Şirket'in büyümesinin sektör ortalamalarını yakalayacağını öngörüyoruz.

Diğer taraftan başta personel olmak üzere yüksek maliyet artışlarının yüksek büyümenin sağladığı 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 yaratabileceğini öngörmekle birlikte, marjlar üzerindeki etkisinin operasyonel kaldıraç ve olası stok karları nedeniyle sınırlı olacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla FAVÖK marjının (TFRS 16 öncesi) 2023'te sınırlı 30 baz puan daralarak Şirket'in 2023 marj öngörülerinin üst bandına yakınsayacağını tahmin ediyoruz (TFRS 16 sonrası 60 baz puan daralma). Yılın ilk çeyreğinde depremin ve erken emeklilik sisteminin getirdiği tek seferlik 75 baz puanlık etki dahil FAVÖK marjının (TFRS 16 öncesi) 200 puan daraldığı dikkate alınır, tahminlerimiz yılın geri kalanında marj baskısının olmayacağına işaret ediyor (TFRS 16 sonrası 30 baz puan daralma).

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Türkiye ve sektöre ilişkin risk algısının düzelmesi en önemli olumlu katalizörler olarak görünüyor. Regülasyon riski ise en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

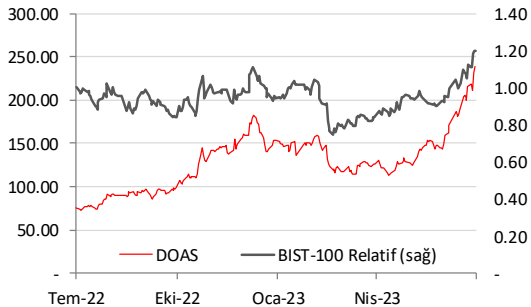
Değerleme:

Hisse, 10,3x 2023T F/K ile 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %27 iskontolu işlem görüyor. Tarihi dip seviyelerine yakın olan çarpanların aşağı yönlü riskleri sınırladığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 298TL'ye %47 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Doğuş Otomotiv

Bloomberg Kodu	DOAS TL
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	382.00
Güncel Fiyat, TL	239.40
Getiri Potansiyeli	60%
Halka Açıklık Oranı	34%
Piyasa Değeri, mn TL	52,668
Firma Değeri, mn TL	42,040

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	24,306	46,781	89,739	120,733
FAVÖK, mn TL	2,378	7,853	17,010	10,774
Net Kâr, mn TL	2,332	7,824	15,788	10,892
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-381	-2,805	-5,877	-3,492
Net Borç/FAVÖK	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	9.8%	16.8%	19.0%	8.9%
Net Marj	9.6%	16.7%	17.6%	9.0%
Temettü Verimi	8.5%	11.1%	3.8%	16.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	28.6%	92.5%	91.8%	34.5%
FAVÖK, y/y	46.1%	230.3%	116.6%	-36.7%
Net Kâr, y/y	124.8%	235.6%	101.8%	-31.0%
Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	3.0	2.5	3.3	4.8
FD/FAVÖK	n.m.	0.6	2.1	3.5
FD/Ciro	n.m.	0.1	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	67.3%	90.6%	215.1%	31.1%
BİST-100 Relatif	29.7%	42.9%	18.3%	8.0%
AOİH, mn TL	648	445	306	397



Yatırım teması:

Doğuş'u beğenmemizin sebepleri: (1) 2023 yılında rekor marj beklentimiz, (2) iştiraklerden güçlü performans beklentimiz, ve (3) yurtiçi hafif araç pazarında yüksek performanstır.

2Ç23'de net satışların yıllık %134 artarak 27,6 milyar TL olmasını bekliyoruz. Söz konusu büyüme net satışları Euro cinsinden rekor bir seviye olan 1,2 milyar Euro'ya taşımaktadır. 2Ç23'te rekor %21,7 seviyesinde FAVÖK marjı bekliyoruz. Taşınmaz satışından elde edilen tek seferlik 404 milyon TL ve iştiraklerdeki güçlü performansın rekor bir net kar marjına yol açabileceğini düşünüyoruz. Temmuz 2023'te yurtiçi hafif araç pazarının güçlü seyrettiğini takip etmekteyiz. Geçmiş aylık verileri kullanarak basit bir hesap yaparsak 2023'te yurtiçi hafif araç pazarının rekor bir seviye olan 1,2-1,3 milyon araca yükselebileceğini görüyoruz.

ÖTV artışı ve Türkiye ekonomisindeki potansiyel bir yavaşlamanın ana risk faktörleri olduğunu düşünüyoruz.

Şirket 9 Mart 2023'de Doğuş GYO'nun %93.7'sini 5.1 milyar TL'ye satın aldı. Doğuş GYO'nun yönetim kontrolü A grubu hisselerindedir. 1Ç23 itibarıyla Doğuş Otomotiv, Doğuş GYO'nun A grubu hisselerine sahip değildir. Bu yüzden şirket, Doğuş GYO'nun finansallarını kendi finansallarına konsolide etmemiş, Doğuş GYO'yu uzun vadeli finansal varlık olarak kaydetmiştir. Şirket satın alımın sebebi olarak gayrimenkul şirketinin sahip olduğu galerileri ve diğer kıymetli gayrimenkullerin yaratacağı sinerjilerden bahsetmiştir. Satın alım sürecinde ödenen yüksek prim, ana ortağın başka bir şirketinin satın alınmış olması ve satın alım tamamlandıktan kısa bir süre sonra Bursa'daki galerinin satılması, satın alım süreci ve şirketin kurumsal yönetimi konularında aklımızda soru işareti bıraktı.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

İlerleyen çeyreklerde güçlü finansal sonuçlar açıklanması

Hafif araç pazarında güçlü performans

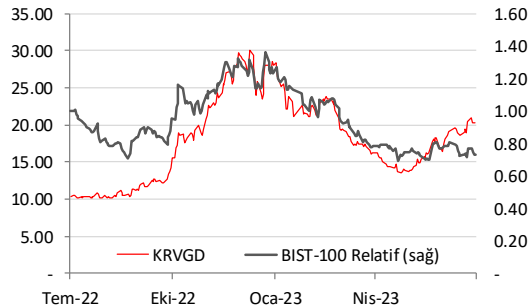
Değerleme:

Doğuş'u değerlemek için 1 yıl ileri 5 F/K çarpanı ve İNA kullanıyoruz. İkisini %50 eşit ağırlıkla değerlendiriyoruz.

Kervan Gıda

Bloomberg Kodu	KRVGD TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	37.00
Güncel Fiyat, TL	20.20
Getiri Potansiyeli	83%
Halka Açıklık Oranı	28%
Piyasa Değeri, mn TL	4,848
Firma Değeri, mn TL	6,494

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,848	4,840	8,204	12,502
FAVÖK, mn TL	211	626	1,152	1,895
Net Kâr, mn TL	133	408	523	1,071
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	720	1,263	2,200	2,615
Net Borç/FAVÖK	3.4	2.0	1.9	1.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	11.4%	12.9%	14.0%	15.2%
Net Marj	7.2%	8.4%	6.4%	8.6%
Temettü Verimi	0.8%	1.4%	1.2%	2.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	82.6%	162.0%	69.5%	52.4%
FAVÖK, y/y	-6.9%	197.2%	83.9%	64.5%
Net Kâr, y/y	8.9%	206.9%	28.1%	104.8%
Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	22.6	7.7	9.3	4.5
FD/FAVÖK	18.6	7.4	6.3	4.0
FD/Ciro	2.1	1.0	0.9	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	23.0%	24.3%	93.3%	-32.7%
BİST-100 Relatif	-4.6%	-6.8%	-27.4%	-44.5%
AOİH, mn TL	55	38	57	43



Yatırım teması:

Kervan Gıda, Türkiye'nin önde gelen yumuşak şeker üreticilerinden. Kervan Gıda'nın önümüzdeki süreçte, i) pazarın oldukça üzerinde büyüyen indirim marketler kanalındaki güçlü varlığı, ii) global markalara kıyasla daha rekabetçi fiyatları ve ii) artan ölçek avantajları sayesinde, Türkiye'de pazar payını arttırması için daha fazla alanı olduğunu düşünüyoruz. 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.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Şirketin Türkiye'deki yıllık üretim kapasitesi, 2020'de 60 bin tondan iki yılda %40 artarak 2022'de 85 bin tona yükseldi. Kapasitede önemli artışa rağmen şirket 2 ana ürün kategorisinde neredeyse tam kapasite ile çalışıyor. Şirketin Türkiye'deki rekabetçi üretim bazı ve artan marka bilinirliği, ihracatını arttırmasında önemli rol oynadı. Kârlılık tarafında, şirketin enerji ihtiyacını yenilenebilir kaynaklardan sağlamaya yönelik yatırımları, Manisa'da tüm yurt içi üretim faaliyetlerini konsolidasyonu ve Polonya'da devam eden ürün portföyü ve satış kanalı optimizasyonunun, ileriye dönük karlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz. Potansiyel olarak daha hafif düşük işletme sermayesi ile şirketin üretim kapasiteni daha kârlı kanallara yönlendirme kabiliyetinin uzun dönemli performansı için belirleyici olacağını düşünüyoruz.

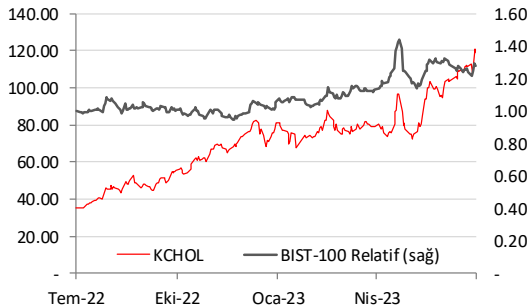
Değerleme:

Şirketin değerlemesinde İNA analizi kullandık. Hisse, 2023T 6,3x FD/FAVÖK ve 9,3 F/K çarpanları ile global benzerlerine göre %31 ve %43 iskonto ile işlem görüyor.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	165.60
Güncel Fiyat, TL	119.20
Getiri Potansiyeli	39%
Halka Açıklık Oranı	22%
Piyasa Değeri, mn TL	302,279
Firma Değeri, mn TL	264,272

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	346,689	901,857	1,082,426	1,524,162
FAVÖK, mn TL	52,191	166,227	144,770	189,108
Net Kâr, mn TL	15,193	69,806	67,332	83,879
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	629,131	915,227	36,361	17,916
Net Borç/FAVÖK	12.1	5.5	0.3	0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.1%	18.4%	13.4%	12.4%
Net Marj	4.4%	7.7%	6.2%	5.5%
Temettü Verimi	2.6%	2.0%	1.5%	2.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.6%	160.1%	20.0%	40.8%
FAVÖK, y/y	105.5%	218.5%	-12.9%	30.6%
Net Kâr, y/y	63.8%	359.5%	-3.5%	24.6%
Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	3.7	1.6	4.5	3.6
FD/FAVÖK	11.7	5.7	1.8	1.3
FD/Ciro	1.8	1.1	0.2	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	26.1%	50.3%	244.9%	45.6%
BİST-100 Relatif	-2.2%	12.7%	29.5%	20.0%
AOIH, mn TL	2,602	2,677	1,883	2,167



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 %4'lük bir düşüş bekliyoruz. Tüpraş'ta normalleşen ürün marjları, kur farkı giderleri ve daha yüksek efektif vergi oranından dolayı %32'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 %12'lik bir net kar düşüşü bekliyoruz. Otomotivde 2023 yurt içi hafif araç pazarının %28 büyüyerek 1 milyon adede ulaşmasını bekliyoruz. Yeni yatırımların marjı aşağıya çekmesi 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. Tofaş'ta güçlü fiyatlama ve finansal gelirler sayesinde kuvvetli bir kar artışı bekliyoruz. Türk Traktör'de ihracattaki iyileşmeyle beraber karlılığın destekleneceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan, Arçelik'te faaliyet karındaki artışın artan efektif vergi oranı ve finansal giderler sebebiyle bir miktar baskılanmasıyla net kardaki büyümenin %22'ler mertebesinde olacağını tahmin ediyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

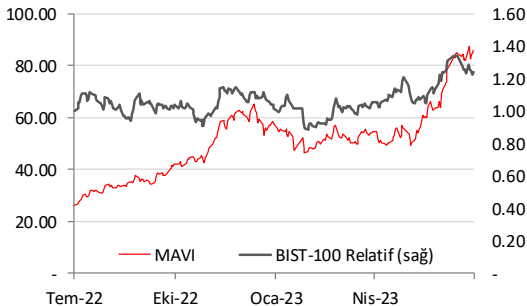
Koç Holding'in Ford ile beraber planladığı elektrikli araç batarya yatırımıyla ilgili olası pozitif gelişmeler, Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşmanın tamamlanması ile alakalı haberler, Tüpraş'tan olası bir ikinci nakit temettü dağıtımı, orta-distilat ürün marjlarında Nisan-23 seviyelerinden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

Değerleme:

Hedef hisse fiyatımız %39'luk 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.

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	124.00			
Güncel Fiyat, TL	85.70			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	17,022			
Firma Değeri, mn TL	15,993			

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,619	10,592	19,663	30,224
FAVÖK, mn TL	1,016	2,481	4,321	6,182
Net Kâr, mn TL	400	1,439	2,559	3,628
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-112	-1,122	-2,558	-4,183
Net Borç/FAVÖK	-0.1	-0.5	-0.6	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	22.0%	23.4%	22.0%	20.5%
Net Marj	8.7%	13.6%	13.0%	12.0%
Temettü Verimi	1.0%	2.0%	2.5%	4.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	92.3%	129.3%	85.6%	53.7%
FAVÖK, y/y	164.1%	144.1%	74.2%	43.1%
Net Kâr, y/y	8637.5%	259.4%	77.8%	41.8%
Değerleme Verisi				
F/K	7.2	4.2	6.7	4.7
FD/FAVÖK	2.9	2.1	3.4	2.1
FD/Ciro	0.6	0.5	0.7	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	35.0%	56.6%	222.5%	35.0%
BİST-100 Relatif	4.7%	17.4%	21.1%	11.2%
AOİH, mn TL	309	187	145	153



Yatırım teması:

Mavi, oldukça güçlü geçen geçen yılın ardından 2023'e de güçlü bir başlangıç yaptı. Negatif faizlerin tüketimi desteklemesi, ücret artışlarının talebi halen canlı tutması, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların güçlü katkısı sayesinde yılın geri kalanında büyümenin güçlü kalmaya devam edeceğini bekliyoruz. 2023 yılında Şirket'in %70-80 olan öngörüsünün üzerinde %86 satış büyümesi tahmin ediyoruz. Güçlü talep ve rekabet avantajları sayesinde Şirket'in maliyet artışlarını büyük ölçüde fiyatlarına yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca yüksek büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç da marjları destekleyen bir diğer faktör olarak öne çıkıyor. Halka arzından beri marjlarını iyileştirmeye devam eden ve 2022 yılında tarihi yüksek marjlara ulaşan Şirket'in FAVÖK marjında bu yıl sınırlı 140 baz puan daralma öngörüyoruz. Değerlememiz için daha önemli olan TFRS 16 öncesi FAVÖK marjında daralmanın daha da sınırlı 80 baz puan seviyesinde olmasını öngörüyoruz. Yılın ilk yarısında, hammadde maliyet baskısı 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 tamamen telafi edileceğini ve opex marjı tarafında herhangi bir baskı yaşamayacağını öngörüyoruz.

Mavi 2Ç23 finansallarını 19 Eylül'de açıklamayı planlıyor. 2Ç23'te 4,23 milyar TL satış, 982 milyon TL FAVÖK (TFRS 16 sonrası) ve 565 milyon TL net kar öngörüyoruz. Tahminlerimiz yıllık bazda sırasıyla %89, %79 ve %39 büyümeye işaret ediyor. FAVÖK marjında yıllık bazda yüksek baz nedeniyle 130 baz puan daralma bekliyoruz. Kira/Satış rasyosunun iyileşmesi beklentimiz nedeniyle TFRS 16 öncesi FAVÖK marj daralması beklentimiz daha az 30 baz puan seviyesinde bulunuyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Pamuk başta olmak üzere hammadde maliyetlerinde düşüş ve risk algısında iyileşme hisseyi olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Diğer taraftan talebin yavaşlaması en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

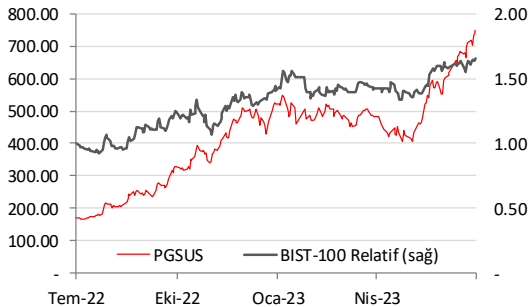
Değerleme:

Hedef değerimiz 124TL'ye %45 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. 2023 tahminlerimize göre 6,7 F/K ile uluslararası benzerlerine göre %45 iskontolu işlem görüyor.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	950.00
Güncel Fiyat, TL	747.50
Getiri Potansiyeli	27%
Halka Açıklık Oranı	43%
Piyasa Değeri, mn TL	76,469
Firma Değeri, mn TL	138,682

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,664	42,732	73,235	90,108
FAVÖK, mn TL	2,271	14,099	24,807	28,862
Net Kâr, mn TL	-1,972	7,100	11,876	9,019
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	29,124	48,180	66,024	90,146
Net Borç/FAVÖK	12.8	3.4	2.7	3.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.3%	33.0%	33.9%	32.0%
Net Marj	n.m.	16.6%	16.2%	10.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	122.0%	300.7%	71.4%	23.0%
FAVÖK, y/y	371.8%	520.9%	75.9%	16.3%
Net Kâr, y/y	0.4%	n.m.	67.3%	-24.1%
Değerleme Verisi				
F/K	n.m.	3.0	6.4	8.5
FD/FAVÖK	21.5	5.8	6.2	6.2
FD/Ciro	4.6	1.9	2.1	2.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	35.2%	55.1%	320.7%	55.7%
BİST-100 Relatif	4.9%	16.2%	58.0%	28.3%
AOİH, mn TL	1,472	1,114	1,147	1,199



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 2,8 milyar Euro net satışlar bekliyoruz. Fakat 2023'de THY için 2019 seviyesine kıyasla %53 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 6x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

Tav Havalimanları

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	165.00
Güncel Fiyat, TL	108.40
Getiri Potansiyeli	52%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	39,380
Firma Değeri, mn TL	60,537

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	5,459	18,308	31,731	38,654
FAVÖK, mn TL	1,616	5,726	9,629	13,297
Net Kâr, mn TL	468	1,899	2,898	5,076

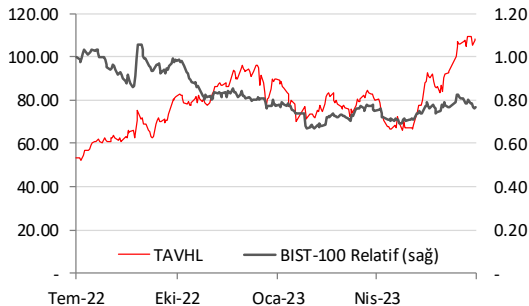
Borçluluk	2021	2022	2023F	2024F
Net Borç, mn TL	15,342	19,670	45,421	48,958
Net Borç/FAVÖK	9.5	3.4	4.7	3.7

Kârlılık	2021	2022	2023F	2024F
FAVÖK Marjı	29.6%	31.3%	30.3%	34.4%
Net Marj	8.6%	10.4%	9.1%	13.1%
Temettü Verimi	-	-	-	3.1%

Büyüme	2021	2022	2023F	2024F
Ciro, y/y	126.0%	235.4%	73.3%	21.8%
FAVÖK, y/y	692.8%	254.4%	68.2%	38.1%
Net Kâr, y/y	n.m.	306.1%	52.6%	75.1%

Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	19.5	10.8	13.6	7.8
FD/FAVÖK	13.9	6.7	8.6	6.5
FD/Ciro	4.1	2.1	2.6	2.2

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	28.8%	36.0%	98.9%	15.9%
BİST-100 Relatif	-0.1%	1.9%	-25.3%	-4.5%
AOIH, mn TL	641	480	519	448



Yatırım teması:

TAV'ı beğenmemizin sebepleri: (1) TAV'ın faaliyetlerinin hızlı bir şekilde toparlanmasını beklememiz, (2023 yılı net satışlar beklentimiz 2019 yılının %33 üzerinde, 1,256 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.

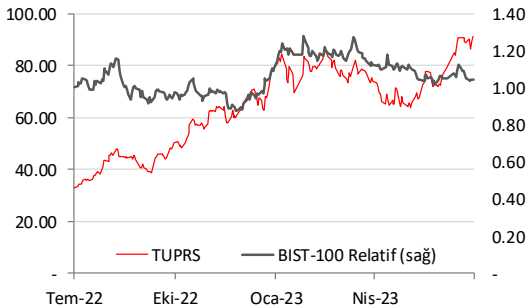
Değerleme:

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		Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL		124.80
Güncel Fiyat, TL		91.40
Getiri Potansiyeli		37%
Halka Açıklık Oranı		49%
Piyasa Değeri, mn TL		176,109
Firma Değeri, mn TL		170,063

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	152,492	481,765	541,896	648,072
FAVÖK, mn TL	13,396	55,477	50,982	43,899
Net Kâr, mn TL	3,495	41,045	28,124	26,876
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	12,017	-16,501	-31,375	-27,584
Net Borç/FAVÖK	0.9	-0.3	-0.6	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	8.8%	11.5%	9.4%	6.8%
Net Marj	2.3%	8.5%	5.2%	4.1%
Temettü Verimi	-	-	7.1%	12.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	141.1%	215.9%	12.5%	19.6%
FAVÖK, y/y	2610.5%	314.1%	-8.1%	-13.9%
Net Kâr, y/y	n.m.	1074.4%	-31.5%	-4.4%
Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	8.1	1.9	6.3	6.6
FD/FAVÖK	3.2	1.1	2.9	3.4
FD/Ciro	0.3	0.1	0.3	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	26.3%	23.7%	176.5%	30.0%
BİST-100 Relatif	-2.0%	-7.3%	3.8%	7.1%
AOİH, mn TL	3,004	2,193	2,632	2,821



Yatırım teması:

Tüpraş'ın i) cazip değerlendirilmesi, 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 Haziran-23'te önceki aya göre sırasıyla yaklaşık %36 ve %30 artarak 20,8 \$/v ve 17,6 \$/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 (Haz-23: 26,1 \$/v) 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 %37'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş, 6,2x 2023T F/K ve 2,8x 2023T FD/FAVÖK çarpanlarıyla ile uluslararası benzerlerine yaklaşık %27 iskontoyla işlem görüyor.

Vestel Beyaz Eşya

Bloomberg Kodu	VESBE TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	24.50
Güncel Fiyat, TL	14.34
Getiri Potansiyeli	71%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, mn TL	22,944
Firma Değeri, mn TL	26,818

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	16,178	31,387	49,088	73,134
FAVÖK, mn TL	2,488	2,900	5,730	9,240
Net Kâr, mn TL	1,519	1,424	2,644	4,062

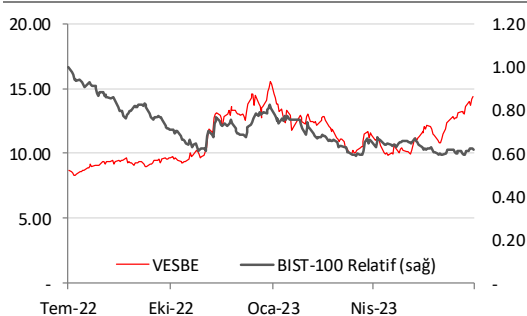
Borçluluk	2021	2022	2023F	2024F
Net Borç, mn TL	1,222	5,599	5,245	7,688
Net Borç/FAVÖK	0.5	1.9	0.9	0.8

Kârlılık	2021	2022	2023F	2024F
FAVÖK Marjı	15.4%	9.2%	11.7%	12.6%
Net Marj	9.4%	4.5%	5.4%	5.6%
Temettü Verimi	8.2%	4.7%	1.9%	5.8%

Büyüme	2021	2022	2023F	2024F
Ciro, y/y	71.9%	94.0%	56.4%	49.0%
FAVÖK, y/y	36.0%	16.6%	97.6%	61.3%
Net Kâr, y/y	14.1%	-6.2%	85.6%	53.6%

Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	6.5	10.3	8.7	5.6
FD/FAVÖK	3.3	6.0	4.4	3.0
FD/Ciro	0.5	0.6	0.5	0.4

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	32.8%	25.6%	62.6%	4.1%
BİST-100 Relatif	3.0%	-5.9%	-38.9%	-14.3%
AOİH, mn TL	192	120	205	170



Yatırım teması:

Vestel Beyaz Eşya'yı i) ihracata dayalı iş modeli (2022 satışlarının %76'sı), ii) son kapasite yatırımının getirdiği satış hacmi büyüme potansiyeli (üretim kapasitesinin 2023'de 13,6 milyondan 16,0 milyona adede ulaşması bekleniyor), iii) Türkiye'de Avrupa pazarına yakın ve tek çatı altında faaliyet gösteren rekabetçi üretim yapısı ve, iv) güçlü nakit dönüşümüne izin veren görece düşük işletme sermayesi yoğunluğu nedenleri ile beğeniyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Şirketin FAVÖK marjının artan hammadde fiyatları, Temmuz ayı başında yapılan ücret artışları ve EUR'nun USD karşısındaki değer kaybı ve ihracat pazarlarında büyük ölçüde sabit kalan ürün fiyatları nedeniyle 2021'deki %15,4'ten 2022'de %9,2'ye geriledi. Diğer yandan, şirket Avrupa dışındaki bölgelerde sağladığı güçlü büyüme ve Avrupa'da pazarın üzerinde gösterdiği performans sayesinde yılın ilk çeyreğinde zorlu talep koşullarına rağmen ihracat hacimlerinde çift haneli büyüme elde etti. İşletme sermayesinin satışlara oranı, hızlanan stok devri nedeniyle %10,4'den %6,5'ye kadar geriledi. Türkiye'de ise şirket, maliyet enflasyonunu büyük ölçüde fiyatlarına yansıtmayı başardı. 2023 yılında, döngüsel maliyet baskılarının azalması nedeniyle FAVÖK marjının %11'7'e yükselmesini bekliyoruz.

Değerleme:

Şirketin değerlemesinde İNA analizi kullandık. Hisse, 2023T 4,4x FD/FAVÖK ve 8,7x F/K çarpanları ile global benzerlerine göre %39 ve %42 iskonto ile işlem görüyor.

Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	19.10
Güncel Fiyat, TL	12.90
Getiri Potansiyeli	48%
Halka Açıklık Oranı	30%
Piyasa Değeri, mn TL	108,967

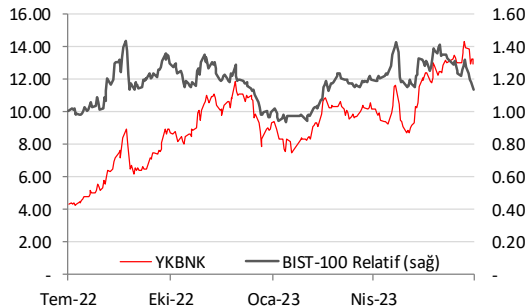
Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	22,873	85,936	91,159	118,169
Net Kâr, mn TL	10,490	52,745	51,400	68,800
Özkaynak, mn TL	63,484	126,256	162,086	227,340
Toplam Aktif, mn TL	736,770	1,108,094	1,550,584	1,902,813
Ort. FKA, mn TL	510,122	838,829	1,201,917	1,517,454

Kârlılık	2021	2022	2023F	2024F
Ort. Aktif Karlılığı	1.8%	5.7%	3.9%	4.0%
Ort. Özk. Karlılığı	18.9%	55.6%	35.7%	35.3%
Temettü Verimi	2.2%	1.9%	7.3%	3.3%

Büyüme	2021	2022	2023F	2024F
Düz. NFK, y/y	32.7%	275.7%	6.1%	29.6%
Net Kâr, y/y	106.5%	402.8%	-2.5%	33.9%
Özkaynak, y/y	33.5%	98.9%	28.4%	40.3%
Toplam Aktif, y/y	60.3%	50.4%	39.9%	22.7%
Ort. FKA, y/y	29.8%	64.4%	43.3%	26.3%

Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	2.1	1.0	2.1	1.6
FD/FAVÖK	0.4	0.4	0.7	0.5

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.6%	26.8%	206.6%	19.1%
BİST-100 Relatif	-19.6%	-4.9%	15.1%	-1.8%
AOİH, mn TL	4,239	3,185	3,295	2,771



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 karlılığı da düşük-orta onlu seviyelerde olup, araştırma kapsamımızdaki ikinci yüksek orandır. Net faiz marjı ve kredi risk maliyetinde kontrollü seyirle özkaynak karlılığının 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 51,4 milyar TL (yıllık %3 daralma) ve 2024'te 68,8 milyar TL (yıllık %34 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 hesaplıyoruz.

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 dayanılarak 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 İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2023