

**AKYatırım**

# Hisse Senetlerinde Öneriler

Endeks hedefimiz %44 getiri hedefi ile 11.000 oldu

19 Eylül 2023

**AK YATIRIM ARASTIRMA**

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

**AKYatırım**

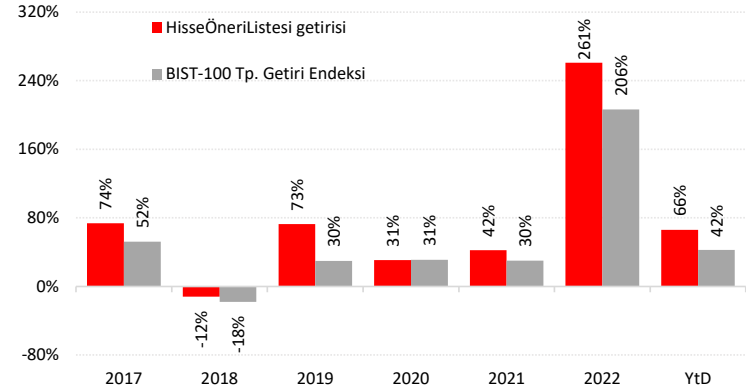
# Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

## Model portföy hisse seçimleri\*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	395,00	46%	12%
DOAS	448,00	66%	8%
KRDMD	41,50	60%	10%
KCHOL	218,60	60%	10%
MAVI	163,00	45%	8%
PGSUS	1.350,00	68%	7%
TAVHL	220,00	96%	8%
TCELL	86,00	52%	10%
TUPRS	187,50	33%	8%
VESBE	25,90	59%	8%
YKBNK	22,60	41%	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 yükselişe 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 gün cellemeleri yapılırken de dönem bilanço açıklaması gibi şirketin değerlemesinde maddi önem taşıyan gelişmelerin gerçekleşme tarihi de dikkate alınmakta ve bu açıklamaya kadar model güncellemesi ertelenebilmektedir.

**Kardemir D eklendi; Kervan Gıda öneri listesinden çıktı.** 2023'ün ikinci yarısında yıllık bazda daha güçlü karlılık ve güçlü satış hacmi beklentimiz ve 2024T FD/FAVÖK çarpanının hem küresel benzerlerine hem kendi tarihsel ortalamasına göre iskontolu durumda olması nedeniyle **Kardemir D**'yi öneri listemize ekliyoruz. 50 milyon adet A Grubu hissenin kurumsal yatırımcılara potansiyel satış amacıyla B Grubu'na kaydedilmesi başvurusunun, hisse fiyatı üzerinde baskı oluşturabileceği düşüncesiyle **Kervan Gıda**'yı öneri listemizden çıkarıyoruz. Enflasyonda gerileme ve regülasyonlarda yumuşamanın uzun zaman alacağı yönündeki beklentimizi koruyor ve banka ağırlığımızı endeksin hafif altında %11 olarak tutuyoruz. Banka tarafında tek hisse tercihimiz Yapı Kredi oldu.

**BIST-100 son dönemde yükselmekte güçlük çekiyor.** BIST-100 endeksi, Eylül ayı başında tarihi zirvesi olan 8.400'ü test ettikten sonra %9'a yakın geriledi ve şu anda ABD doları bazında 284 seviyesinde ve yılbaşına göre %3 kayıpla işlem görüyor. Dolar cinsinden endeksin 300 seviyesi aynı zamanda neredeyse son sekiz yıldır bir direnç gibi davranma eğiliminde görünüyor. Özellikle TL mevduat faizlerinin daha da artması ve yabancı yatırımcıların piyasaya girme konusunda isteksiz davranması BIST'in dolar bazlı getirisi üzerinde baskının sürmesine neden olabilir.

**Hızlı tüketim, sağlık, sigorta ve havayolu sektörleri önümüzdeki ay pozitif yönde ayrışabilir.** TL'nin yeniden reel değer kazanma sürecine girmesi ve başta gelen ihracat pazarlarındaki sıkıntılar, ihracatçı firmalara yönelik risk iştahını azaltıyor. Ayrıca yüksek kredi faizleri nedeniyle faize duyarlı tüketimde bir miktar yavaşlama söz konusu olabilir. Böyle bir ortamda, hızlı tüketim malları ve sağlık hizmetlerinde yurt içi tüketimin güçlü kalacağını düşünüyoruz. Havacılık sektöründe ise turizm sezonunun sonuna yaklaşmamız ve salgın endişelerini yeniden fiyatlanması baskı yaratabilir. Ancak 3Ç23'teki güçlü kâr ivmesinin kısa vadeli ilgiyi güçlendireceğini 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 (%)	
		21/08/23	18/09/23	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
BIMAS	12%	246.27	268.68	9.1%	10.7%	02/11/2021	351.8%	-14.8%
DOAS	8%	265.80	261.47	-1.6%	-0.2%	24/07/2023	13.2%	-1.4%
KCHOL	10%	136.50	135.22	-0.9%	0.5%	16/03/2023	71.0%	14.5%
KRVGD	7%	26.09	24.58	-5.8%	-4.4%	24/07/2023	14.6%	-0.2%
MAVI	9%	105.72	112.84	6.7%	8.3%	06/05/2022	481.2%	80.7%
PGSUS	7%	905.47	777.61	-14.1%	-12.9%	07/09/2022	240.6%	47.5%
TAVHL	8%	126.85	109.81	-13.4%	-12.2%	06/05/2022	149.6%	-22.4%
TUPRS	10%	134.52	139.77	3.9%	5.4%	07/12/2022	123.5%	37.5%
TCELL	8%	54.47	55.96	2.8%	4.2%	21/08/2023	2.8%	4.2%
VESBE	9%	15.91	16.18	1.7%	3.2%	24/07/2023	9.3%	-4.8%
YKBNK	12%	15.58	16.15	3.6%	5.1%	16/02/2023	88.9%	20.6%
<b>İlgili Dönem Portföy Getirisi</b>				%0,2	%1,7			
<b>YBG Portföy Getirisi</b>				%66,0	%16,6			

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 güncellemeden beri endeksin hafif üzerinde getiri sağladık.** Bir önceki portföy değişimlerini açıkladığımız 21 Ağustos'tan 18 Eylül'e kadar geçen sürede model portföy getirimiz %0,2 oldu. Aynı dönemde BIST-100 toplam getiri endeksi de %1,4 gerilediğinden gösterge endeksi hafifçe geçmeyi başardık. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkısı **BİM, Mavi, Tüpraş** ve **Yapı Kredi** sağlarken **Pegasus** ve **TAV** getiriye belirgin aşağı çeken hisseler oldular.

• **YBG getirimiz ise %66,0 oldu ve böylece aynı dönemde %42,4 artan BIST-100 toplam getiri endeksini %16,6 geçtik.** Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri de 39,5 katına ulaşarak aynı dönemde 12,2 kata ulaşan BIST-100 toplam getiri endeksini önemli oranda geçti. (Portföy getirilerimiz takip eden dönemde model portföy raporumuzun yayınlanma tarihi ndeki fiyat ortalamalarına göre düzeltilmektedir. BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

# Strateji: Model güncellemelerimiz endeks getiri beklentisini %44'e çıkardı

- **Yeni BIST-100 endeks hedefimiz 12 aylık vadede %44 getiri potansiyeli sunuyor.** Son dönemdeki parasal ve mali politika adımları ve güncellenen ekonomik göstergeler çerçevesinde tahminlerimizde güncellemeler yaptık. Gerek yeni tahmin seti gerekse değerlendirme döneminin bir çeyrek ileriye alınmasının etkisi ile BIST-100 endeksi için 12 aylık hedefimizi %23 artırarak 8.900'den 11.000'e çıkardık. Buna göre yeni endeks hedefimiz 12 aylık vadede yaklaşık %44 getiri potansiyeli taşıyor. Finansal tahmin ve 12 aylık fiyat hedeflerini ilişkin güncellemeleri içeren bir özet tabloyu takip eden sayfalarda sunuyoruz.
- **Para politikasında daha sıkı bir duruşa geçiliyor.** Haziran ayındaki kur geçişkenliği, ardından vergi artışları ve uygun kredi koşullarının desteklediği tüketim eğilimleri OVP'ye de yansıdığı üzere enflasyon politikasını yukarılara taşıdı. Bu eğilimi kontrol etmeye dönük olarak TCMB Para Politikası Kurulu'nun Temmuz ayı toplantısında politika faizini beklentinin üzerinde 750 baz puan artışla %25'e çekmesi daha sıkı bir duruşa geçileceği sinyalini verdi. Piyasa bir süredir yıl sonuna kadar 1000 baz puan daha artış olabileceği beklentisini taşıyor. Kredilerde sıkılaştırmanın tüketim harcamalarını yavaşlatması beklenebilir, ayrıca ana ihracat pazarlarındaki zayıf makro göstergeler ihracat tarafında büyümenin de zorlayıcı olabileceğini ima ediyor.
- **Makro varsayımlarda güncelleme:** Bu koşulları dikkate alarak şirket modellerimizi TÜFE enflasyonunun 2023'te %67.5 (önceki %60), 2024'te %45 (önceki %40) ve 2025'te %26 (önceki %25) olacağı varsayımına göre güncelledik. Kur tarafındaki tercihlerde ise enflasyon geçişkenliği ve ihracat pazarlarındaki zayıf sinyaller ile rekabet avantajının azalması sonucu ivme kaybeden ihracat performansı kritik rol oynayacak. Ayrıca son dönemde artan enerji fiyatları ve yıl sonuna doğru hızlanacak dış borç ödemeleri de kur açısından önem taşıyor. Bu kapsamda yıl sonuna kadar dolar/TL'de %12 civarında değerlendirme varsaydık. Model güncellemelerimizde Dolar/TL'yi 2023 sonu için yıllık %62 artışla 30,25 (önceki tahmin 28,35) olarak dahil ettik. Dolar/TL için 2024 ve 2025 yılları için (enflasyon tahminlerinin altında, önceki tahminlerin hafif üzerinde) %20 ve %12 civarında yükselişler varsaydık.
- **Banka dışı şirketlerde güncellemelerin toplam etkisi sınırlı kaldı.** Banka dışı şirketlerin performans beklentisindeki toplam değişim aşağı ve yukarı yönlü güncellemelerin etkisiyle sınırlı kaldı. Buna karşılık hem 2023 ve hem de 2024 yılları için yukarı yönlü güncelleme yaptığımız TUPRS ve AYGZ ile aşağı yönlü güncelleme yaptığımız TKFEN ve SISE dikkat çekti. Finansal tahminlerimize göre BIMAS, COLLA, AEFES, MAVI, MGROS, VESBE hem 2023 hem de 2024 kâr artışlarında enflasyonu yenecekler. Ayrıca BIZIM, EREGL, MPARK, PETKM, TAVHL, TCELL, TKFEN, TOASO, KRDM ve YATAS 2024 yılında güçlü büyüme ile kâr artışında enflasyonu geçecek şirketler arasında yer alıyor. Diğer şirketlerin 2024'te TÜFE'nin altında bir net kâr artışı göstermesi muhtemelen, özellikle bazı havayolları, otomotiv, BT ve teknoloji şirketlerinin 2023'te güçlü sonuçlar elde etmesini bekliyoruz.
- **Bankalarda öz kaynak kârlılığını %35-30 aralığında öngörüyoruz.** Banka kâr tahminlerimizi ortalama 2023 için %7 ve sonraki iki yıl için %15 düzeyinde artırdık. Buna göre ortalama sektör kârının 2023 için %11 ve 2024 ile 2025 için %33 düzeyinde büyümesini, öz kaynak kârlılık oranının 2023'te %35 sonraki iki yıl yaklaşık %33 düzeyinde kalmasını bekliyoruz. Banka kâr artışında özellikle TÜFE tahvil gelirlerine yansıtacak yüksek Ekim ayı enflasyon güncellemeleri etkili oldu. Ayrıca TÜFE hariç net faiz marjı açısından da en zayıf dönemin Temmuz'da geride kaldığını düşünüyoruz. Öyle ki, referans faizin (politika faizine bağlı olarak) yükselmesi Temmuz sonuna göre ortalama ticari kredi faizinde 25 puanın üzerinde, tüketici kredi faizinde de 20 puana yakın artış sağladı. Ancak TL mevduat faizi de Temmuz'daki gerilemenin ardından yeniden Haziran sonundaki seviyelerine geldi. Bununla birlikte bankaların öngörülebilir dönemde 2022'nin ikinci yarısı ile 2023'ün ilk yarısındakine kıyasla çok daha güçlü kredi-mevduat getirisi sağlayacağını düşünüyoruz. Ancak KKM'den dönüşüm konusundaki ek düzenlemeler, kredi hacminde öngörümüzün üzerinde yavaşlama ve özellikle bireysel krediler tarafında aktif kalitesinin belirgin zayıflaması kâr tahminlerimizi üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturabilir.
- Araştırma kapsamındaki 32 banka dışı hisseden 28'inin 12 aylık fiyat hedefini artırırken, **FROTO'yu 'Nötr'den 'Endeks Üzeri Getiri'ye, PETKM'i 'Endeks Altında Getiri'den 'Nötr'e yükselttik.** Öte yandan, bankalarda daha muhafazakar kalarak **ISCTR ile TSKB'nin notlarını 'Endeks Üzeri Getiri'den 'Nötr'e indirdik.** Diğer notlar değişmedi. Şirketlerden 25'i için 'Endeks Üzeri Getiri' (%60), 13'ü için Nötr (%31) ve 4'ü için 'Endeks Altı Getiri' (%9) görüşümüz bulunuyor.

# 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				
(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)			(milyon TL)			(%)			(%)													
<b>Banka</b>	<b>837,413</b>				<b>4.1</b>	<b>3.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>2.4%</b>	<b>20,101</b>																
ALBRK	9,650	4.50	E.P.	17%	3.0	2.2	0.8	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	3,250	n.a.	n.a.	4,400	n.m.	n.m.	138%	n.m.	n.m.	35%				
GARAN	208,320	60.00	E.P.	21%	2.8	2.2	0.9	0.7	3.5%	7,350	n.a.	n.a.	73,500	n.a.	n.a.	95,000	n.m.	n.m.	26%	n.m.	n.m.	29%				
HALKB	113,448	13.00	E.A.	-18%	7.8	6.7	0.9	0.8	0.0%	0	n.a.	n.a.	14,500	n.a.	n.a.	17,000	n.m.	n.m.	-2%	n.m.	n.m.	17%				
ISCTR	218,199	26.00	E.P.	19%	3.3	2.6	0.9	0.7	3.0%	6,650	n.a.	n.a.	66,500	n.a.	n.a.	84,000	n.m.	n.m.	8%	n.m.	n.m.	26%				
TSKB	19,880	9.10	E.P.	28%	2.8	1.8	1.0	0.6	3.5%	701	n.a.	n.a.	7,010	n.a.	n.a.	11,125	n.m.	n.m.	73%	n.m.	n.m.	59%				
VAKBN	133,270	12.80	E.A.	-5%	6.3	3.9	0.9	0.7	0.0%	0	n.a.	n.a.	21,300	n.a.	n.a.	34,000	n.m.	n.m.	-11%	n.m.	n.m.	60%				
YKBNK	134,646	22.60	E.Ü.	42%	2.5	1.8	0.8	0.6	4.0%	5,400	n.a.	n.a.	54,000	n.a.	n.a.	73,450	n.m.	n.m.	2%	n.m.	n.m.	36%				
<b>Banka dışı (1/2)</b>	<b>3,069,500</b>				<b>10.7</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9%</b>	<b>120,334</b>	<b>4,807,053</b>	<b>717,466</b>	<b>374,289</b>	<b>6,963,773</b>	<b>977,266</b>	<b>477,848</b>	<b>50%</b>	<b>35%</b>	<b>17%</b>	<b>45%</b>	<b>36%</b>	<b>28%</b>				
AEFES	59,033	151.00	E.Ü.	51%	7.1	4.3	4.6	3.6	3.0%	1,798	153,030	29,172	8,292	237,681	44,297	13,584	69%	78%	142%	55%	52%	64%				
ARCLK	104,400	233.00	E.Ü.	51%	18.9	14.7	6.3	4.8	2.4%	2,480	210,327	22,093	5,510	306,173	31,261	7,126	57%	86%	27%	46%	41%	29%				
ASELS	175,286	49.80	E.P.	30%	8.6	8.8	11.7	9.2	0.8%	1,332	60,220	15,312	20,496	76,178	19,206	20,029	71%	62%	72%	26%	25%	-2%				
AYGAZ	27,035	158.90	E.P.	29%	7.6	6.6	19.7	8.3	0.2%	43	48,451	921	3,558	79,306	1,801	4,102	29%	71%	-25%	64%	96%	15%				
BIMAS	162,730	395.00	E.Ü.	47%	13.9	8.1	8.6	5.2	3.6%	5,865	271,145	20,320	11,730	452,044	34,268	20,063	84%	71%	44%	67%	69%	71%				
BIZIM	2,634	51.00	E.P.	16%	31.2	8.9	2.0	0.9	1.0%	25	23,775	1,129	84	38,536	1,879	297	69%	43%	-70%	62%	66%	253%				
CCOLA	95,007	543.00	E.Ü.	45%	11.1	6.1	5.7	3.6	1.0%	950	95,675	19,277	8,539	157,396	31,016	15,654	79%	90%	97%	65%	61%	83%				
DOAS	56,100	448.00	E.Ü.	76%	3.4	4.4	2.6	3.0	13.4%	7,505	94,713	17,559	16,678	114,863	15,130	12,781	102%	124%	113%	21%	-14%	-23%				
EREGL	147,840	50.00	E.P.	18%	48.0	12.9	8.6	5.2	0.0%	0	186,687	22,374	3,080	263,380	38,875	11,502	46%	-16%	-83%	41%	74%	273%				
FROTO	297,221	1,250.00	E.Ü.	48%	9.6	7.9	9.0	7.6	7.8%	23,184	358,328	38,567	30,912	535,758	53,700	37,433	109%	95%	66%	50%	39%	21%				
INDES	4,265	24.60	E.P.	29%	7.4	6.0	2.6	2.0	3.9%	165	35,194	1,354	575	46,649	1,750	715	41%	27%	4%	33%	29%	24%				
KCHOL	337,782	218.60	E.Ü.	64%	4.4	3.5	2.9	2.4	2.4%	8,260	1,157,560	168,193	76,302	1,705,119	218,681	96,436	28%	1%	9%	47%	30%	26%				
KLKIM	10,983	115.00	E.P.	20%	11.8	8.7	11.2	7.2	1.7%	186	3,889	932	932	5,904	1,355	1,258	81%	106%	84%	52%	45%	35%				
KRDMD	19,599	41.50	E.Ü.	65%	12.0	4.6	4.3	2.6	5.5%	1,071	41,692	6,724	2,380	59,769	10,853	6,185	52%	56%	9%	43%	61%	160%				

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)	(%)	(%)										
<b>Banka dışı (2/2)</b>	<b>3,069,500</b>				<b>10.7</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9%</b>	<b>120,334</b>	<b>4,807,053</b>	<b>717,466</b>	<b>374,289</b>	<b>6,963,773</b>	<b>977,266</b>	<b>477,848</b>	<b>50%</b>	<b>35%</b>	<b>17%</b>	<b>45%</b>	<b>36%</b>	<b>28%</b>
KOZAL	88,901	22.90	E.A.	-18%	18.1	16.5	36.3	19.7	1.7%	1,477	8,152	2,047	4,922	10,895	3,556	5,376	42%	-32%	23%	34%	74%	9%
KRVGD	5,784	40.70	E.Ü.	69%	11.0	5.2	6.9	4.4	2.3%	131	8,001	1,183	524	12,885	2,002	1,111	65%	89%	28%	61%	69%	112%
LKMNH	1,391	69.00	E.Ü.	79%	8.3	5.4	6.0	3.6	3.0%	42	1,432	309	168	2,380	509	259	69%	79%	43%	66%	65%	54%
LOGO	6,955	90.60	E.P.	30%	10.7	8.6	10.9	5.9	2.8%	194	2,604	587	648	4,192	976	807	69%	19%	56%	61%	66%	25%
MAVI	21,750	163.00	E.Ü.	49%	8.5	5.6	4.5	2.7	3.5%	769	19,690	4,338	2,564	31,337	6,585	3,885	86%	75%	78%	59%	52%	52%
MGROS	66,302	495.00	E.Ü.	35%	12.8	8.0	6.2	3.3	3.1%	2,072	145,557	10,142	5,180	240,497	17,646	8,238	95%	70%	102%	65%	74%	59%
MPARK	26,171	210.00	E.Ü.	67%	11.4	6.0	7.0	4.0	1.8%	460	16,386	3,936	2,299	26,537	6,235	4,374	67%	68%	42%	62%	58%	90%
PETKM	46,912	21.92	E.P.	18%	62.2	9.7	49.8	11.9	0.0%	0	47,255	1,505	754	73,091	6,798	4,831	-3%	-56%	-89%	55%	352%	540%
PGSUS	77,584	1,350.00	E.Ü.	78%	7.0	7.9	6.0	5.4	0.0%	0	74,626	24,863	11,014	105,629	33,830	9,861	75%	76%	55%	42%	36%	-10%
SELEC	36,453	58.00	E.P.	-1%	10.8	9.7	8.1	7.2	1.4%	504	84,251	4,339	3,360	124,176	4,905	3,761	88%	43%	41%	47%	13%	12%
SISE	159,134	74.50	E.Ü.	43%	10.3	6.8	7.5	5.2	2.7%	4,300	139,032	28,667	15,492	208,178	44,732	23,318	46%	40%	-20%	50%	56%	51%
TAVHL	39,016	220.00	E.Ü.	105%	13.1	6.4	9.5	6.7	3.2%	1,241	33,022	10,107	2,981	47,339	16,376	6,121	80%	76%	57%	43%	62%	105%
TCELL	118,910	86.00	E.Ü.	59%	10.6	5.5	4.0	2.6	4.7%	5,593	92,684	37,491	11,186	142,525	58,150	21,688	72%	69%	1%	54%	55%	94%
THYAO	300,978	370.00	E.Ü.	70%	5.1	5.6	5.3	4.2	0.0%	0	507,637	108,421	58,968	678,952	135,456	53,401	63%	38%	24%	34%	25%	-9%
TKFEN	17,871	67.00	E.Ü.	39%	12.3	6.7	6.2	3.7	2.4%	437	37,000	3,020	1,455	45,811	5,033	2,671	21%	21%	-58%	24%	67%	84%
TOASO	141,000	488.00	E.Ü.	73%	8.9	7.2	8.8	6.2	8.5%	11,919	101,517	15,801	15,892	183,677	24,524	19,550	52%	40%	86%	81%	55%	23%
TTRAK	90,541	850.00	E.A.	-6%	12.1	10.4	9.0	7.3	7.1%	6,384	47,207	9,442	7,510	65,982	11,694	8,732	116%	177%	153%	40%	24%	16%
TUPRS	266,861	187.50	E.Ü.	35%	7.1	6.2	3.3	3.3	11.4%	30,395	595,815	70,718	37,396	722,029	68,887	43,163	24%	27%	-9%	21%	-3%	15%
ULKER	26,606	99.50	E.Ü.	38%	n.a.	6.4	5.5	3.8	0.0%	0	43,562	8,703	-447	66,292	13,209	4,135	54%	59%	27%	52%	52%	n.m.
VESBE	24,880	25.90	E.Ü.	67%	9.5	6.0	4.5	3.3	5.3%	1,307	49,393	6,284	2,614	73,831	9,333	4,115	57%	117%	84%	49%	49%	57%
YATAS	5,585	64.00	E.Ü.	72%	7.5	4.3	4.6	2.9	4.4%	245	11,548	1,638	740	18,781	2,757	1,285	71%	70%	44%	63%	68%	74%

Source: AK Yatırım Araştırma, EquityRT

# 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)			(%)									
<b>Banka</b>							<b>240,059</b>			<b>223,916</b>			<b>7%</b>			<b>318,976</b>			<b>280,165</b>			<b>14%</b>		
ALBRK	4.50	3.80	18%	E.P.	E.P.	↔	n.a.	n.a.	3,250	n.a.	n.a.	3,040	n.m.	n.m.	7%	n.a.	n.a.	4,400	n.a.	n.a.	4,000	n.m.	n.m.	10%
GARAN	60.00	52.50	14%	E.P.	E.P.	↔	n.a.	n.a.	73,500	n.a.	n.a.	72,500	n.m.	n.m.	1%	n.a.	n.a.	95,000	n.a.	n.a.	95,000	n.m.	n.m.	0%
HALKB	13.00	12.20	7%	E.A.	E.A.	↔	n.a.	n.a.	14,500	n.a.	n.a.	13,300	n.m.	n.m.	9%	n.a.	n.a.	17,000	n.a.	n.a.	16,100	n.m.	n.m.	6%
ISCTR	26.00	20.50	27%	E.P.	E.Ü.	↓	n.a.	n.a.	66,500	n.a.	n.a.	58,650	n.m.	n.m.	13%	n.a.	n.a.	84,000	n.a.	n.a.	65,000	n.m.	n.m.	29%
TSKB	9.10	8.50	7%	E.P.	E.Ü.	↓	n.a.	n.a.	7,010	n.a.	n.a.	6,750	n.m.	n.m.	4%	n.a.	n.a.	11,125	n.a.	n.a.	10,765	n.m.	n.m.	3%
VAKBN	12.80	11.00	16%	E.A.	E.A.	↔	n.a.	n.a.	21,300	n.a.	n.a.	18,275	n.m.	n.m.	17%	n.a.	n.a.	34,000	n.a.	n.a.	20,500	n.m.	n.m.	66%
YKBNK	22.60	19.10	18%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	54,000	n.a.	n.a.	51,400	n.m.	n.m.	5%	n.a.	n.a.	73,450	n.a.	n.a.	68,800	n.m.	n.m.	7%
<b>Banka dışı (1/2)</b>							<b>4,807,053</b>	<b>717,466</b>	<b>374,289</b>	<b>4,688,000</b>	<b>669,754</b>	<b>371,201</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>1%</b>	<b>6,963,773</b>	<b>977,266</b>	<b>477,848</b>	<b>6,451,553</b>	<b>872,394</b>	<b>450,697</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>
AEFES	151.00	140.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	153,030	29,172	8,292	154,007	28,105	9,002	-1%	4%	-8%	237,681	44,297	13,584	228,814	40,590	11,424	4%	9%	19%
ARCLK	233.00	216.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	210,327	22,093	5,510	202,987	21,173	4,976	4%	4%	11%	306,173	31,261	7,126	287,780	29,830	6,817	6%	5%	5%
ASELS	49.80	46.50	7%	E.P.	E.P.	↔	60,220	15,312	20,496	59,245	15,079	19,762	2%	2%	4%	76,178	19,206	20,029	71,145	18,024	19,217	7%	7%	4%
AYGAZ	158.90	125.80	26%	E.P.	E.P.	↔	48,451	921	3,558	51,063	894	3,002	-5%	3%	19%	79,306	1,801	4,102	75,880	1,718	2,920	5%	5%	40%
BIMAS	395.00	298.00	33%	E.Ü.	E.Ü.	↔	271,145	20,320	11,730	276,051	20,475	12,014	-2%	-1%	-2%	452,044	34,268	20,063	438,022	33,587	20,658	3%	2%	-3%
BİZİM	51.00	38.00	34%	E.P.	E.P.	↔	23,775	1,129	84	23,883	1,113	70	0%	1%	21%	38,536	1,879	297	37,098	1,799	247	4%	4%	20%
CCOLA	543.00	452.00	20%	E.Ü.	E.Ü.	↔	95,675	19,277	8,539	94,650	18,248	8,130	1%	6%	5%	157,396	31,016	15,654	146,453	27,465	14,203	7%	13%	10%
DOAS	448.00	382.00	17%	E.Ü.	E.Ü.	↔	94,713	17,559	16,678	89,739	17,010	15,788	6%	3%	6%	114,863	15,130	12,781	120,733	10,774	10,892	-5%	40%	17%
EREGL	50.00	45.00	11%	E.P.	E.P.	↔	186,687	22,374	3,080	168,738	21,953	2,360	11%	2%	31%	263,380	38,875	11,502	218,553	33,915	13,782	21%	15%	-17%
FROTO	1,250.00	990.00	26%	E.Ü.	E.P.	↑	358,328	38,567	30,912	372,460	38,310	32,568	-4%	1%	-5%	535,758	53,700	37,433	520,292	51,903	42,900	3%	3%	-13%
İNDES	24.60	29.90	-18%	E.P.	E.P.	↔	35,194	1,354	575	36,393	1,514	713	-3%	-11%	-19%	46,649	1,750	715	49,013	1,993	837	-5%	-12%	-15%
KCHOL	218.60	176.20	24%	E.Ü.	E.Ü.	↔	1,157,560	168,193	76,302	1,111,124	143,076	72,789	4%	18%	5%	1,705,119	218,681	96,436	1,536,578	191,166	88,212	11%	14%	9%
KLKIM	115.00	95.30	21%	E.P.	E.P.	↔	3,889	932	932	3,728	751	777	4%	24%	20%	5,904	1,355	1,258	5,481	1,135	1,138	8%	19%	11%
KRDMD	41.50	37.00	12%	E.Ü.	E.Ü.	↔	41,692	6,724	2,380	41,598	7,010	2,656	0%	-4%	-10%	59,769	10,853	6,185	53,359	10,086	6,211	12%	8%	0%

Source: AK Yatırım Araştırma

# Model Güncellemelerimiz (2/2)

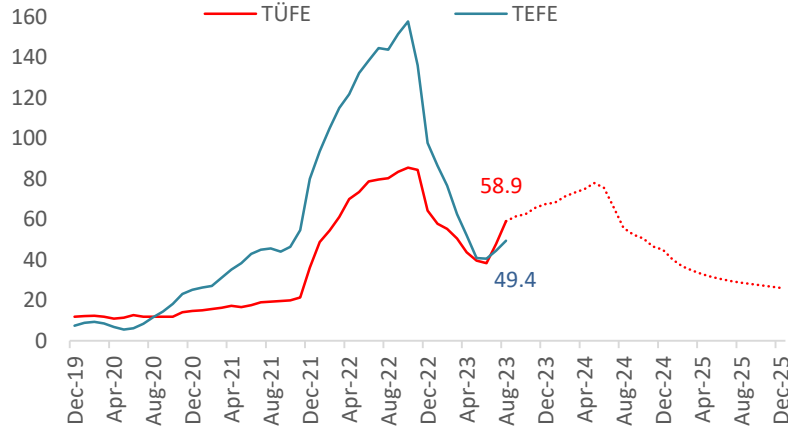
Şirket Kodu	HF			ÖNERİ			KAR TAHMİNLERİ																	
	Yeni	Eski	Değ.	Yeni	Eski	Değ.	2023T									2024T								
							Yeni			Eski			Değişim			Yeni			Eski			Değişim		
							Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
	(TL/hisse)	(%)					(Milyon TL)			(Milyon TL)			(%)			(Milyon TL)			(Milyon TL)			(%)		
Banka dışı (2/2)						4,807,053	717,466	374,289	4,688,000	669,754	371,201	3%	7%	1%	6,963,773	977,266	477,848	6,451,553	872,394	450,697	8%	12%	6%	
KOZAL	22.90	21.40	7%	E.A.	E.A.	↔	8,152	2,047	4,922	9,148	3,926	5,970	-11%	-48%	-18%	10,895	3,556	5,376	11,981	5,785	7,168	-9%	-39%	-25%
KRVGD	40.70	37.00	10%	E.Ü.	E.Ü.	↔	8,001	1,183	524	8,204	1,152	523	-2%	3%	0%	12,885	2,002	1,111	12,502	1,895	1,071	3%	6%	4%
LKMNH	69.00	46.00	50%	E.Ü.	E.Ü.	↔	1,432	309	168	1,406	296	169	2%	4%	-1%	2,380	509	259	2,102	449	184	13%	14%	41%
LOGO	90.60	100.60	-10%	E.P.	E.P.	↔	2,604	587	648	2,552	673	854	2%	-13%	-24%	4,192	976	807	3,984	1,100	993	5%	-11%	-19%
MAVI	163.00	124.00	31%	E.Ü.	E.Ü.	↔	19,690	4,338	2,564	19,663	4,321	2,559	0%	0%	0%	31,337	6,585	3,885	30,224	6,182	3,628	4%	7%	7%
MGROS	495.00	367.00	35%	E.Ü.	E.Ü.	↔	145,557	10,142	5,180	145,492	10,523	4,636	0%	-4%	12%	240,497	17,646	8,238	231,624	17,417	6,678	4%	1%	23%
MPARK	210.00	145.00	45%	E.Ü.	E.Ü.	↔	16,386	3,936	2,299	16,017	3,838	2,203	2%	3%	4%	26,537	6,235	4,374	24,364	5,840	3,670	9%	7%	19%
PETKM	21.92	16.50	33%	E.P.	E.A.	↑	47,255	1,505	754	46,202	1,464	823	2%	3%	-8%	73,091	6,798	4,831	67,932	5,839	5,318	8%	16%	-9%
PGSUS	1,350.00	1,175.00	15%	E.Ü.	E.Ü.	↔	74,626	24,863	11,014	76,488	25,935	13,306	-2%	-4%	-17%	105,629	33,830	9,861	112,274	35,892	11,183	-6%	-6%	-12%
SELEC	58.00	60.00	-3%	E.P.	E.P.	↔	84,251	4,339	3,360	89,111	5,124	4,114	-5%	-15%	-18%	124,176	4,905	3,761	130,261	4,755	3,628	-5%	3%	4%
SISE	74.50	67.50	10%	E.Ü.	E.Ü.	↔	139,032	28,667	15,492	139,742	29,547	21,642	-1%	-3%	-28%	208,178	44,732	23,318	201,846	43,677	28,863	3%	2%	-19%
TAVHL	220.00	165.00	33%	E.Ü.	E.Ü.	↔	33,022	10,107	2,981	31,731	9,629	2,898	4%	5%	3%	47,339	16,376	6,121	38,654	13,297	5,076	22%	23%	21%
TCELL	86.00	77.50	11%	E.Ü.	E.Ü.	↔	92,684	37,491	11,186	91,529	37,023	10,936	1%	1%	2%	142,525	58,150	21,688	134,470	54,864	19,544	6%	6%	11%
THYAO	370.00	285.00	30%	E.Ü.	E.Ü.	↔	507,637	108,421	58,968	468,013	101,750	57,372	8%	7%	3%	678,952	135,456	53,401	552,457	110,680	44,157	23%	22%	21%
TKFEN	67.00	62.50	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	37,000	3,020	1,455	41,434	3,804	2,599	-11%	-21%	-44%	45,811	5,033	2,671	48,222	5,593	3,882	-5%	-10%	-31%
TOASO	488.00	400.00	22%	E.Ü.	E.Ü.	↔	101,517	15,801	15,892	101,652	15,624	14,965	0%	1%	6%	183,677	24,524	19,550	187,526	26,254	21,353	-2%	-7%	-8%
TTRAK	850.00	600.00	42%	E.A.	E.A.	↔	47,207	9,442	7,510	46,397	9,299	7,429	2%	2%	1%	65,982	11,694	8,732	62,180	9,311	6,965	6%	26%	25%
TUPRS	187.50	129.00	45%	E.Ü.	E.Ü.	↔	595,815	70,718	37,396	561,716	54,877	30,096	6%	29%	24%	722,029	68,887	43,163	653,036	45,416	28,764	11%	52%	50%
ULKER	99.50	60.50	64%	E.Ü.	E.Ü.	↔	43,562	8,703	-447	45,327	8,853	106	-4%	-2%	n.m.	66,292	13,209	4,135	66,067	12,338	3,814	0%	7%	8%
VESBE	25.90	24.50	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	49,393	6,284	2,614	49,088	5,730	2,644	1%	10%	-1%	73,831	9,333	4,115	73,134	9,240	4,062	1%	1%	1%
YATAS	64.00	60.00	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	11,548	1,638	740	11,421	1,654	749	1%	-1%	-1%	18,781	2,757	1,285	17,510	2,588	1,238	7%	7%	4%

Source: AK Yatırım Araştırma



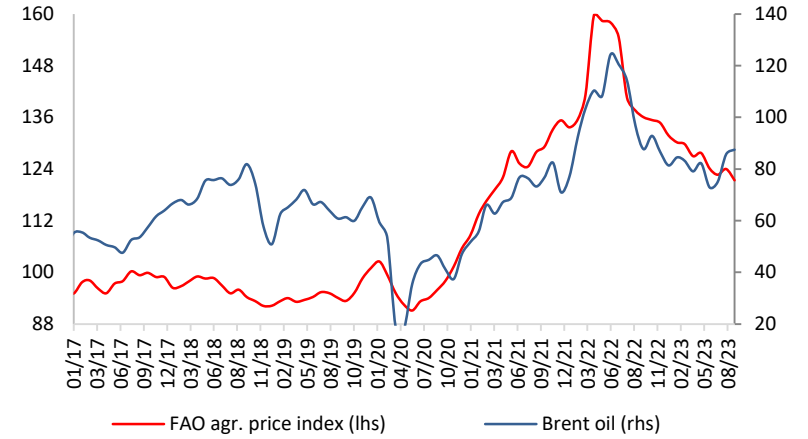
# Makro Görünüm

## Enflasyon'da gerileme en erken 4Ç24'e kalabilir



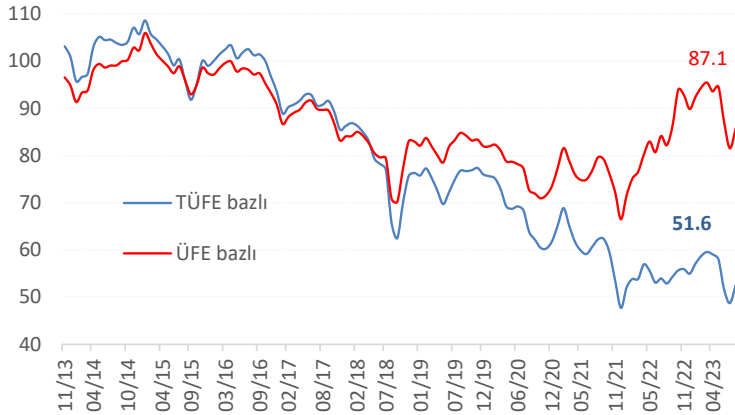
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

## Küresel enerji fiyatlarında artış enflasyonla mücadeleyi zorlaştırabilir



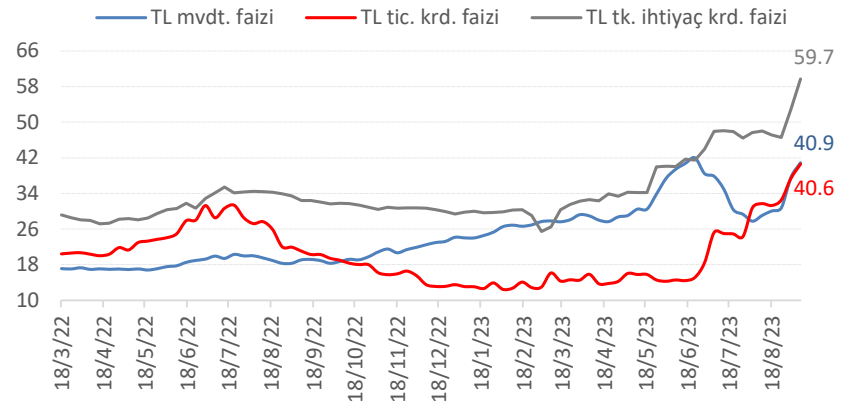
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## ÜFE bazlı reel kur endeksi yüksek kalmaya devam ediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

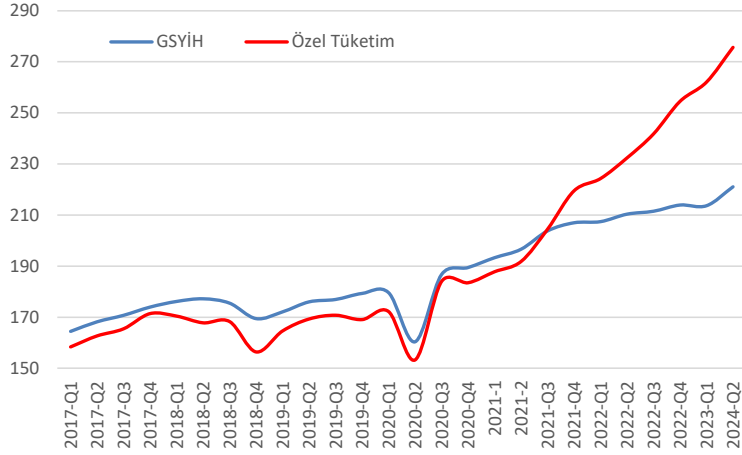
## Kredi faizlerindeki artış özel tüketimi yavaşlatabilir



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

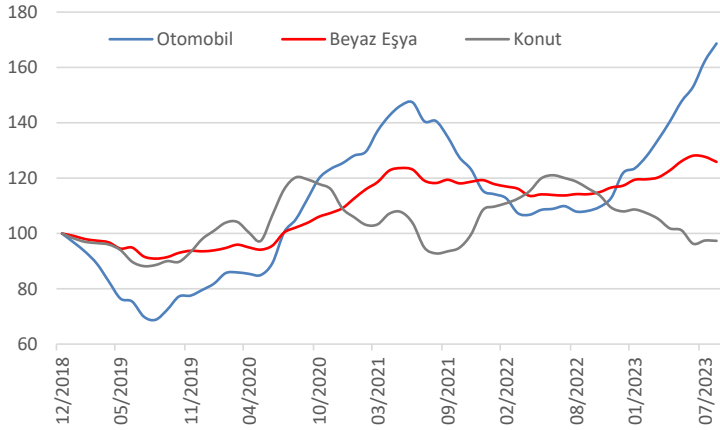
# Makro Görünüm

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



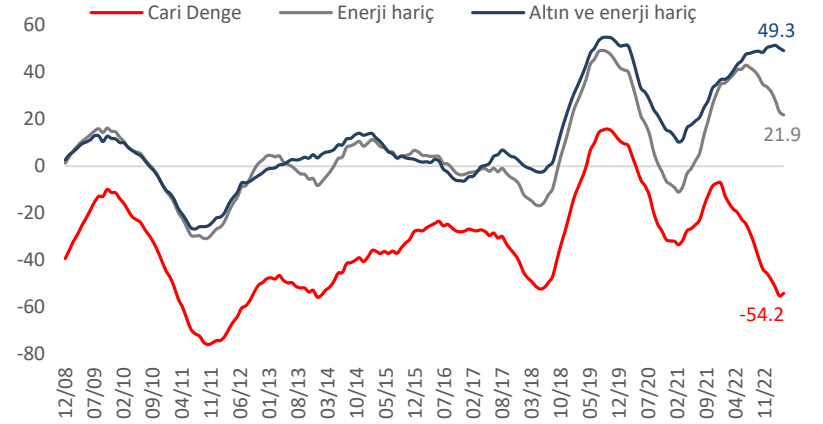
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



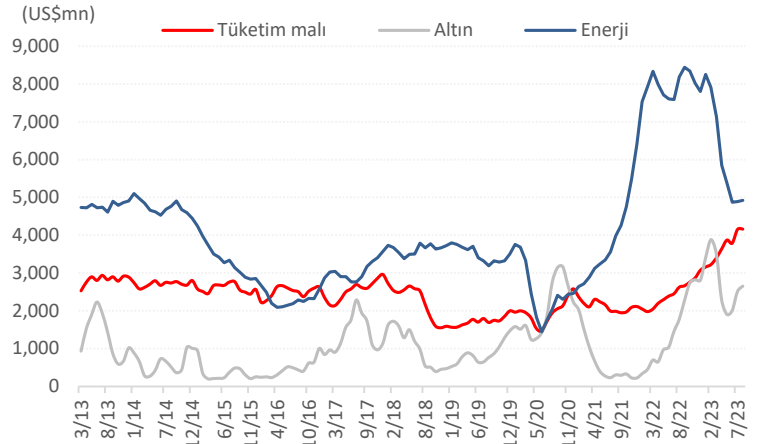
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Cari İşlemler Dengesi (12 aylık kümüle, milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

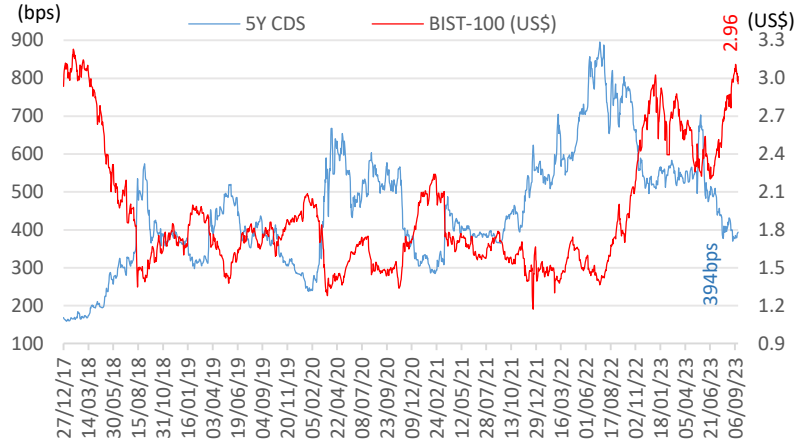
## Seçili ithalat kalemlerinde aylık tutarlar (3 aylık ort., milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

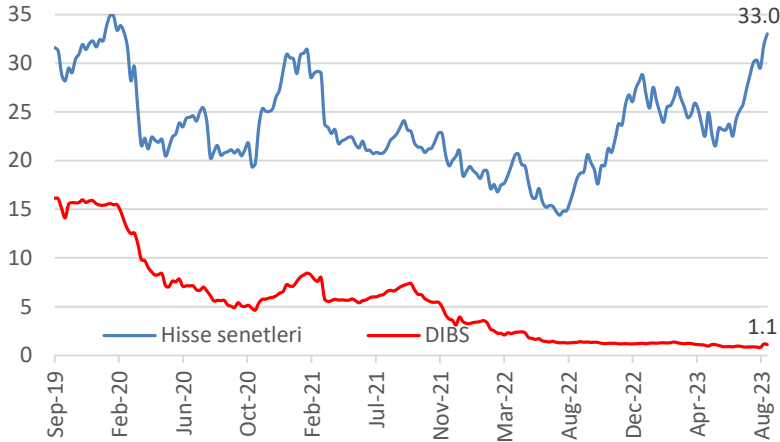
# Piyasa Görünümü

## BIST-100 CDS'deki düşüğe paralel yükseldi



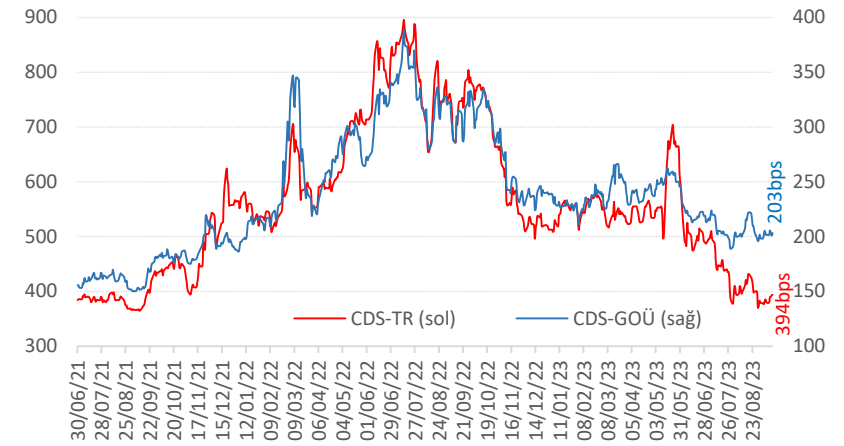
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Yurtdışı yerleşiklerin TL cinsinden portföy yatırımları (milyar dolar)



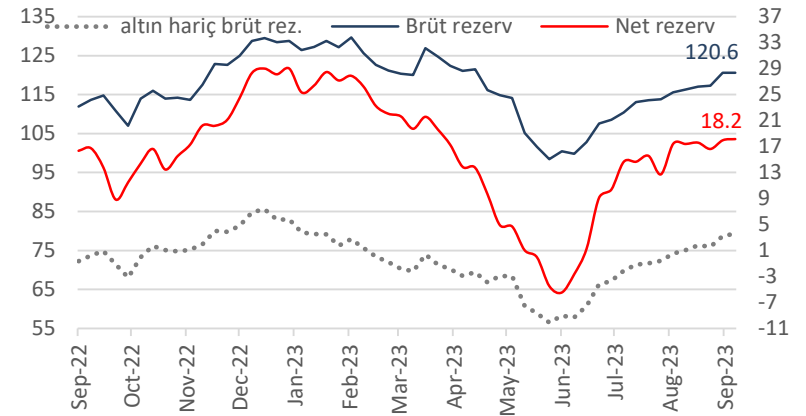
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

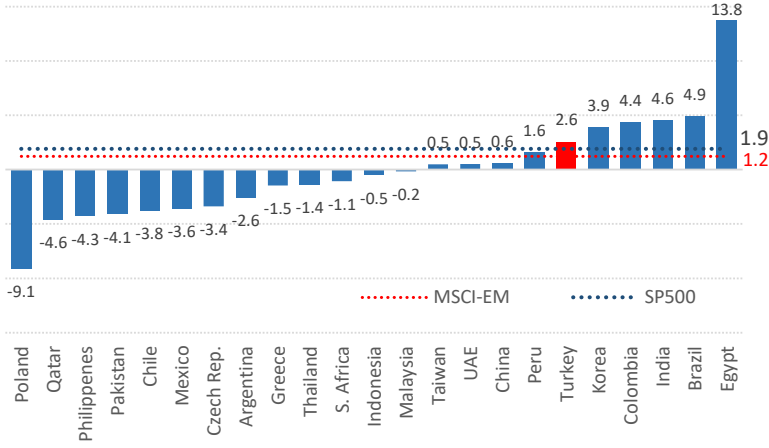
## TCMB rezerv gelişimi (milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, SPK

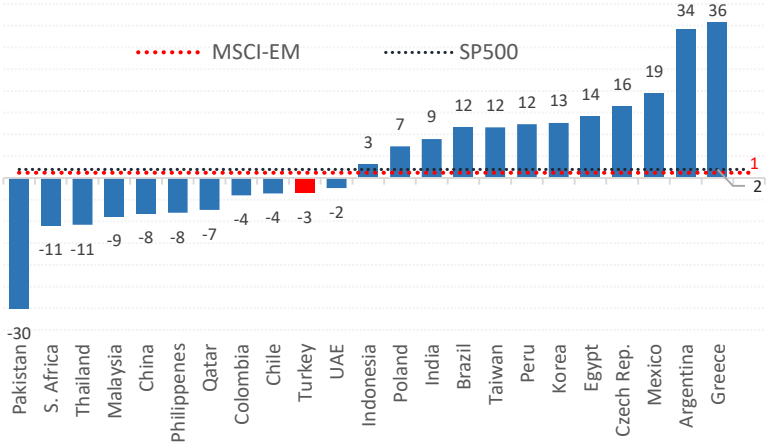
# Piyasa Görünümü

## Son bir aylık MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (ABD\$ bazında)



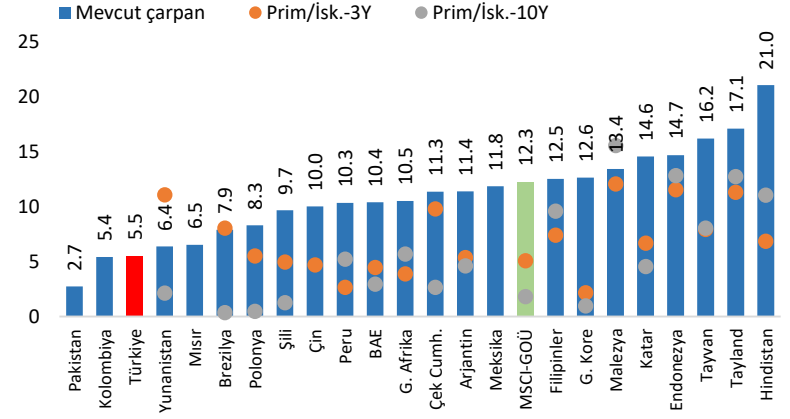
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



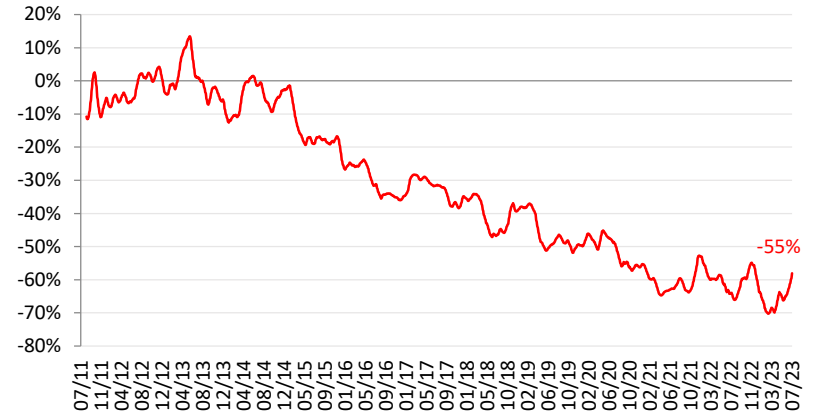
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

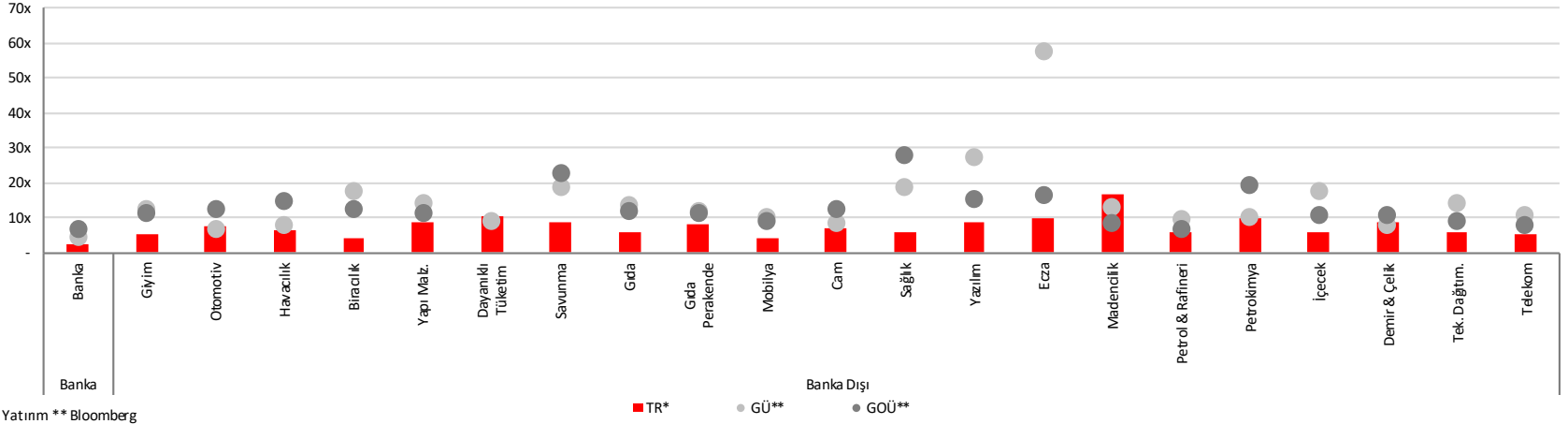
## F/K iskontosusu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

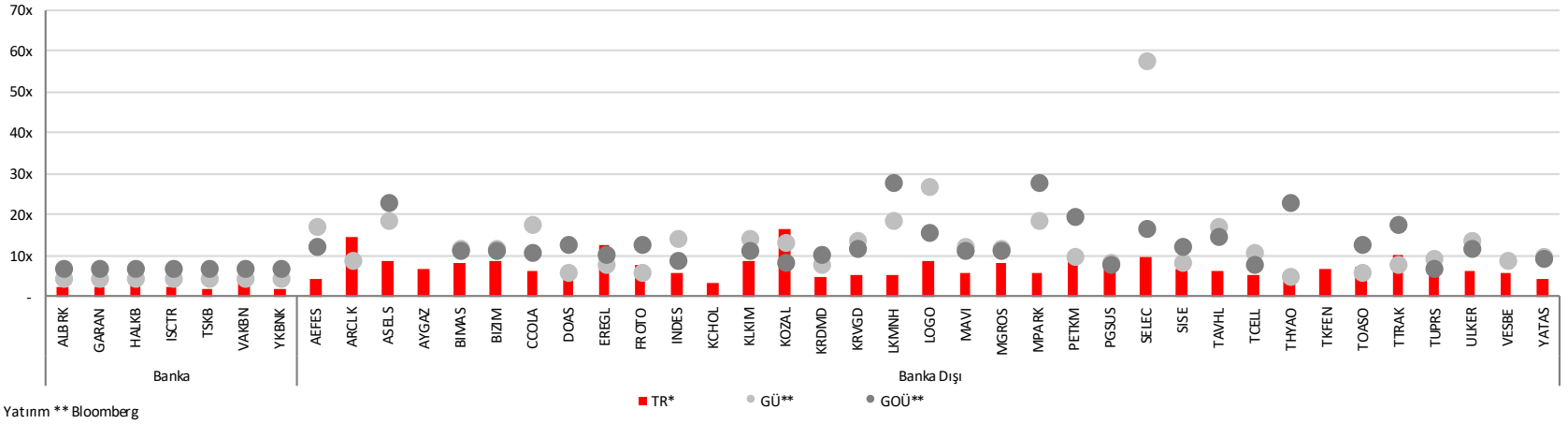
# BIST'te sektörel bazda iskontolu görünüm çoğunlukla devam ediyor

## 2024T Medyan Piyasa Çarpanları - Sektörler vs Küresel Benzerler (F/K)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Bloomberg

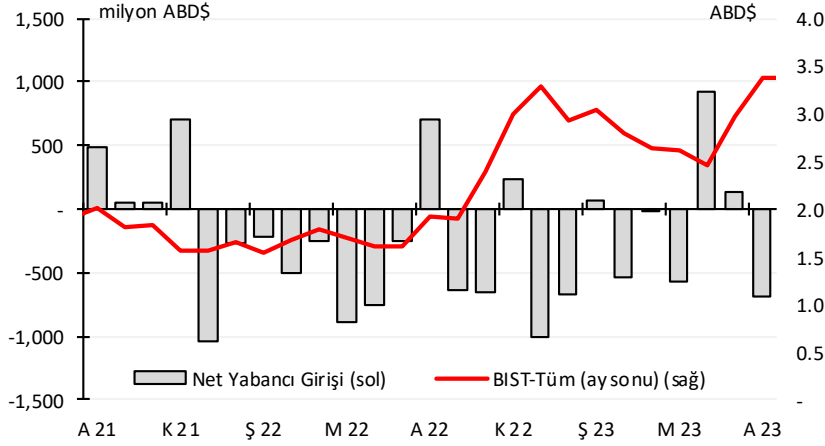
## 2024T Medyan Piyasa Çarpanları - Şirketler vs Küresel Benzerler (F/K)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Bloomberg

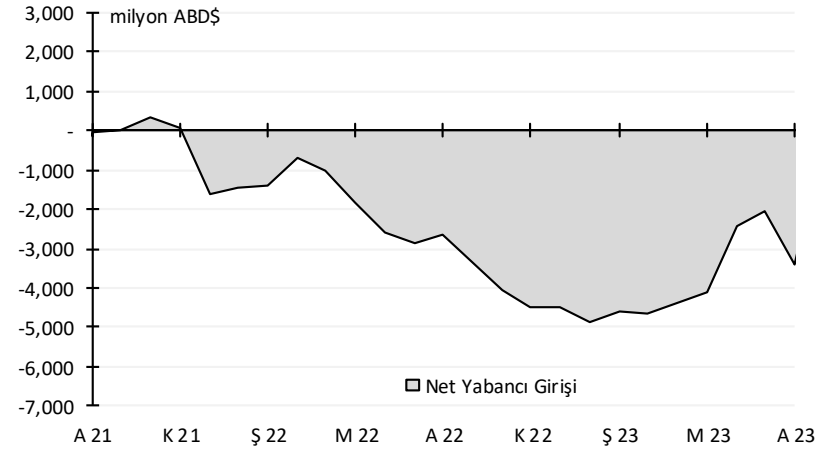
# Yabancılar Ağustos ayında 683 milyon ABD Doları net satış yaptı

## Aylık net yabancı hacimleri (milyon ABD\$)



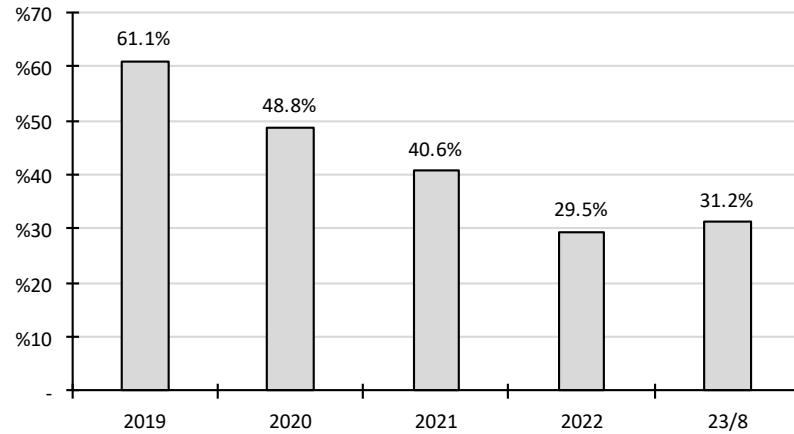
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

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



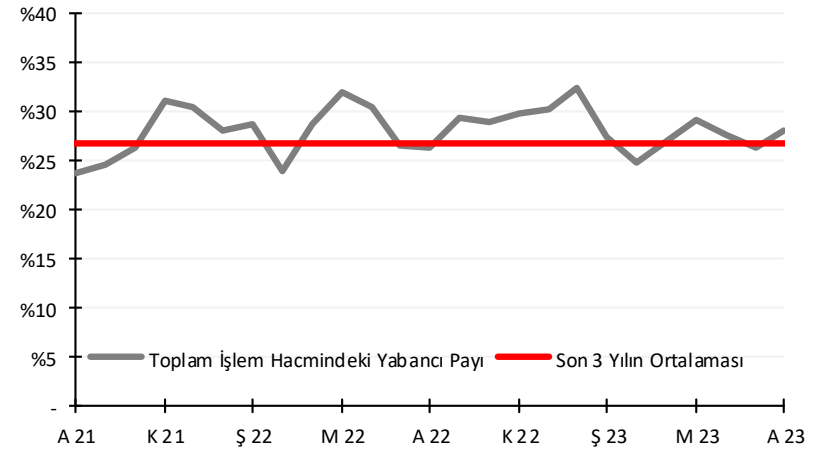
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

## BIST'te yabancı payı (dönem sonu)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

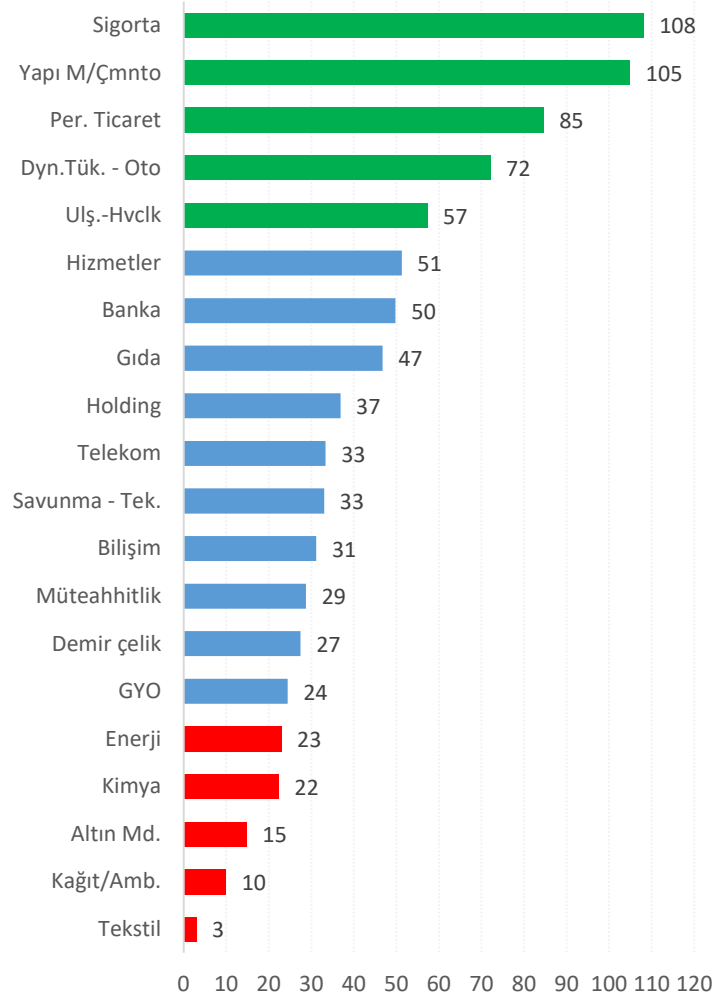
## Toplam işlem hacmindeki yabancı payı (dönem sonu)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BIST

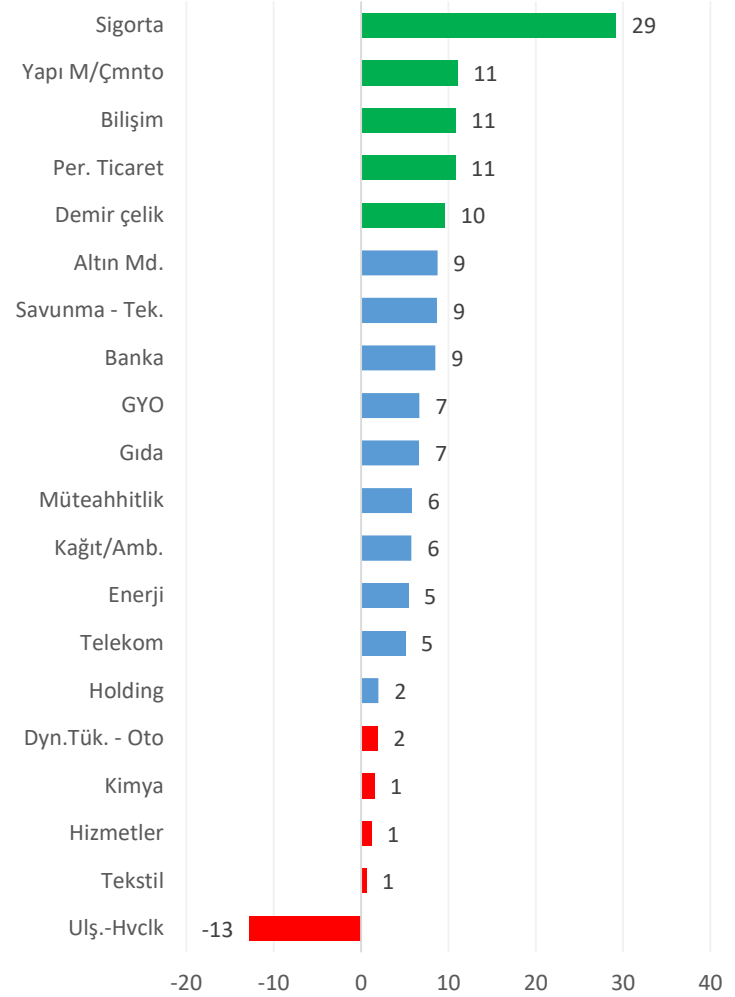
# Sektörel Görünüm

## Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## Sektör endekslerinde son 1 aylık getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

# Hisse Önerileri



Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	395.00			
Güncel Fiyat, TL	268.00			
Getiri Potansiyeli	47%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	162,730			
Firma Değeri, mn TL	173,271			

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
------------------	------	------	-------	-------

#### Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	70,699	147,716	271,145	452,044
FAVÖK, mn TL	6,576	11,867	20,320	34,268
Net Kâr, mn TL	2,932	8,157	11,730	20,063

#### Borçluluk

Net Borç, mn TL	5,153	7,717	11,823	15,223
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.7	0.6	0.4

#### Kârlılık

FAVÖK Marjı	9.3%	8.0%	7.5%	7.6%
Net Marj	4.1%	5.5%	4.3%	4.4%
Temettü Verimi	8.9%	3.0%	1.9%	3.6%

#### Büyüme

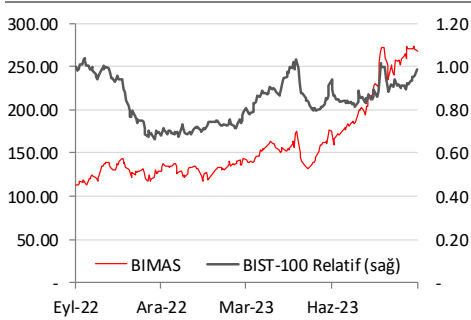
Ciro, y/y	27.4%	108.9%	83.6%	66.7%
FAVÖK, y/y	29.8%	80.5%	71.2%	68.6%
Net Kâr, y/y	12.5%	178.2%	43.8%	71.0%

#### Değerleme Verisi

	2021	2022	2023F	2024F
F/K	14.0	7.4	13.9	8.1
FD/FAVÖK	7.0	5.7	8.6	5.2
FD/Ciro	0.7	0.5	0.6	0.4

#### Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	14.0%	51.5%	127.9%	98.2%
BIST-100 Relatif	11.6%	8.0%	0.2%	42.1%
AOİH, mn TL	1,939	1,591	1,211	1,248



## Yatırım teması:

Gıda perakende sektörünün 2023 yılının 2. yarısında görece yüksek büyüme göstermeye devam etmesini 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 modern pazardaki bu oyuncuların pazar payı kazanmaya devam etmesini bekliyoruz.

Yüksek baz nedeniyle Bim'in satış büyümeleri yılın ilk yarısında rakiplerinin gerisinde kalsa da yılın ikinci yarısında yüksek baz etkisinin ortadan kalkması ile sektör ortalamalarını yakalamasını bekliyoruz. Bim'in yılın 2. yarısında yıllık bazda %87 satış büyümesi göstermesini 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 özellikle 3. çeyrekteki 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). Tahminlerimiz yılın 2. yarısında TFRS 16 sonrası EBITDA marjında ilave baskı görmeyeceğimize, hatta TFRS 16 öncesi FAVÖK marjında 30 baz puan iyileşme olacağına işaret ediyor. Yılın 2. yarısında FAVÖK büyüme beklentimiz satış büyüme beklentimizin hafif üzerinde %90 seviyesinde yer alıyor.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

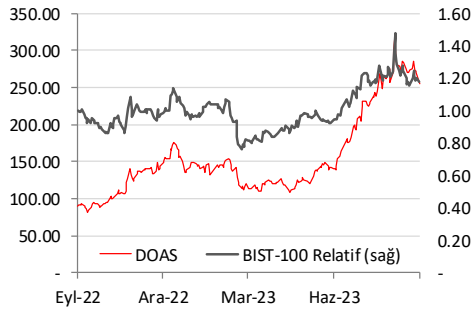
Türkiye ve sektöre ilişkin risk algısının düzelmesi en önemli olumlu katalizörler olarak görünüyor. Regülasyon riski ise en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

## Değerleme:

Hisse, 8,1x 2024T F/K ile 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %35 iskontolu işlem görüyor. Halen yüksek iskontonun ve güçlü bilançosu ve defansif iş modelinin aşağı yönlü riskleri de sınırladığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 395TL'ye (önceki: 298TL) %47 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Bloomberg Kodu	DOAS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	448.00
Güncel Fiyat, TL	255.00
Getiri Potansiyeli	76%
Halka Açıklık Oranı	34%
Piyasa Değeri, mn TL	56,100
Firma Değeri, mn TL	48,911

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansalları</b>				
Ciro, mn TL	24,306	46,781	94,713	114,863
FAVÖK, mn TL	2,378	7,853	17,559	15,130
Net Kâr, mn TL	2,332	7,824	16,678	12,781
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-381	-2,805	268	-985
Net Borç/FAVÖK	-0.2	-0.4	0.0	-0.1
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	9.8%	16.8%	18.5%	13.2%
Net Marj	9.6%	16.7%	17.6%	11.1%
Temettü Verimi	8.5%	11.1%	8.0%	13.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	28.6%	92.5%	102.5%	21.3%
FAVÖK, y/y	46.1%	230.3%	123.6%	-13.8%
Net Kâr, y/y	124.8%	235.6%	113.2%	-23.4%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	3.0	2.5	3.4	4.4
FD/FAVÖK	n.m.	0.8	2.6	3.0
FD/Ciro	n.m.	0.1	0.5	0.4
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	-0.4%	79.0%	178.6%	44.6%
AOİH, mn TL	1,883	1,147	526	641



## 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.

2023'te net satışların yıllık %102 artarak 95 milyar TL olmasını bekliyoruz. Söz konusu büyüme net satışları Euro cinsinden rekor bir seviye olan 3,7 milyar Euro'ya taşımaktadır. 2023'te rekor %18,5 seviyesinde FAVÖK marjı bekliyoruz. Temmuz ve Ağustos 2023'te yurt içi 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. 2Ç23 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 şirketini 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

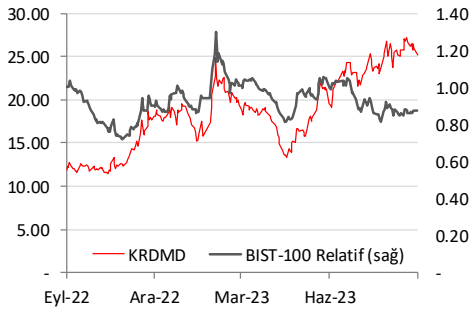
Hafif araç pazarında güçlü performans

## Değerleme:

Doğuş'u değerlemek için İNA modeli kullanıyoruz.

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	41.50			
Güncel Fiyat, TL	25.12			
Getiri Potansiyeli	65%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	19,599			
Firma Değeri, mn TL	19,678			

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	14,765	27,397	41,692	59,769
FAVÖK, mn TL	4,891	4,324	6,724	10,853
Net Kâr, mn TL	3,853	2,174	2,380	6,185
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-2,745	592	96	-392
Net Borç/FAVÖK	-0.6	0.1	0.0	-0.0
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	33.1%	15.8%	16.1%	18.2%
Net Marj	26.1%	7.9%	5.7%	10.3%
Temettü Verimi	-	6.5%	0.9%	3.7%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	96.4%	85.6%	52.2%	43.4%
FAVÖK, y/y	292.5%	-11.6%	55.5%	61.4%
Net Kâr, y/y	6252.2%	-43.6%	9.5%	159.9%
<b>Değerleme Verisi</b>				
	2021	2022	2023F	2024F
F/K	2.2	7.0	12.0	4.6
FD/FAVÖK	1.2	3.7	4.3	2.6
FD/Ciro	0.4	0.6	0.7	0.5
<b>Hisse Verileri</b>				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.5%	19.0%	95.7%	40.4%
BIST-100 Relatif	-1.7%	-15.1%	-13.9%	0.7%
AÖİH, mn TL	2,982	2,928	3,126	2,943



## Yatırım teması:

Kardemir'i, 2Y22'deki düşük bazın da etkisiyle 2Y23'te daha güçlü karlılık beklediğimiz için en çok tercih edilen hisseler listemize ekledik. Kardemir'in FAVÖK/ton seviyesini 2Y22'de kaydettiği 61\$/ton'dan %87'lik bir artışla 2Y23'te 113\$/ton'a yükseltmesini bekliyoruz. Şirket, 2023 yılının ilk yarısını bir önceki yılın aynı dönemine göre %5 satış hacmi artışıyla kapatırken 2Y23 yıllık hacim büyümesinin %18'lere doğru ivmelenmesini bekliyoruz. Artan FAVÖK/ton ve daha yüksek satış hacminin, 2Y23'te 2Y22'ye kıyasla FAVÖK'te dolar bazında %119 artışı mümkün kılacağını tahmin ediyoruz. Artan \$/TL döviz kuruyla birlikte 2023 yılında bir önceki yıla göre %55,5'lik bir TL-FAVÖK artışı bekliyoruz.

Ocak-Temmuz 2023 döneminde Türkiye'nin çelik üretimi bir önceki yıla göre %13 düşerken çelik tüketimi %17 arttı. İhracat/İthalat oranı da ilk yedi aylık dönemde 2022'deki %107'den 2023'te %49'a düştü. 2019-2022 Ocak-Temmuz dönemi medyan değerleriyle karşılaştırıldığında, 2023'ün ilk yedi ayında Türkiye'nin çelik üretimi %10 düşerken çelik tüketimi %26 arttı ve ihracat/İthalat oranı %136 olan tarihsel medyan değere göre %49 ile oldukça düşük kaldı. Çin ve Avrupa piyasalarından gelecek haberlere bağlı olarak küresel çelik piyasasında da talep ikliminin 4Ç23 - 2024 başı itibarıyla toparlanmaya başlayabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, mevcut arz-talep koşullarının ve orta vadeli talep görünümünün Kardemir için destekleyici olduğunu düşünüyoruz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

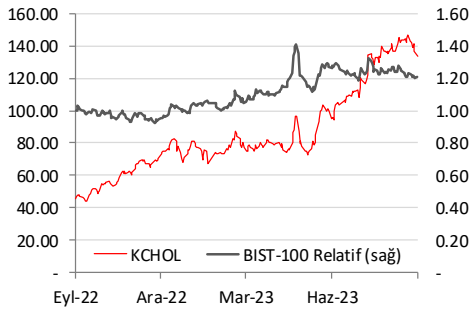
(i) 2Y23'te 2Y22'deki düşük bazdan daha güçlü birim marjlar, (ii) 2Y23'te yıllık bazda daha yüksek satış hacmi, (iii) \$/TL kurunda artış, (iv) Çelik fiyatlarının Temmuz-Ağustos aylarında dip yapmış olduğunu düşünmemiz, (v) Aynı zamanda talepte toparlanmaya da işaret ettiğini düşündüğümüz güçlü satış hacmi beklentimiz temel faktörler olarak öne çıkıyor.

## Değerleme:

Kardemir'e ilişkin değerlendirme çalışmalarımız KRDMD hisselerinde 41.50 TL'lik bir hedef fiyata işaret ediyor. Bu da, %65'lik bir 12 aylık getiri potansiyeline işaret ediyor. Tahminlerimiz 2024T için 2,6x FD/FAVÖK'e işaret ediyor; bu da küresel emsallerine göre %37, 5 yıllık medyan çarpanına göre ise %25 oranında bir iskonto anlamına geliyor.

Bloomberg Kodu	KCHOL TI		
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri		
Hedef Fiyat, TL	218.60		
Güncel Fiyat, TL	133.20		
Getiri Potansiyeli	64%		
Halka Açıklık Oranı	22%		
Piyasa Değeri, mn TL	337,782		
Firma Değeri, mn TL	457,517		

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	346,689	901,857	1,157,560	1,705,119
FAVÖK, mn TL	52,191	166,227	168,193	218,681
Net Kâr, mn TL	15,193	69,806	76,302	96,436
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	55,836	45,164	33,735	11,218
Net Borç/FAVÖK	1.1	0.3	0.2	0.1
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	15.1%	18.4%	14.5%	12.8%
Net Marj	4.4%	7.7%	6.6%	5.7%
Temettü Verimi	2.6%	2.0%	1.3%	2.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	88.6%	160.1%	28.4%	47.3%
FAVÖK, y/y	105.5%	218.5%	1.2%	30.0%
Net Kâr, y/y	63.8%	359.5%	9.3%	26.4%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	3.7	1.6	4.4	3.5
FD/FAVÖK	3.0	1.4	2.9	2.4
FD/Ciro	0.5	0.3	0.4	0.3
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	-1.3%	34.0%	177.9%	62.7%
BIST-100 Relatif	-3.5%	-4.5%	22.2%	16.7%
AOİH, mn TL	3,355	3,039	2,237	2,435



## 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 %9'luk bir büyüme bekliyoruz. Tüpraş'ta normalleşen ürün marjları, kur farkı giderleri ve daha yüksek efektif vergi oranından dolayı %9'luk bir net kar daralması tahmin ediyoruz. Çekirdek net faiz marjındaki daralmanın daha yüksek ücret ve komisyon gelirleriyle dengelenmesi sayesinde Yapı Kredi'de yatay bir net kar tahmin ediyoruz. 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 yansımalarını bekliyoruz. Tofaş'ta güçlü fiyatlama ve finansal gelirler sayesinde kuvvetli bir kar artışı bekliyoruz. Turk Traktör'de ihracattaki iyileşmeyle beraber karlılığın destekleneceğini tahmin ediyoruz. Arçelik'te faaliyet karındaki yüksek artışın artan efektif vergi oranı ve finansal giderler sebebiyle bir miktar baskılanmasıyla net kardaki büyümenin %27'ler mertebesinde olacağını tahmin ediyoruz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

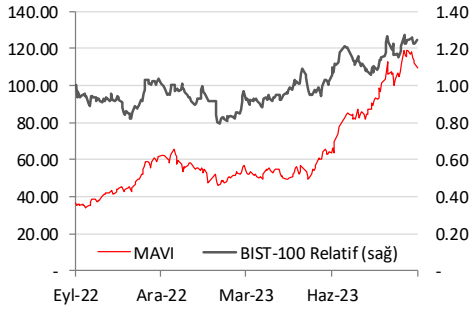
Koç Holding'in Ford ile beraber planladığı elektrikli araç batarya yatırımıyla ilgili olası pozitif gelişmeler, Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşmanın tamamlanması ile alakalı haberler, orta-distilat ürün marjlarındaki yükselişin devam etmesi hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

## Değerleme:

Koç Holding için değerlememizi son finansallara göre güncelleyerek hedef hisse fiyatımızı %24 artırarak 218.6TL'ye yükselttik. Koç Holding cari net aktif değerine göre %32 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %32, son 5 yıllık ortalama ise %21 seviyesindedir. Yapı Kredi'deki hisse satışı sonrasında yaklaşık 650 milyon dolara çıkan solo net nakit pozisyonu ve Tat Gıda'daki satış süreci de göz önüne alındığında, piyasa önümüzdeki dönemde Koç Holding'in olası yeni yatırım planlarına odaklanacak

Bloomberg Kodu	MAVİ Tİ			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	163.00			
Güncel Fiyat, TL	109.50			
Getiri Potansiyeli	49%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	21,750			
Firma Değeri, mn TL	20,711			

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	4,619	10,592	19,690	31,337
FAVÖK, mn TL	1,016	2,481	4,338	6,585
Net Kâr, mn TL	400	1,439	2,564	3,885
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-112	-1,122	-2,567	-4,382
Net Borç/FAVÖK	-0.1	-0.5	-0.6	-0.7
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	22.0%	23.4%	22.0%	21.0%
Net Marj	8.7%	13.6%	13.0%	12.4%
Temettü Verimi	1.0%	2.0%	2.0%	3.5%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	92.3%	129.3%	85.9%	59.2%
FAVÖK, y/y	164.1%	144.1%	74.9%	51.8%
Net Kâr, y/y	8637.5%	259.4%	78.1%	51.5%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	7.2	4.2	8.5	5.6
FD/FAVÖK	2.9	2.1	4.5	2.7
FD/Ciro	0.6	0.5	1.0	0.6
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	3.3%	71.2%	192.0%	72.5%
BIST-100 Relatif	1.1%	22.1%	28.4%	23.8%
AÖİH, mn TL	268	298	175	187



## Yatırım teması:

Mavi, oldukça güçlü olan geçen yılın ardından 2023'e de güçlü bir başlangıç yaptı. Ücret artışları ve negatif reel faizlerin talebi halen canlı tutması, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların güçlü katkısı sayesinde büyüme güçlü kalmaya devam ediyor. Yılın 2. yarısında artan faizler nedeniyle tüketimde bir yavaşlama öngörmekle birlikte 2023 yılının tamamında Şirket'in %70-80 olan öngörüsünün üzerinde %86 satış büyümesi tahmin ediyoruz. Yılın 2. yarısında büyümede yavaşlama beklentimize rağmen 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 90 baz puan seviyesinde olmasını bekliyoruz. Yılın ilk yarısında yüksek baz etkisi nedeniyle FAVÖK marjı baskılanırken, pamuk başta olmak üzere hammadde fiyatlarında yaşanan geri çekilme ve operasyonel kaldıraç etkisi ile yılın 2. yarısında marj baskısı görmeyeceğimizi düşünüyoruz.

Mavi 2Ç23 finansallarını 19 Eylül'de açıklayacak. 2Ç23'te 4,4 milyar TL satış, 982mn TL FAVÖK (TFRS 16 sonrası) ve 565mn TL net kar öngörüyoruz. Yıllık bazda sırasıyla %96, %79 ve %39 büyümeye işaret ediyor. Net kadardaki büyümenin sınırlı olması geçen seneki ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklı. Vergi öncesi karda %82 büyüme öngörüyoruz. Sonuçların ardından Şirket'in %70-80 olan satış büyüme öngörüsünde yukarı yönlü revizyonu olası görüyoruz (bizim 2023 tahminimiz %86 büyüme yönünde). Marj tarafında Şirket'in %22 (+50bps) (TFRS 16 sonrası) ve %18 (+50bps) olan (TFRS 16 öncesi) FAVÖK marjı beklentilerini koruyacağını düşünüyoruz. Değerlememiz için daha önemli olan TFRS 16 sonrası FAVÖK marjı tahminimiz Şirket'in öngörülerinin üst bandını yakalanacağına işaret ediyor.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

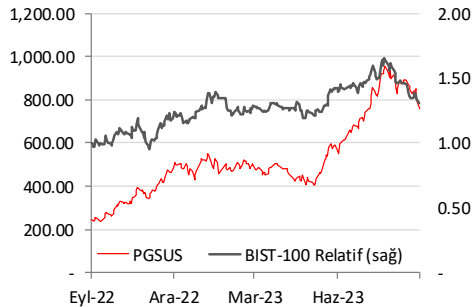
Pamuk başta olmak üzere hammadde maliyetlerinde düşüş ve risk algısında iyileşme olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Diğer taraftan talebin yavaşlaması en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

## Değerleme:

Güncellediğimiz hedef değerimiz 163TL'ye (önceki 124TL) %45 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. 2024 tahminlerimize göre 5,7 F/K ile uluslararası benzerlerine göre %45 iskontolu işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	1,350.00
Güncel Fiyat, TL	758.40
Getiri Potansiyeli	78%
Halka Açıklık Oranı	43%
Piyasa Değeri, mn TL	77,584
Firma Değeri, mn TL	137,033

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansalları</b>				
Ciro, mn TL	10,664	42,732	74,626	105,629
FAVÖK, mn TL	2,271	14,099	24,863	33,830
Net Kâr, mn TL	-1,972	7,100	11,014	9,861
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	29,124	48,180	77,857	110,870
Net Borç/FAVÖK	12.8	3.4	3.1	3.3
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	21.3%	33.0%	33.3%	32.0%
Net Marj	n.m.	16.6%	14.8%	9.3%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	122.0%	300.7%	74.6%	41.5%
FAVÖK, y/y	371.8%	520.9%	76.3%	36.1%
Net Kâr, y/y	0.4%	n.m.	55.1%	-10.5%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	n.m.	3.0	7.0	7.9
FD/FAVÖK	13.7	4.5	6.0	5.4
FD/Ciro	2.9	1.5	2.0	1.7
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	-15.7%	28.7%	195.1%	58.0%
BIST-100 Relatif	-17.6%	-8.3%	29.8%	13.3%
AOİH, mn TL	1,821	1,769	1,370	1,371



## Yatırım teması:

Pegasus'u beğenmemizin sebepleri: (1) Pegasus'un, 2023 yılında THY'den daha iyi bir seçenek olacağını düşünüyoruz. 2023'de 2019 seviyesine kıyasla %59 artışla 2,8 milyar Euro net satışlar bekliyoruz. Fakat 2023'de THY için 2019 seviyesine kıyasla %57 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 fiyodaki 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	220.00
Güncel Fiyat, TL	107.40
Getiri Potansiyeli	105%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	39,016
Firma Değeri, mn TL	70,626

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
------------------	------	------	-------	-------

## Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	5,459	18,308	33,022	47,339
FAVÖK, mn TL	1,616	5,726	10,107	16,376
Net Kâr, mn TL	468	1,899	2,981	6,121

## Borçluluk

Net Borç, mn TL	15,342	19,670	60,792	74,927
Net Borç/FAVÖK	9.5	3.4	6.0	4.6

## Kârlılık

FAVÖK Marjı	29.6%	31.3%	30.6%	34.6%
Net Marj	8.6%	10.4%	9.0%	12.9%
Temettü Verimi	-	-	-	3.2%

## Büyüme

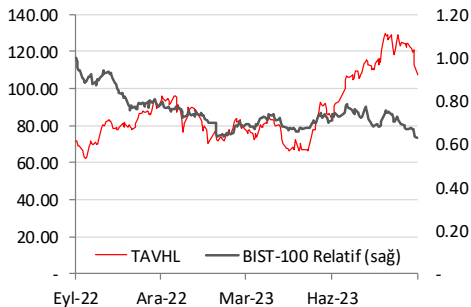
Ciro, y/y	126.0%	235.4%	80.4%	43.4%
FAVÖK, y/y	692.8%	254.4%	76.5%	62.0%
Net Kâr, y/y	n.m.	306.1%	56.9%	105.4%

Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
------------------	------	------	-------	-------

F/K	19.5	10.8	13.1	6.4
FD/FAVÖK	12.7	6.3	9.5	6.7
FD/Ciro	3.8	2.0	2.9	2.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	-14.8%	24.4%	42.3%	14.9%
BIST-100 Relatif	-16.6%	-11.3%	-37.4%	-17.6%
AOİH, mn TL	724	782	588	547



## Yatırım teması:

TAV'ı beğenmemizin sebepleri: (1) TAV'ın faaliyetlerinin hızlı bir şekilde toparlanmasını beklememiz, (2023 yılı net satışlar beklentimiz 2019 yılının %66 üzerinde, 1,245 milyon EUR seviyesindedir.), (2) 2023 yılında turizm sektörünün umut verici olduğunu düşünmemiz, (3) havayolu şirketlerinin aksine faaliyetlerinde yakıt kullanmayan TAV'ın, yükselen yakıt maliyetleri ortamında havayolu şirketlerine göre daha avantajlı bir seçenek oluşturması, (4) Almati ve Antalya havalimanlarındaki büyüme projeleri, (5) Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz anlaşması, ve (6) havayolu şirketlerinin aksine iş modeli sayesinde TAV'ın yolcu sayısı konusunda rekabet etmek zorunda olmamasıdır.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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

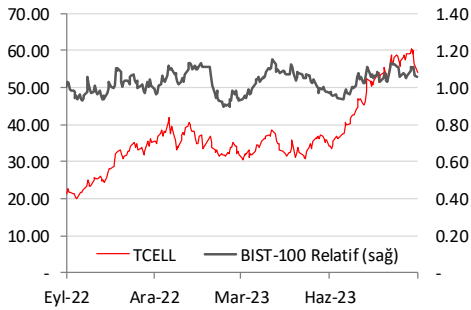
Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz sözleşmesinin alınması TAV için bir katalizör olabilir.

## Değerleme:

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

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	86.00
Güncel Fiyat, TL	54.05
Getiri Potansiyeli	59%
Halka Açıklık Oranı	54%
Piyasa Değeri, mn TL	118,910
Firma Değeri, mn TL	150,634

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	35,921	53,878	92,684	142,525
FAVÖK, mn TL	15,245	22,160	37,491	58,150
Net Kâr, mn TL	5,031	11,053	11,186	21,688
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	18,094	23,110	32,609	34,208
Net Borç/FAVÖK	1.2	1.0	0.9	0.6
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	42.4%	41.1%	40.5%	40.8%
Net Marj	14.0%	20.5%	12.1%	15.2%
Temettü Verimi	7.2%	2.5%	1.9%	4.7%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	23.4%	50.0%	72.0%	53.8%
FAVÖK, y/y	21.0%	45.4%	69.2%	55.1%
Net Kâr, y/y	18.7%	119.7%	1.2%	93.9%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	7.2	4.5	10.6	5.5
FD/FAVÖK	3.5	3.3	4.0	2.6
FD/Ciro	1.5	1.4	1.6	1.1
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	4.5%	51.3%	133.6%	42.7%
BIST-100 Relatif	2.3%	7.9%	2.7%	2.4%
AÖİH, mn TL	2,835	2,520	1,844	1,816



## Yatırım teması:

Turkcell için görüşümüz olumlu. Şirketi, i) mobil iş kolunda maliyet enflasyonunu yakalayan daha dinamik fiyatlandırma stratejisi, ii) sabit internet tarafında kısalan tüketici sözleşme süreleri (2 yıla kıyasla 1 yıl veya taahhütsüz sözleşmeler), iii) müşteri kazanımındaki güçlü ivme, iv) ihtiyatlı maliyet yönetimi ve v) geleneksel Telekom işine göre daha yüksek değerlendirme potansiyeline sahip olan stratejik iş kolları nedeniyle, beğeniyoruz. Buna ek olarak, Turkcell'in düşük kaldıraçlı güçlü bilançosu (2023T net borç/FAVÖK 0,8x), azalan işletme sermayesi ile iyileşen nakit akışı, çoğunlukla hedge edilmiş döviz pozisyonu da, olumlu görüşümüzü destekliyor ve net kar için öngörülebilirliği artırıyor.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Turkcell'in bünyesinde Süper Online (fiber), Global Tower, Paycell gibi çok sayıda değerli şirket var. Bu varlıkların halka arz veya başka bir stratejik ortaklık yoluyla değerlendirilmesinin Turkcell için değer yaratacağını düşünüyoruz. Dijital hizmetler ve tecfin iş kollarının Turkcell'in dönüşümünde stratejik alanlar olduğunu düşünüyoruz. Turkcell'in defansif iş modeli ve 2024'ün ilk yarısında beklediğimiz güçlü bilanço seyrininin, şirketi endeksten olumlu ayırtıracağını düşünüyoruz. Turkcell, 2024T 5.8x F/K oranıyla global benzerlerine göre %38 iskonto ile işlem görüyor.

## Değerleme:

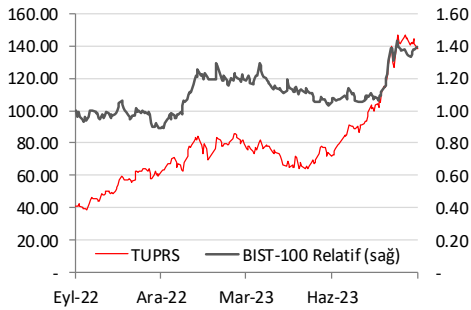
Turkcell, 2024T 5.5x F/K oranıyla global benzerlerine göre %42 iskonto ile işlem görüyor.



# Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	187.50			
Güncel Fiyat, TL	138.50			
Getiri Potansiyeli	35%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	266,861			
Firma Değeri, mn TL	253,668			

Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	152,492	481,765	595,815	722,029
FAVÖK, mn TL	13,396	55,477	70,718	68,887
Net Kâr, mn TL	3,495	41,045	37,396	43,163
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	12,017	-16,501	-26,872	-36,006
Net Borç/FAVÖK	0.9	-0.3	-0.4	-0.5
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	8.8%	11.5%	11.9%	9.5%
Net Marj	2.3%	8.5%	6.3%	6.0%
Temettü Verimi	-	-	10.1%	11.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	141.1%	215.9%	23.7%	21.2%
FAVÖK, y/y	2610.5%	314.1%	27.5%	-2.6%
Net Kâr, y/y	n.m.	1074.4%	-8.9%	15.4%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	8.1	1.9	7.1	6.2
FD/FAVÖK	2.8	1.0	3.3	3.3
FD/Ciro	0.2	0.1	0.4	0.3
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	9.1%	89.6%	213.6%	97.0%
AOİH, mn TL	6,891	4,786	3,301	3,524



## Yatırım teması:

Tüpraş'ın i) cazip değerlendirilmesi, ii) ürün marjlarında kuvvetli seyre karşın düşük doğalgaz maliyetleriyle güçlü 3Ç23 finansal performansı, iii) defansif ve döviz bazlı gelir yapısı, iv) 10,1 milyar TL'lik net nakit pozisyonuyla güçlü bilançosu, ve iv) stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

Sektörde arz eksikliği nedeniyle orta-distilat ürün marjları yükseliyor. Dizel ve jet yakıtı Ağustos-23'te önceki aya göre sırasıyla yaklaşık 41% ve %51 artarak 34,8 \$/v ve 34,3 \$/v seviyelerine yükseldi. Hatırlanacağı gibi, Rusya-Ukrayna savaşının başlaması sonrasında arz endişeleri ve doğalgaz fiyatlarındaki yükseliş nedeniyle ürün marjları 2022'de tarihi ortalamalarının çok üzerine çıkmıştı. Birikmiş stok seviyesi ve doğalgaz fiyatlarındaki düşüşle beraber Şubat 2023'ten itibaren orta distilat ürün marjlarında gerileme yaşandı. 3Ç23'te, mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar talebi desteklerken bazı rafinerilerde kapasite kullanımlarında düşüşe sebep oldu. Benzin tarafında ise artan üretim maliyetleri, arz sıkıntıları ve güçlü talep sayesinde marjlar Ağustos-23'te 30,0 \$/v'in üzerine çıktı (Tem-23: 28,5 \$/v). 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:

Orta-distilat ürün marjlarında yükseliş ve tahminlerimizden güçlü seyreden talep, ağır-hafif ham petrol makasının açılmasına sebep olabilecek herhangi bir gelişme (OPEC'in üretim kesintilerini azaltması ya da İran petrolünün piyasaya gelebilmesi gibi) hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

## Değerleme:

Yeni makro tahminlerimiz, değerlemede 2024 çarpanlarına geçiş, 2024 ürün marjı görünümüyle ilgili daha pozitif bir varsayım nedeniyle Tüpraş için hedef hisse fiyatımızı %45 artırarak 187,5 TL'ye yükseltiyoruz. Tüpraş, 6,2x 2024T F/K ve 3,3x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine yaklaşık %30 ıskontoyla işlem görüyor.

# Vestel Beyaz Eşya

Bloomberg Kodu	VESBE TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	25.90
Güncel Fiyat, TL	15.55
Getiri Potansiyeli	67%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, mn TL	24,880
Firma Değeri, mn TL	28,915

## Finansal Veriler

	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	16,178	31,387	49,393	73,831
FAVÖK, mn TL	2,488	2,900	6,284	9,333
Net Kâr, mn TL	1,519	1,424	2,614	4,115

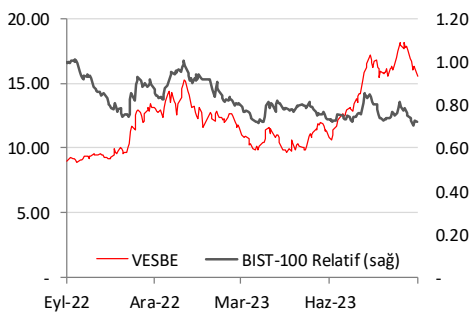
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	1,222	5,599	6,568	8,721
Net Borç/FAVÖK	0.5	1.9	1.0	0.9

<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	15.4%	9.2%	12.7%	12.6%
Net Marj	9.4%	4.5%	5.3%	5.6%
Temettü Verimi	8.2%	4.7%	1.7%	5.3%

<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	71.9%	94.0%	57.4%	49.5%
FAVÖK, y/y	36.0%	16.6%	116.7%	48.5%
Net Kâr, y/y	14.1%	-6.2%	83.5%	57.4%

<b>Değerleme Verisi</b>	2021	2022	2023F	2024F
F/K	6.5	10.3	9.5	6.0
FD/FAVÖK	3.3	6.0	4.5	3.3
FD/Ciro	0.5	0.6	0.6	0.4

<b>Hisse Verileri</b>	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.2%	38.0%	69.4%	14.4%
BIST-100 Relatif	-2.0%	-1.6%	-25.5%	-18.0%
AOİH, mn TL	222	210	219	184



## 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 milyon 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 yarısında zorlu talep koşullarına rağmen ihracat hacimlerinde tek 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 %12'7'e yükselmesini bekliyoruz.

## Değerleme:

Şirketin değerlemesinde İNA analizi kullandık. Hisse, 2024T 6,0x F/K ile global benzerlerine göre %52 iskonto ile işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	22.60
Güncel Fiyat, TL	15.94
Getiri Potansiyeli	42%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	134,646

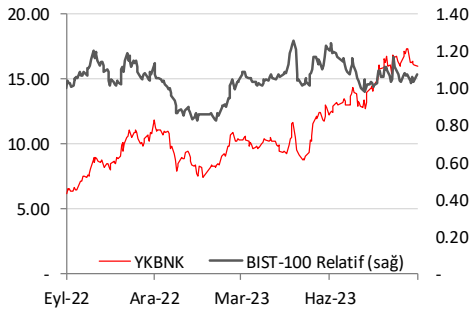
Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	22,873	85,936	90,061	121,489
Net Kâr, mn TL	10,490	52,745	54,000	73,450
Özkaynak, mn TL	63,484	126,256	169,128	239,119
Toplam Aktif, mn TL	736,770	1,108,094	1,698,501	2,299,772
Ort. FKA, mn TL	510,122	838,829	1,236,709	1,771,978

<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	1.8%	5.7%	3.8%	3.7%
Ort. Özk. Karlılığı	18.9%	55.6%	36.6%	36.0%
Temettü Verimi	2.2%	1.9%	5.9%	4.0%

<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	32.7%	275.7%	4.8%	34.9%
Net Kâr, y/y	106.5%	402.8%	2.4%	36.0%
Özkaynak, y/y	33.5%	98.9%	34.0%	41.4%
Toplam Aktif, y/y	60.3%	50.4%	53.3%	35.4%
Ort. FKA, y/y	29.8%	64.4%	47.4%	43.3%

<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	2.1	1.0	2.5	1.8
FD/FAVÖK	0.4	0.4	0.8	0.6

<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	0.3%	24.5%	137.2%	47.2%
BIST-100 Relatif	-1.9%	-11.2%	4.3%	5.6%
AOİH, mn TL	5,650	5,475	3,565	3,551



## 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 sağlama 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:

Banka TÜFE tahvillerin faiz getirili aktiflere ve özsermayeye oranı açısından benzerleri arasında ikinci en yüksek paya sahip bulunuyor. Bu nedenle enflasyondaki artıştan gelir anlamında en olumlu etkilenenler arasında olacağını tahmin ediyoruz. Banka daha önce TÜFE'deki her 100 baz puanlık artışın net faiz gelirinde (NFG) yaklaşık 0,9 milyar TL katkı sağladığını belirtmişti. Hatırlanacağı üzere Yapı Kredi TÜFE varsayımını 2Ç23'te 500 baz puan düşürerek %40'a indirmişti. Bu da çeyreklik NGF'de yaklaşık 2 milyar TL'lik bir düşüşe yol açmıştı. Ekim enflasyon beklentimiz %67,5 civarında olduğu di kka te alındığında, bankanın 2023'ün ikinci yarısında TÜFE tahvil gelirinde güçlü artış olmasını ve bunun 3Ç23'e de bir katkı sağlamasını bekleriz.

Yapı Kredi, özel bankalar arasında KKM dahil TL mevduat payını eşik değerlerin üzerine çıkaran ilk bankalar arasında oldu. Bu, bankanın TL sabit faizli tahvillerdeki düzenleme kaynaklı alımlarının rakiplere göre sınırlı kalmasına olanak sağladı. Düzenlemeler kapsamında oluşturulan TL sabit faizli tahvillerin toplam aktifler içerisindeki payı %3'ün altındadır. Ayrıca Yapı Kredi, 2Y22'nin başından itibaren TL mevduatta da pazar payı elde etti. Bu durum Yapı Kredi'nin şu ana kadar sert bir mevduat rekabetinden kaçınmasını sağladı ve aynı zamanda 3Ç23 görünümünde de net faiz marjını destekleyici olabilir.

## Değerleme:

Yapı Kredi Bankası'nın 2023'te 54,0 milyar TL (yıllık %2 artış) ve 2024'te 73,5 milyar TL (yıllık %36 artış) net kâr elde etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, öz kaynak kârlılığının 36-33 aralığında kalması muhtemeldir. Orta vade için %27 civarındaki sermaye getiri beklentisi varsayımımız göz önüne alındığında (uzun vade öz kaynak kârlılığı tahminlerimizle birlikte), 1 yıllık beklenen P/B'nin 0,85x'in biraz üzerinde olabileceğini hesaplıyoruz.

# İletişim Bilgileri

# AK Yatırım Araştırma Ekibi

---

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