

Hisse Senetlerinde Öneriler

**Banka ve telekom ağırlığını,
güçlenen yabancı girişi beklentisi ile artırdık**

5 Aralık 2023

AK YATIRIM ARASTIRMA

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

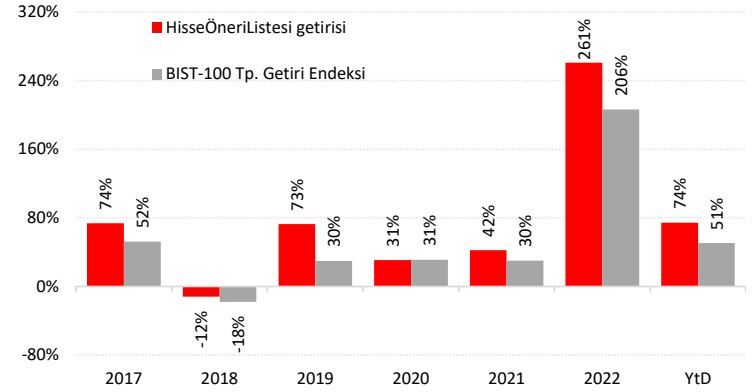
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model portföy hisse seçimleri*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	455,00	48%	11%
KRDMD	44,00	82%	8%
KCHOL	235,30	65%	10%
MAVI	177,00	67%	10%
TAVHL	220,00	87%	9%
TOASO	488,00	101%	9%
TRGYO	61,00	85%	7%
TUPRS	200,00	30%	8%
TCELL	93,00	61%	12%
YKBANK	26,00	27%	16%

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 görüş 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.

BIST'de hisse bazlı eğilim ağır basıyor: Ekim sonuna göre %8 toparlanmaya rağmen, BIST-100 endeksi Ekim'deki 8.562 zirvesinden gelen kayıpların ancak kısmen geri aldı. CDS oranının neredeyse 100 baz puan gevşemesine, Ekim ortasından itibaren açıklanan güçlü 3Ç23 sonuçlarına ve son dönemdeki küresel hisse senedi iyimserliğine rağmen, BIST-100'ün nispeten zayıf seyretilmesi, önceki dönemlerde hızlı değerlendirilen bazı büyüme hisse senetlerine gelen kâr satışlarına ve artan TL faizine bağlanabilir. Faizdeki artış hem TL yatırımcıya güçlü alternatif oluşturdu hem de hisse senedinde kredili işlem maliyetlerini artırdı. Nitekim BIST'te günlük işlem hacmindeki keskin düşüş de bu duruma işaret ediyor. Bununla birlikte bizim de öne çıkardığımız **telekomünikasyon, havacılık, özel banka, petrokimya ve gıda perakendesi** hisseleri genel olarak endeks getirisini yendi. Öte yandan **otomotiv, enerji, çimento, beyaz eşya, demir-çelik sektörleri** ile **kamu bankaları** endekse göre zayıf performans sergiledi.

Yeni yıla yaklaşırken BIST'in teması değişmedi. Genel görüşümüzü; hatırlatmak gerekirse, (i) TL'nin döviz karşısında kademeli reel güçleneceği, (ii) artan parasal sıkışmanın hane halkı borçlanmasını daraltacağı; (iii) ana ihracat pazarlarımızda talep koşullarının zayıf seyredeceği; (iv) (mevcut düzenleme taslağı üzerinden) enflasyon muhasebesine geçiş firmaların duran varlık (yeniden değerlendirme kaynaklı ek vergi) ve stok (olumlu vergi etkisi) büyüklüğüne bağlı olarak ayrışacağı, (v) BIST'e yabancı ilgisinin (özellikle CDS oranlarının işaret ettiği yönde ve kademeli döviz istikrarı ve hafifleyen risk algısıyla) hızlanacağı bir yatırım ortamı bekliyoruz.

Bu kapsamda hisse değişikliğine gitmedik. Ancak bu raporla birlikte finansal beklentisine ve yabancı girişine dair güçlenen beklentimize bağlı olarak portföy ağırlığını **Yapı Kredi**'de 300 baz puan artışla %16'ya ve **Türkcell**'de 200 baz puan artışla %12'ye çıkardık. Buna karşılık **Kardemir**'in (200 baz puan), **Tüpraş**'ın (200 baz puan) ve **Tofaş Oto**'nun (100 baz puan) portföy ağırlıklarını düşürdük.

Strateji: Hisse Öneri Listesi

Model Portföy Hisse Getirileri

Hisse Senedi	Portföy Ağırlığı (%)	Son Güncelleme İtibarıyla				Portföye Giriş Tarihi İtibarıyla		
		Hisse Fiyatı (TL)*		Getiri (%)		Portföye Giriş Tarihi	Getiri (%)	
		2.11.23	4.12.23	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
BIMAS	11%	285,28	307,04	7,6%	2,0%	02/11/2021	416,3%	-8,0%
KRDMD	10%	25,63	24,35	-5,0%	-10,0%	19/09/2023	-4,8%	-8,8%
KCHOL	10%	139,86	142,13	1,6%	-3,7%	24/07/2023	19,3%	-1,7%
MAVI	10%	99,85	105,14	5,3%	-0,2%	06/05/2022	441,6%	59,2%
TAVHL	9%	114,10	117,38	2,9%	-2,5%	06/05/2022	166,8%	-21,5%
TOASO	10%	250,70	241,58	-3,6%	-8,7%	02/11/2023	-3,6%	-8,7%
TRGYO	7%	34,82	32,80	-5,8%	-10,8%	02/11/2023	-5,8%	-10,8%
TCELL	10%	50,05	57,83	15,5%	9,5%	21/08/2023	6,2%	1,9%
TUPRS	10%	146,41	154,71	5,7%	0,1%	07/12/2022	159,3%	50,8%
YKBNK	13%	17,21	20,02	16,3%	10,2%	16/02/2023	134,2%	41,4%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				4,8%	-0,8%			
YBG Portföy Getirisi				74,3%	15,7%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

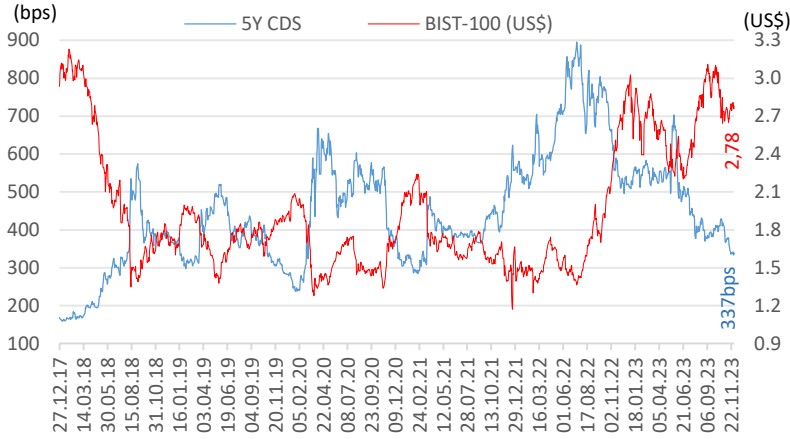
** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

• **Hisse öneri listemiz gösterge endeksin hafif altında kaldı.** Bir önceki portföy değişikliklerini açıkladığımız 2 Kasım'dan 1 Aralık'a kadar geçen sürede model portföy getirimiz %4,8 getiri ile BIST-100 toplam getiri endeksinin çok az altında kaldı. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkısı **Yapı Kredi, Türkcell ve BİM** sağladı. Bu dönemde **Torunlar GYO, Kardemir ve Tofaş Oto** getiriye eksi yönde etkiledi.

• **YBG getirimiz ise %74,3 oldu ve böylece aynı dönemde %50,6 artan BIST-100 toplam getiri endeksini %16 geçtik.** Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri de 41,5 katına ulaşarak aynı dönemde yaklaşık 13,0 katına 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).

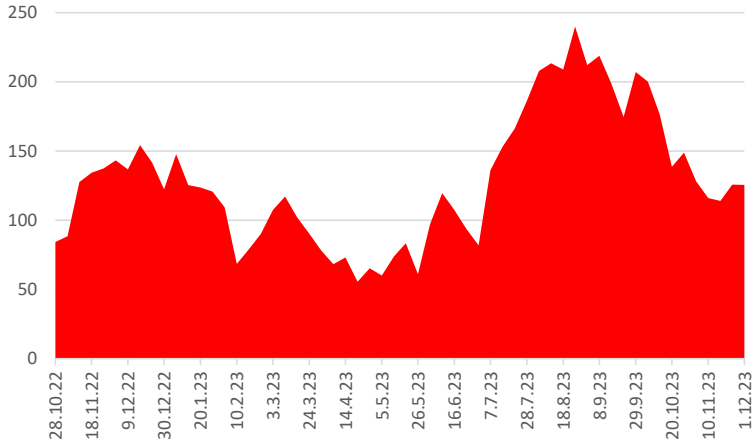
Piyasa Görünümü

CDS'in son iki aylık gerilemesi BIST'e fazla yansımada



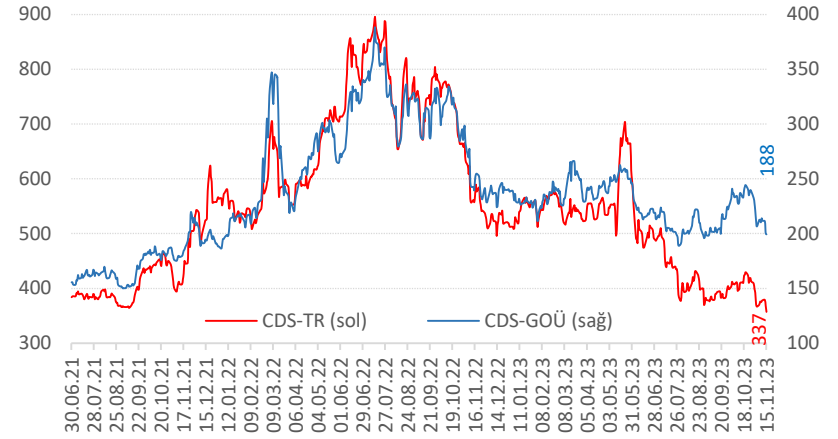
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in ort. günlük işlem hacmi düşüşte (haftalık bazda) (milyar TL)



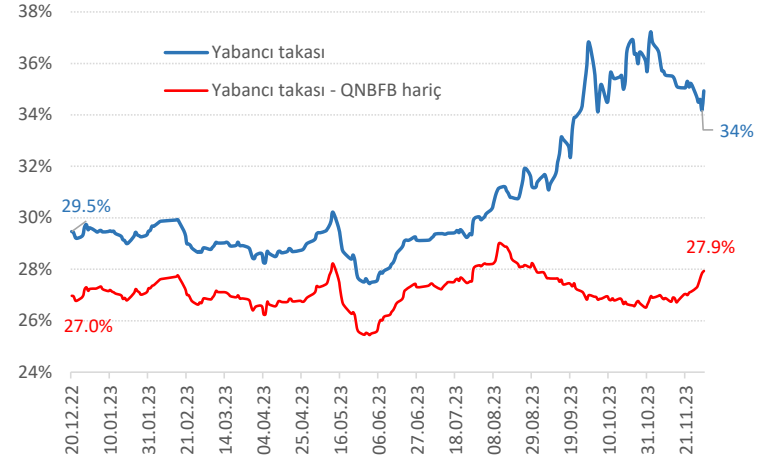
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Türkiye CDS'i ile gösterge CDS arasındaki fark azalmaya devam etti



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

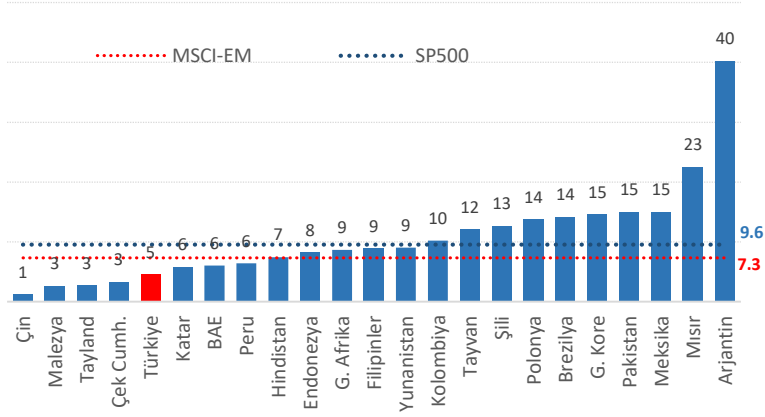
Yurtdışı yerleşiklerin BİST payı son üç ayın zirvesinde



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

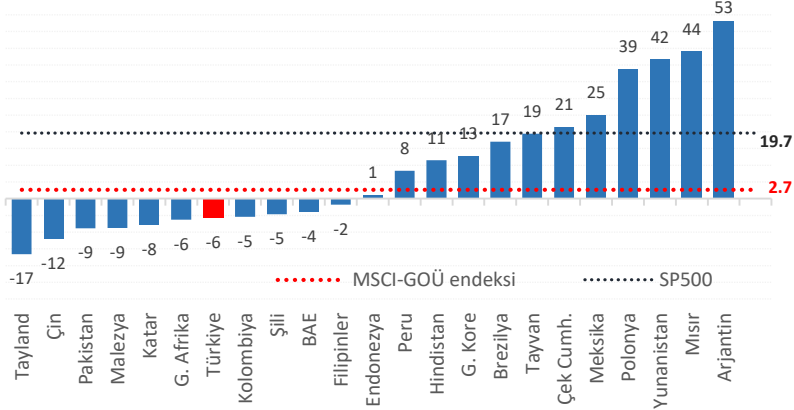
Piyasa Görünümü

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



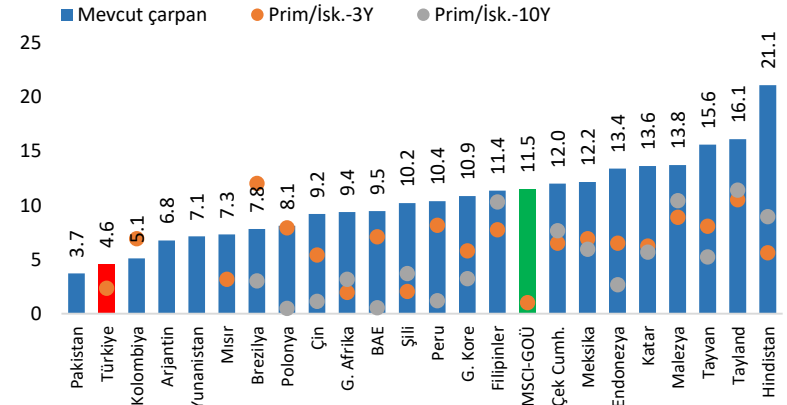
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



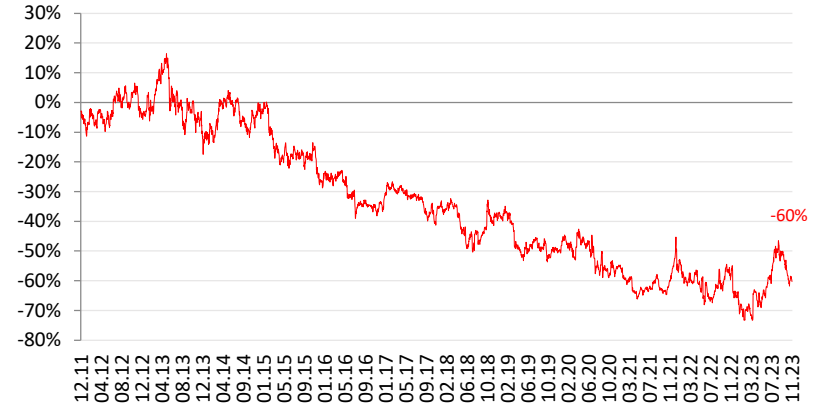
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

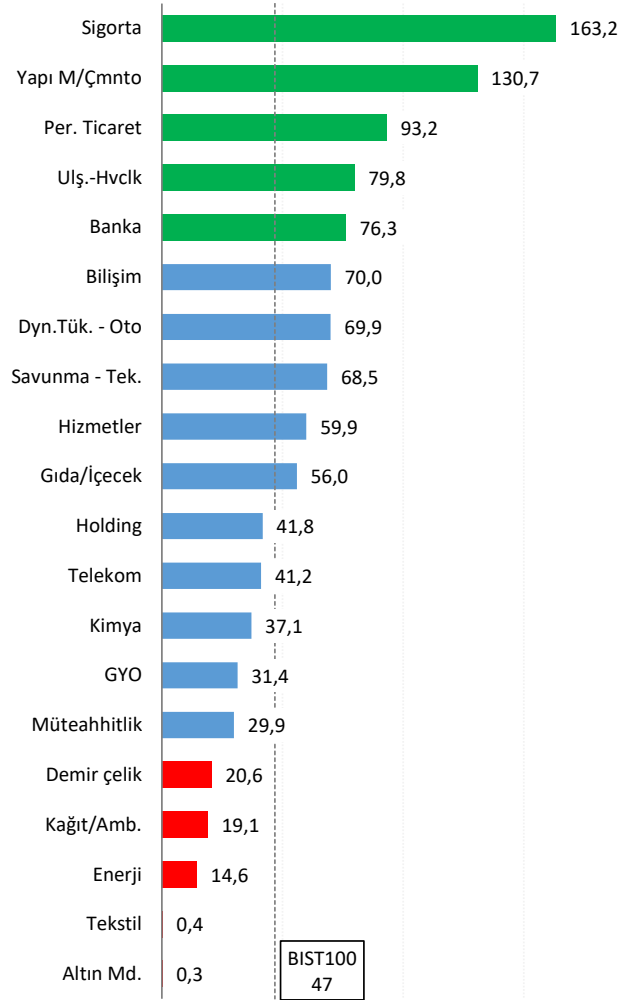
F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



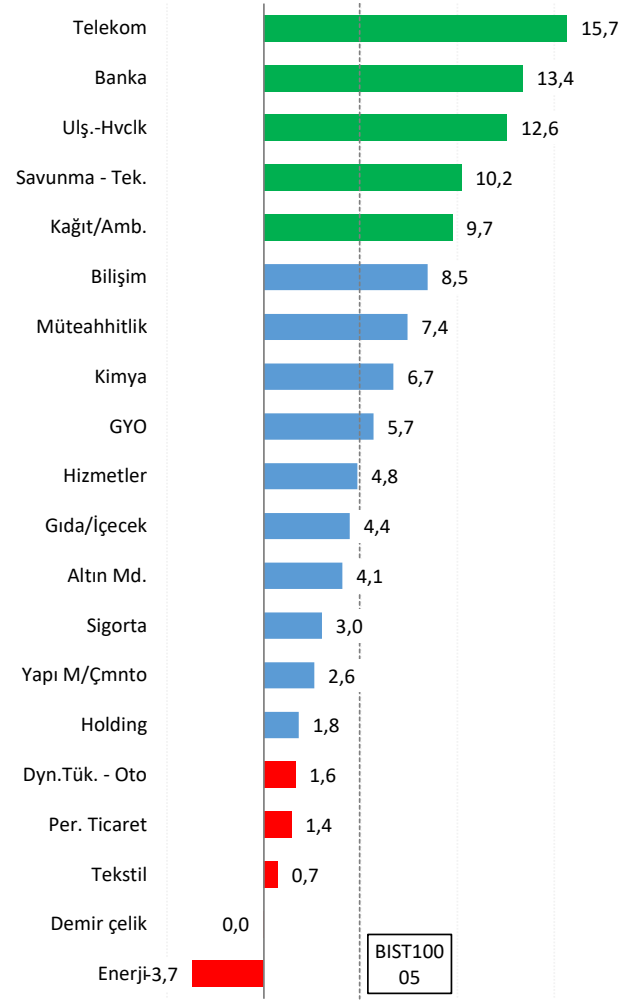
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Sektör Endekslerinde Görünüm

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Sektör endekslerinde son 1 aylık getiriler

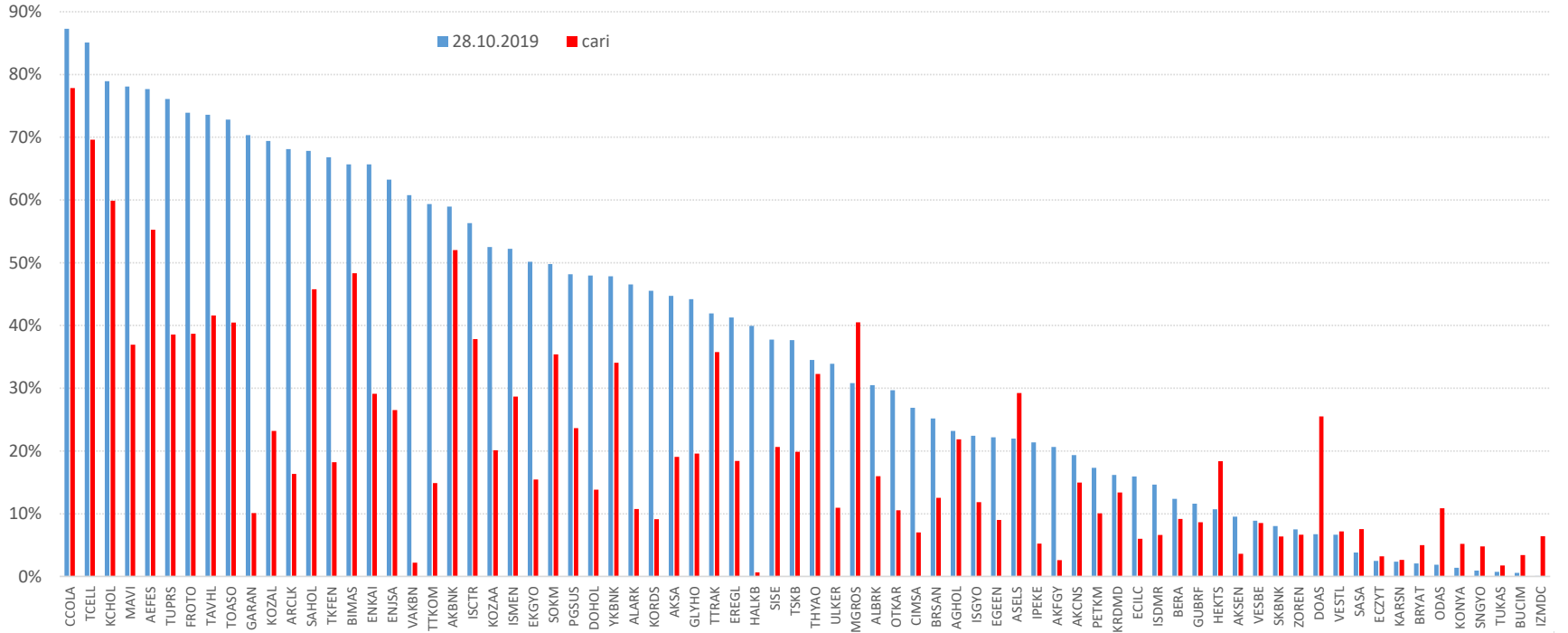


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Sektörel Görünüm

Yurtdışı yerleşiklerin seçili BIST-100 hisse payları (Takasbank verisi)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

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)	(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)			(milyon TL)			(%)			(%)		
Banka	904,141				3.8	2.8	0.9	0.7	3.4%	30,700	261,550			344,950			21%			32%		
ALBRK	10,175	4.80	N.	18%	3.3	2.3	0.9	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	3,100	n.a.	n.a.	4,400	n.m.	n.m.	127%	n.m.	n.m.	42%
GARAN	243,180	66.00	E.Ü.	14%	3.1	2.2	1.0	0.7	4.1%	10,000	n.a.	n.a.	78,000	n.a.	n.a.	110,000	n.m.	n.m.	33%	n.m.	n.m.	41%
HALKB	92,253	13.00	N.	1%	7.5	5.1	0.7	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	12,350	n.a.	n.a.	18,000	n.m.	n.m.	-16%	n.m.	n.m.	46%
ISCTR	226,799	26.00	N.	15%	3.3	2.6	1.0	0.7	4.6%	10,500	n.a.	n.a.	69,400	n.a.	n.a.	88,700	n.m.	n.m.	13%	n.m.	n.m.	28%
TSKB	20,272	10.00	E.Ü.	38%	2.9	2.0	1.0	0.7	3.5%	700	n.a.	n.a.	7,000	n.a.	n.a.	10,000	n.m.	n.m.	73%	n.m.	n.m.	43%
VAKBN	138,129	16.50	N.	18%	5.0	3.6	0.8	0.7	0.0%	0	n.a.	n.a.	27,800	n.a.	n.a.	38,000	n.m.	n.m.	16%	n.m.	n.m.	37%
YKBNK	173,333	26.00	E.Ü.	27%	2.7	2.3	1.0	0.7	5.5%	9,500	n.a.	n.a.	63,900	n.a.	n.a.	75,850	n.m.	n.m.	21%	n.m.	n.m.	19%
Banka dışı (1/2)	3,314,343				10.1	6.7	6.6	4.6	4.3%	143,167	4,787,390	744,018	452,177	7,114,231	1,016,628	564,484	49%	39%	34%	49%	37%	25%
AEFES	67,914	151.00	E.Ü.	32%	8.2	5.0	4.9	3.8	2.6%	1,798	153,030	29,172	8,292	237,681	44,297	13,584	69%	78%	142%	55%	52%	64%
ARCLK	92,845	233.00	E.Ü.	70%	16.8	13.0	5.8	4.5	2.7%	2,480	210,327	22,093	5,510	306,173	31,261	7,126	57%	86%	27%	46%	41%	29%
ASELS	223,896	58.60	E.Ü.	19%	11.0	8.7	15.2	8.2	0.6%	1,324	60,949	15,486	20,363	95,976	23,825	25,721	73%	63%	71%	57%	54%	26%
AYGAZ	29,299	185.70	E.Ü.	39%	5.7	6.5	14.4	8.7	1.2%	350	50,392	1,321	5,134	80,366	1,831	4,523	34%	146%	8%	59%	39%	-12%
BIMAS	186,866	455.00	E.Ü.	48%	15.5	9.2	9.5	5.7	3.2%	6,046	268,679	20,716	12,092	452,417	34,917	20,404	82%	75%	48%	68%	69%	69%
BIZIM	2,404	51.00	N.	27%	28.5	8.1	1.8	0.8	1.1%	25	23,775	1,129	84	38,536	1,879	297	69%	43%	-70%	62%	66%	253%
CCOLA	112,877	570.00	E.Ü.	28%	13.1	7.5	6.8	4.3	0.8%	950	92,578	19,222	8,618	153,882	30,923	15,004	73%	89%	99%	66%	61%	74%
DOAS	53,834	448.00	E.Ü.	83%	3.2	4.2	2.5	2.8	13.9%	7,505	94,713	17,559	16,678	114,863	15,130	12,781	102%	124%	113%	21%	-14%	-23%
EREGL	140,070	45.00	N.	12%	n.a.	12.1	10.8	6.5	0.0%	0	148,940	16,813	-1,513	230,594	31,729	11,556	17%	-37%	n.m.	55%	89%	n.m.
FROTO	299,151	1,320.00	E.Ü.	55%	8.0	6.7	8.8	7.4	9.4%	28,108	349,644	39,079	37,478	528,180	52,756	44,935	104%	98%	101%	51%	35%	20%
INDES	5,565	10.00	E.Ü.	35%	5.8	3.8	2.3	1.5	3.0%	165	42,056	2,134	952	59,692	2,973	1,473	68%	101%	73%	42%	39%	55%
KCHOL	362,126	235.30	E.Ü.	65%	3.6	3.2	2.7	2.2	3.1%	11,201	1,162,031	183,132	99,482	1,776,298	240,325	113,575	29%	10%	43%	53%	31%	14%
KLKIM	10,672	28.75	N.	24%	11.4	9.0	11.2	7.9	1.8%	188	3,787	939	940	6,360	1,292	1,191	77%	108%	85%	68%	38%	27%
KRDMD	18,913	44.00	E.Ü.	82%	13.4	5.1	4.5	2.8	4.9%	931	38,734	6,339	2,068	58,248	9,750	5,414	41%	47%	-5%	50%	54%	162%

Source: AK Yatırım Araştırma, EquityRT

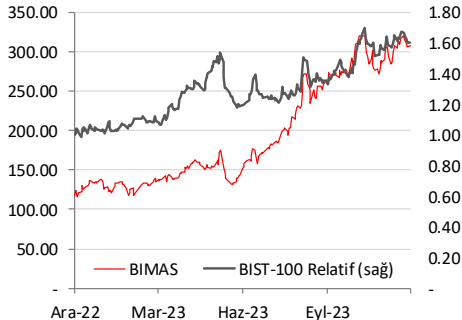
Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlere İlişkin Temel Finansal Tahminlerimiz (2/2)

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)	(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(milyon TL)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Banka dışı (2/2)	3,314,343				10.1	6.7	6.6	4.6	4.3%	143,167	4,787,390	744,018	452,177	7,114,231	1,016,628	564,484	49%	39%	34%	49%	37%	25%
KOZAL	76,860	22.90	N.	-5%	14.0	14.3	26.8	16.3	2.1%	1,650	7,336	2,371	5,500	10,895	3,556	5,376	28%	-22%	37%	49%	50%	-2%
KRVGD	5,222	40.70	E.Ü.	87%	10.0	4.7	6.5	4.1	2.5%	131	8,001	1,183	524	12,885	2,002	1,111	65%	89%	28%	61%	69%	112%
LKMNH	1,778	75.00	E.Ü.	52%	13.7	7.3	7.6	4.5	1.8%	32	1,504	303	130	2,469	507	243	78%	75%	11%	64%	67%	87%
LOGO	8,020	90.60	E.Ü.	13%	12.4	9.9	12.7	7.0	2.4%	194	2,604	587	648	4,192	976	807	69%	19%	56%	61%	66%	25%
MAVI	21,094	177.00	E.Ü.	67%	7.8	4.8	4.2	2.5	3.9%	815	19,804	4,447	2,717	31,866	6,862	4,428	87%	79%	89%	61%	54%	63%
MEDTR	4,336	55.00	E.Ü.	51%	11.3	7.9	12.0	6.3	6.6%	288	1,202	330	384	2,288	640	546	49%	35%	29%	90%	94%	42%
MGROS	62,781	495.00	E.Ü.	43%	12.1	7.6	5.9	3.1	3.3%	2,072	145,557	10,142	5,180	240,497	17,646	8,238	95%	70%	102%	65%	74%	59%
MPARK	31,102	210.00	E.Ü.	40%	13.5	7.1	8.2	4.7	1.5%	460	16,386	3,936	2,299	26,537	6,235	4,374	67%	68%	42%	62%	58%	90%
OTKAR	54,900	642.00	E.Ü.	40%	32.5	8.9	17.6	8.9	0.0%	0	20,843	3,706	1,690	33,140	6,754	6,140	117%	198%	36%	59%	82%	263%
PETKM	54,794	21.92	N.	1%	72.6	11.3	55.1	13.1	0.0%	0	47,255	1,505	754	73,091	6,798	4,831	-3%	-56%	-89%	55%	352%	540%
PGSUS	73,502	1,350.00	E.Ü.	88%	6.7	7.5	5.8	5.3	0.0%	0	74,626	24,863	11,014	105,629	33,830	9,861	75%	76%	55%	42%	36%	-10%
SELEC	32,882	58.00	N.	10%	9.8	8.7	7.3	6.5	1.5%	504	84,251	4,339	3,360	124,176	4,905	3,761	88%	43%	41%	47%	13%	12%
SISE	149,975	74.50	E.Ü.	52%	9.7	6.4	7.2	4.9	2.9%	4,300	139,032	28,667	15,492	208,178	44,732	23,318	46%	40%	-20%	50%	56%	51%
TAVHL	42,758	220.00	E.Ü.	87%	14.3	7.0	9.9	6.9	2.9%	1,241	33,022	10,107	2,981	47,339	16,376	6,121	80%	76%	57%	43%	62%	105%
TCELL	126,720	93.00	E.Ü.	61%	8.2	4.9	4.0	2.7	6.1%	7,739	93,471	39,024	15,477	146,810	60,633	25,662	73%	76%	40%	57%	55%	66%
THYAO	361,560	370.00	E.Ü.	41%	6.1	6.8	5.9	4.6	0.0%	0	507,637	108,421	58,968	678,952	135,456	53,401	63%	38%	24%	34%	25%	-9%
TKFEN	17,397	67.00	E.Ü.	42%	12.0	6.5	6.0	3.7	2.5%	437	37,000	3,020	1,455	45,811	5,033	2,671	21%	21%	-58%	24%	67%	84%
TOASO	121,450	488.00	E.Ü.	101%	7.6	6.2	7.5	5.4	9.8%	11,919	101,517	15,801	15,892	183,677	24,524	19,550	52%	40%	86%	81%	55%	23%
TRGYO	32,900	61.00	E.Ü.	85%	1.1	0.8	12.8	6.5	5.2%	1,704	4,033	2,779	29,887	7,974	5,211	39,962	52%	53%	62%	98%	88%	34%
TTRAK	69,046	975.00	N.	41%	7.7	6.5	5.4	4.5	11.0%	7,589	46,590	11,178	8,928	66,494	13,473	10,543	113%	228%	201%	43%	21%	18%
TUPRS	296,919	200.00	E.Ü.	30%	6.2	6.6	3.3	3.5	13.3%	39,470	589,567	74,808	47,756	757,676	71,183	45,209	22%	35%	16%	29%	-5%	-5%
ULKER	31,019	128.00	E.Ü.	52%	19.3	5.8	5.6	3.9	0.0%	0	45,577	9,447	1,609	71,779	14,319	5,347	62%	73%	n.m.	57%	52%	232%
VESBE	26,400	25.90	E.Ü.	57%	10.1	6.4	4.8	3.5	5.0%	1,307	49,393	6,284	2,614	73,831	9,333	4,115	57%	117%	84%	49%	49%	57%
YATAS	4,494	64.00	E.Ü.	113%	6.1	3.5	4.0	2.5	5.5%	245	11,548	1,638	740	18,781	2,757	1,285	71%	70%	44%	63%	68%	74%

Source: AK Yatırım Araştırma, EquityRT

Hisse Önerileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	455.00			
Güncel Fiyat, TL	307.75			
Getiri Potansiyeli	48%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	186,866			
Firma Değeri, mn TL	195,716			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,716	268,679	452,417	637,607
FAVÖK, mn TL	11,867	20,716	34,917	48,591
Net Kâr, mn TL	8,157	12,092	20,404	28,043
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	7,717	9,280	10,773	15,156
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.4	0.3	0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	8.0%	7.7%	7.7%	7.6%
Net Marj	5.5%	4.5%	4.5%	4.4%
Temettü Verimi	3.0%	1.6%	3.2%	5.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	108.9%	81.9%	68.4%	40.9%
FAVÖK, y/y	80.5%	74.6%	68.6%	39.2%
Net Kâr, y/y	178.2%	48.2%	68.7%	37.4%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	7.4	15.5	9.2	6.7
FD/FAVÖK	5.7	9.5	5.7	4.2
FD/Ciro	0.5	0.7	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.6%	17.3%	156.2%	127.5%
BİST-100 Relatif	2.5%	18.1%	57.2%	55.0%
AOİH, mn TL	1,106	1,605	1,339	1,326



Yatırım teması:

Mağaza açılışlarının ve pazar payı kazanımlarının da katkısıyla gıda perakende sektörünün yılın son çeyreğinde ve önümüzdeki yıl enflasyonun üzerinde büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz. Yıl başında 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. Ayrıca TL'nin reel olarak değer kazanmaya 2024 yılında devam edeceği beklentimiz de sektörün öne çıkmaya devam edeceğine işaret ediyor.

Yılın 3. çeyreğinde oldukça güçlü sonuçlar açıklayan Bim'in, 2024 yılında da kısmen zayıf baz etkisi ile kısmen de yüksek mağaza verimlilikleri ile büyüme ve karlılık anlamında özellikle yılın ilk yarısında rakiplerinden pozitif ayrışacağını düşünüyoruz.

Diğer taraftan başta personel ve kira olmak üzere olmak üzere önemli gider kalemlerinin önümüzdeki yıl maliyet tarafında baskı yaratacağını düşünüyoruz. Ancak özellikle yılın ilk yarısında yüksek büyümenin yaratacağı operasyonel kaldıraç etkisi ve görece zayıf baz etkisiyle bu maliyet baskılarının tamamen telafi edileceğini ve 2024 yılında marjların 2023'e paralel olacağını öngörüyoruz. Dolayısıyla 2024 yılında hem satış hem de karlılıkta büyümenin %70'lere yakınsayacağını tahmin ediyoruz.

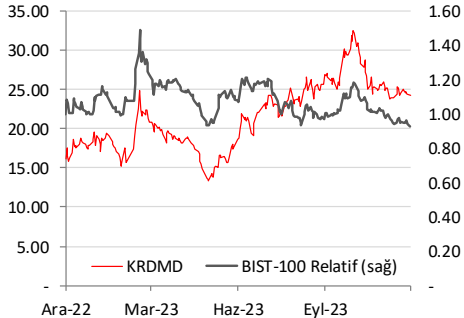
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Türkiye ve sektöre ilişkin risk algısının düzelmesi/yabancı sermaye girişi en önemli olumlu katalizörler olarak görünüyor. Regülasyon riski, potansiyel fiyat indirimleri ve rekabet en önemli risk faktörleri olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

Hisse, 9,2x 2024T F/K ile 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %30 iskontolu işlem görüyor. Halen yüksek iskontonun, güçlü bilançosu ve defansif iş modelinin aşağı yönlü riskleri de sınırladığını düşünüyoruz. Hedef değeri 455TL'ye %48 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	44.00			
Güncel Fiyat, TL	24.24			
Getiri Potansiyeli	82%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	18,913			
Firma Değeri, mn TL	19,512			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,397	38,734	58,248	65,264
FAVÖK, mn TL	4,324	6,339	9,750	11,882
Net Kâr, mn TL	2,174	2,068	5,414	7,569
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	592	968	-149	-2,129
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.2	-0.0	-0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.8%	16.4%	16.7%	18.2%
Net Marj	7.9%	5.3%	9.3%	11.6%
Temettü Verimi	6.5%	0.9%	3.4%	7.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	85.6%	41.4%	50.4%	12.0%
FAVÖK, y/y	-11.6%	46.6%	53.8%	21.9%
Net Kâr, y/y	-43.6%	-4.9%	161.8%	39.8%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	7.0	13.4	5.1	3.7
FD/FAVÖK	3.7	4.5	2.8	2.1
FD/Ciro	0.6	0.7	0.5	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.8%	-5.4%	65.9%	36.1%
BİST-100 Relatif	-9.3%	-4.8%	1.8%	-7.3%
AOİH, mn TL	1,206	2,212	3,050	2,736



Yatırım teması:

Kardemir'i en çok tercih edilen hisseler listemizde tutma nedenimiz 2023 ve 2024 yılları için kar büyüme beklentilerinin, hisse fiyatında küresel emsallerine ve kendi 5 yıllık medyan katlarına göre önemli iskontolar anlamına geldiğini düşünüyor olmamızdır.

Ocak-Ekim 2023 döneminde Türkiye'nin çelik üretimi yıllık bazda %9 azalırken, çelik tüketimi yıllık bazda %17 arttı. İhracat/ithalat oranı da 10 aylık dönemde 2022'deki %94 seviyesinden 2023'te %55'e geriledi. Ocak-Ekim dönemi için 2019-2022 yılları arasındaki medyan değerler ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin çelik üretimi %5 azalırken, çelik tüketimi %17 arttı ve ihracat/ithalat oranı %108 olan medyan değerine kıyasla %55 ile oldukça düşük kaldı. Çin ve Avrupa piyasalarından gelecek haberlere bağlı olarak küresel piyasa algısının 2024 yılında toparlanmaya başlayacağını düşünüyoruz.

Sonuç olarak, kar beklentilerini ve orta vadeli talep görünümünü Kardemir için destekleyici olarak değerlendiriyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

(i) Artan hurda fiyatlarının elektrikli ark ocakları ile üretim yapan çelik üreticilerini fiyat artışına yönlendirmesiyle iyileşen birim marjlar, (ii) Güçlü konut inşaatı faaliyeti nedeniyle güçlü satış hacimleri, (iii) ABD Doları'nın TL karşısında değer kazanması, (iv) Önemli ekonomilerde toparlanan piyasa duyarlılığı sayesinde iyileşen çelik fiyatları, (v) Önemli pazarlarda talep toparlanması a na katalizörlerdir.

Değerleme:

KRDMD hisselerine ilişkin değerlememizin işaret ettiği 12A HF 44 TL olup, 12A getiri potansiyeli %82'dir. Projeksiyonlarımız 2024 için 2,8x FD/FAVÖK'e işaret ederken, küresel benzerlerine göre %40 ve 5 yıllık medyan katsayısına göre %19 iskontoya işaret etmektedir.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	235.30
Güncel Fiyat, TL	142.80
Getiri Potansiyeli	65%
Halka Açıklık Oranı	22%
Piyasa Değeri, mn TL	362,126
Firma Değeri, mn TL	458,032

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	901,857	1,162,031	1,776,298	2,208,098
FAVÖK, mn TL	166,227	183,132	240,325	290,112
Net Kâr, mn TL	69,806	99,482	113,575	127,405

Borçluluk

Net Borç, mn TL	45,164	13,031	-24,790	-76,418
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.1	-0.1	-0.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı	18.4%	15.8%	13.5%	13.1%
Net Marj	7.7%	8.6%	6.4%	5.8%
Temettü Verimi	2.0%	1.2%	3.1%	3.5%

Büyüme

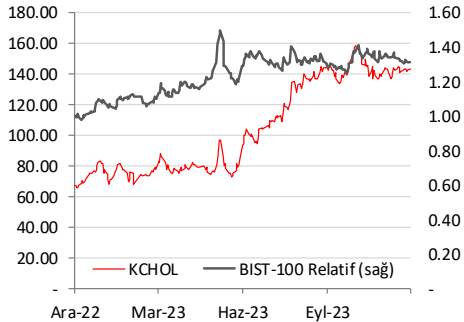
Ciro, y/y	160.1%	28.8%	52.9%	24.3%
FAVÖK, y/y	218.5%	10.2%	31.2%	20.7%
Net Kâr, y/y	359.5%	42.5%	14.2%	12.2%

Değerleme Verisi

F/K	1.6	3.6	3.2	2.8
FD/FAVÖK	1.4	2.7	2.2	1.9
FD/Ciro	0.3	0.4	0.3	0.3

Hisse Verileri

Nominal Getiri	2.9%	-0.6%	112.1%	74.4%
BİST-100 Relatif	-2.0%	0.1%	30.1%	18.8%
AOİH, mn TL	1,723	2,350	2,400	2,413



Yatırım teması:

Net Aktif Değeri'ne iskontosuz, toplam kombine gelirlerinin %50'sine denk gelen yüksek yurt dışı ve döviz bazlı gelir getiren iştirakleri, sektörel ve döngüsel olarak çeşitlendirilmiş portföy yapısı, holding seviyesindeki 850 milyon USD'lik güçlü nakit pozisyonu.

Artan solo net nakit pozisyonu... Holding solo net nakit pozisyonu 2Ç23 sonunda 10,2 milyar TL (395 milyon USD) iken, 3Ç23 sonunda net nakit pozisyonu 17,3 milyar TL (632 milyon USD) seviyesine yükseldi. Net nakit pozisyonundaki artış YKB'de hisse satışından kaynaklandı. Koç Holding ayrıca 4Ç23'te EYAŞ ve Ford Otosan'dan toplam 8,2 milyar TL temettü alırken, Marmaris Alinyunus'a 1,2 milyar TL'lik sermaye ekledi. Koç Holding'in iştiraklerden topladığı temettü 2023'te 24,2 milyar TL'ye yükseldi 2022'de 6,0 milyar TL seviyesindeydi.

2023'te konsolide net karda %43'lük bir büyüme beklentimizin ardından 2024'te net karın %14 artacağını öngörüyoruz. Holding net kar artış hızındaki yavaşlama temel olarak kademeli olarak normalleşen ürün marjları ve 2024'te planlanan büyük bakım duruşu nedeniyle Tüpraş'ta %6'lık bir net kar düşüşü beklememizden kaynaklanıyor. Ayrıca, Ford Otosan, Arçelik ve Türk Traktör'ün faaliyet kar artışında beklediğimiz yavaşlama ve daha yüksek vergi giderleri de 2024'te konsolide kar artışını sınırlayan diğer faktörler arasında bulunuyor.

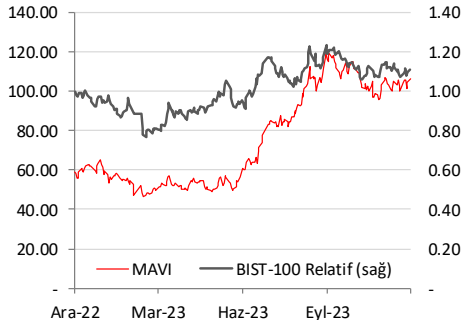
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşmanın tamamlanması ile alakalı haberler, orta-distilat ürün marjlarının beklenenden uzun süre yüksek seviyede kalması, yaklaşık 850 milyon USD'ye çıkan solo net nakit pozisyonu ve Tat Gıda'daki satış süreci de göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde açıklanabilecek yeni yatırım planları, hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Ayrıca, BİST'te yabancı ilgisinin artması durumunda Koç Holding'in de bundan en olumlu etkilenebilecek şirketlerden birisi olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme:

Koç Holding için 12 aylık hedef hisse fiyatımız 235,3 TL seviyesinde bulunurken %65'lik yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Koç Holding cari net aktif değerine göre %31 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %32, son 5 yıllık ortalama ise %21 seviyesindedir.

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	177.00			
Güncel Fiyat, TL	106.20			
Getiri Potansiyeli	67%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	21,094			
Firma Değeri, mn TL	20,159			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,592	19,804	31,866	42,434
FAVÖK, mn TL	2,481	4,447	6,862	8,822
Net Kâr, mn TL	1,439	2,717	4,428	5,553
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,122	-2,767	-4,404	-6,463
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.4%	22.5%	21.5%	20.8%
Net Marj	13.6%	13.7%	13.9%	13.1%
Temettü Verimi	2.0%	2.0%	3.9%	6.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	129.3%	87.0%	60.9%	33.2%
FAVÖK, y/y	144.1%	79.3%	54.3%	28.6%
Net Kâr, y/y	259.4%	88.7%	63.0%	25.4%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	4.2	7.8	4.8	3.8
FD/FAVÖK	2.1	4.2	2.5	1.7
FD/Ciro	0.5	0.9	0.5	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.7%	-10.8%	81.3%	67.3%
BİST-100 Relatif	-2.1%	-10.2%	11.3%	14.0%
AOİH, mn TL	167	220	192	192



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 yılında Şirket'in +%80 olan öngörüsünün üzerinde %87 satış büyümesi tahmin ediyoruz. Yılın 2. yarısında büyümede görece yavaşlama beklentimize rağmen rekabet avantajları sayesinde Şirket'in maliyet artışlarını büyük ölçüde fiyatlarına yansıtabileceğini 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 marjının güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. TFRS 16 sonrası manşet marjlarda bu yıl sınırlı 90 baz puan daralma öngörmekle birlikte değerlememiz için daha önemli olan TFRS 16 öncesi FAVÖK marjında herhangi bir daralma beklemiyoruz. 2024 yılında da maliyet baskılarına rağmen marjlardaki erimenin sınırlı olacağını düşünüyoruz.

Mavi 3Ç23 finansallarını 11 Aralık'ta açıklayacak. Eylül ayında yaptığımız tahminlerde 3Ç23 için 5,8 milyar TL satış, 1,42 milyar TL FAVÖK (TFRS 16 sonrası) ve 815mn TL net kar öngörmüştük. Yıllık bazda sırasıyla %80, %90 ve %82 büyümeye işaret ediyor. Tahminlerimizde revizyona gitmemiş olmakla birlikte enflasyon, kur ve giyim kredi kartı harcamaları gibi veriler tahminlerimize başta marjlar olmak üzere önemli yukarı yönlü riskler olduğuna işaret ediyor. Mavi'nin yılın ikinci yarısında dolar bazında tarihi yüksek satış, FAVÖK ve net kar ile en yüksek 2. yarıyıl kar marjına ulaşmasını oldukça olası görüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

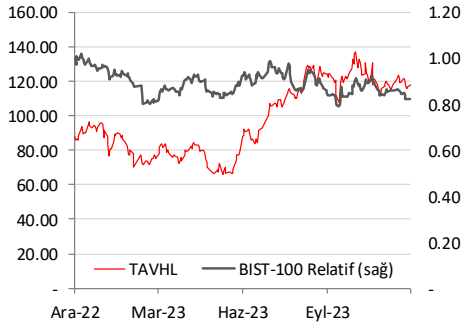
Pamuk başta olmak üzere hammadde maliyetlerinde düşüş, risk algısında iyileşme/yabancı sermaye girişi ve sektörde beklenen yeni halka arzlarda ortaya çıkabilecek daha yüksek değerlemeler olumlu etkileyebilecek faktörler olarak ortaya çıkıyor. Diğer taraftan talebin yavaşlaması en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

2024 tahminlerimize göre 4,8 F/K ile uluslararası benzerlerine göre %50 iskontolu işlem görüyor.

Tav Havalimanları

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	220.00			
Güncel Fiyat, TL	117.70			
Getiri Potansiyeli	87%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	42,758			
Firma Değeri, mn TL	69,986			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	18,308	33,022	47,339	59,595
FAVÖK, mn TL	5,726	10,107	16,376	20,872
Net Kâr, mn TL	1,899	2,981	6,121	8,622
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	19,670	60,792	74,927	81,428
Net Borç/FAVÖK	3.4	6.0	4.6	3.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	31.3%	30.6%	34.6%	35.0%
Net Marj	10.4%	9.0%	12.9%	14.5%
Temettü Verimi	-	-	2.9%	7.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	235.4%	80.4%	43.4%	25.9%
FAVÖK, y/y	254.4%	76.5%	62.0%	27.5%
Net Kâr, y/y	306.1%	56.9%	105.4%	40.8%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	10.8	14.3	7.0	5.0
FD/FAVÖK	6.3	9.9	6.9	5.8
FD/Ciro	2.0	3.0	2.4	2.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.9%	-5.4%	35.3%	25.9%
BİST-100 Relatif	-2.9%	-4.8%	-17.0%	-14.2%
AOİH, mn TL	358	629	581	563



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) 2024 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 2024'te beklenenden daha iyi bir turizm sezonu TAV için bir katalizör olabilir.

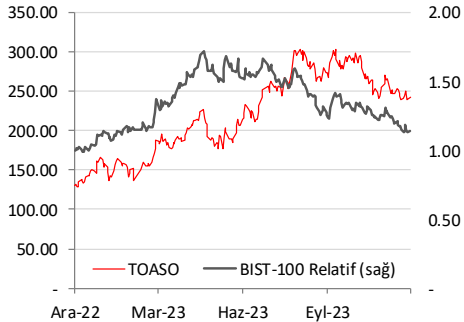
Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz sözleşmesinin alınması TAV için bir katalizör olabilir.

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.

Tofaş

Bloomberg Kodu	TOASO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	488.00			
Güncel Fiyat, TL	242.90			
Getiri Potansiyeli	101%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	121,450			
Firma Değeri, mn TL	108,128			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	66,793	101,517	183,677	288,113
FAVÖK, mn TL	11,270	15,801	24,524	28,698
Net Kâr, mn TL	8,562	15,892	19,550	17,280
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-4,966	-2,561	9,968	13,143
Net Borç/FAVÖK	-0.4	-0.2	0.4	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.9%	15.6%	13.4%	10.0%
Net Marj	12.8%	15.7%	10.6%	6.0%
Temettü Verimi	7.1%	2.5%	9.8%	12.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	118.9%	52.0%	80.9%	56.9%
FAVÖK, y/y	94.5%	40.2%	55.2%	17.0%
Net Kâr, y/y	160.9%	85.6%	23.0%	-11.6%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	5.3	7.6	6.2	7.0
FD/FAVÖK	3.5	7.5	5.4	4.7
FD/Ciro	0.6	1.2	0.7	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.5%	-11.2%	80.4%	51.6%
BİST-100 Relatif	-9.0%	-10.6%	10.7%	3.2%
AOİH, mn TL	887	1,537	1,394	1,408



Yatırım teması:

Otomotiv sektörü takip listemizde en çok beğendiğimiz şirketin Tofaş olmasının sebepleri şu değerlendirmelere dayanıyor: 1) 3Ç23'te şirket FAVÖK'ünün yıllık %78 artarak beklentimizden %10 daha iyi bir faaliyet sonucu sağlaması, 2) 2024'te Stellantis Otomotiv'in olası satın alımı sonrası pazar payı artışı (yurt içi satışlara 2023 yılı tahminimizin %40'ına işaret eden ek 100 bin adet araç satışı eklenmesini bekliyoruz), 3) 2025'te ihracat hacmine potansiyel 100 bin adet ek araç sağlayabilecek elektrikli araç yatırımı duyurusu (2023 ihracat beklentimiz 65 bin adet seviyesindedir) ve 4) şirketi AB'deki potansiyel talep daralmasına karşı koruyacak al ya da öde anlaşmalarıdır.

Kasım 2023'te iç pazar güçlü seyrini korudu. Yurt içi pazarda basit bir eğilim analiziyle 2023'te 1,2-1,3 milyon araç satılabileceğini düşünüyoruz. 2024'te net satışların ağırlıklı olarak Stellantis Otomotiv satın alımı sebebiyle yıllık %81 artmasını bekliyoruz.

Stellantis Otomotiv satın alımı sebebiyle FAVÖK marjı üzerinde bir miktar baskı beklememize rağmen 2024'te FAVÖK ve net kârın sırasıyla %55 ve %23 büyümesini bekliyoruz. Şirket 2024 FD/FAVÖK ve F/K çarpanları sırasıyla 5.4x ve 6.2x seviyesindedir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Elektrikli araçlara ilişkin yeni yatırımlar. Güncel durumda Tofaş'ın elektrikli araç planlarının nasıl uygulanacağına dair bilgi yok, ancak elektrikli araçların Tofaş'ın ürün portföyüne dâhil edilmesinin yüksek bir ihtimal olduğunu düşünüyoruz.

İlerleyen çeyreklerde güçlü finansal sonuçlar açıklanması.

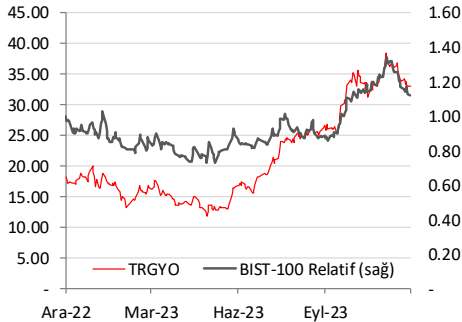
Hafif araç pazarında güçlü performans.

Değerleme:

Tofaş'ı değerlemek için İNA modeli kullanıyoruz.

Torunlar GYO

Bloomberg Kodu	TRGYO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	61.00			
Güncel Fiyat, TL	32.90			
Getiri Potansiyeli	85%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mn TL	32,900			
Firma Değeri, mn TL	36,380			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	2,662	4,033	7,974	15,024
FAVÖK, mn TL	1,818	2,779	5,211	9,863
Net Kâr, mn TL	18,436	29,887	39,962	38,989
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,479	100	-1,500	-4,000
Net Borç/FAVÖK	1.9	0.0	-0.3	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	68.3%	68.9%	65.4%	65.6%
Net Marj	692.6%	741.0%	501.2%	259.5%
Temettü Verimi	-	0.6%	5.2%	9.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	79.4%	51.5%	97.7%	88.4%
FAVÖK, y/y	70.9%	52.8%	87.5%	89.3%
Net Kâr, y/y	247.4%	62.1%	33.7%	-2.4%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	0.5	1.1	0.8	0.8
FD/FAVÖK	8.3	12.8	6.5	3.2
FD/Ciro	5.7	8.8	4.3	2.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.2%	26.0%	79.8%	72.9%
BİST-100 Relatif	-8.8%	26.8%	10.4%	17.8%
AOİH, mn TL	99	110	86	84



Yatırım teması:

Torunlar GYO'yu en çok tercih edilen hisseler listemizde tutmaya devam etme nedenlerimiz: (i) Şirket'in gelir modeli konut piyasası talebindeki düşüş trendinden önemli ölçüde korunmaktadır, (ii) Şirket'in alışveriş merkezlerinden elde ettiği tekrarlayan gelirler, tarihsel olarak TÜFE enflasyonunun ve ABD\$/TL artış oranının üzerinde seyreden perakende ticaret cirolarını takip etmektedir, ve (iii) Şirket 2023 sonunda net nakde geçmeyi beklemektedir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

(i) operasyonel varlıklardan elde edilen güçlü tekrarlayan gelir, Şirket'i konut piyasasındaki dışsallıklara daha az maruz bırakmaktadır, (ii) tüketici kredilerindeki artan faiz oranlarına karşı daha az kırılabilir olan alışveriş merkezlerindeki defansif kiracı profili (Şirket'in alışveriş merkezlerindeki kira gelirlerinin %22'si, 8'i moda perakendecisi ve 1'i fast food zinciri olmak üzere ilk 10 kiracıdan gelirirken, sadece bir dayanıklı tüketim malları ve elektronik perakendecisi %1,8'lik paya sahiptir), (iii) devam eden hızlı borçluluk azaltımı (Şirket 2023 sonunda net nakde geçmeyi beklemektedir), (iv) önümüzdeki yıllarda güçlü nakit üretimi sayesinde temettü büyümesi ve özkaynak finansmanlı yatırımlar (Şirket dağıtılabilir gelirinin %50'sini dağıtmayı hedeflemektedir) ve (v) Şirket'in hisse senetlerinin NAD hesaplamamıza göre derin iskonto olması (NAD hesaplamamıza göre %52 iskonto).

Değerleme:

TRGYO hisselerine ilişkin değerlememizin işaret ettiği 12A HF değeri 61 TL olup, 12A getiri potansiyeli %85'tir. TRGYO hisseleri 1,66x Standardize S12A F/K (yurtiçi benzerlerine göre %30 iskonto) ve 0,92x Standardize PD/DD (yurtiçi benzerlerine göre %21 iskonto) ile işlem görmektedir. Benzer şekilde, mevcut hisse fiyatı NAD hesaplamamıza göre derin bir iskontoya işaret etmektedir (NAD hesaplamamıza göre %45 iskonto).

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	200.00
Güncel Fiyat, TL	154.10
Getiri Potansiyeli	30%
Halka Açıklık Oranı	49%
Piyasa Değeri, mn TL	296,919
Firma Değeri, mn TL	239,775

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	481,765	589,567	757,676	907,607
FAVÖK, mn TL	55,477	74,808	71,183	56,933
Net Kâr, mn TL	41,045	47,756	45,209	36,096

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-16,501	-47,498	-41,962	-17,150
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.6	-0.6	-0.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı	11.5%	12.7%	9.4%	6.3%
Net Marj	8.5%	8.1%	6.0%	4.0%
Temettü Verimi	-	9.1%	13.3%	12.3%

Büyüme

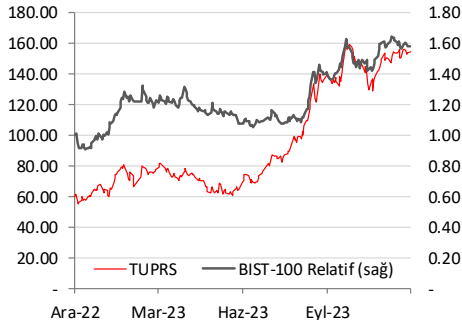
Ciro, y/y	215.9%	22.4%	28.5%	19.8%
FAVÖK, y/y	314.1%	34.8%	-4.8%	-20.0%
Net Kâr, y/y	1074.4%	16.4%	-5.3%	-20.2%

Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
------------------	------	-------	-------	-------

F/K	1.9	6.2	6.6	8.2
FD/FAVÖK	1.0	3.3	3.5	4.8
FD/Ciro	0.1	0.4	0.3	0.3

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

Nominal Getiri	3.0%	11.5%	153.0%	129.7%
BİST-100 Relatif	-1.8%	12.2%	55.2%	56.5%
AOİH, mn TL	4,119	5,169	3,884	3,944



Yatırım teması:

Tüpraş'ın i) cazip değerlemesi, ii) ürün marjlarında kuvvetli seyre karşın gerileyen doğalgaz maliyetleri, iii) defansif ve döviz bazlı gelir yapısı, iv) 53 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.

Dizel ve jet yakıtı marjları Ekim-23'te geçen seneye göre sırasıyla 38% ve %23 düşerek 27,3 USD/v ve 29,7 USD/v seviyelerine geriledi. 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 2023'te ürün marjlarında gerileme yaşandı. Öte yandan, marjlar tarihi ortalamalarının üzerinde seyretmeye devam ediyor. Yaptırımlar nedeniyle bölgedeki arzın azalması, kapasite sorunları ve yeni kapasitelerin faaliyete geçmesinde olası ertelemeler dizel ve jet yakıtı marj tahminlerimizde yukarı yönlü riskler oluşturabilir.

Tüpraş'ın net nakit pozisyonu, 2Ç23 sonunda 10,1 milyar TL (391 milyon USD) seviyesindeyken, güçlü faaliyet karı ve işletme sermayesindeki önemli iyileşme sayesinde 53,3 milyar TL (1,9 milyar USD) seviyesine yükseldi. Hatırlanacağı gibi, Tüpraş Eylül sonunda 14,5 milyar TL'lik ikinci temettüyü ödemişti. Dolaşımda olmayan hisselerle ilgili temettü Eylül sonunda, dolaşımda olan hisselerle ilgili temettü ise 3 Ekim'de hesaplara geçtiğinden bu temettünün sadece 7,7 milyar TL'lik kısmı 3Ç23'te nakit çıkışı olarak kaydedildi.

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 gelmesi gibi) hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

Değerleme:

Tüpraş için 12 aylık hedef hisse fiyatımız 200TL seviyesinde bulunuyor. Tüpraş, 6,6x 2024T F/K ve 3,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine yaklaşık %25 iskontoyla işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	93.00
Güncel Fiyat, TL	57.60
Getiri Potansiyeli	61%
Halka Açıklık Oranı	54%
Piyasa Değeri, mn TL	126,720
Firma Değeri, mn TL	158,754

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	53,878	93,471	146,810	204,719
FAVÖK, mn TL	22,160	39,024	60,633	85,368
Net Kâr, mn TL	11,053	15,477	25,662	35,044

Borçluluk

Net Borç, mn TL	23,110	30,233	38,815	49,940
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.8	0.6	0.6

Kârlılık

FAVÖK Marjı	41.1%	41.8%	41.3%	41.7%
Net Marj	20.5%	16.6%	17.5%	17.1%
Temettü Verimi	2.5%	1.8%	6.1%	10.1%

Büyüme

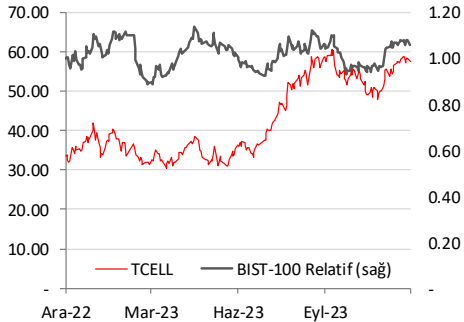
Ciro, y/y	50.0%	73.5%	57.1%	39.4%
FAVÖK, y/y	45.4%	76.1%	55.4%	40.8%
Net Kâr, y/y	119.7%	40.0%	65.8%	36.6%

Değerleme Verisi

	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	4.5	8.2	4.9	3.6
FD/FAVÖK	3.3	4.0	2.7	2.1
FD/Ciro	1.4	1.7	1.1	0.9

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	15.2%	-1.3%	74.3%	52.1%
BİST-100 Relatif	9.8%	-0.6%	7.0%	3.6%
AOİH, mn TL	1,812	1,711	1,843	1,768



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 (2032T 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:

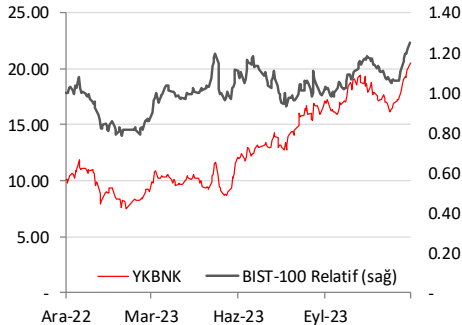
Turkcell'in bünyesinde Süper Online (fiber), Global Tower, Paycell gibi çok sayıda değerli şirket var. Bu varlıkların halka arz veya başka bir stratejik ortaklık yoluyla değerlendirilmesinin Turkcell için değer yaratacağını düşünüyoruz. Dijital hizmetler ve tecfin iş kollarının Turkcell'in dönüşümünde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

Değerleme:

Turkcell, 2024T 4.9x F/K oranıyla global benzerlerine göre %49 iskonto ile işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	YKBANK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	26.00
Güncel Fiyat, TL	20.52
Getiri Potansiyeli	27%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	173,333

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	85,936	97,272	123,092	161,745
Net Kâr, mn TL	52,745	63,900	75,850	99,500
Özkaynak, mn TL	126,256	177,401	243,751	331,874
Toplam Aktif, mn TL	1,108,094	1,703,193	2,284,870	2,934,696
Ort. FKA, mn TL	838,829	1,260,992	1,847,299	2,449,949
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	5.7%	4.5%	3.8%	3.8%
Ort. Özk. Karlılığı	55.6%	42.1%	36.0%	34.6%
Temettü Verimi	1.9%	4.6%	5.5%	6.6%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	275.7%	13.2%	26.5%	31.4%
Net Kâr, y/y	402.8%	21.1%	18.7%	31.2%
Özkaynak, y/y	98.9%	40.5%	37.4%	36.2%
Toplam Aktif, y/y	50.4%	53.7%	34.2%	28.4%
Ort. FKA, y/y	64.4%	50.3%	46.5%	32.6%
Değerleme Verisi				
F/K	1.0	2.7	2.3	1.7
FD/FAVÖK	0.4	1.0	0.7	0.5
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	19.0%	22.8%	97.2%	89.5%
BİST-100 Relatif	13.4%	23.6%	21.0%	29.1%
AOİH, mn TL	2,829	3,938	3,639	3,589



Yatırım teması:

Bankanın öz kaynak karlılığı 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 seyrile özkaynak karlılığının sektör ortalamasının üzerinde kalacağını tahmin ediyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

4Ç23'te TÜFE'ye endeksli tahvil gelirinin 15 milyar TL civarında (Ekim TÜFE %61,5) daha ılımlı geleceğini, çekirdek net faiz gelirinde önceki çeyreğe göre bir miktar daha artış olacağını, net ücretlerde çeyreklik bazda %5,5 ılımlı bir artış kaydedileceğini, net hazine gelirinde hafif bir düşüş olacağını öngörüyoruz. Buna karşılık işletme maliyetlerinde ve model güncellemesi nedeniyle provizyon maliyetlerinde bir miktar artış bekliyoruz. Bunlara dayanarak, 4Ç23 için net kâr tahminimiz 15,2 milyar TL (aylık bazda -%38) ve dolayısıyla 2023 net kâr beklentimiz 63,9 milyar TL düzeyindedir (öz kaynak getirisi: %43) (54 milyar TL'den artış). Ayrıca, net kâr tahminlerimiz 2024 yılı için 75,9 milyar TL (öz kaynak getirisi: %36) ve 2025 yılı için 99,5 milyar TL (öz kaynak getirisi: %34,6) seviyesinde bulunuyor.

Değerleme:

Yapı Kredi, son 3 aylık dönemin en iyi performansını sergileyen banka hissesi olmasına rağmen, 1Ç23'teki zayıf getirisi nedeniyle YBG getirisi büyük sermayeli özel sektör bankaları arasında hâlâ en geride yer alıyor. %27 civarındaki öz kaynak maliyeti varsayımımız ile bankanın bir yıllık ileriye dönük adil F/DD'sini 0,90x civarında hesaplıyoruz. Bu da hala güçlü bir getiri potansiyeline işaret ediyor.

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	Veri tabanı, Teknik Analiz	goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr +90-212-334-9466

AKYatırım

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