

**AKYatırım**

**Makro istikrar sürecinde öne çıkan  
sektör ve hisseler**

**Türkiye – Strateji ve Hisse Senetleri  
30 Ocak 2024**

**AK YATIRIM ARAŞTIRMA**

**+90-212-334-9465**

**[arastirma@akyatirim.com.tr](mailto:arastirma@akyatirim.com.tr)**

**AKYatırım**

# İçindekiler

Hisse Stratejisi	2
Hisse Önerileri Listesi	4
Araştırma Kapsamı Özeti	24
Küresel Piyasalar	33
Banka	38
Banka Dışı	54
Diğer Şirketler	108

## Araştırma Kapsamındaki Şirketler (alfabetik sıralamaya göre)

<u>Hisse Kodu</u>	<u>Sayfa</u>	<u>Hisse Kodu</u>	<u>Sayfa</u>	<u>Hisse Kodu</u>	<u>Sayfa</u>	<u>Hisse Kodu</u>	<u>Sayfa</u>
ALBRK	46	AEFES	85	KRDMD	57	TAVHL	77
GARAN	47	ARCLK	73	KRVGD	109	TCELL	88
HALKB	48	ASELS	91	LKMNH	104	THYAO	78
ISCTR	49	AYGAZ	61	LOGO	111	TKFEN	114
TSKB	50	BIMAS	80	MAVI	83	TOASO	70
VAKBN	51	BIZIM	81	MEDTR	106	TRGYO	99
YKBNK	52	CCOLA	86	MGROS	82	TTRAK	71
		DOAS	68	MPARK	105	TUPRS	63
		EREGL	56	OTKAR	92	ULKER	115
		FROTO	69	PETKM	62	VESBE	74
		INDES	108	PGSUS	76	YATAS	116
		KCHOL	110	SELEC	112		
		KLKIM	95	SISE	113		

# Strateji: Geçiş döneminde riskler / fırsatlar

- **Dalgalı piyasa koşullarında BIST-100'ün 12 aylık vadede 12.000'i görmesini bekliyoruz.** Güncellenen şirket değerlemeleri ile 12 aylık BIST-100 endeks hedefimizi %42 getiri potansiyeli ile 12.000 olarak güncelledik. Değerleme modellerimizde risksiz getiri beklentisini %21, BIST için ortalama öz kaynak maliyet varsayımımızı %26,5 (%5,5 hisse senedi risk primi ile) olarak koruyoruz. Özellikle yılın ilk yarısı için belirgin oynaklık riski ve faiz getirisinin önemli bir alternatif olacağı ngrmze rağmen yeni dönemde de güçlü finansal yapılarıyla ne çıkan şirketler olacağını, makro istikrar programının hız kazanmasıyla risk priminin düőeceęi ve uzun süredir piyasadan uzak duran yabancı yatırımcı girişleri beklentisini dikkate aldığımızda BIST için olumlu görüşümüzü koruyoruz.

- **Enflasyon ve faiz artışında zirveye yaklaşıldı.** nceki senelerde makro ihtiyati tedbirlerle düşük seyreden tahvil faizleri, makro istikrar programı ile birlikte 2023 ortasından sonra enflasyonla daha uyumlu seviyelere geldi. Son dönemde %27 civarında istikrar kazanan 10 yıllık tahvil faizleri, risksiz getiri varsayımımızın üzerinde seyretmekle birlikte 2024'te enflasyon ve faizin daha kontrollü bir patikaya gireceği ve sonrasında düşüşe geçeceği görüőünde yiz. Makro tarafta TÜFE senaryomuz tahvil faizinin 2024 sonunda 200 baz puan daha gerileyeceği ve 2025'te ve sonraki dönemde mevcut risksiz getiri beklentimizi belirgin altında kalacağı yönünde. Bu değerlendirme işığında z kaynak maliyet varsayımımızın makul bir ihtiyatlılık payı içerdiğini, ülke kredi not artışı, CDS priminde gerileme ve tahvil faizlerinde kalıcı düşüş sonrası değerlememize yukarı potansiyel sağlayabileceğini değerlendiriyoruz.

- **En çok beğenilen hisseler listesinde değişiklik yapmadık.** Bu rapor kapsamı çerçevesinde 2024 yılına ilişkin sektörel ayrışma beklentilerimizde değişiklik yapmadık. Bu çerçevede en çok beğenilen hisseler listemizde yer alan **BİM, Kardemir, Koç Holding, Mavi, Tav Havalimanları, Tofaş, Torunlar GYO, Tüpraş, Turkcell ve Yapı Kredi Bankası** hisselerini tutmaya devam ediyoruz.

- **Ancak halen belirsizlikler var.** Yılın ilk çeyreği 31 Mart yerel seçimleri ile sonlanacak. Yeni yılın ilk aylarında kısa vadeli enflasyon eğilimine ilişkin bir miktar belirsizlikler bulunuyor: Asgari cret ayarlamasının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, TL likiditesine bağlı olarak mevduat faizlerinde gördüğümüz gevseme, güçlü kredi kartı harcamaları, buna karşılık ticari ve bireysel kredi faizlerinde artış, faize duyarlı sektörlerde talebin yavaşlaması, diğer taraftan ihracatçı sektörlerin üretim maliyetleri ve kura ilişkin Őikayetleri gündem oluşturdu. Ayrıca, 18 yıl aradan sonra enflasyon muhasebesinin yeniden hayatımıza girmesi de şirket modellemesini, karşılaştırmasını ve değerlemesini en azından başlangıçta bir miktar zorlaştıracak gibi görünüyor.

- **zet makro varsayımlarımız:** TL'de güçlenme, faizlerdeki eğilim ve ekonomideki yavaşlama 2024'n temel konuları olacak. 2024 yılına ilişkin makro varsayımlarımız arasında **(i)** zel tketimeki ivme kaybı kaynaklı büyümenin %2,7'ye gerilemesi; **(ii)** ilk yarıda %70 civarında zirve yapan TÜFE enflasyonunun yıl sonunda %42'ye düşmesi ve yıl ortalamasının %56 olması; **(iii)** TCMB politika faizinin yıl sonuna kadar %45'te korunması, son aylarda ılımlı bir faiz indirmesi olasılığı; **(iv)** TL mevduat, ticari kredi ve tüketicilerde faiz oranlarının %50 - %65 aralığında kalması; **(v)** cari işlemler dengesinde altın ve özel tüketime ithalata düşüş ve güçlü turizm geliri kaynaklı 20 milyar doların üzerinde iyileşme sağlanması ve açığın GSYH'nin %4'nden yaklaşık %2'sine gerilemesi; **(vi)** makro istikrar ve sermaye girişlerinin sağlanmasıyla TL'de nominal değer kaybının %20 civarında sınırlanması bulunuyor .

- **şirket krlarındaki artış enflasyonun altında artacak:** Pek çok geçmiş dönem kaydının güncellenmesini gerektireceğinden şirketler açıklamadan enflasyon muhasebesine dair sağlıklı yorum yapmak bir hayli güç olacaktır. Bununla birlikte şirketlerin genel durumları hakkında model gncellemelerimizi mevcut finansallar üzerinden yaptık. Buna göre banka dış şirketler tarafında, 2024'te ciro artışının %52, FAVÖK artışının %36 ve net kâr artışının %15 ile 2024 yılında yıllık ortalama enflasyonun altında kalacağını tahmin ediyoruz. Bankalarda da 2024 yılı net kâr artışının ortalama %19 civarında olmasını bekliyoruz. Banka dış şirketler ve bankalar için 2023'e ilişkin net kâr artış beklentilerimiz ise %55 ve %23 civarında bulunuyor.

# Strateji: Geçiş döneminde riskler / fırsatlar

- **Temel tüketim ürünleri, telekomünikasyon, perakende, bankalar ve sağlık hizmetleri güçlü TL'den faydalanır.** TL'deki güçlenme ve önceki döneme göre artan faiz oranlarının bu sektörlerdeki talebe önemli bir etkisi olmayacaktır. Diğer taraftan, faize duyarlı gayrimenkul, otomobil, dayanıklı tüketim malları ve mobilya gibi sektörlerde talep yönlü bazı baskılar görmeyi bekliyoruz. Büyük ihracat pazarlarımızdaki zayıf PMI verileri ve İstanbul Sanayi Odası'nın ihracat iklimi endeksinin de gösterdiği gibi, döviz hareketleri ve ihracatçılar da özellikle 2024'nin ilk yarısında nispeten geri planda kalacaklar.

- **Model portföyde ayrıca rafineri, çelik, havayolu ve otomotiv sektörlerine de yer verdik.** Model portföyde ana temaya uygun şirketler yanında orta vadede öne çıkabilecek, finansal performansı güçlü rafineri, çelik, havacılık ve otomotiv şirketlerine yer verdik. Diğer taraftan, bankalarda olumlu beklentilerin kısmen fiyatlanmış olabileceği için kısa vadede zayıflayan kâr beklentileri nedeniyle ağırlığımızı endekse eşit seviyede tuttuk.

- **BIST-100'ün 2023 getirisi yurtdışına göre zayıf kaldı.** BIST-100 endeksi, 2024 yılında şu ana kadar ABD doları bazında %9 artış gösterdi ve gelişmekte olan piyasalar arasında başlarda yer aldı. Bu dönemde MSCI-GOÜ endeksi %3,8 düşerken S&P500 endeksi %2,5 arttı. BIST-100 2022'de dolar bazlı %110'luk güçlü rallinin ardından, 2023'de TL bazında sadece %36 arttı; dolar bazında ise %14 kaybettirdi. Geçtiğimiz yıl MSCI-GOÜ ve S&P 500 getirileri ise %7 ve %24 ile BIST'in üzerindeydi. 2023'te görece zayıf performansın temel nedeni deprem şoku ve ilk yarıdaki seçim belirsizliğiydi. yerleşik yatırımcıların cazip faizlerden kısmen mevduata yönelmesi ve Orta Doğu'da artan bölgesel gerginliklere rağmen BIST-100 endeksi yılın ikinci yarısını TL bazında %30 (dolar bazında %14) artışla tamamladı. 2023'te yoğun halka arz takvimi de, yeni şirketlere bir miktar kaynak BIST şirketlerinden geldiğinden endeksi baskılamış oldu.

- **BIST emsallerine göre iskontolu fiyatlardan işlem görüyor.** Mevcut fiyatlardan BIST-100'ün GOÜ ortalamasına göre F/K iskontosu %61 civarında, yani tarihsel en düşük seviyenin hafif üzerinde bulunuyor. Kârlara enflasyon muhasebesi uygulandıktan sonra bu iskontonun 1/4 - 1/3 oranında azalması beklenebilir. GOÜ çarpan karşılaştırması bazında özellikle bankacılık, yiyecek/içecek, mobilya, sağlık, bilişim ve telekom hisseleri ucuz; otomotiv, demir-çelik, dayanıklı tüketim, petrokimya ve altın madencilik sektörleri değerine yakın işlem görüyor.

- **Halka arzlar aynı ivmeyle devam edecek mi?:** 2021 ve 2022'de sırasıyla 52 ve 40 şirket halka arz edildi ve toplam halka arz büyüklükleri 22,4 milyar TL ve 19,6 milyar TL oldu. 2023'te piyasaya 54 yeni şirket girerken toplam halka arz büyüklüğü 79,9 milyar TL'ye ulaştı. Böylece son üç yıldaki toplam halka arz büyüklüğü, halka açık piyasa değerinin neredeyse %6'sına denk gelen toplam 7,0 milyar dolar oldu. Bu halka arzlara kaynak kısmen dışarıdan kısmen de yatırımcıların BIST'de işlem gören şirket hisselerini satışından geldi. 2024 yılı başından bu yana ise halka arz yapılmadı.

- **Yabancı payında kademeli artış:** 2018 yılına kadar yurt dışı yerleşiklerin (yatırım fonları, emeklilik fonları vb.) BIST'in toplam halka açıklığı içindeki payı %65-%70 aralığındaydı. Yurt dışı yerleşikler üst üste son altı yılda BIST'te net satıcı olarak Takasbank rakamlarına göre toplam 14,3 milyar ABD doları değerinde hisse senedi sattı. Ancak, son üç ayda yurtdışı yerleşiklerin nette yaklaşık 1,3 milyar dolar hisse almış olması bu eğilimin değişmekte olduğunu gösteriyor. Bu sayede yabancıların BIST payı (QNB hisseleri için düzeltme dahil) yıl ortasındaki tarihi dip %25,5 seviyesinden Ocak ayı sonu itibarıyla %31,1'e geldi. Diğer taraftan geçtiğimiz birkaç yılda yurt dışı yerleşiklerin oluşturduğu boşluk yerli kurumsal yatırımcılar ve artan yurtiçi yerleşik yatırımcılar tarafından doldurulmuştu. Rakamlar hisse senedi taşıyan yatırımcı sayısının 2022 sonunda 3,8 milyon iken Ekim'de 8,5 milyona yükseldiğini ve 2023 sonunda 7,6 milyon olduğunu gösteriyor. Yerli yatırımcı için faiz tarafı artık önceki yıla göre daha çekici olsa da, bu kez artan yabancı ilgisinin piyasayı dengeleyeceğini düşünüyoruz.

# Strateji: Hisse Öneri Listesi Güncellemeleri

- Yatırım temasında ve sektör ayrışmalarına ilişkin görüşümüzde değişiklik olmadığı için en son Aralık ayında güncellediğimiz hisse öneri listemizdeki isimlerde değişikliğe gitmedik.

- Hisse Öneri Listemizin YbG getirisi %16,4 oldu ve bu dönemde %13,4 getiri sağlayan BIST-100 toplam getiri endeksini %2,6 geçti. Bu dönemde portföy getirimize en güçlü katkı **BİM, Mavi, Tav Havalimanları** ve **Türkcell** hisselerinden geldi. Buna karşılık sadece **Tüpraş** toplam getiri endeksinin gerisinde kaldı.

- Hisse öneri listemiz 2023 yılında da %70 getiri ile BIST-100 toplam getiri endeksini %39 geçti.

## Hisse Öneri Listesi Seçimleri

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı	Getiri Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
	(TL)	(%)	(%)
BIMAS	535.00	44%	11%
KRDMD	44.00	66%	8%
KCHOL	252.00	55%	10%
MAVI	218.00	57%	10%
TAVHL	242.00	77%	9%
TOASO	440.00	80%	10%
TRGYO	61.00	75%	7%
TUPRS	212.00	39%	8%
TCELL	98.50	42%	12%
YKBNK	30.50	43%	15%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

## Hisse Öneri Listesi Getirileri

Hisse Senedi	Portföy Ağırlığı (%)	Son Güncelleme İtibarıyla				Portföye Giriş Tarihi İtibarıyla			
		Hisse Fiyatı (TL)*		Getiri (%)		Portföye Giriş Tarihi		Getiri (%)	
		05.12.23	29.01.24	Nominal	Relatif**	Giriş Tarihi	Nominal	Relatif**	Relatif**
BIMAS	11%	303.32	370.24	22.1%	16.0%	02/11/2021	528.8%	6.9%	
KRDMD	8%	24.22	26.51	9.4%	4.0%	19/09/2023	3.6%	-5.3%	
KCHOL	10%	144.43	161.61	11.9%	6.3%	24/07/2023	35.7%	6.6%	
MAVI	10%	110.81	138.70	25.2%	18.9%	06/05/2022	614.4%	100.3%	
TAVHL	9%	117.21	136.95	16.8%	11.0%	06/05/2022	211.3%	-12.7%	
TOASO	9%	235.48	244.41	3.8%	-1.4%	02/11/2023	-2.5%	-11.9%	
TRGYO	7%	32.60	34.91	7.1%	1.7%	02/11/2023	0.3%	-9.4%	
TUPRS	8%	154.40	152.17	-1.4%	-6.4%	07/12/2022	155.0%	41.4%	
TCELL	12%	57.07	69.29	21.4%	15.3%	21/08/2023	29.7%	18.6%	
YKBNK	16%	20.36	21.58	6.0%	0.7%	16/02/2023	152.4%	45.3%	

İlgili Dönem Portföy Getirisi

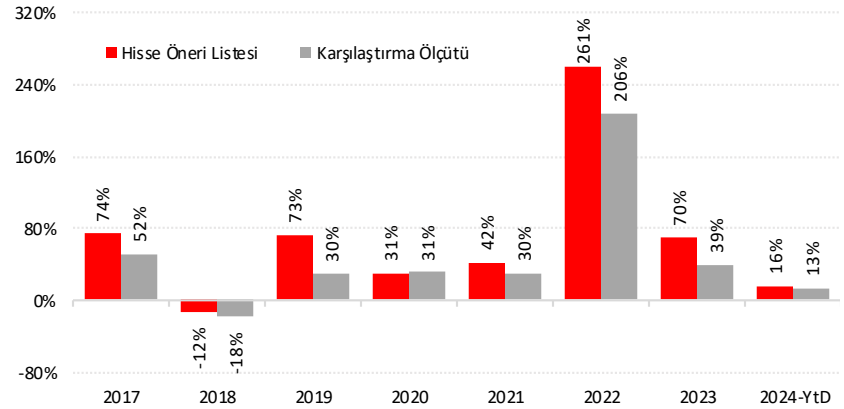
12.7% 7.0%

YbG Portföy Getirisi

16.4% 2.6%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

## Hisse Öneri Listesi Dönemsel Getirileri



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

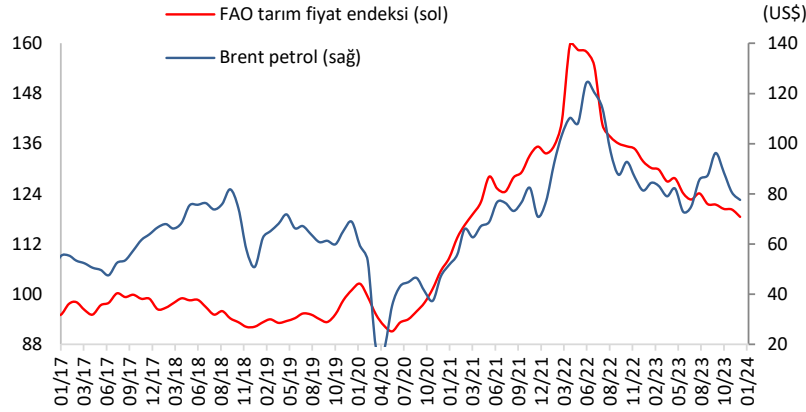
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Strateji: Temel Makro Varsayımlar

	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023T</u>	<u>2024T</u>	<u>2025T</u>
GSYİH (milyar dolar)	807.0	905.8	1,099.8	1,217.7	1,368.0
GSYİH artışı (reel)	11.4	5.5	4.3	2.7	3.5
Dış Tic. Dengesi (milyar \$)	-46.2	-109.5	-105.9	-82.6	-94.9
İhracat (milyar \$)	225.2	254.2	255.9	259.1	274.2
İthalat (milyar \$)	271.4	363.7	361.8	341.8	369.1
Cari Denge (milyar \$)	-13.9	-48.8	-45.7	-23.4	-27.5
CAB/GDP	-1.7	-5.4	-4.2	-1.9	-2.0
D.sonu TÜFE artışı (%)	36.1	64.3	64.8	42.2	23.5
Yıllık ort. TÜFE artışı (%)	19.6	72.0	53.9	56.2	29.7
Dönem sonu US\$ kuru	13.0	18.6	29.4	36.4	41.0
Yıllık ort US\$ kuru	9.0	16.5	24.1	33.6	38.9
Politika Faizi (yıl sonu)	14.0	9.0	42.5	43.0	24.0
Gösterge Faiz (yıl sonu)	22.7	10.0	39.7	29.0	20.0
Gösterge Faiz (yıl ort)	17.6	19.2	20.8	37.8	23.2
10 Y tahvil faizi (d. sonu; %)	24.3	9.8	26.8	24.5	16.0
3ay vd. TL mev.faizi (d.sonu; %)	20.8	24.2	52.5	47.0	27.0
Ort. TL tic. krd. faizi (d. sonu; %)	24.4	14.0	53.5	51.6	28.4
Brent Petrol	70.5	100.8	82.5	80.0	80.0
Seyahat Gelirleri (milyar \$)	26.6	41.4	47.6	50.6	55.7
Diğer Hizmet G. (milyar \$)	5.6	19.4	12.7	8.6	11.7

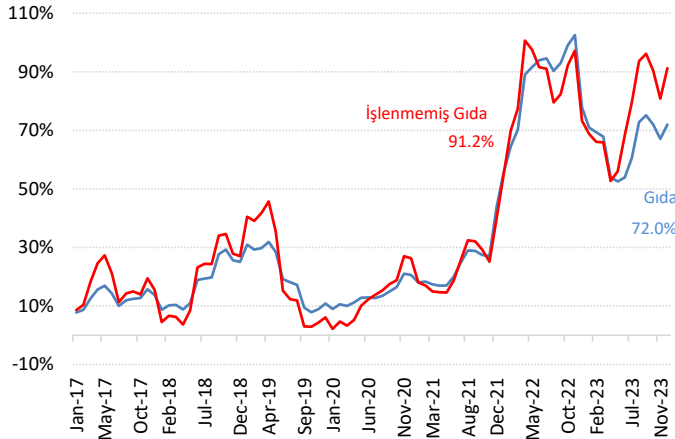
# Strateji: Küresel yavaşlama ve iklim koşulları gıda ve enerji enflasyonunu rahatlatacak

## Küresel gıda ve enerji fiyatları enflasyonda düşüşü destekliyor



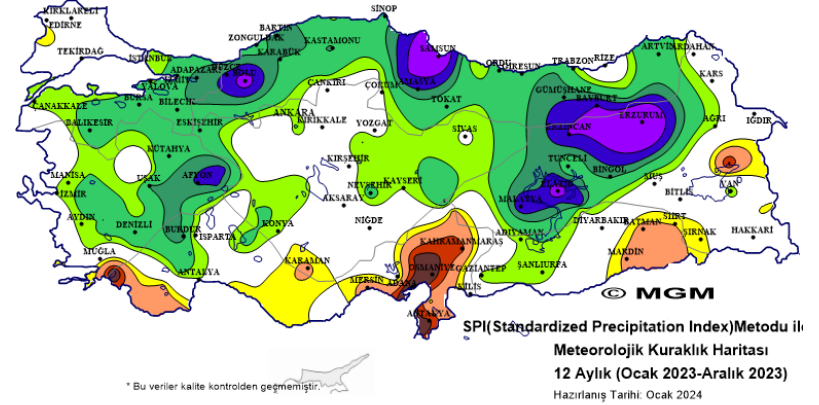
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Yurtiçi tarafta gıda fiyatlarında bir miktar katılık var



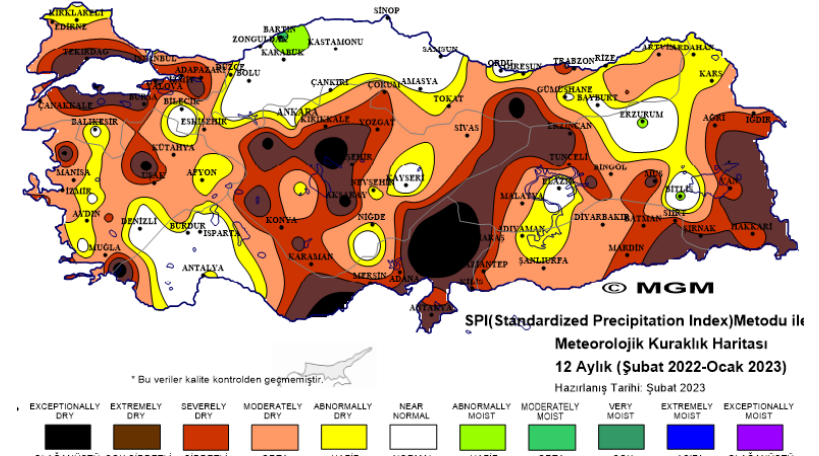
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

## Aralık 2023 itibarıyla kuraklık haritası (son 12 aylık yağışlara göre)-



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Meteoroloji Genel Müdürlüğü

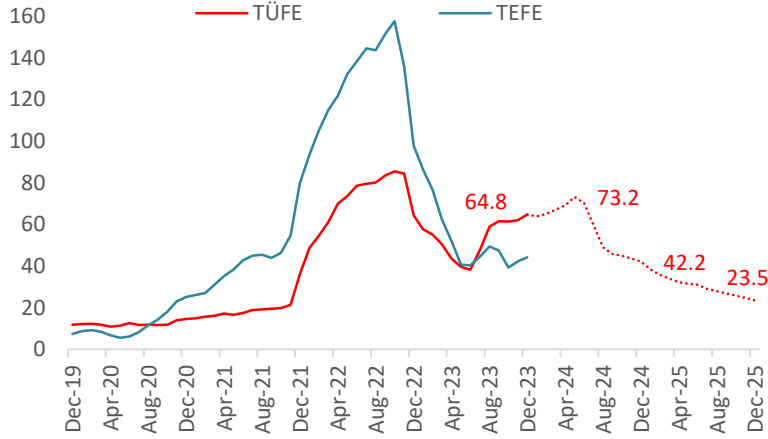
## Ocak 2023 itibarıyla kuraklık haritası (son 12 aylık yağışlara göre)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Meteoroloji Genel Müdürlüğü

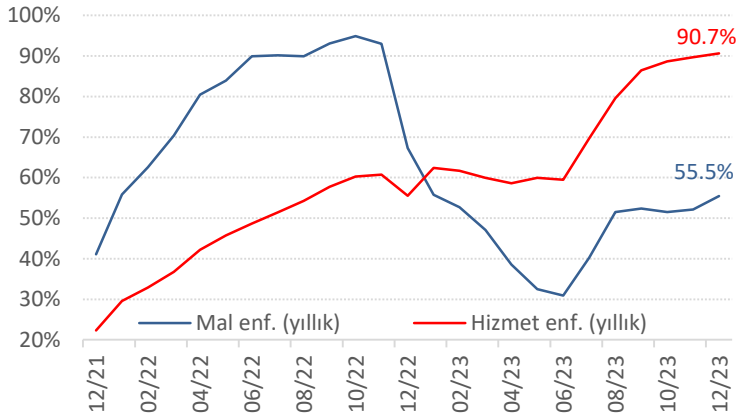
# Strateji: Enflasyonda yılın ikinci yarısından itibaren kademeli düşüş öngörüyoruz

## TÜFE'de makro dengelenme ve küresel faktörler düşüş sağlayacak



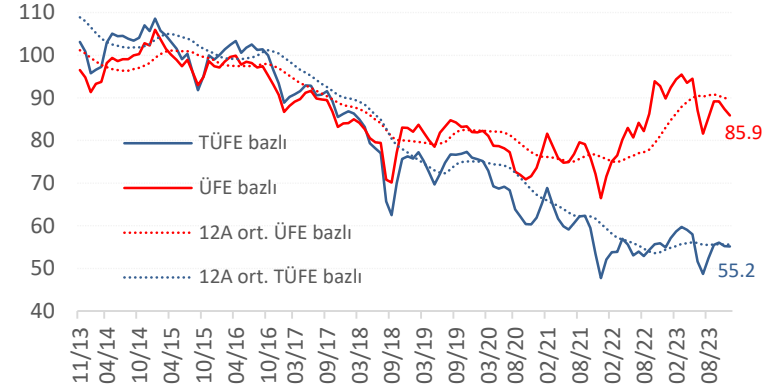
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

## Hizmet enflasyonu dirençli kalmaya devam ediyor



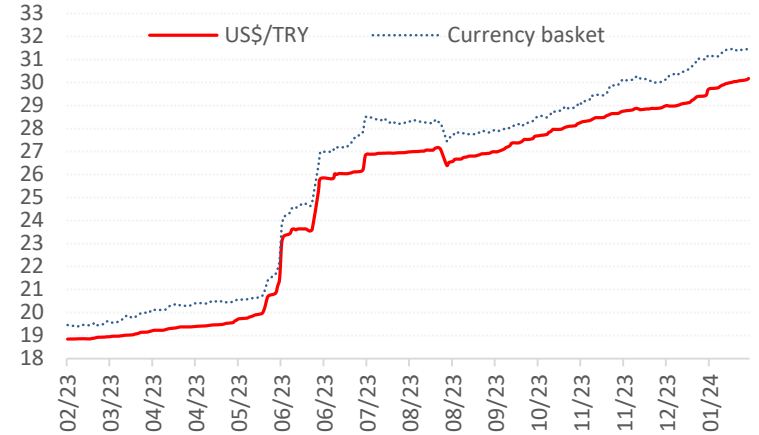
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

## ÜFE bazlı reel efektif kur görece yüksek seyrediyor



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

## Son bir yılda döviz kurunun seyri

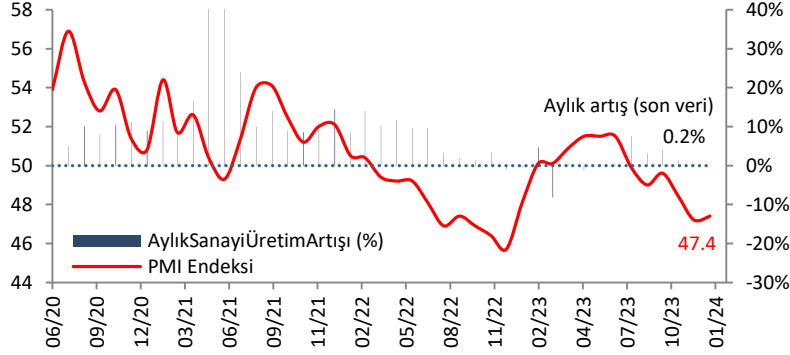


Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB



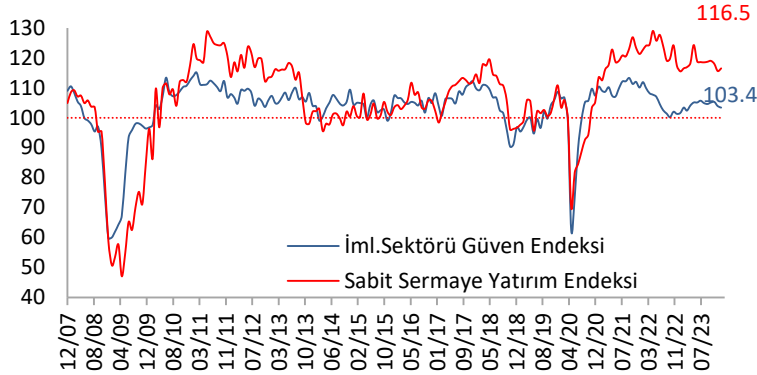
# Strateji: Öncü göstergeler ekonomide yavaşlamaya işaret ediyor

## PMI endeksi son bir yılın en düşük seviyelerinde



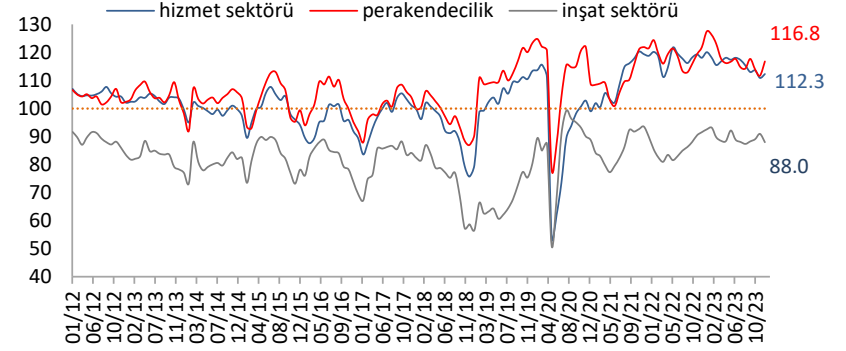
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

## Reel kesim güven endeksi eşik değere yakın



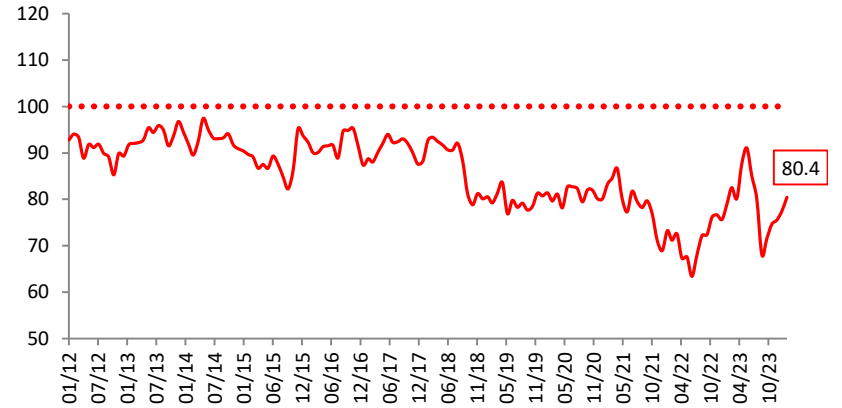
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

## Perakende sektörü güven endekslerinde olumlu farklılaşıyor



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

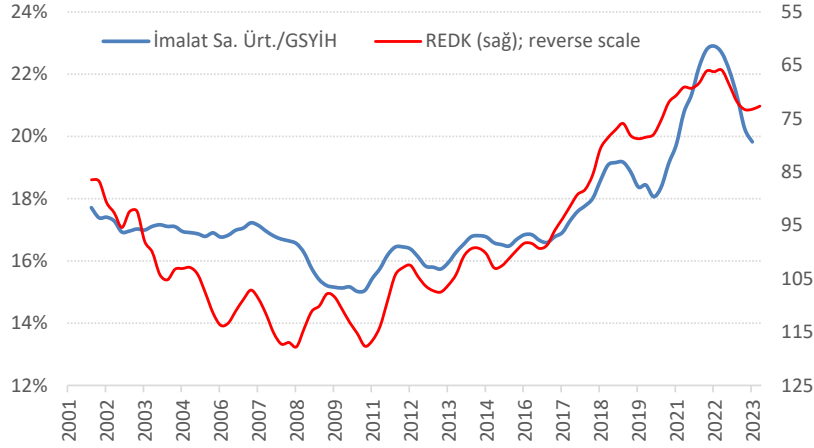
## Tüketici güven endeksi son beş aydır yükselişte



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

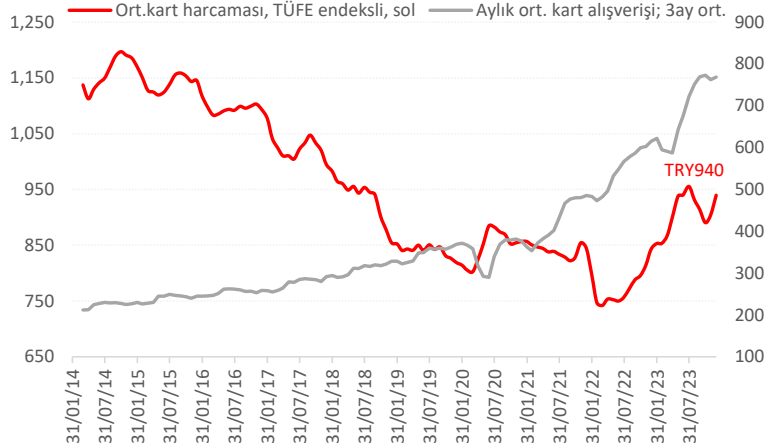
# Strateji: Faize duyarlı imalat sektörlerinde yavaşlama sinyalleri

## İmalat sanayinin payı TL'nin değerlendirildiği dönemlerde geriliyor



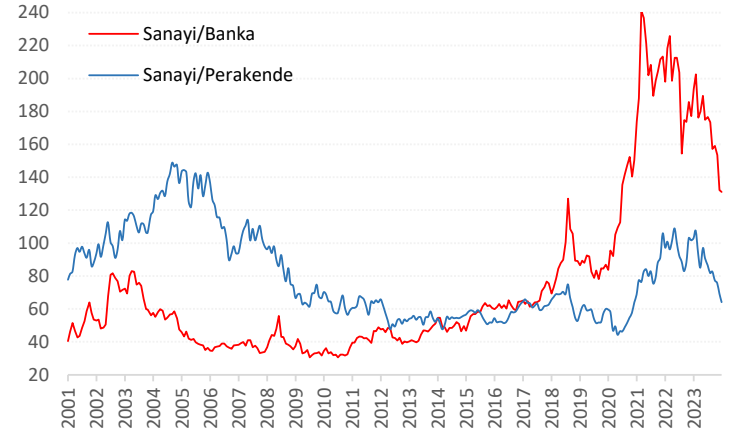
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

## Kredi kartı harcamaları tam gaz sürüyor



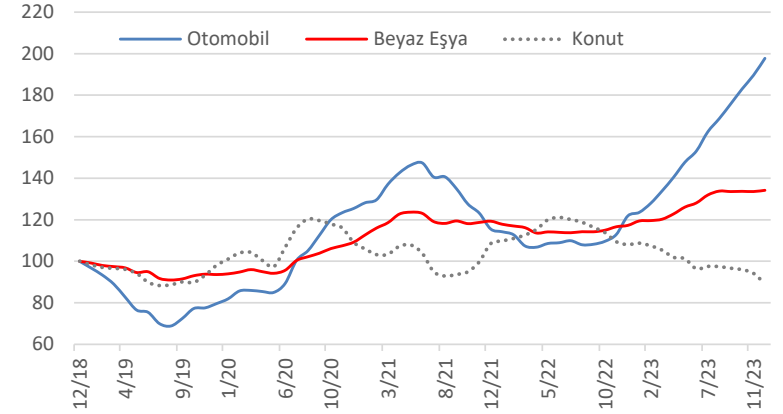
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

## BIST- sanayi endeksi TL'nin değerlendirildiği dönemlerde geride kaldı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Matriks

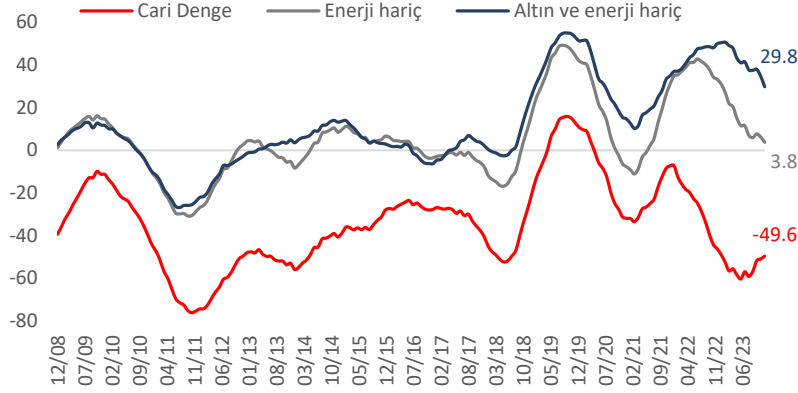
## Araç satışları sene sonu kampanyaları ile artışını sürdürdü



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, HMB

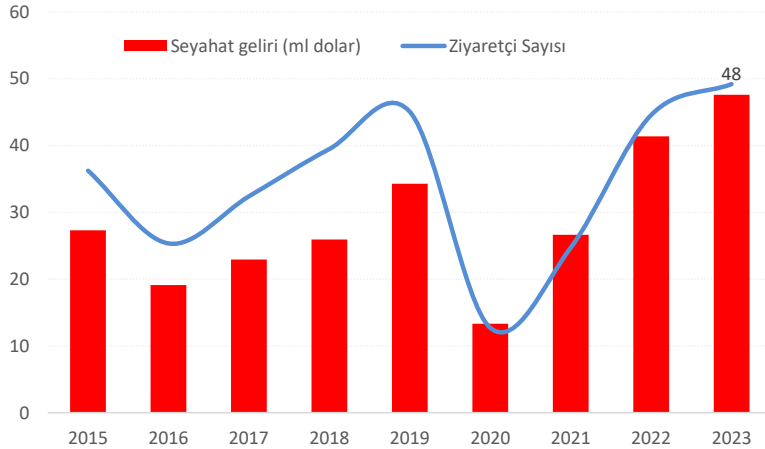
# Strateji: Cari Denge 2024'de muhtemelen daha yapıcı yönde gelişecek

## Cari Dengenin Gelişimi (milyar dolar) son 12 ay birikimli



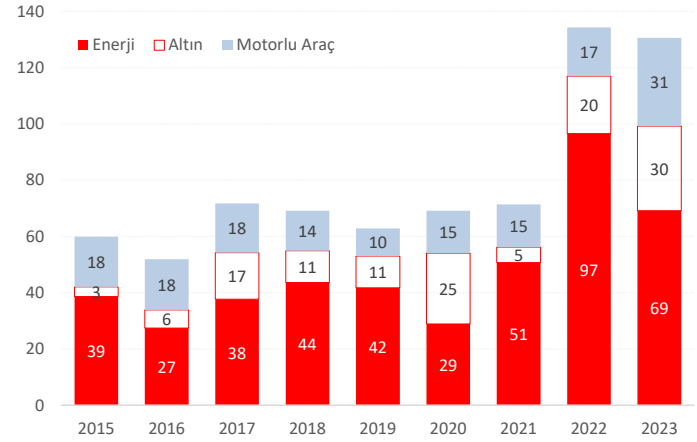
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

## Seyahat gelirleri 2023'te 48 milyar doları bulacak



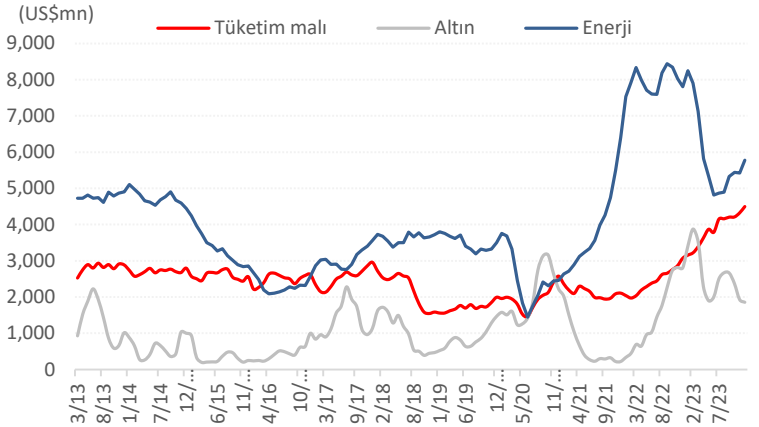
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

## Aylık ithalat, ürün grubu bazında (üç aylık ort.)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

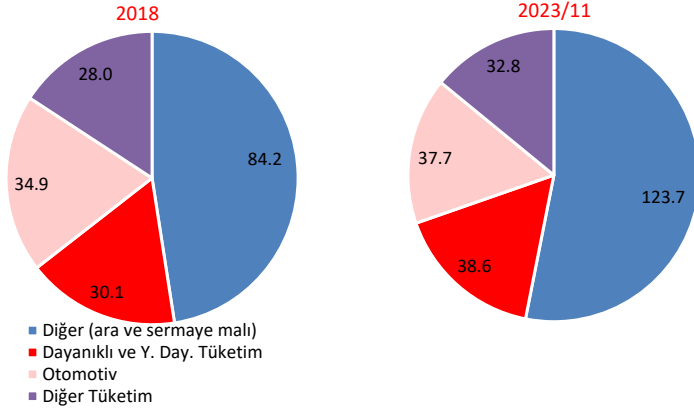
## Tüketim malı ve altın ithalatında yavaşlama bekliyoruz



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

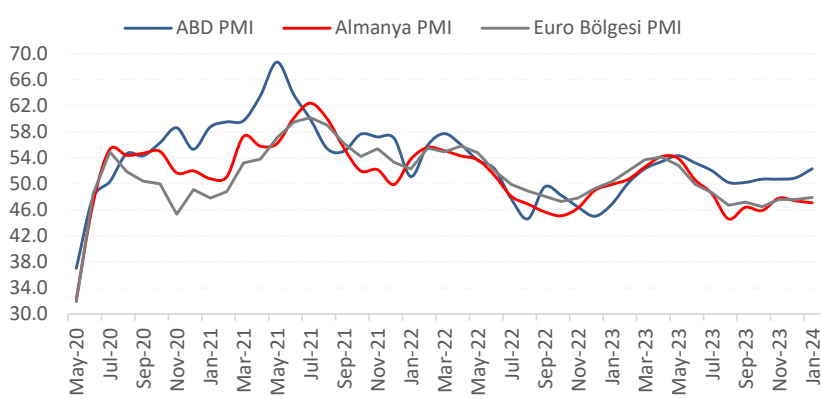
# Strateji: Öncü göstergeler 2024'te ihracat artışında zorlanmaya işaret ediyor

## İhracatta ara malı ve sermaye malı payı arttı



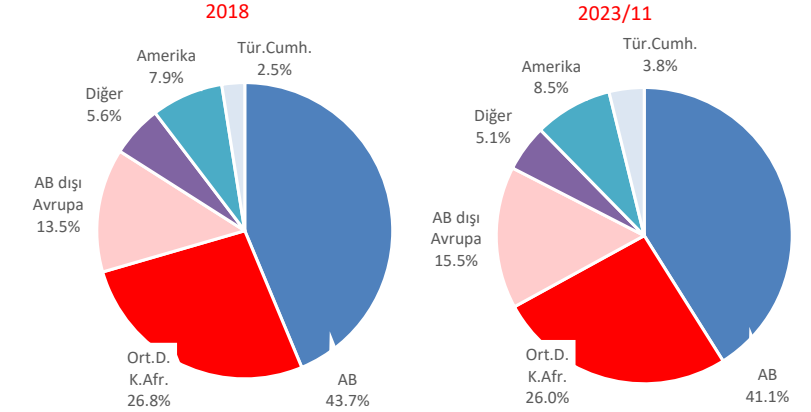
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

## Ana ihracat pazarlarımızda PMI seviyeleri düşük seyrediyor



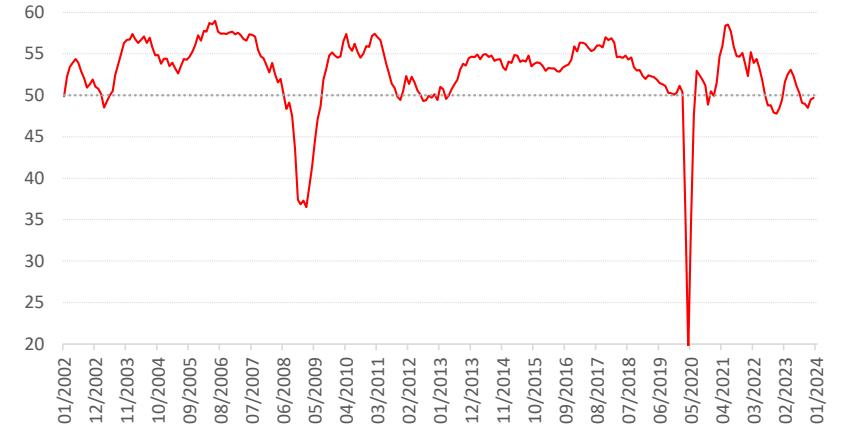
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## AB'nin ihracat içerisindeki payında bir miktar azalma var



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TUIK

## İSO ihracat İklim Endeksi: ihracat ivmesinde güçlü bir dönüş yok



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ISO

# Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlerde Revizyonlarımız (1/2)

Şirket Kodu	HF			ÖNERİ			KARTAHMİNLERİ								
	Yeni (TL/hisse)	Eski	Değ. (%)	Yeni	Eski	Değ.	2024T								
							Yeni			Eski			Değişim		
							Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
						(Milyon TL)			(Milyon TL)			(%)			
<b>Banka</b>							<b>317,651</b>				<b>317,651</b>				<b>0%</b>
ALBRK	5.00	4.80	4%	N.	N.	↔	n.a.	n.a.	4,100	n.a.	n.a.	4,100	n.m.	n.m.	0%
GARAN	82.00	66.00	24%	N.	E.Ü.	↓	n.a.	n.a.	99,000	n.a.	n.a.	99,000	n.m.	n.m.	0%
HALKB	13.00	13.00	0%	N.	N.	↔	n.a.	n.a.	14,600	n.a.	n.a.	14,600	n.m.	n.m.	0%
ISCTR	32.50	26.00	25%	N.	N.	↔	n.a.	n.a.	80,750	n.a.	n.a.	80,750	n.m.	n.m.	0%
TSKB	11.70	10.00	17%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	10,500	n.a.	n.a.	10,500	n.m.	n.m.	0%
VAKBN	16.50	16.50	0%	N.	N.	↔	n.a.	n.a.	30,500	n.a.	n.a.	30,500	n.m.	n.m.	0%
YKBNK	30.50	26.00	17%	E.Ü.	E.Ü.	↔	n.a.	n.a.	78,200	n.a.	n.a.	78,200	n.m.	n.m.	0%
<b>Banka dışı (1/2)</b>							<b>7,169,027</b>	<b>1,054,033</b>	<b>578,883</b>	<b>7,114,231</b>	<b>1,016,628</b>	<b>564,484</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
AEFES	196.00	151.00	30%	E.Ü.	E.Ü.	↔	227,599	44,682	12,476	237,681	44,297	13,584	-4%	1%	-8%
ARCLK	231.00	233.00	-1%	E.Ü.	E.Ü.	↔	310,348	32,034	6,522	306,173	31,261	7,126	1%	2%	-8%
ASELS	65.00	58.60	11%	N.	E.Ü.	↓	89,211	22,367	22,865	95,976	23,825	25,721	-7%	-6%	-11%
AYGAZ	205.00	185.70	10%	E.Ü.	E.Ü.	↔	79,266	1,920	5,438	80,366	1,831	4,523	-1%	5%	20%
BIMAS	535.00	455.00	18%	E.Ü.	E.Ü.	↔	460,755	34,492	20,275	452,417	34,917	20,404	2%	-1%	-1%
BIZIM	52.50	51.00	3%	N.	N.	↔	36,019	2,172	277	38,536	1,879	297	-7%	16%	-7%
CCOLA	792.00	570.00	39%	E.Ü.	E.Ü.	↔	144,469	30,494	13,832	153,882	30,923	15,004	-6%	-1%	-8%
DOAS	475.00	448.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	115,261	15,269	13,072	114,863	15,130	12,781	0%	1%	2%
EREGL	53.00	45.00	18%	N.	N.	↔	250,501	36,728	14,140	230,594	31,729	11,556	9%	16%	22%
FROTO	1,320.00	1,320.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	512,174	53,419	42,862	528,180	52,756	44,935	-3%	1%	-5%
INDES	10.80	10.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	59,692	2,973	1,249	59,692	2,973	1,473	0%	0%	-15%
KCHOL	252.00	235.30	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	1,806,956	268,400	116,985	1,776,298	240,325	113,575	2%	12%	3%
KLKIM	32.00	28.75	11%	N.	N.	↔	6,117	1,271	1,233	6,360	1,292	1,191	-4%	-2%	3%
KRDMD	44.00	44.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	60,281	9,335	4,048	58,248	9,750	5,414	3%	-4%	-25%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

# Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlerde Revizyonlarımız (2/2)

Şirket Kodu	HF			ÖNERİ			KARTAHMİNLERİ								
	Yeni (TL/hisse)	Eski	Değ. (%)	Yeni	Eski	Değ.	2024T								
							Yeni			Eski			Değişim		
							Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
						(Milyon TL)			(Milyon TL)			(%)			
<b>Banka dışı (2/2)</b>							<b>7,169,027</b>	<b>1,054,033</b>	<b>578,883</b>	<b>7,114,231</b>	<b>1,016,628</b>	<b>564,484</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
KOZAL	22.90	22.90	0%	N.	N.	↔	10,895	3,556	5,376	10,895	3,556	5,376	0%	0%	0%
KRVGD	40.70	40.70	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	12,799	2,160	975	12,885	2,002	1,111	-1%	8%	-12%
LKMNH	84.00	75.00	12%	E.Ü.	E.Ü.	↔	2,722	571	263	2,469	507	243	10%	13%	8%
LOGO	119.00	90.60	31%	E.Ü.	E.Ü.	↔	4,238	1,087	931	4,192	976	807	1%	11%	15%
MAVI	218.00	177.00	23%	E.Ü.	E.Ü.	↔	32,915	7,354	4,358	31,866	6,862	4,428	3%	7%	-2%
MEDTR	50.00	55.00	-9%	E.Ü.	E.Ü.	↔	1,922	499	375	2,288	640	546	-16%	-22%	-31%
MGROS	570.00	495.00	15%	E.Ü.	E.Ü.	↔	251,228	17,811	7,168	240,497	17,646	8,238	4%	1%	-13%
MPARK	270.00	210.00	29%	E.Ü.	E.Ü.	↔	27,939	6,663	4,321	26,537	6,235	4,374	5%	7%	-1%
OTKAR	830.00	642.00	29%	E.Ü.	E.Ü.	↔	35,764	6,880	5,471	33,140	6,754	6,140	8%	2%	-11%
PETKM	25.30	21.92	15%	N.	N.	↔	72,779	8,391	7,752	73,091	6,798	4,831	0%	23%	60%
PGSUS	1,250.00	1,350.00	-7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	108,363	32,804	10,718	105,629	33,830	9,861	3%	-3%	9%
SELEC	59.50	58.00	3%	N.	N.	↔	121,989	6,543	4,760	124,176	4,905	3,761	-2%	33%	27%
SISE	68.00	74.50	-9%	E.Ü.	E.Ü.	↔	193,442	37,591	24,621	208,178	44,732	23,318	-7%	-16%	6%
TAVHL	242.00	220.00	10%	E.Ü.	E.Ü.	↔	56,469	16,966	6,283	47,339	16,376	6,121	19%	4%	3%
TCELL	98.50	93.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	150,978	62,354	27,084	146,810	60,633	25,662	3%	3%	6%
THYAO	400.00	370.00	8%	E.Ü.	E.Ü.	↔	723,210	146,117	73,126	678,952	135,456	53,401	7%	8%	37%
TKFEN	57.50	67.00	-14%	E.Ü.	E.Ü.	↔	49,873	4,312	2,551	45,811	5,033	2,671	9%	-14%	-4%
TOASO	440.00	488.00	-10%	E.Ü.	E.Ü.	↔	154,420	20,896	20,099	183,677	24,524	19,550	-16%	-15%	3%
TRGYO	61.00	61.00	0%	E.Ü.	E.Ü.	↔	6,749	4,862	25,583	7,974	5,211	39,962	-15%	-7%	-36%
TTRAK	960.00	975.00	-2%	N.	N.	↔	59,977	12,581	9,623	66,494	13,473	10,543	-10%	-7%	-9%
TUPRS	212.00	200.00	6%	E.Ü.	E.Ü.	↔	774,187	72,160	49,965	757,676	71,183	45,209	2%	1%	11%
ULKER	137.50	128.00	7%	E.Ü.	E.Ü.	↔	68,676	13,538	4,739	71,779	14,319	5,347	-4%	-5%	-11%
VESBE	29.50	25.90	14%	E.Ü.	E.Ü.	↔	71,021	10,377	6,478	73,831	9,333	4,115	-4%	11%	57%
YATAS	54.00	64.00	-16%	E.Ü.	E.Ü.	↔	17,826	2,403	989	18,781	2,757	1,285	-5%	-13%	-23%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

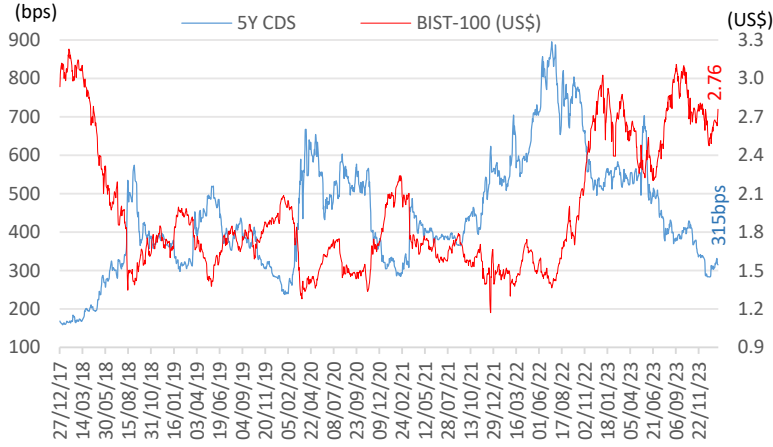
# Gerri Alınan Paylar – 26 Ocak 2024 itibariyle

Gerri Alınan Paylar						
No	Ticker	Satışlar Sonrası Kalan Pay Adedi	Toplam Ödenmiş Sermaye	Kalan Paylar / Toplam Paylar	Son Kapanış Fiyatı	Kalan Payların Piyasa Değeri
		(mn)	(mn)	(%)	(TL)	(TRYmn)
		a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	41,202
1	ARCLK	69	676	10.19%	139.30	9,594
2	ISCTR	289	10,000	2.89%	25.30	7,309
3	DOAS	6	220	2.77%	252.25	1,535
4	BRYAT	1	28	2.38%	2,457.00	1,643
5	ENKAI	137	6,000	2.29%	36.42	4,999
6	HALKB	144	7,185	2.01%	13.15	1,899
7	SISE	54	3,063	1.78%	49.12	2,673
8	BIMAS	10	607	1.68%	370.25	3,777
9	KOZAL	50	3,203	1.56%	20.88	1,044
10	YYLGD	14	1,087	1.29%	15.00	210
11	ALARK	6	435	1.27%	103.60	571
12	DOHOL	30	2,617	1.14%	13.16	394
13	ALBRK	28	2,500	1.11%	4.24	118
14	AHGAZ	27	2,600	1.03%	12.58	337
15	VAKBN	81	9,916	0.82%	14.32	1,158
16	TCELL	18	2,200	0.81%	69.00	1,235
17	EREGL	16	3,500	0.47%	43.30	710
18	KRDMD	3	780	0.42%	25.98	86
19	SKBNK	7	1,860	0.38%	5.06	35
20	THYAO	5	1,380	0.35%	260.00	1,247
21	SAHOL	5	2,040	0.24%	71.35	346
22	EKGYO	5	3,800	0.12%	10.29	47
23	BIOEN	0	500	0.09%	19.66	9
24	SMRTG	0	606	0.08%	62.65	29
25	KCHOL	1	2,536	0.04%	160.00	142
26	SASA	1	5,322	0.02%	38.06	38
27	TTKOM	1	3,500	0.01%	32.60	16
28	AKBNK	0	5,200	0.00%	40.32	0
29	AKSA	0	324	0.00%	93.20	0
30	KONTR	0	200	0.00%	248.00	0
31	TAVHL	0	363	0.00%	132.70	0
32	YKBNK	0	8,447	0.00%	21.76	0

Kaynak: Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)

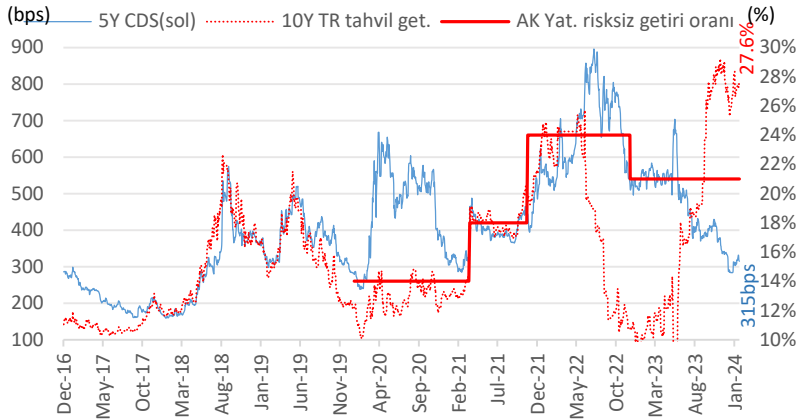
# Strateji: CDS oranındaki gerilemeye 2023 ikinci yarıda hisse alımları eşlik etti

## CDS oranı son beş yılın en düşük seviyelerinde



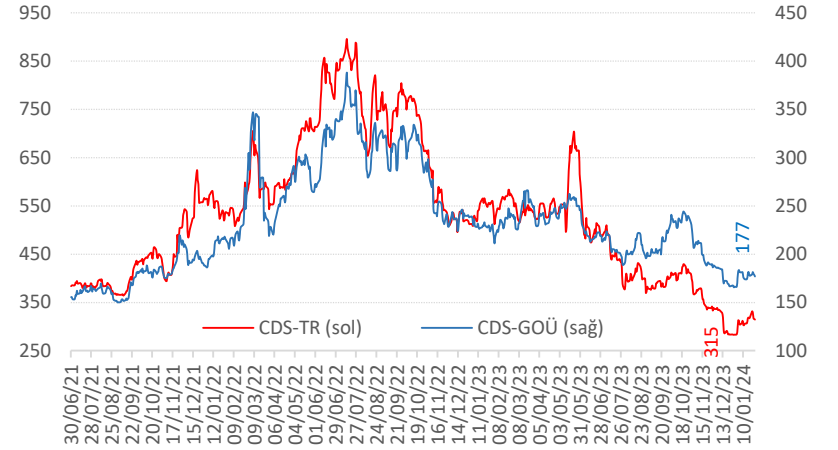
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Not artışı ve CDS'de ek düşüşle birlikte risk primi düşecektir



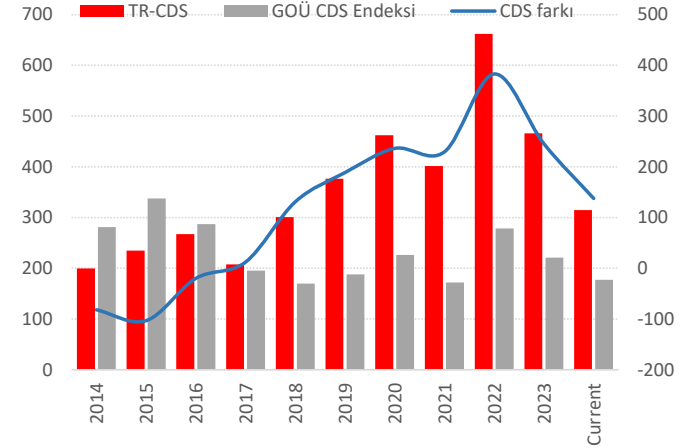
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Son bir ayda CDS'deki artış benzer ülke eğilimine yakın



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Türkiye ve benzer ülke CDS oranları (yıllık ortalamalar)

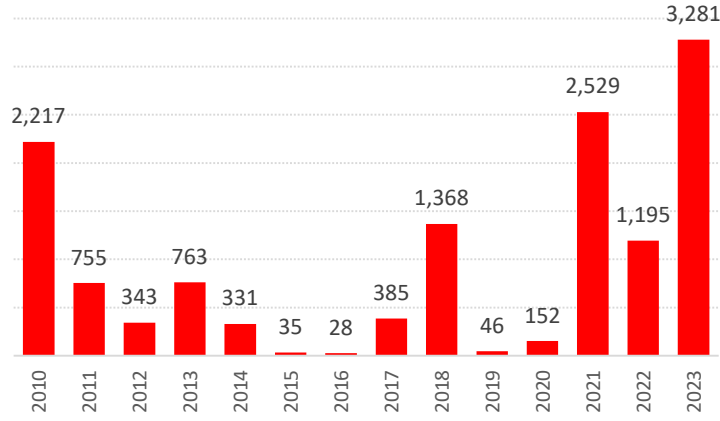


Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg



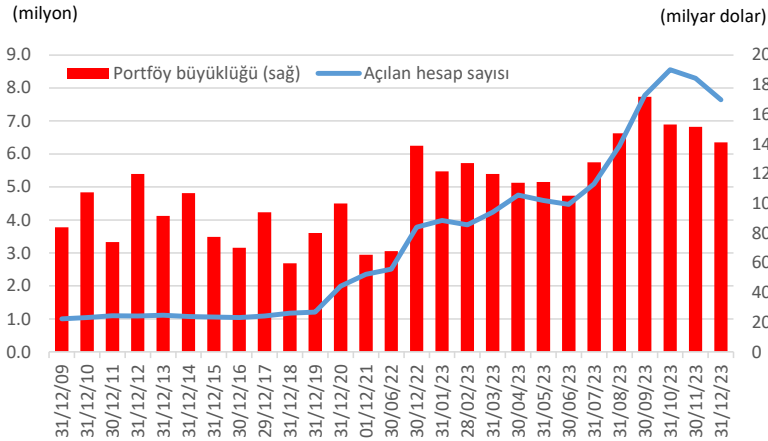
# Strateji: Halka arzlar ve artan faiz getirisi yatırımcı ilgisini belirledi

## Halka arz hacmi son üç yılda 7,0 milyar doları aştı



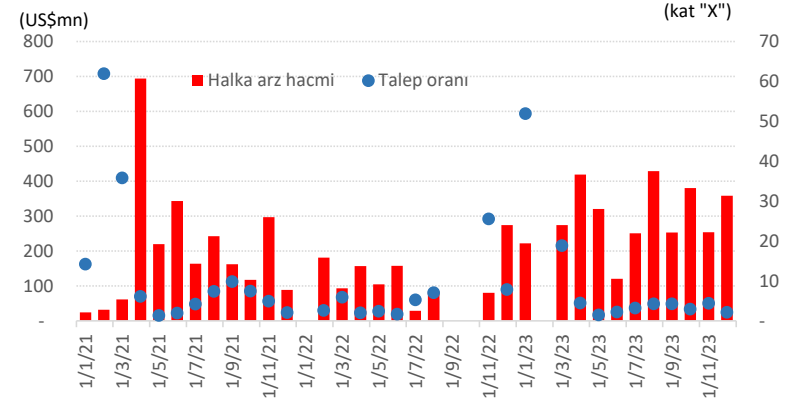
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, SPK

## BIST'de bakiyeli hesap sayısı 8 milyona ulaştıktan sonra geriledi



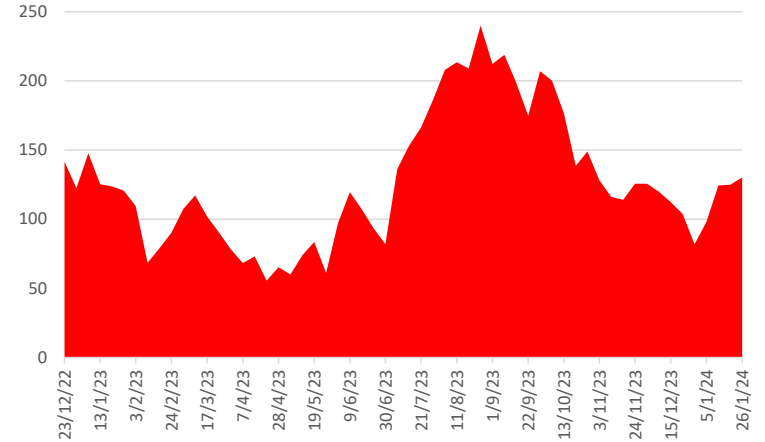
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, MKK

## 2023'de aylık 250-400mn dolar bandında halka arzlar yapıldı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, SPK

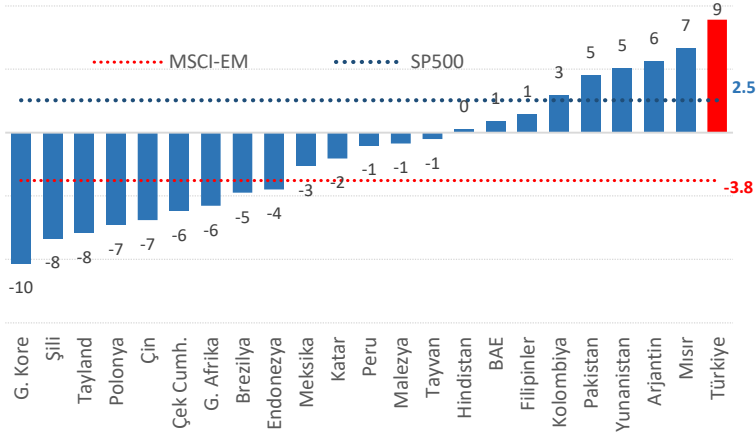
## BIST işlem hacmi TL faizlerindeki artış sonrası geriledi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Matriks

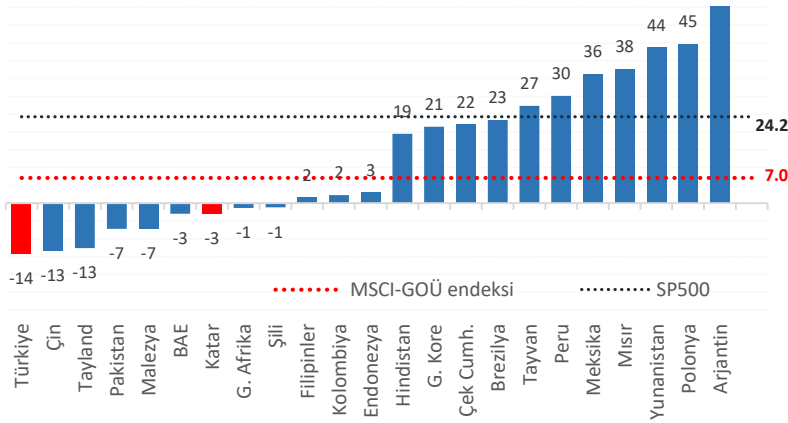
# Strateji: BIST getirisi GOÜ arasında 2023'de en düşük, YBG en yüksek

## BIST 2024 YbG getiride GOÜ arasında en önde



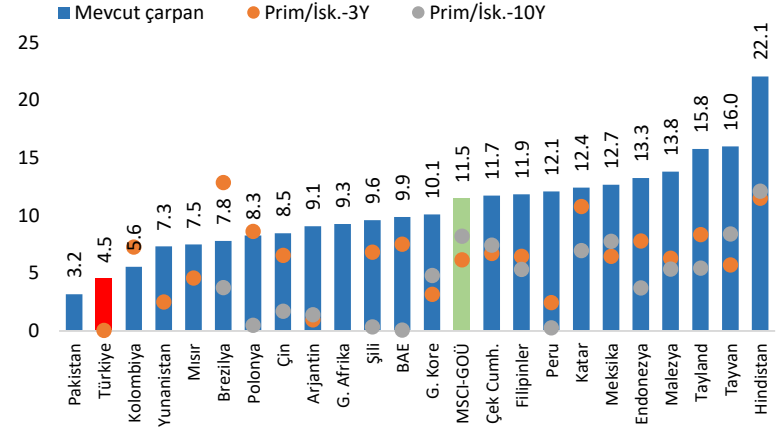
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## BIST 2023'te olumsuz ayrışmıştı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## BIST'in GOÜ arasında en düşük ikinci F/K ile işlem görüyor



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

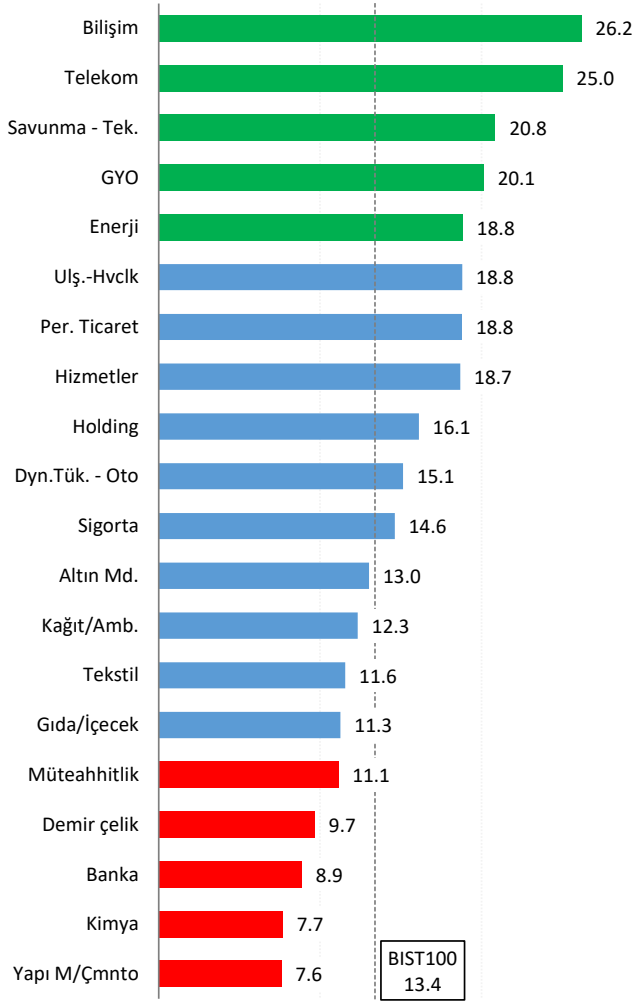
## Türkiye'nin F/K iskontosu tarihi en yüksek düzeye yakın



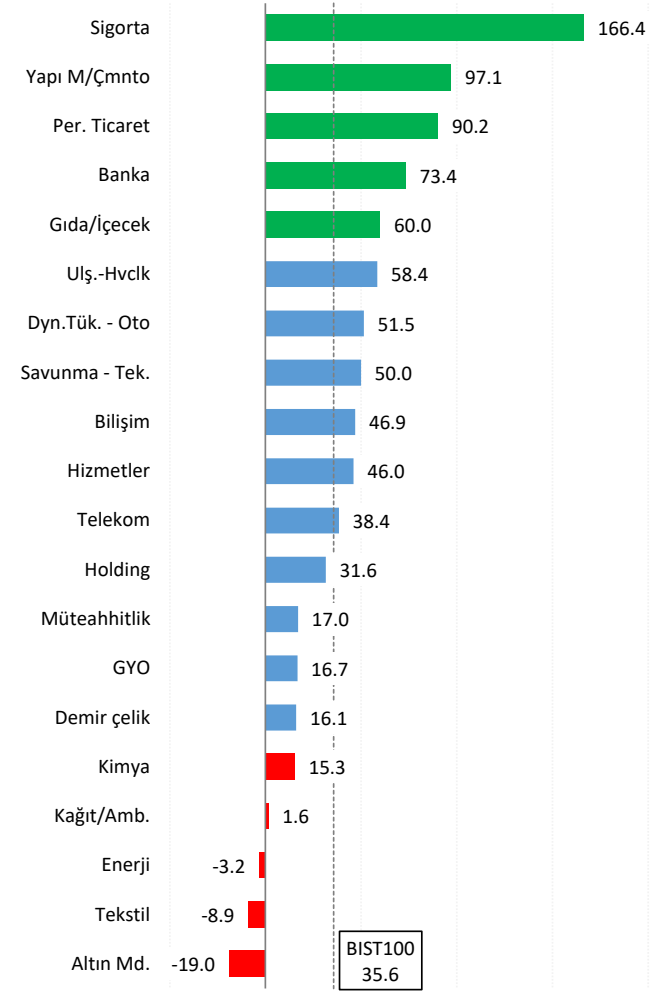
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

# Strateji: 2023 getirilerinde enflasyonu yenen sadece dört sektör endeksi oldu

2023 yılı getirileri (TL bazlı)



YBG getiriler (TL bazlı)



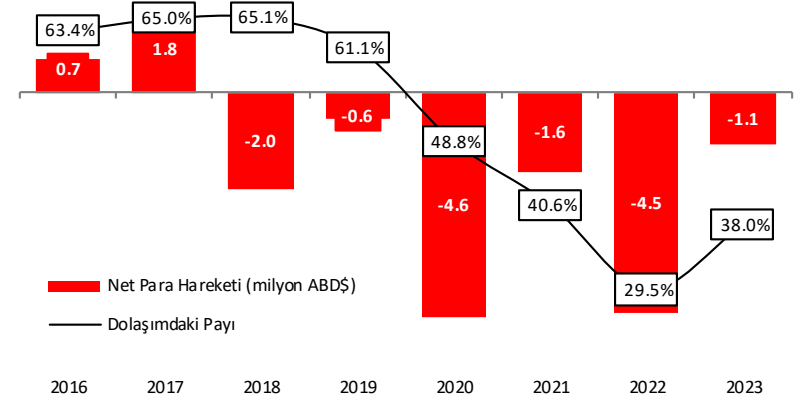
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

# Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

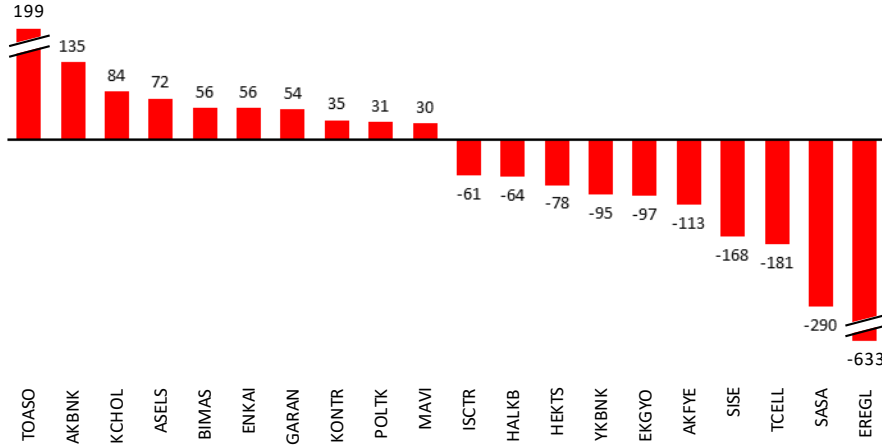
- **Yurt dışı yerleşikler 2023'te 1,1 milyar USD sattı...** Yurt dışı yerleşiklerin net akışı 2023'te 1,1 milyar ABD doları net satışa işaret ediyor.
- **Net alımlar 2023'ün son iki ayında toparlandı...** 2023'ün son iki ayında 1,3 milyar USD net alım yapıldı. Yurt dışı yerleşikler 2023'te 12 ayın 7'sinde net satıcı oldu.
- 2023 yılında en çok alınan hisseler **Tofaş** (USD199mn), **Akbank** (USD135mn), **Koç Holding** (USD84mn), **Aselsan** (USD72mn) ve **Bim** (USD56mn) oldu.
- 2023 yılında en çok satılan hisseler **Erdemir** (USD6.333mn), **Sasa** (USD290mn), **Turkcell** (USD181mn), **Sise** (USD168mn) ve **Akfen Yenilenebilir Enerji** (USD113mn).
- **Yerleşik olmayanların payı Ocak-24'te zirve yaparak Şubat-22 seviyelerinin üzerine ulaştı...** Yerleşik olmayanların halka açık piyasa değeri içindeki payı 2023'te %27,3'ten %31,1'e yükseldi.

## Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, S12A



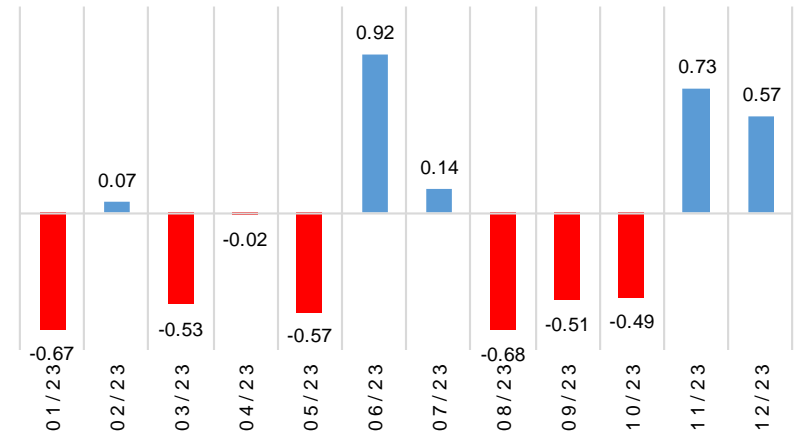
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## 2023'te En Çok Alınan ve En Çok Satılan İlk 10 Hisse, USDmn



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

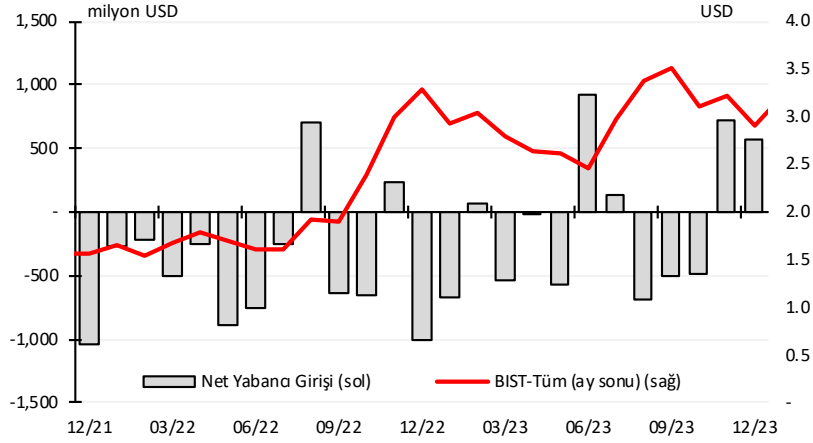
## Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, 2023, Aylık



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

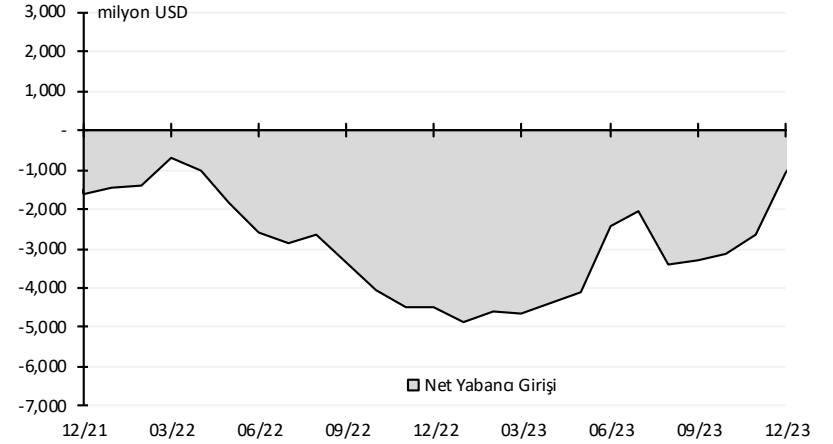
# Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

## Net Yurt Dışı Yerleşik Girişi ve BIST-TÜM



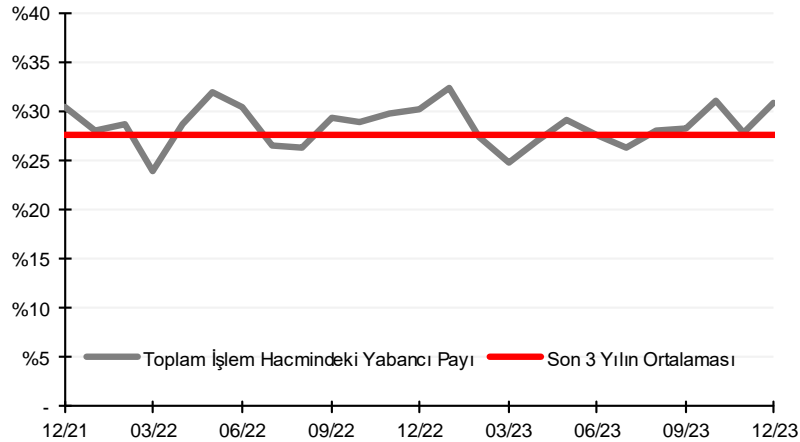
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, S12A



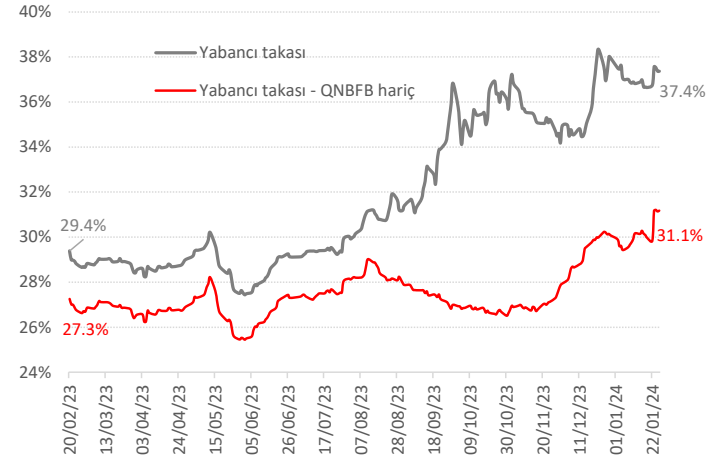
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## Yurt Dışı Yerleşiklerin Toplam İşlem Hacmindeki Payı, 2023



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

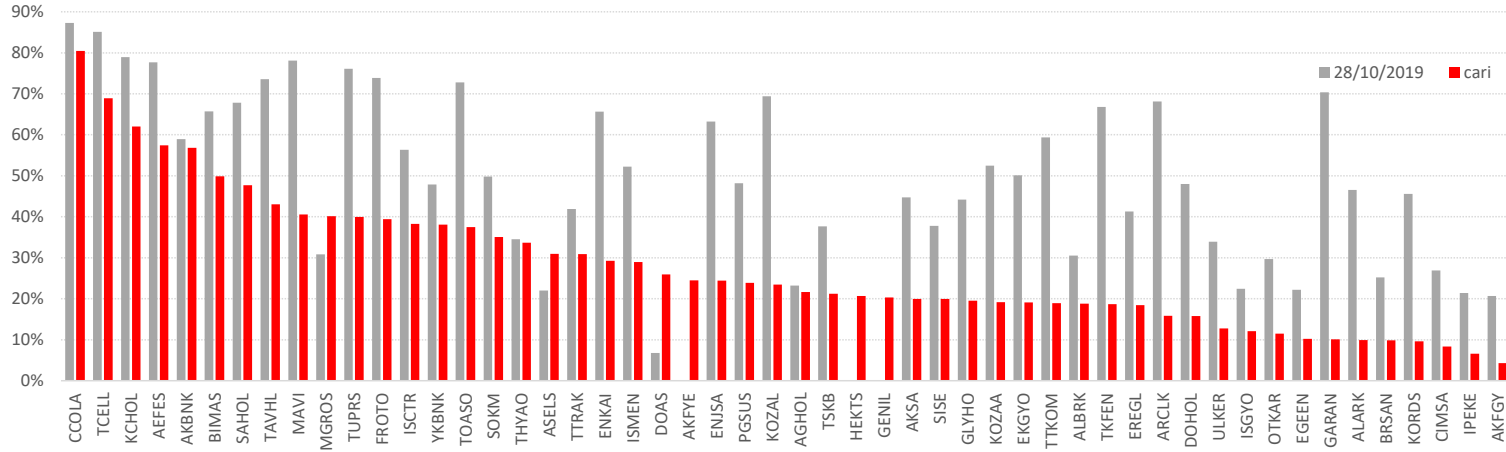
## Yabancı Takas Oranı, 2023



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

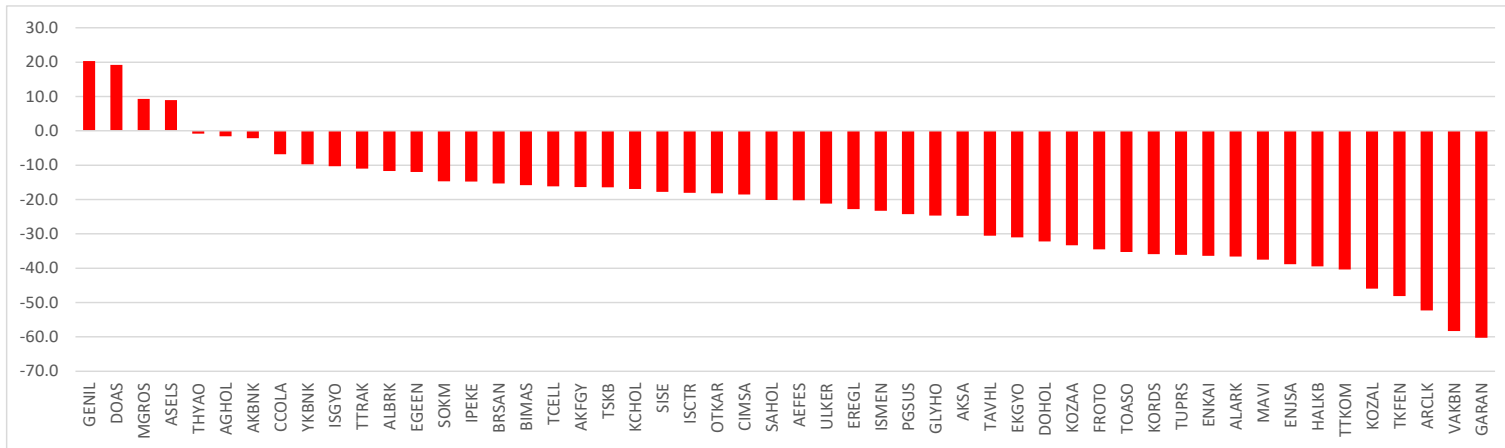
# Yabancılar muhtemelen favori hisse senetlerine geri dönecek

## Şirketlerde Yabancı Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

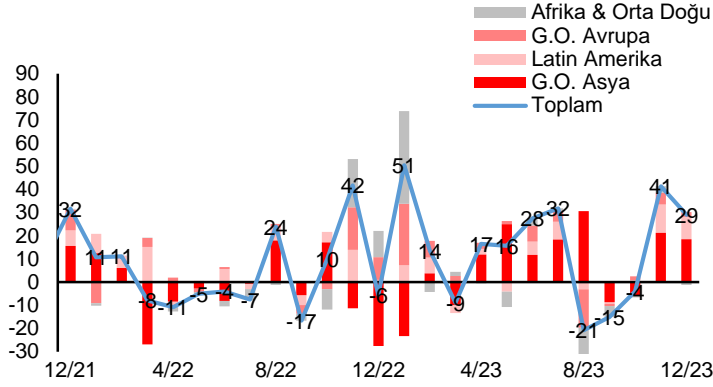
## 2019'a göre yabancı paylarında azalmalar (puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

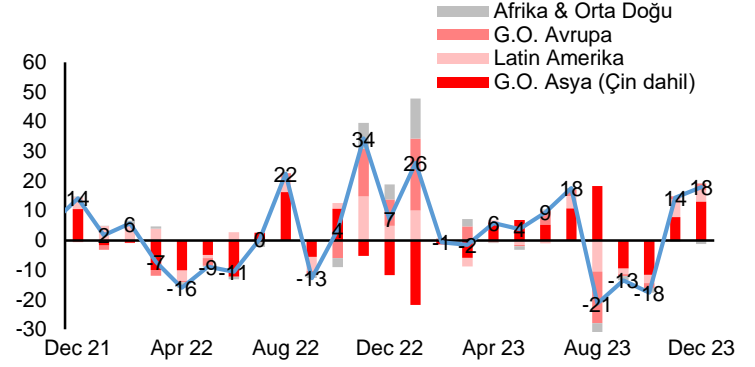
# Strateji: Halka arzlar, ortak satışları, BIST'te açılan hesap sayıları

GOÜ'ye toplam hisse senedi ve tahvil yatırımları (milyar dolar)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Ulusal Kaynaklar, Bloomberg, IIF

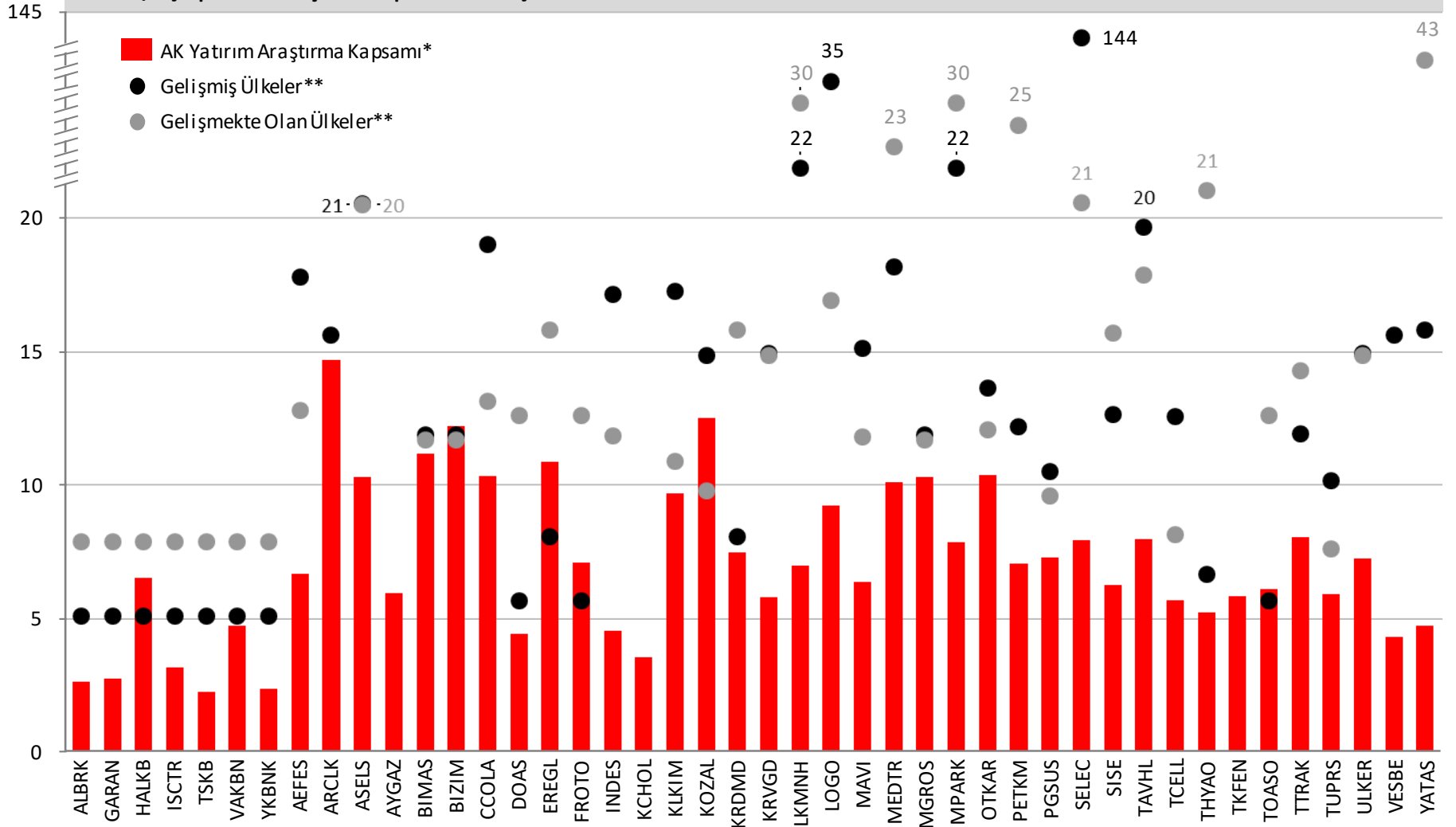
GOÜ'ye toplam hisse senedi yatırımları (milyar dolar)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Ulusal Kaynaklar, Bloomberg, IIF

# Küresel Benzerleri Karşısında Araştırma Kapsamımızdaki Şirketler

2024T F/K Çarpanları – Araştırma Kapsamımızdaki Şirketler vs Küresel Benzerleri



\* AK Yatırım Araştırma Tahminleri, \*\* Bloomberg Piyasa Medyan Tahminleri

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg



# Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlerde Temel Veriler (1/2)

Şirket Kodu	PD (Milyon TL)	HF (TL)	Öneri	Getiri Potansiyeli (%)	PİYASA ÇARPANI				TEMETTÜ		KARTAHMİNLERİ			YILLIK BÜYÜME		
					F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2024T		2024T			2024T		
					2023T	2024T	2023T	2024T	Verim	Brüt	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar
(x)	(x)	(%)	(TRYmn)	(milyon TL)	(%)	(milyon TL)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)				
<b>Banka</b>	<b>968,826</b>				<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>3.5%</b>	<b>33,930</b>			<b>317,651</b>			<b>19%</b>
ALBRK	10,650	5.00	N.	17%	3.0	2.6	0.9	0.6	0.0%	0	n.a.	n.a.	4,100	n.m.	n.m.	17%
GARAN	266,280	82.00	N.	29%	1.9	2.7	0.7	0.8	4.9%	13,100	n.a.	n.a.	99,000	n.m.	n.m.	13%
HALKB	94,480	13.00	N.	-1%	9.4	6.5	0.8	0.7	0.0%	0	n.a.	n.a.	14,600	n.m.	n.m.	46%
ISCTR	250,999	32.50	N.	29%	3.6	3.1	1.0	0.7	4.1%	10,380	n.a.	n.a.	80,750	n.m.	n.m.	17%
TSKB	23,268	11.70	E.Ü.	41%	3.3	2.2	1.1	0.8	3.0%	700	n.a.	n.a.	10,500	n.m.	n.m.	50%
VAKBN	142,888	16.50	N.	15%	5.7	4.7	0.9	0.8	0.0%	0	n.a.	n.a.	30,500	n.m.	n.m.	22%
YKBNK	180,260	30.50	E.Ü.	43%	2.8	2.3	1.0	0.7	5.4%	9,750	n.a.	n.a.	78,200	n.m.	n.m.	20%
<b>Banka dışı (1/2)</b>	<b>3,569,623</b>				<b>10.2</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>5.3</b>	<b>3.9%</b>	<b>140,133</b>	<b>7,169,027</b>	<b>1,054,033</b>	<b>578,883</b>	<b>52%</b>	<b>38%</b>	<b>19%</b>
AEFES	82,836	196.00	E.Ü.	40%	10.2	6.6	5.1	4.1	2.3%	1,903	227,599	44,682	12,476	57%	47%	53%
ARCLK	95,683	231.00	E.Ü.	63%	21.7	14.7	6.3	4.7	1.4%	1,322	310,348	32,034	6,522	51%	49%	48%
ASELS	234,384	65.00	N.	26%	12.2	10.3	15.6	10.9	0.5%	1,250	89,211	22,367	22,865	43%	44%	19%
AYGAZ	32,025	205.00	E.Ü.	41%	6.0	5.9	14.9	9.4	3.5%	1,114	79,266	1,920	5,438	61%	33%	2%
BIMAS	225,878	535.00	E.Ü.	44%	18.8	11.1	11.4	7.0	2.7%	6,000	460,755	34,492	20,275	73%	67%	69%
BIZIM	3,374	52.50	N.	25%	24.7	12.2	2.8	1.3	1.5%	50	36,019	2,172	277	65%	99%	103%
CCOLA	142,575	792.00	E.Ü.	41%	16.6	10.3	8.9	5.7	1.0%	1,462	144,469	30,494	13,832	62%	62%	61%
DOAS	57,310	475.00	E.Ü.	82%	3.0	4.4	2.2	2.8	13.1%	7,531	115,261	15,269	13,072	-3%	-24%	-31%
EREGL	153,020	53.00	N.	21%	n.a.	10.8	12.1	6.4	0.0%	0	250,501	36,728	14,140	69%	121%	n.m.
FROTO	302,660	1,320.00	E.Ü.	53%	8.6	7.1	9.3	7.1	8.7%	26,480	512,174	53,419	42,862	58%	43%	21%
INDES	5,625	10.80	E.Ü.	44%	6.3	4.5	2.4	1.6	2.9%	165	59,692	2,973	1,249	42%	39%	40%
KCHOL	411,576	252.00	E.Ü.	55%	4.0	3.5	2.9	2.2	2.8%	11,569	1,806,956	268,400	116,985	57%	43%	14%
KLKIM	11,886	32.00	N.	24%	13.5	9.6	12.4	8.8	1.7%	206	6,117	1,271	1,233	65%	40%	40%
KRDMD	20,645	44.00	E.Ü.	66%	16.0	7.5	5.4	3.6	4.1%	849	60,281	9,335	4,048	55%	55%	115%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

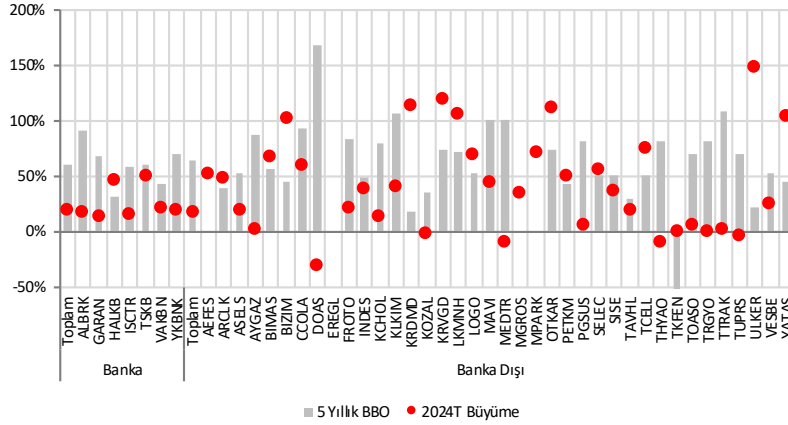
# Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlerde Temel Veriler (2/2)

Şirket Kodu	PD (Milyon TL)	HF (TL)	Öneri	Getiri Potansiyeli (%)	PİYASA ÇARPANI				TEMETTÜ		KAR TAHMİNLERİ			YILLIK BÜYÜME		
					F/K		FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		2024T		2024T			2024T		
					2023T	2024T	2023T	2024T	Verim (%)	Brüt (TRYmn)	Ciro	FAVÖK (milyon TL)	Net Kar	Ciro	FAVÖK (%)	Net Kar
<b>Banka dışı (2/2)</b>	<b>3,569,623</b>				<b>10.2</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>5.3</b>	<b>3.9%</b>	<b>140,133</b>	<b>7,169,027</b>	<b>1,054,033</b>	<b>578,883</b>	<b>52%</b>	<b>38%</b>	<b>19%</b>
KOZAL	67,060	22.90	N.	9%	12.2	12.5	22.6	13.5	2.5%	1,650	10,895	3,556	5,376	49%	50%	-2%
KRVGD	5,602	40.70	E.Ü.	74%	12.7	5.7	6.7	4.4	2.0%	110	12,799	2,160	975	68%	78%	121%
LKMNH	1,831	84.00	E.Ü.	65%	14.3	7.0	7.9	4.3	1.4%	26	2,722	571	263	76%	90%	106%
LOGO	8,545	119.00	E.Ü.	39%	15.5	9.2	12.3	6.7	1.9%	165	4,238	1,087	931	56%	65%	69%
MAVI	27,649	218.00	E.Ü.	57%	9.2	6.3	5.4	3.4	3.3%	902	32,915	7,354	4,358	61%	53%	45%
MEDTR	3,777	50.00	E.Ü.	58%	9.1	10.1	10.1	7.0	8.3%	312	1,922	499	375	58%	50%	-10%
MGROS	73,599	570.00	E.Ü.	40%	13.9	10.3	6.8	3.7	2.7%	2,000	251,228	17,811	7,168	72%	76%	35%
MPARK	33,827	270.00	E.Ü.	66%	13.4	7.8	7.5	4.7	1.5%	503	27,939	6,663	4,321	57%	49%	72%
OTKAR	56,640	830.00	E.Ü.	76%	22.1	10.4	14.5	9.4	1.4%	770	35,764	6,880	5,471	44%	52%	113%
PETKM	54,388	25.30	N.	18%	10.6	7.0	26.5	7.8	0.0%	0	72,779	8,391	7,752	54%	249%	50%
PGSUS	77,799	1,250.00	E.Ü.	64%	7.7	7.3	5.4	5.8	0.0%	0	108,363	32,804	10,718	54%	14%	6%
SELEC	37,539	59.50	N.	-2%	12.3	7.9	9.8	5.4	1.2%	456	121,989	6,543	4,760	59%	79%	56%
SISE	152,793	68.00	E.Ü.	36%	8.5	6.2	8.4	5.9	1.3%	2,021	193,442	37,591	24,621	42%	49%	37%
TAVHL	49,806	242.00	E.Ü.	77%	9.6	7.9	7.9	5.9	4.4%	2,191	56,469	16,966	6,283	70%	65%	21%
TCELL	152,460	98.50	E.Ü.	42%	9.9	5.6	4.8	3.1	2.5%	3,858	150,978	62,354	27,084	62%	60%	75%
THYAO	378,120	400.00	E.Ü.	46%	4.7	5.2	5.7	5.2	0.0%	0	723,210	146,117	73,126	44%	23%	-10%
TKFEN	14,770	57.50	E.Ü.	44%	509.3	5.8	16.2	3.8	0.0%	0	49,873	4,312	2,551	42%	325%	8698%
TOASO	122,000	440.00	E.Ü.	80%	6.5	6.1	5.9	5.5	11.5%	14,078	154,420	20,896	20,099	53%	21%	7%
TRGYO	34,820	61.00	E.Ü.	75%	1.4	1.4	14.6	7.4	3.1%	1,068	6,749	4,862	25,583	84%	89%	1%
TTRAK	77,102	960.00	N.	25%	8.2	8.0	6.0	5.8	10.9%	8,432	59,977	12,581	9,623	30%	7%	3%
TUPRS	293,451	212.00	E.Ü.	39%	5.7	5.9	3.1	3.1	13.8%	40,359	774,187	72,160	49,965	37%	-3%	-3%
ULKER	34,213	137.50	E.Ü.	48%	18.0	7.2	6.0	4.5	0.0%	0	68,676	13,538	4,739	52%	44%	150%
VESBE	27,712	29.50	E.Ü.	70%	5.4	4.3	3.8	3.0	4.6%	1,280	71,021	10,377	6,478	46%	28%	26%
YATAS	4,644	54.00	E.Ü.	74%	9.6	4.7	5.0	3.5	1.1%	50	17,826	2,403	989	60%	65%	104%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

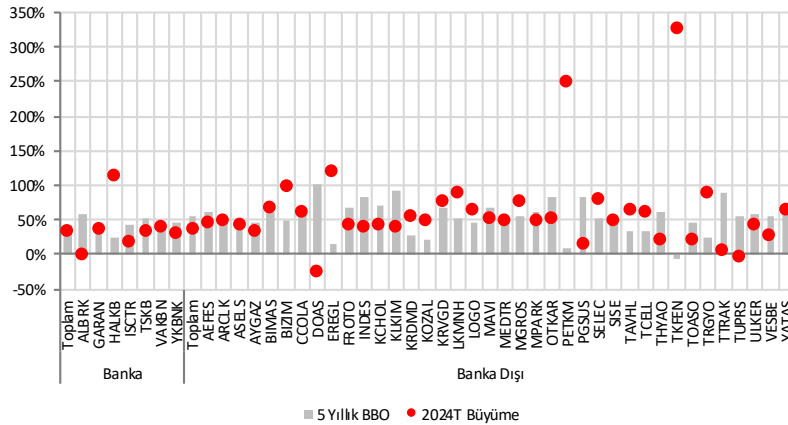
# Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlerde 2024 Görünümü

## 2024T Net Kar Büyümesi



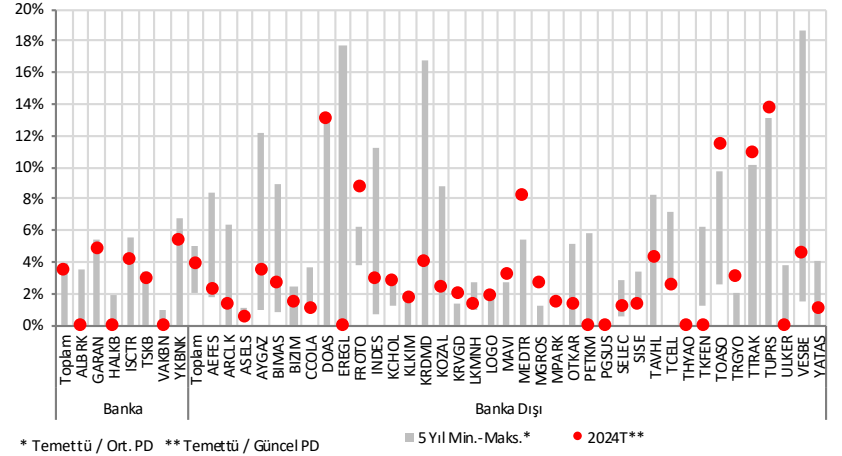
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## 2024T FAVÖK Büyümesi (Banka: NFK)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

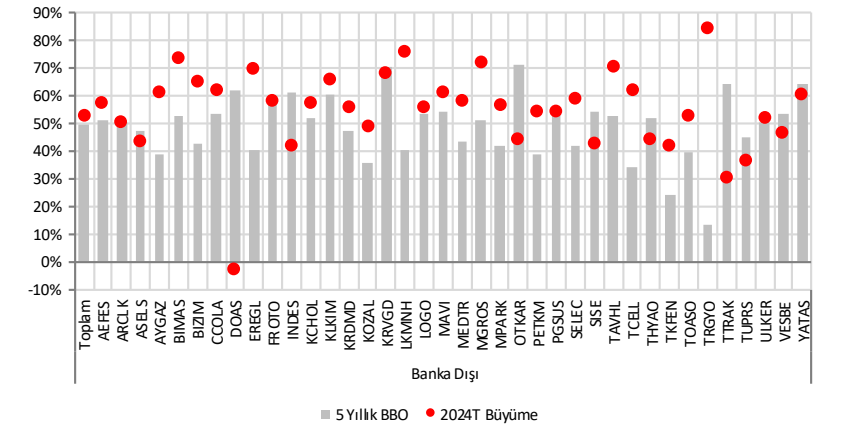
## 2024T Temettü Verimi



\* Temettü / Ort. PD \*\* Temettü / Güncel PD

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## 2024T Ciro Büyümesi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

# Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlerin ESG Skorları

	S&P Global ESG Skoru	Bloomberg ESG Skoru	Bloomberg ESG Yüzdellik Dilimi		S&P Global ESG Sıralaması	Bloomberg ESG Skoru	Bloomberg ESG Yüzdellik Dilimi
<b>Banka</b>				<b>Banka-dışı (2/2)</b>			
ALBRK	n.a.	1.53	21.2	KRVGD	n.a.	n.a.	n.a.
GARAN	95	4.72	95.8	LKMNH	n.a.	n.a.	n.a.
HALKB	72	1.79	33.9	LOGO	87	2.48	63.9
ISCTR	84	2.93	78.0	MAVI	91	n.a.	n.a.
TSKB	79	1.61	24.9	MEDTR	n.a.	n.a.	n.a.
VAKBN	93	3.22	81.8	MGROS	89	3.38	78.7
YKBNK	76	3.53	85.3	MPARK	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Banka-dışı (1/2)</b>				OTKAR	67	n.a.	n.a.
AEFES	77	3.15	67.7	PETKM	30	1.22	5.4
ARCLK	100	4.03	78.8	PGSUS	44	1.90	23.2
ASELS	78	3.27	50.0	SELEC	1	n.a.	n.a.
AYGAZ	46	4.49	72.2	SISE	65	3.90	58.2
BIMAS	79	2.40	57.4	TAVHL	30	3.31	39.3
BIZIM	n.a.	n.a.	n.a.	TCELL	73	3.89	74.5
CCOLA	82	2.43	32.3	THYAO	84	5.17	87.0
DOAS	n.a.	n.a.	n.a.	TKFEN	87	3.52	79.2
EREGL	49	2.70	33.3	TOASO	55	2.21	35.2
FROTO	90	2.81	58.0	TRGYO	n.a.	n.a.	n.a.
INDES	n.a.	n.a.	n.a.	TTRAK	78	3.13	56.6
KCHOL	85	2.72	38.3	TUPRS	71	3.02	45.0
KLKIM	n.a.	n.a.	n.a.	ULKER	95	3.07	65.2
KOZAL	4	n.a.	n.a.	VESBE	99	2.44	65.4
KRDMD	54	n.a.	n.a.	YATAS	23	n.a.	n.a.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

(\*) S&P Küresel ESG Sıralamasına dayalı olarak toplam sürdürülebilirlik puanından dönüştürülen toplam sürdürülebilirlik yüzdellik dilimi sıralaması. Bir şirketin Toplam Sürdürülebilirlik Puanı tüm soru puanlarının toplamıdır ve 0-100 arasında değişir. Bireysel soruların ve kriterlerin türleri ve ağırlıkları, her bir sektördeki belirli sürdürülebilirlik temalarının önemliliğini yansıtmak için her bir sektöre özgü anket için ayarlanır. Toplam Sürdürülebilirlik Puanı aşağıdaki şekilde tanımlanabilir: Toplam Sürdürülebilirlik Puanı = (Alınan Soru Puanı Sayısı x Soru Ağırlığı x Kriter Ağırlığı).

(\*\*) Şirketin toplu Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG) performansı değerlendirilerek Bloomberg puanını sağlar. Puan, Bloomberg'in ESG finansal önemlilik görüşüne dayanmaktadır. Puan, Sütun Puanlarının ağırlıklı geometrik ortalamasıdır (güç ortalaması) ve ağırlıklar sütun öncelik sıralamasına göre belirlenir. Değerler 0 ile 10 arasında değişir; 10 en iyisidir.

(\*\*\*) Şirketin toplu ESG performansı dayalı olarak Bloomberg Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG) puanlamasına karşılık yüzdellik sıralamasını sağlar. Yüzdellik dilimi, belirli bir şirketin ÇSY puanının bir yıldan fazla bir süre içindeki puanları yüzdesini gösterir. Yüzdellik dilimler, farklı sınıflardaki şirketlerin puanları arasında karşılaştırma yapılmasına olanak tanır. Değerler 0 ile 100 arasında değişir; 100 en iyisidir.

# Strateji: Enflasyon Muhasebesi ile İlgili Notlar...

**TMS 29 – Hiper Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama** bir şirketin fonksiyonel para birimini esas alır. Enflasyon muhasebesi temel olarak bir şirketin parasal olmayan varlıkları, parasal olmayan yükümlülükleri ve öz kaynakları enflasyona göre düzeltilerek bu kalemlerin gerçek satın alma gücünü yansıtmaya amacını taşır. TMS 29 (SPK finansalları) söz konusu enflasyon düzeltmesinde TÜFE verilerini baz alır. Türkiye’de en son enflasyon düzeltmesi 2004 sonunda yapıldığından, muhasebe kayıtlarındaki zamanlamaya bağlı olarak bazı kalemlerde düzeltme 2004 sonuna kadar gidebilir. TÜFE endeks verisi 2004 sonunda 113,86 seviyesindeyken 2023 sonuna kadar endeks 16 kat artarak 1.859,38 seviyesine ulaşmıştır. TMS 29’a göre enflasyon düzeltmesi hem gelir tablosuna hem de bilançoya uygulanacaktır. Ayrıca, 2021 ve 2022 finansalları da karşılaştırma yapılabilmesi açısından enflasyon muhasebesi ne göre yeniden düzenlenecektir. 2023 UFRS finansallarında ertelenmiş vergi geliri/gideri kaydedilebilir ancak düzenlemeye göre enflasyon muhasebesinden oluşacak farklar 2023 faaliyetleri ile alakalı herhangi bir nakit vergi gideri doğurmayacaktır.

- SPK enflasyon muhasebesine tabii şirketlere finansal raporlarını açıklamak için 10 haftalık ek süre tanıdı. Ayrıca, denetimden geçmemiş ara dönem finansal raporları için de 6 haftalık ek süre tanıdı. Buna göre, enflasyon muhasebesi uygulayacak şirketlerin 2023 finansallarını son açıklama tarihi 20 Mayıs olarak belirlendi. Bankalar 2023’te enflasyon muhasebesi uygulamayaacağı için bankalarda son tarih 11 Mart olarak korundu.

**Vergi Finansalları (VUK):** Vergi finansallarına göre uygulanacak enflasyon muhasebesi TMS 29’a göre farklılık gösterebilir. Vergi finansallarında yapılacak düzeltme için ÜFE verisi baz alınacak. TÜFE endeks verisi 2004 sonunda 113,86 seviyesindeyken 2023 sonuna kadar endeks 16 kat artarak 1.859,38 seviyesine ulaşmıştır. ÜFE endeks verisi 2004 sonunda 115,87 seviyesindeyken 2023 sonuna kadar endeks 25 kat artarak 2.915,02 seviyesine ulaşmıştır. VUK finansallarında enflasyon düzeltmesi sadece bilançoya yapılacak. Ancak bilançoya yapılan düzeltme sonraki yıllarda vergi hesaplamalarına baz teşkil edecek. 2023 yılı için yapılan enflasyon düzeltmesi dönem karı ile değil geçmiş yıllar kar/zararı ile ilişkilendirilerek vergiden muaf tutulacak. Öte yandan, 1Ç24’ten itibaren enflasyon muhasebesi şirketlerin nakit vergi giderlerini etkilemeye başlayacak.

- Son üç yıl içindeki kümülatif ÜFE’nin %100’ün ve son hesap dönemi içinde %10’un altında olması halinde enflasyon muhasebesi uygulanmasına son verilebilir. Bizim enflasyon tahminlerimize göre 2027 yılı sonuna kadar enflasyon muhasebesi uygulanabilir.
- Fonksiyonel para birimi TL olmayan şirketler enflasyon muhasebesi uygulamayacak. Bankalar, sigorta şirketleri ve finansal kurumlar enflasyon muhasebesini 2024’ten itibaren uygulamaya başlayacak, ancak muhasebe değişikliğinin vergi ödemeleri üzerinde etkisi olmayacak. Öte yandan, bankalar enflasyon muhasebesi uygulamayacak olmasına rağmen, banka iştiraki olan holdingler banka finansallarını enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş olarak holding finansallarına dahil edecek.

# Strateji: Enflasyon Muhasebesi ile İlgili Notlar...

**Enflasyon muhasebesinin şirket karları üzerine olası etkileri:** i) stokların yeniden değerlendirilmesinden dolayı brüt karlılıkta düşüş, ii) yeniden değerlendirme sonrası duran varlıklardaki artışa paralel olarak amortisman giderlerinin artması, iii) brüt karlarda azalma ve amortisman giderlerindeki artış sonrasında karlılığın azalmasına paralel olarak vergi giderlerinde azalış, iv) duran varlıklardaki yeniden değerlemelere paralel olarak artan kar üzerinden vergi ödenmesi. Stok devir hızı düşük olan şirketlerde enflasyon muhasebesinin brüt karlılığı azaltıcı etkisi daha fazla olacaktır. Enflasyon muhasebesi, varlıklarını daha çok borçla finanse etmiş şirketler açısından daha yüksek vergi giderlerine sebep olabilir.

**Enflasyon muhasebesinin şirket değerlemeleri üzerine olası etkileri:** i) vergi giderlerindeki olası değişim sebebiyle nakit akışına etki, ii) karlardaki değişim sebebiyle F/K, FD/FAVÖK ve F/DD gibi çarpanların değişmesi.

- UFRS ve vergi finansallarındaki birçok farklı muhasebe yöntemi sebebiyle, şirketlerin ödeyeceği nakit vergi giderleri değişebileceğinden, enflasyon muhasebesi sonrasında bir şirketin karının artması doğrudan olumlu olarak yorumlanmayabilir. Aslında, değerlendirme açısından odağımız nakit akışı olduğu için, nakit akışını değiştirmeyen (bu durumda vergi giderlerini) herhangi bir muhasebe değişikliğinin değerlendirme üzerinde etkisi olması beklenmez.
- Öte yandan, karlardaki değişim şirket çarpanları üzerinde etkiye sebep olabilir. Örneğin, yüksek stok tutan şirketlerde enflasyon muhasebesi sonrasında karlılık düşebileceğinden bu şirketlerin çarpanları benzer şirketlere ya da kendi tarihi çarpanlarına göre eskisi gibi iskontolu görünmeyebilir. Türkiye’de son birkaç yılda yüksek enflasyon sebebiyle şirket karları hızlı artarken, çarpanlar çoğunlukla düşük enflasyonlu ekonomilerde faaliyet gösteren yurt dışı benzerlerine göre daha iskontolu gibi görünmekteydi. Enflasyon muhasebesi Türkiye’deki şirketleri de yurt dışı benzerleriyle aynı baza getirerek karşılaştırma yapmayı kolaylaştırabilir. Analistler, Türkiye’deki şirketleri değerlendirirken enflasyon muhasebesi öncesinde yurt dışı benzer şirketlerin medyan çarpanlarına daha yüksek bir hedef iskonto uygularken, muhasebe değişikliği sonrasında uygulanan iskonto oranı azalabilir.

Sonuç olarak, stoklarla ilgili farklı muhasebe uygulamaları, duran varlık alımlarındaki zamanlama farkları, finansal borç tarafında farklı muhasebe kayıtları ve vergi finansallarında uygulanan farklı muhasebe standartları sebebiyle enflasyon muhasebesinin şirketler üzerindeki net etkisini şu aşamada hesaplamak mümkün değildir. Kısa vadede hem şirketler, hem muhasebe birimleri hem de analistler açısından zor bir geçiş dönemi beklenebilir. Örnek vermek gerekirse, şirketlerin 9A23 finansalları nominal açıklanmışken, 12 aylık finansalları enflasyon muhasebesine göre düzeltilerek açıklanacağından ilk etapta birçok şirketin 4Ç23 karını hesaplamak mümkün olmayacaktır. Zorunlu olmamasına rağmen bazı şirketler hem nominal hem düzeltilmiş finansallarını açıklayabilir. Bu dönemde şirket kar ve bilançoları ile ilgili yorumlar büyük ölçüde şirketler tarafından paylaşılacak ek açıklamalar, sunumlar ve faaliyet raporlarında verilen ek bilgilere bağlı olacaktır.

# Strateji: Enflasyon Muhasebesi ile İlgili Notlar...

Hisse Kodu	Son Çeyrek	Alacak	Stok	Yükümlülük	Nakit Dönüşüm	Net İşletme	Net Parasal Olmayan	Net İşletme	Net Parasal	Net Parasal Olmayan
	<i>miilyon TL</i>	Gün Sayısı	Gün Sayısı	Gün Sayısı	Gün Sayısı	Sermayesi/Satışlar	Varlıklar/Toplam Varlıklar	Sermayesi	Varlıklar	Varlıklar
	<i>Gün</i>	<i>Gün</i>	<i>Gün</i>	<i>Gün</i>	<i>Gün</i>	<i>S12A</i>	<i>S12A</i>	<i>miilyon TL</i>	<i>miilyon TL</i>	<i>miilyon TL</i>
AEFES	9A23	40	75	118	-2	4.0%	19.7%	5,357	-38,146	38,509
ARCLK	9A23	87	101	111	76	21.8%	27.6%	40,158	-57,620	57,620
ASELS	9A23	116	163	98	181	44.0%	-5.1%	21,841	11,497	-5,113
AYGAZ	9A23	21	16	30	7	2.1%	15.9%	1,000	-3,466	3,470
BIMAS	9A23	15	36	62	-11	-1.7%	44.4%	-3,890	-43,804	44,123
BIZIM	9A23	8	41	67	-18	-3.9%	64.4%	-793	-3,622	3,657
COLLA	9A23	38	63	82	19	7.0%	19.6%	5,802	-18,645	18,792
DOAS	9A23	19	40	28	31	7.6%	0.8%	7,514	250	352
FROTO	9A23	34	29	55	8	3.3%	27.2%	9,449	-44,029	44,406
INDES	9A23	54	18	71	2	1.3%	7.0%	487	-783	962
KCHOL	9A23	39	47	66	21	6.8%	28.0%	59,157	-652,935	652,935
KLKIM	9A23	69	47	83	32	12.9%	-24.0%	423	739	-650
KOZAL	9A23	0	115	21	95	13.8%	-52.0%	852	8,606	-8,605
KRDMD	9A23	39	104	104	39	10.7%	38.7%	2,574	-4,500	8,180
KRVGD	9A23	64	84	61	87	22.0%	24.2%	1,450	-1,531	1,566
LKMNH	9A23	47	23	52	18	6.7%	30.5%	88	-380	411
LOGO	9A23	64	7	96	-24	12.3%	25.8%	269	-235	925
MAVI	9A23	24	114	124	14	5.3%	6.5%	925	-662	792
MEDTR	9A23	73	123	91	105	24.6%	-29.0%	258	413	-396
MGROS	9A23	2	49	92	-41	-8.5%	51.9%	-10,734	-28,476	29,051
MPARK	9A23	44	23	90	-22	-0.7%	36.1%	-99	-3,746	4,285
OTKAR	9A23	90	156	73	173	40.4%	37.9%	7,037	-6,606	8,121
PETKM	9A23	45	42	41	47	12.8%	39.5%	5,381	-23,061	24,011
SELEC	9A23	85	31	96	20	7.4%	-5.0%	5,140	1,734	-1,715
SISE	9A23	66	96	49	113	26.7%	14.5%	33,085	-30,774	32,315
TCELL	9A23	40	3	60	-17	1.1%	19.4%	823	-27,535	28,881
TKFEN	9A23	45	80	115	10	3.9%	23.7%	1,405	-4,861	8,941
TOASO	9A23	54	28	101	-19	-0.9%	-14.7%	-808	8,757	-8,536
TRGYO	9A23	56	253	76	233	24.9%	1.6%	846	-605	698
TTRAK	9A23	21	48	65	4	2.4%	8.0%	932	-823	1,611
TUPRS	9A23	21	35	57	-1	0.7%	16.5%	3,392	-41,335	41,496
ULKER	9A23	80	77	58	99	25.4%	26.0%	10,429	-12,420	12,474
VESBE	9A23	83	54	132	5	5.5%	23.0%	2,457	-5,795	8,189
YATAS	9A23	36	91	60	68	15.6%	48.0%	1,449	-2,466	3,293

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

# 2024 Piyasa Takvimi

Veri	Dönem	Ç1			Ç2			Ç3			Ç4		
		Oca-24	Şub-24	Mar-24	Nis-24	May-24	Haz-24	Tem-24	Ağu-24	Eyl-24	Eki-24	Kas-24	Ara-24
İmalat PMI	1 ay önce	2	1	1	1	2	3	1	1	2	1	1	2
TÜFE	1 ay önce	3	5	4	3	3	3	3	5	3	3	4	3
Bütçe Dengesi	1 ay önce	15	15	15	15	15	20	16	15	16	15	15	16
Konut Satışları	1 ay önce	19	16	14	18	17	13	17	13	17	17	13	18
Dış Ticaret Dengesi	1 ay önce	31	28	29	30	30	28	31	28	27	31	28	31
Sanayi Üretimi	2 ay önce	10	9	12	8	10	10	10	9	10	10	11	10
Cari Açık	2 ay önce	12	13	12	17	13	10	12	13	12	11	12	12
Konut Fiyat Endeksi	2 ay önce	17	16	18	24	17	25	17	16	17	16	18	17
İnşaat İzinleri	1 çeyrek önce		23			23			16			21	
Yapı Kullanma İzinleri	1 çeyrek önce		23			23			16			21	
GSYİH Büyümesi	1 çeyrek önce		29			31				2		29	
İşsizlik	3 ay önce	10	12	11	15	10	10	10	12	10	10	11	10
S&P	---					3						1	
Fitch	---			8						6			
Moody's	---	12						19					
FTSE Duyurusu	---		16						23				
FTSE Etkin	---			18						23			
MSCI Etkin	---			1			3			2		27	
MSCI Duyurusu	---		12			14			12			7	
Tüketici Güven Endeksi	---	23	21	20	22	23	20	23	22	20	23	21	20
PPK Toplantısı	---	25	22	21	25	23	27	25	22	19	17	21	26
Reel Sektör Güven Endeksi	---	25	23	22	24	27	24	25	26	24	25	25	25
İmalat KKO	---	25	23	22	24	27	24	25	26	24	25	25	25
Ekonomik Güven Endeksi	---	30	28	28	29	30	27	30	29	27	30	28	30
Tüpraş Aylık Yatırımcı Sunumu	1 ay önce	2	1	1	1	2	3	1	1	2	1	1	2
BDDK Aylık Sektör Raporu	1 ay önce	30	29	29	06.05	30	04.07	30	29	30	30	29	30

Kaynak: TÜİK, TCMB, ISO, MSCI, FTSE, Moody's, Fitch, S&P, Şirket Verileri



---

# Küresel Piyasalar

# Küresel Piyasalar – Fed politikaları GOÜ’yü destekler nitelikte olacak

## Sıkışmada muhtemelen sona geldik...

FED 2022 Mart’ında başladığı sıkışma döngüsünde geçtiğimiz yıl Temmuz ayında 11. kez artışa gitti ve politika faizini toplamda 525 baz puan artırdı. Bu süreç aynı zamanda son 40 yılın en sert faiz artırım süreci ve mevcut tavan politika faizi de 2001’den beri en yüksek faiz seviyesi olma özelliği taşıyor. Faiz artışları sonrası çekirdek PCE (Fed’in hedeflediği enflasyon verisi) %5’lerin üzerinden %3’lere kadar geriledi. Aralık ayı Fed toplantısının ardından da 2024’e dair faiz indirim beklentileri güç kazandı. 2024 yılı için Fed katılımcıları 3 faiz indirimini öngörürken, piyasa fiyatlaması 6 indirim ve Bloomberg’e tahmin giren kurumların medyan tahmini ise 5 indirim işaret ediyor.

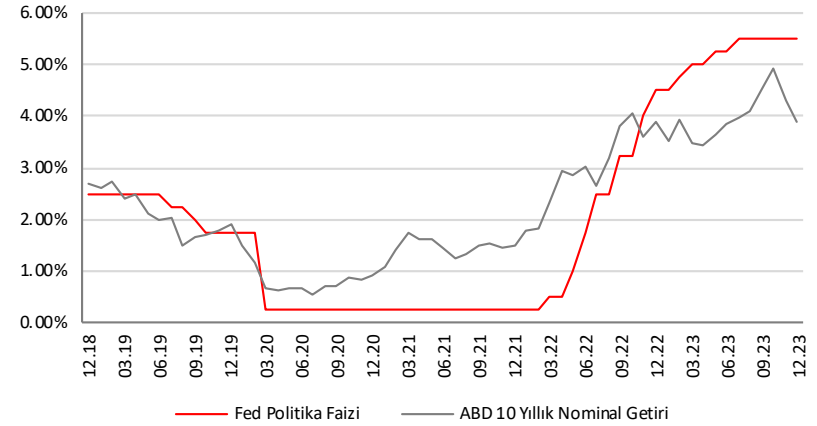
## 2024’de barınma ve hizmet enflasyonu öne çıkacak...

ABD’de çekirdek enflasyonun temel mallar tarafında yıllık fiyat değişimi Şubat 2022’deki %12.3’den Aralık 2023’de %0.2’ye geriledi, hizmetler tarafı ise %5.3 ile hedefin üstünde kalmaya devam etti. 2024 yılında dezenflasyon eğiliminin devamı açısından barınma maliyetlerindeki gecikmeli etkiler ve istihdam piyasasındaki soğuma takip edilecek. Son dört sıkışma döngüsü en son faiz artışı ile ilk faiz indirimleri arasında ortalama 9 aylık süre olduğuna ve bu sürede 10 yıllık tahvil getirilerinin ortalama 115 baz puan gerilediğine işaret ediyor. Buna göre son faiz artışının Temmuz 2023’de yapıldığını dikkate aldığımızda faiz indirimlerine Mayıs’ta başlanabileceği sonucuna ulaşıyoruz. Ayrıca geçmiş dönem verisi Ekim 2023’de %5 seviyesinin üzerine test eden 10 yıllık ABD tahvillerinin 2024 yılını %3.9’un altında tamamlayabileceğine işaret ediyor.

## Geçmişte faiz indirimlerinin ana nedeni resesyonlardı. 2024’te yumuşak iniş olasılığı gerçekleşirse faiz indirimleri enflasyon patikasına uyarak yapılacak...

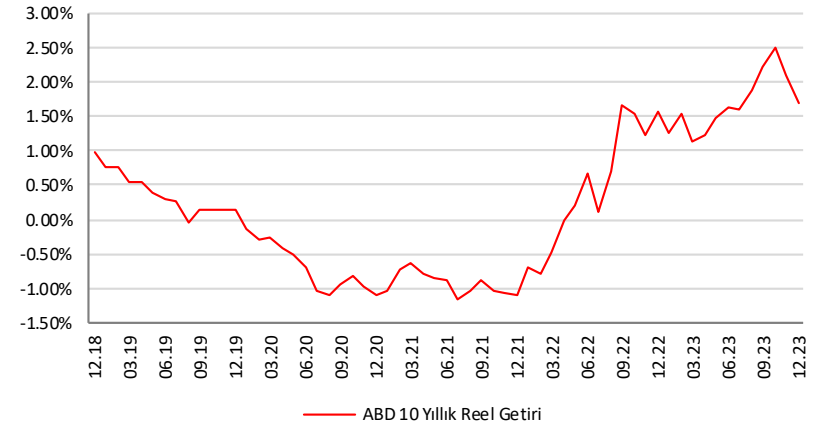
10 yıllık tahvillerde reel getiri Ekim 2023’de %2.5’un üzerine çıktıktan sonra Fed’in faiz indirimlerine 2024’te faiz indirimlerine başlayacağı beklentisinin güçlenmesiyle %1.7’ye geriledi. Reel getirilerin pandemi öncesi %1 civarında olduğu düşünülürken ABD 10 yıllık getirilerinde %3.30-%3.50 aralığının 2024 yılında görülebileceğini düşünüyoruz. Eğer resesyon riskleri artmaya başlarsa %3 ve aşığı seviyeler de gündeme gelebilir. Dezenflasyon sürecinde hizmetler tarafı nedenli risklerin oluşması ise 10 yıllıklarda yukarı yönlü risk oluşturur. Bu nedenle Fed’in 2024’de ana konularından birinin istihdam piyasası olmasını bekleriz.

## Fed Politika Faizi ve ABD 10 Yıllık Nominal Getiriler



Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

## ABD 10 Yıllık Reel Getiriler



Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

# Küresel Piyasalar – Dolar endeksi ve değerli metaller

2022'de Fed'in sıkılaştırma döngüsüne girmesi, Japonya MB'nin aşırı gevşek para politikasına devam etmesi ve jeopolitik risklerin önce Rusya-Ukrayna sonra da İsrail-Hamas çatışmaları ile artması ile **dolar endeksi son iki yıldır 100 seviyesinin üzerinde seyrediyor**. 2022'de başlayan yükseliş trendi 2023'te yataysürece girdi.

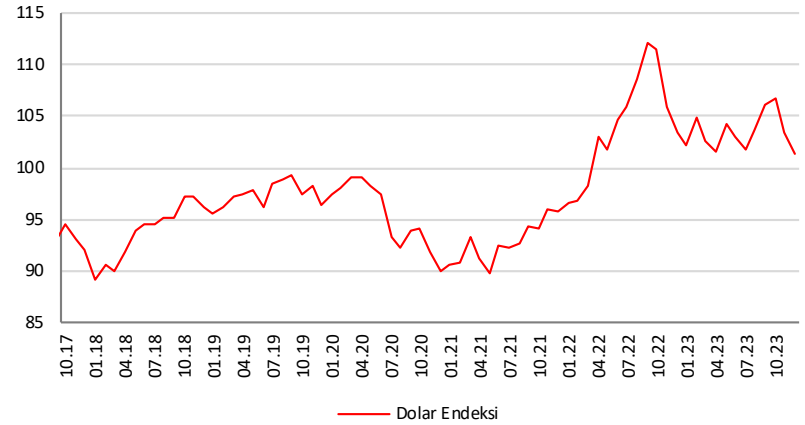
**Para politikaları beklentileri**; 2024'de Fed'in faiz indirimlerine Avrupa ve İngiltere'den daha erken başlama olasılığını yüksek görüyoruz. Japonya MB'nin da aşırı gevşek para politikasından çıkma olasılığı dolar endeksinde 2024 yılında aşağı yönlü riskleri bizce artırıyor.

**Jeopolitik tarafta belirsizlikler arttı**. 2022 ve 2023 yıllarında artan risklerin 2024'de gerileme olasılığı olsa da masadan tamamen kalkacağını zannetmiyoruz. **2024 yılı ABD'de seçim yılı**. 1980'den itibaren seçim yıllarında dolar endeksinin 2004 ve 2020 hariç primli kapanışlar yaptığı dikkat çekiyor. Dolayısıyla dolar endeksi açısından para politikası beklentileri aşağı yönlü riskleri oluştururken jeopolitik riskler ve seçim yılı döngüleri yukarı yönlü riskleri oluşturuyor. Biz **2024'de finansal koşullarda dolar endeksi kaynaklı sıkılaştırma beklemiyoruz**. Endekste yeniden yukarı yönlü bir trend oluşumu beklememekle birlikte aşağı yönlü hareketlerin sınırlı kalacağını düşünüyoruz.

**Değerli metaller için pozitif görüşümüzü koruyoruz**. 2023 yılında ABD'de uzun vadeli reel getirilerin tavan yaptığı görüşü ve 2024'de jeopolitik risklerin masada kalmaya devam edeceği düşüncesi ile altın ve gümüşün portföylerde bulunması gerektiğine inanıyoruz. Altın 2022-2023 döngüsünde \$1.600'lerin başından \$2.100'lerin üzerine bir hareket yaşadı. 2023-2024 döngüsünün de \$1.800'lerden \$2.200'lerin üzerine doğru olacağını düşünüyoruz. 2024 yılında gümüş tarafında ise \$26-\$28 bandını takip ediyoruz.

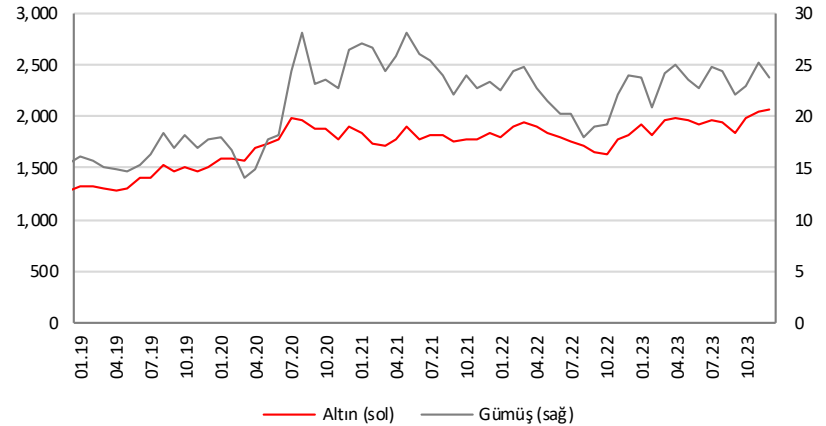
Bloomberg'e tahmin giren kurumların 2024 beklentileri altın için \$1.850-\$2.200, gümüş için \$24-\$30 arasında bulunuyor. Bizim beklentilerimiz ise altın için piyasadan daha olumlu ve gümüş için ise piyasa beklentilerine paralel seviyelerde bulunuyor.

## Dolar Endeksi



Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

## Altın ve Gümüş Spot Fiyatlar



Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

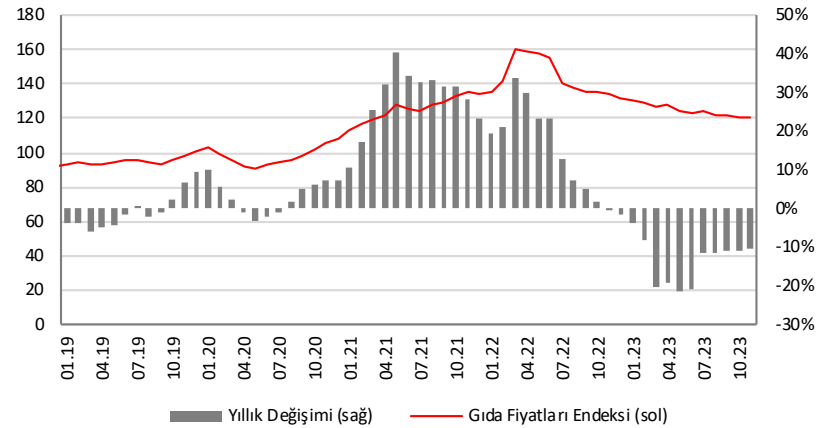
# Küresel Piyasalar – Gıda enflasyonu, enerji maliyetleri ve endüstriyel metaller

2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşının başlamasıyla beraber hem gıda hem de enerji enflasyonu yükselişe geçti. Gıda fiyatları endeksi 2022 Mart ayında tarihi yüksek seviyeye yükseldikten sonra yılın ikinci yarısından itibaren düşüş trendine girdi. **2023 yılında da gıda fiyatlarında düşüş devam etti. 2023 başından Aralık sonuna kadar gıda endeksi %10.1 gerilerken tarihi yüksek seviyesine göre de %25.8 aşağı geldi.** ABD’de gıda enflasyonu Ağustos 2022’de %11.3 seviyesinden Aralık 2023’de %3.4’e geriledi. Avrupa’da ise Mart 2022’de %17.9 seviyesinden Aralık 2023’de %6.1’e geriledi. 2023 yılında global olarak rekoltenin güçlü olması ve global ticaretin 2022’ye göre daha iyi seyretmesi gıda enflasyonunun yavaşlamasına olumlu etki etti. 2024 yılında da 2023’e benzer bir eğilim içerisinde küresel **gıda dezenflasyonun devamını öngörüyoruz.**

Enerji maliyetlerinde de genel eğilim gıda ile paralel hareket ediyor. 2022 Haziran ayında \$120 aşan Brent petrol fiyatı 2023 son çeyreğinde İsrail-Hamas sürecinin yarattığı kısa vadeli yükseliş dışında düşüş eğilimini sürdürdü. **2023 yılını 80USD’nin altında tamamlayan Brent petrol için Bloomberg’e tahmin giren kurumların 2024 sonu medyan beklentisi 85 dolarda bulunuyor.** Avrupa’da doğal gaz fiyatları 2021 seviyesine gerilerken benzer durum ABD tipi doğal gaz kontratları için de geçerli. ABD enerji fiyatları 2022’de %40’ın üzerinde artış gerçekleştirdikten sonra 2023 yılının neredeyse tamamında düşüş eğilimindeydi. Benzer durum Avrupa’da da yaşandı. 2024 yılında Avrupa’da enerji maliyetleri için sağlanan mali yardımların bitmesi enerji enflasyonunda kısa vadeli bir yükselişe neden olabilir. Ancak, **ABD tarafında rekor seviyede bulunan petrol üretimi yeni bir enerji maliyeti şokunu önleyebilecek bir değişken.** Enerji maliyetlerinde yukarı yönlü riskler açısından 2024 yılında olumsuz bir düşünceye sahip değiliz.

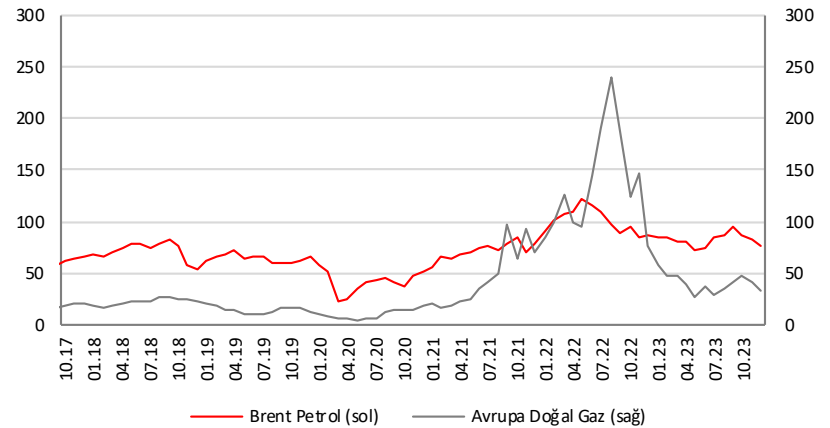
**Çin büyümesine dair oluşan riskler endüstriyel metallerde 2023 yılında %15 düşüğe neden oldu.** 2024 ilk yarısında Çin’den açıklanması beklenen yeni ekonomik paketler ile birlikte emtialarda tepki alımı bekliyoruz. Eğer ABD’de yumuşak iniş gerçekleşir, Avrupa ile Çin de toparlamaya başlarsa endüstriyel metallerde alımların artabileceğini düşünüyoruz.

## Gıda Fiyatları Endeksi ve Yıllık Değişimi



Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

## Brent Petrol ve Avrupa Doğal Gaz Fiyatları



Kaynak: Ak Yatırım, Bloomberg

# Küresel Piyasalar – GOÜ hisse senedi piyasaları için olumluyuz

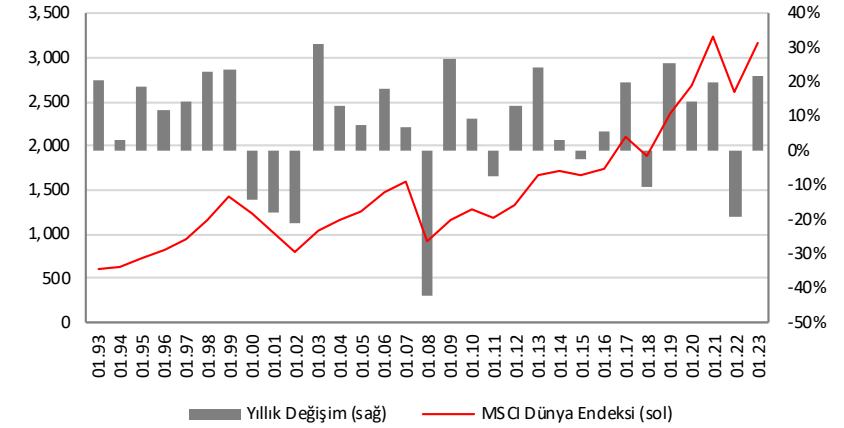
Global hisse senedi piyasaları 2023 yılında diğer varlık fiyatlamalarından olumlu ayrıştı. MSCI Dünya endeksi yılı %22 primle kapatırken gelişmekte olan ülkeler (MSCI-GOÜ) endeksi %9 arttı. 2022 sonunda 2023'e dair hisse piyasaları beklentileri olumsuzdu. 2022 sonunda 2023 için olumsuz beklentilerin nedenleri son kırk yılın en sert sıkılaştırma döngüsü, resesyon riskleri ve tahvil faizlerinde yükseliş beklentileriydi. 2023'te gerçekleşen fiyatlamalarda ise 2024'e dair faiz indirimi beklentileri, ABD ekonomisinde 2024'e dair yumuşak iniş olasılıklarının artması ve 2023'ün son çeyreğinde tahvil fiyatları rallisi hisse endekslerinin oldukça iyi performansına neden oldu. Çin'in MSCI-GOÜ endeksindeki ağırlığı %30'un üzerinde bulunuyor. 2023 yılında Çin hisse senedi borsalarının kötü performansı gelişmiş ülke endekslerinin MSCI-GOÜ endeksinden olumlu ayrışmasını sağladı. ABD tarafında yarı iletkenler, yapay zeka, bulut sistemler ve siber güvenlik temalarının yarattığı pozitif hava ve muhteşem yedili hisselerinin (Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Nvidia ve Tesla) eşliğinde Nasdaq 100 endeksinin 1999'dan beri en iyi yılı geçirmesine imkan sağladı.

Yılın başı itibarıyla 2024 yılında hisse senedi piyasalarına dair beklentiler bir yıl öncesine göre çok daha güçlü. S&P 500'de boğa piyasası yılın son iki ayında daha sağlıklı bir yapıya geçti. Bloomberg'e tahmin giren kurumların 2024 sonu için S&P500 endeks beklentilerinin medyanı 4.850 düzeyinde olsa da 5.200 ve üzerini bekleyen pek çok katılımcı mevcut. Dezenflasyon sürecinin F/K çarpanına etkisi ve yumuşak iniş vs. resesyon risklerinin hisse başı kar büyümesi üzerine etkileri endeksin yıl içinde performansını belirleyecektir. **Düzeltilme riskleri olsa da S&P 500'de boğa piyasasının 2024 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz.**

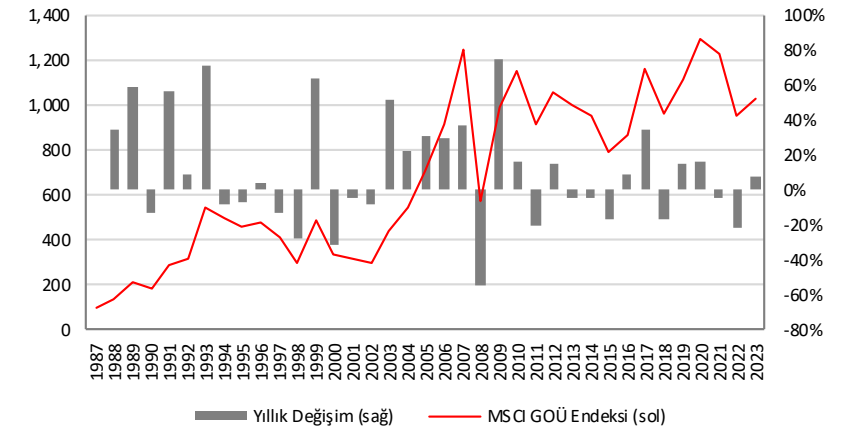
Avrupa ve Çin tarafında büyüme risklerinin 2024 yılında mali & para politikası çerçevesinde nasıl dengeleneceğini takip edeceğiz. Çin tarafında deflasyon risklerinin azalması ve gayrimenkul sektörü ile perakende satışların seyri önem taşıyor. Eğer politika yapımcılar gereken hamleleri yapar ve yabancı yatırımcı ilgisi tekrardan artarsa, GOÜ tarafında Çin olumlu tarafta ayrışabilir.

Latin Amerika, Hindistan ve Tayvan 2023'de olumlu ayrışan GOÜlerdi. Eğer jeopolitik tarafta mevcut riskler daha da çok artmaz ve batı dünyası senkronize faiz indirimlerine beklenildiği gibi girerse GOÜ hisse endekslerinde 2024 yılının olumlu geçme şansını yüksek buluyoruz.

## MSCI Dünya Endeksi ve Yıllık Değişimi



## MSCI GOÜ Endeksi ve Yıllık Değişimi



---

# Banka

# Bankalar: Risk güncelleme beklentisi sonrası yukarı potansiyel azaldı

**Olumlu risk primi güncelleme beklentisi bankalara alım getirdi.** Bankaların özkaynak kârlılıkları son 6 yıldır tarihsel olarak enflasyonun altında seyrediyor ve banka hisseleri 2022 ortalarına kadar uzun bir süre BIST sanayi endeksinin altında getiri sağlama eğilimindeydi. Ni hayet, BIST-banka endeksi 2022'de %20,5, 2023'te ise %33,9 oranında BIST-sanayi endeksinin üzerinde performans gösterdi. Yılbaşına göre ise banka hisseleri ortalama %9 artışla, endeksin %4 altında performans gösterdi. Son bir aydaki ayrışmada bankaların 4Ç23 sonuçlarına ilişkin beklentinin çok güçlü olmaması etkili olmuş olabilir. Bankalar için ortalama getiri beklentisini ise %30 olarak hesaplıyoruz ki, bu da BIST-100 için %42'lik getiri beklentimizin altında kalıyor. Bununla birlikte, bankalar Türk hisseleri nde asgari getiri beklentisinin güncellenmesinden en çok yararlanacak sektörler arasında görülmeli diye düşünüyoruz.

**Banka fiyat hedefleri için 2024 adil P/B aralığımız 0,7x – 1,05x seviyesinde bulunuyor.** Mevcut kâr beklentileri ve risk faktörleri göz önüne alındığında, Türk bankaları için 2024F F/B çarpanının hak ettiği seviyeyi 0,7x -1,05x aralığında hesaplıyoruz. Bununla birlikte fiyat hedefimize yukarı yönlü etki edecek faktörler (i) bankaların kârlılığını destekleyecek düzenleyici değişiklikler (örneğin, zorunlu karşılık oranlarının azaltılması); (ii) öngörülebilirliğin artmasıyla kredi büyümesinin hızlanması ve (iii) CDS oranlarının daha da gerilemesi, kredi derecelendirme kuruluşlarından not artırımları olabilir.

**Banka tarafında en çok beğenilen hisse tercihimiz Yapı Kredi.** En çok beğenilen hisse listesinde, banka sektörü tercihimizi %43 getiri potansiyeli sunan Yapı Kredi'den yana koruduk. Banka fonlama maliyetini düşürme yeteneği sayesinde sınıfında en yüksek özsermaye getirisini elde etti. Ayrıca kredi risk maliyetinin sektör ortalamasına çekilmesi ve enflasyondan korunma aracı olarak TÜFE tahvillerine ağırlık verilmesi kârlılık artışını sağladı. **Bankalardan ayrıca, TSKB için 'Endeks Üzeri Getiri' önerimiz var.** Bu banka da faiz artırım döngüsünden doğrudan etkilenmediği için 2024'te net faiz marjında baskı görmeyecek. TSKB için %41 getiri beklentisiyle 'Endeksin Üzerinde Getiri' görüşümüzü koruyoruz. **Diğer taraftan getiri potansiyelinin azalması nedeniyle Garanti önerimizi 'Nötr'e düşürdük.** Garanti, son 3 ayda BIST-100'ün %17 üzerinde performans sergiledi. Diğer bankalar için 'Nötr' değerlendirmelerimizi koruyoruz.

## Özet Banka Değerlemeleri

	Kapanış	12 aylık hedef		Getiri	Öneri		P.Değ.	F/K			F/DD			Özkaynak Kârlılığı			
	Fiyatı	Eski	Yeni	Potansiyeli	Eski	Yeni	m TL	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	
Albaraka Türk	4.26	4.80	5.00	17%	Nötr	Nötr	10,650	3.0	2.6	2.1	0.9	0.6	0.4	34.7%	27.1%	34.7%	-
Garanti Bank	63.40	66.00	82.00	29%	E. Üzerinde	Nötr	266,280	3.0	2.7	1.7	1.1	0.8	0.6	44.9%	35.4%	44.9%	4.9%
Halkbank	13.15	13.00	13.00	-1%	Nötr	Nötr	94,480	9.4	6.5	3.0	0.8	0.7	0.6	8.7%	10.8%	8.7%	-
Isbank	25.10	26.00	32.50	29%	Nötr	Nötr	250,999	3.6	3.1	1.8	1.0	0.7	0.5	32.1%	28.3%	32.1%	4.1%
TSKB	8.31	10.00	11.70	41%	E. Üzerinde	E. Üzerinde	23,268	3.3	2.2	1.8	1.1	0.8	0.5	42.1%	40.7%	42.1%	3.0%
Vakıfbank	14.41	16.50	16.50	15%	Nötr	Nötr	142,888	5.7	4.7	2.3	0.9	0.8	0.6	17.9%	18.1%	17.9%	-
Yapı Kredi Bank	21.34	26.00	30.50	43%	E. Üzerinde	Nötr	180,260	2.8	2.3	1.4	1.0	0.7	0.5	44.2%	38.8%	44.2%	5.4%

Kaynak: Ak Yatırım

## Bankalar: Kısa ve orta vade kârlar bir miktar baskı altında

- Bankaların 4Ç23 ve 1Ç24'te art arda iki çeyrek nispeten zayıf sonuçlar elde edeceğini öngörüyoruz. Bu beklenti çekirdek faiz marjında daralma, alım/satım kazançlarındaki düşüş ve kredi risk maliyetinde bir miktar artış varsayımına dayanıyor. Bankalara ilişkin yılsonu tahminlerimiz de kâr artışının 2023'te %23 ve 2024'te %19 düzeyinde ılımlı kalacağına işaret ediyor. Buna göre, özel sektör bankalarının özsermaye getirisini 2023'teki %40 civarından 2024'te ortalama %34'e düşeceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan enflasyondaki düşüşle birlikte 2025'te net faiz marjının kademeli olarak toparlanmasıyla, 2025 için ortalama %67 seviyesinde çok güçlü bir kazanç artışı öngörüyoruz. Böylece yeniden %38'e çıkacak olan özsermaye getirisinin yıllar sonra %30 olarak tahmin ettiğimiz ortalama yıllık enflasyonun üzerine çıkmasını bekliyoruz.

- 2024'ün ilk yarısı bankaların operasyonel verimliliği açısından özellikle zorlu geçebilir. Ortalama TL fonlama maliyetinin 2024'ün ilk yarısında %45-%50 aralığında dalgalanacağını öngörüyoruz, ancak TL kredilerin ortalama bilanço getirisi fonlama maliyetinin halâ yaklaşık 10 puan altında olduğundan, kredi portföyü yeniden fiyatlanana kadar zorlu bir marj baskısı bekliyoruz. Ayrıca, döviz korumalı mevduatlara uygulanan TL zorunlu karşılık oranlarının yükselmesi de bankalara ilave bir net faiz marjı yükü getirmeye devam ediyor.

### Banka Net Kâr Tahmin Güncellemeleri

	2023	2024		2025		Yıllık değişim					
		eski	yeni	eski	yeni	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
GARAN	87,332	95,000	99,000	125,500	153,500	1%	110%	348%	49%	13%	55%
ISCTR	69,200	84,000	80,750	117,500	140,000	12%	98%	357%	12%	17%	73%
YKBK	65,000	68,800	78,200	91,800	125,750	41%	107%	403%	23%	20%	61%
HALKB	10,000	17,000	14,600	29,000	31,000	51%	-42%	879%	-32%	46%	112%
VAKBN	25,000	34,000	30,500	45,500	63,200	79%	-17%	475%	4%	22%	107%
TSKB	7,000	11,125	10,500	12,275	12,900	4%	49%	272%	73%	50%	23%
ALBRK	3,500	4,400	4,100	5,350	5,100	302%	-59%	1208%	156%	17%	24%
<b>Toplam</b>	<b>267,032</b>	<b>314,326</b>	<b>317,651</b>	<b>426,924</b>	<b>531,450</b>	<b>27%</b>	<b>64%</b>	<b>394%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>67%</b>

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma



# Bankalar: Net faiz marjında toparlanma ikinci yarıda belirginleşir

- Çekirdek net net faiz marjında önceki yıla göre 90 baz puan artış. 4Ç23 ve 1Ç24'te iki çeyreklik düşüşün ardından, kredi fiyatlamasının tamamlanmasıyla çekirdek net net faiz marjında kademeli toparlanma öngörüyoruz. Şu anda bankaların ortalama TL kredi portföy getirisi, ortalama TL vadeli mevduat maliyetinin yaklaşık 10 puan altında bulunuyor. Yeniden fiyatlama ve fonlama maliyetinin istikrar kazanmasıyla, 2024 yılında bankaların çekirdek net faiz marjında ortalama 90 baz puan artış öngörüyoruz.

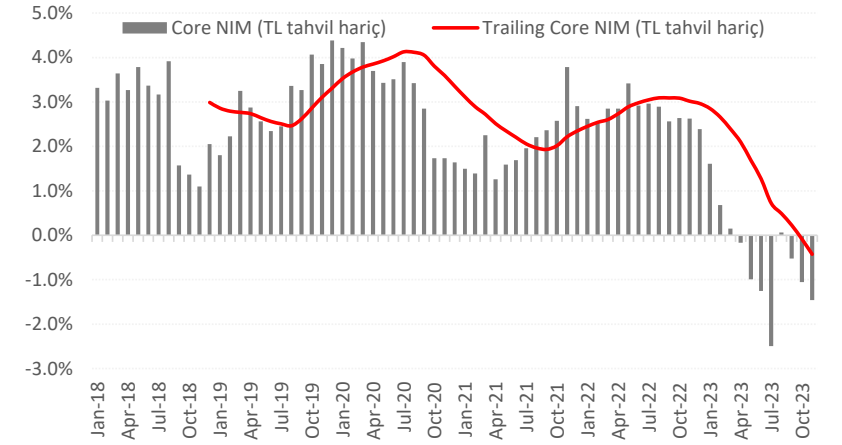
**2024'te TÜFE tahvil verimi geriler, faiz geliri artar.** Öte yandan, 2024 için (2023'e göre 16,4 puan daha düşük) %45'lik Ekim enflasyon varsayımıyla, bankaların TÜFE tahvil gelirinin yıllık ortalama %15'lik artacağını öngörüyoruz. Ancak bu artışa rağmen TÜFE tahvil veriminin düşeceğini ve bunun da çekirdek net faiz marjındaki artışı nötrleyeceğini tahmin ediyoruz. Böylece 2024 yılında swap dahil net faiz marjının yatay kalmasını bekleriz.

**2023 net faiz marjında 375 baz puan düşüş olası.** 2023 net faiz marjında 375 baz puan düşüş sene başındaki 340 baz puanlık net faiz marjı düşüşü beklentimize oldukça yakın. Bunun, 335 baz puanlık kısmının çekirdek net faiz marjından (TÜFE tahvil etkisi hariç), geri kalanın TÜFE tahvillerden kaynaklanacağını hesaplıyoruz. Bankaların TÜFE tahvil gelirlerini (Ekim enflasyonunun 2022'deki %85,5'ten %61,4'e geri lemesine rağmen) yıllık %35'ten fazla artıracığını hesaplıyoruz.

**Artan zorunlu karşılık oranlarına rağmen piyasa likiditesi yüksek seyrediyor.** 2023 ortasından itibaren düzenlemelerin kademeli hafifletilmesi (TL kredi miktar ve faiz sınırlaması, zorunlu tahvili alımı) 3Ç23'ün sonuna doğru net faiz marjına katkı verdi. Ancak Temmuz ayından bu yana döviz korumalı mevduata uygulanan TL zorunlu karşılık oranlarının artması, 3Ç23'te 440 milyon TL, 4Ç23'te ise ek 400 milyon TL daha ZK yükü getirdi. Diğer taraftan piyasadaki bol TL likiditesinin mevduat faizlerini baskılıyor olması bu yükü telafi ediyor.

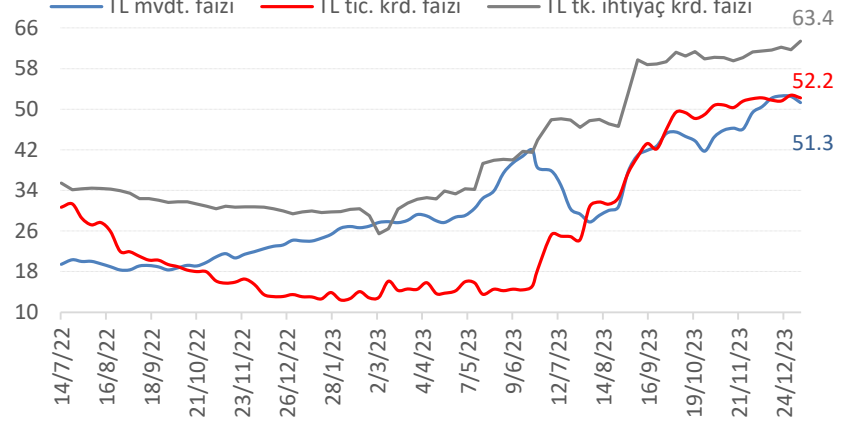
**ZK'nın düşüşü zor görünüyor.** Mevcut %12,4 düzeyinde olan ortalama ağırlıklı TL zorunlu karşılık oranının şu anda %12,4'ten yaklaşık 250 baz puan düşerek uzun dönem ortalaması olan %10'a gelmesi durumunda, 250 milyon TL tutarında ilave likiditenin sağlanacağını ve bunun 100 milyon TL ek faiz geliri ile net faiz marjında 5 puan artış sağlayacağını hesaplıyoruz. Ancak mevcut likidite koşullarında bu ihtimal zayıf görünüyor.

## Mevduat bankaları aylık net faiz marjı gelişimi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

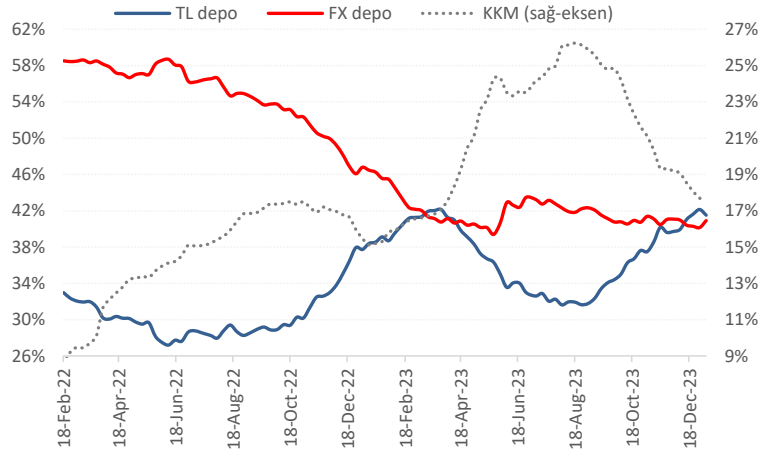
## Kredi ve mevduata uygulanan aylık ortalama bileşik faiz



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TCMB

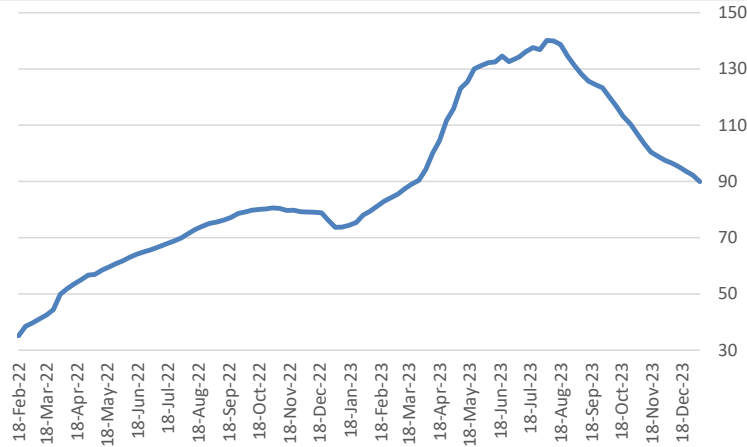
# Bankalar: Net faiz marjında toparlanma ikinci yarıda belirginleşir

## Mevduatın TL-YP-KKM kırılımı



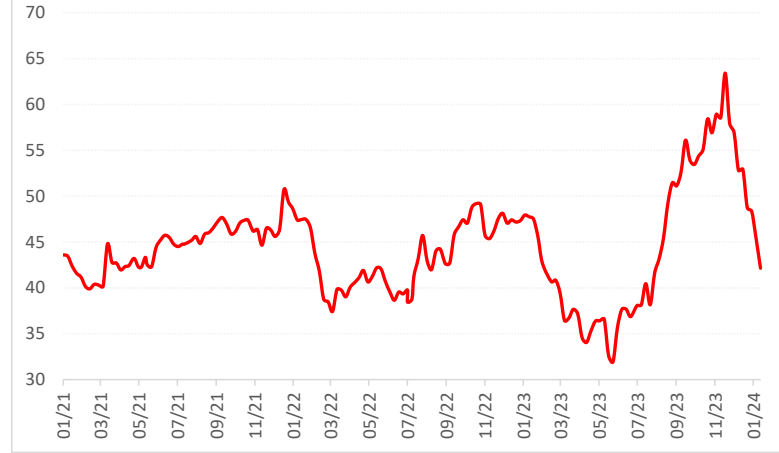
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

## Kur korumalı mevduatlarda düşüş sürüyor (milyar dolar)



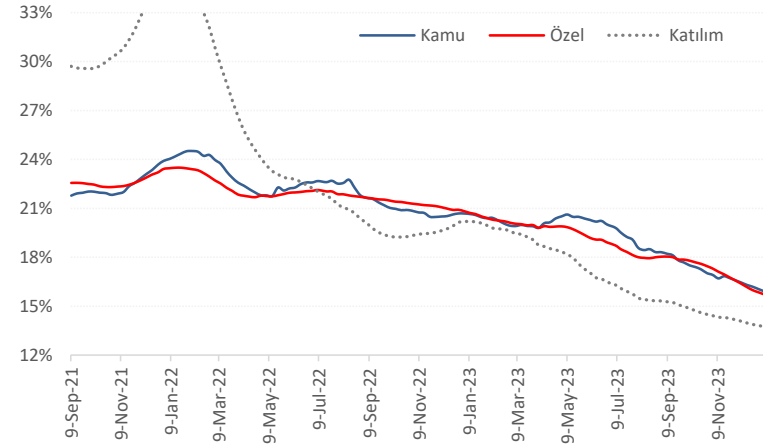
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

## Bankaların TCMB ile yaptığı döviz swapları 4Ç23 zirvesinden geriledi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

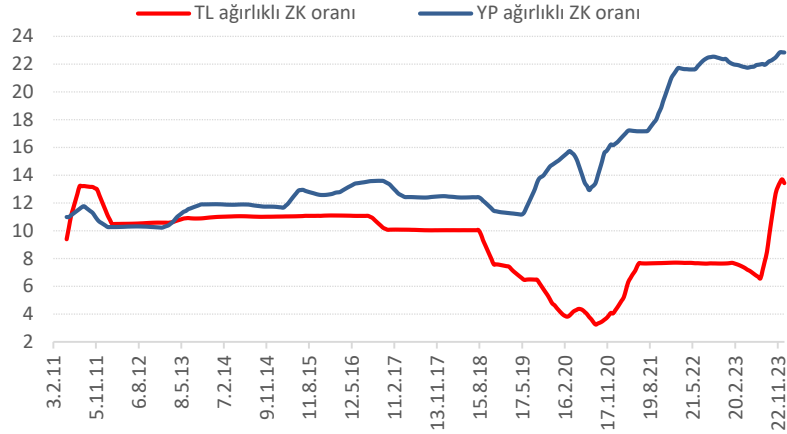
## Bankalarda TL vadesiz mevduatın gerilemesi net faiz marjını etkiledi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

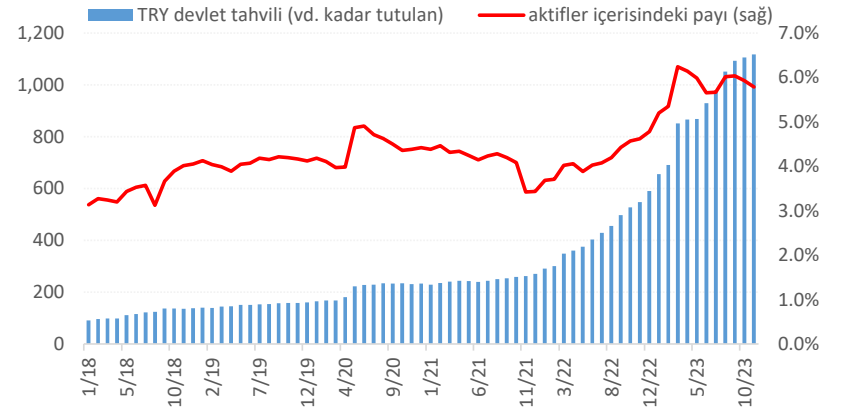
# Bankalar: Net faiz marjında toparlanma ikinci yarıda belirginleşir

## TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları



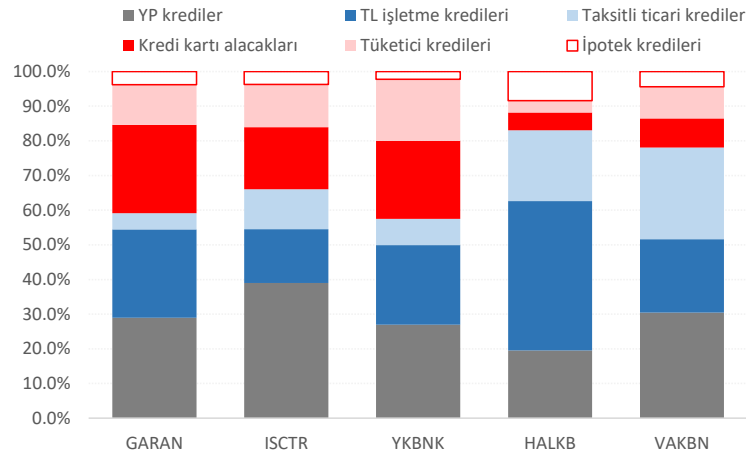
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

## Zorunlu alınan TL menkul kıymetlerin payı %5.5 civarında



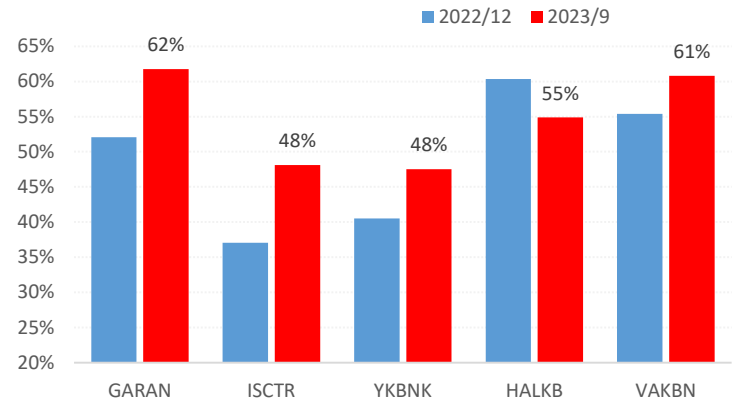
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

## Kredi portföyünün kırılımı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, banka finansalları

## Vadesi 3 aydan kısa kredilerin toplam içerisindeki oranı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, banka finansalları

# Bankalar: Net kredi risk maliyetinde tedrici artış bekliyoruz

**Ort. kredi risk maliyeti rekor düşük seviyeden yükselir.** Araştırma kapsamındaki bankaların 2023'te yaklaşık 220 baz puan olan net kredi risk maliyeti ortalamasının 2023'te 70 baz puanın altına gerilemesini, 2024 ve 2025'te sırasıyla 110 baz puan ve 150 baz puan olmasını bekliyoruz.

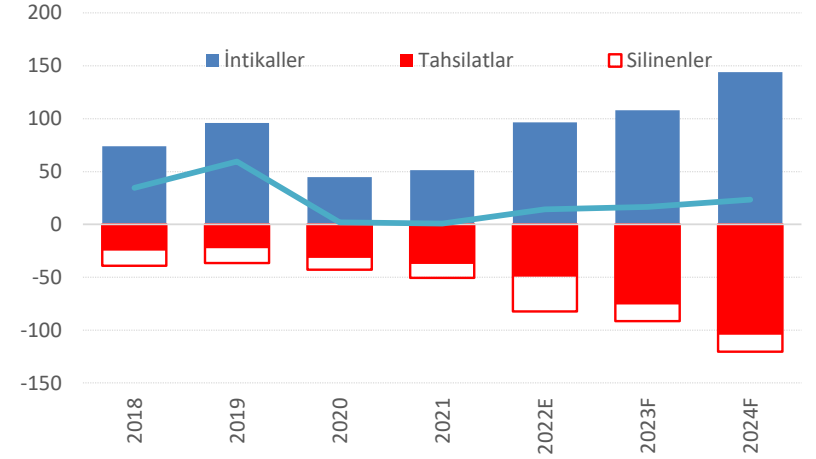
**Takibe dönüşümlerde hızlanma bekliyoruz.** 2019'dan sonraki kur şoklarına rağmen bankacılık sektörünün takipteki alacakları yeniden yapılandırmalar ve 2020'den - 2023 ortasına kadar süren negatif reel faizler ile enflasyonist ortamda sınırlı bozulma gösterdi. 2022'de sadece 17 milyar TL artan takipteki alacaklar 2023'te de 30 milyar TL artışla 191 milyar TL'ye ulaştı. Bu artışın yarıdan fazlasının yılın son haftasında gelmesi ve Ocak ayı itibarıyla da sorunlu kredi tutarının 195 milyar TL'ye ulaşması dikkat çekiyor.

Borçlanma koşullarının zorlaşması ve ekonomide bir miktar ivme kaybı ile birlikte takibe dönüşümlerin hızlanmasını bekliyoruz. Buna göre 2024 sonunda sorunlu kredilerin 87 milyar TL artışla 278 milyar TL'yi ve 2025 sonunda da 123 milyar TL artışla 400 milyar TL'yi geçmesini bekleriz. Buna göre takipteki alacakların oranının da 2023 sonundaki %1,6'dan %1,8'e çıkmasını bekleriz.

**Aktif kalitesinde bozulma önce kredi kartları ve KOBİ kredilerinden gelebilir.** Özellikle kredi kartı borçları son üç senede 8 katına ulaşıırken, bu segmentte sorunlu krediler yaklaşık 3 katına ulaştı. Sorunlu kredi oranı 2020'de %3,4 ve Kasım ayı itibarıyla %1,2 olan kredi kartı borçları ekonomide yavaşlama ve istihdamda olası düşüş senaryosunda 2024'te aktif kalitesinde bozulmayı en çok göreceğimiz segment olabilir.

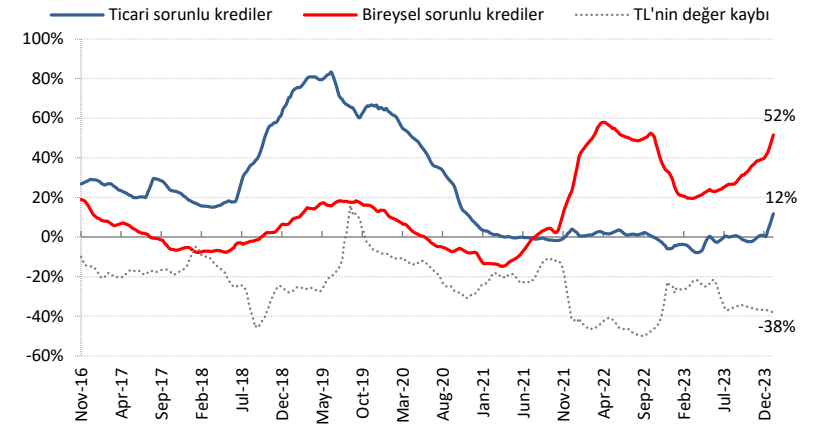
Ticari kredilerde ise kredi risk maliyetinin 2025 yılında artmasını bekliyoruz. Ticari tarafta sorunlu kredilerin %40'ı enerji ve inşaatından geliyor. Sektörel bazda en yüksek takipteki alacak oranı ise %8,0 ile emlak komisyonculuğu segmentinde bulunuyor ve bu toplam sorunlu kredilerin %6'sından azını oluşturuyor. KOBİ kredileri ise son bir yılda %55 artarak son üç yılda %270 arttı. Bu segmentte sorunlu kredi hacmi 2020 seviyesinde bulunuyor ve sorunlu kredi oranı 2020'deki %6,5'ten Ocak ayında %1,8'e geriledi.

## Mevduat Bankalarında Takibe Alacakların Oluşumu (TRY mn)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, TBB

## Sorunlu kredi artışında hızlanma gözlemlendi



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, BDDK

# Bankalar: Komisyon gelirleri sektörü desteklemeye devam edecek mi?

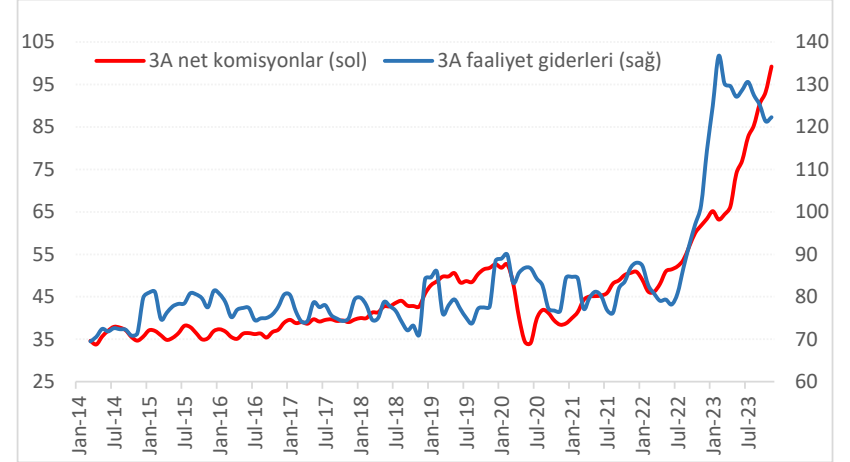
Son iki yılda net komisyon gelirleri ve faaliyet gideri artışları enflasyonun belirgin üzerinde seyretti. Bu sayede komisyon gelirleri kredi-mevduat makasındaki daralmayı kısmen telafi etti. Projeksiyonumuza göre 2023'te bankacılık sektörünün komisyon geliri artışı %140'a ve faaliyet gideri artışı da %110'a ulaşacak. 2022'de bu kalemlerdeki artışlar %105 ve %100 olmuştu.

Komisyon gelirlerindeki büyüme ivmesi özellikle 2023'ün ikinci yarısında gerçekleşti. Bu hızlanmayı TCMB faizine bağlı olarak artan kredi karı üye işyeri komisyonları ve özellikle canlılığını koruyan hane halkı tüketimi sağladı. Buna karşılık faaliyet giderlerindeki artış ivmesi deprem bağışlarının etkili olduğu 2023'ün ilk çeyreğinin ardından yavaşladı.

**Net komisyon geliri ve faaliyet gideri artışı enflasyona yaklaşacak.** Mevduat bankalarında komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı 2022'de %61 düzeyindeydi. Bu oranın 4Ç23'te %81 düzeyinde gerçekleşmesini ve 2023'ün tamamında %63 olmasını bekliyoruz. 2024 yılı için her iki kalemin artış hızında yavaşlama bekliyoruz. Modellerimiz komisyon gelirlerinde ortalama %60 ve faaliyet giderlerinde ortalama %55 artış (deprem bağışı etkisinden arındırılmış) ortaya koyuyor.

2024 yılı faaliyet gider artışlarında deprem bağışlarının payı toplam giderler içerisinde %23 olan Vakıfbank ve %14 olan Halkbank'ta baz etkisi nedeniyle daha düşük artışlar görüleceğini tahmin ediyoruz.

## Mevduat bankaları 3 aylık birikimli komisyon geliri ve faaliyet gideri



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

## Mevduat bankaları komisyon/faaliyet gideri oranı (3/12 ay birikimli)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

# Kredi artışında yavaşlama bekliyoruz

**Kamu bankaları kredi artışında frene bastı.** Son on yılda, Türkiye'deki kredi büyümesi ağırlıklı olarak kamu bankaları (mevduat bankaları, katılım ve kalkınma bankaları dahil) tarafından yönlendirildi ve kamu bankalarının toplam krediler içindeki payı 2024'teki %30'dan 2023 sonlarında neredeyse %50'ye yükseldi. Daha ortodoks politikalara geçiş doğrultusunda kredi faizlerini artması ve kamu bankalarının nispeten daha düşük sermaye oranlarına sahip olması 2023 ortasından itibaren özel bankaların pazar payı almasını açıklıyor. 2024'te de kamu bankalarının kredi büyümesi konusunda daha mütevazı stratejiler geliştirmesini öngörüyoruz. Buna göre özel bankalar önümüzdeki dönemlerde pazar payı almaya devam edeceklerdir.

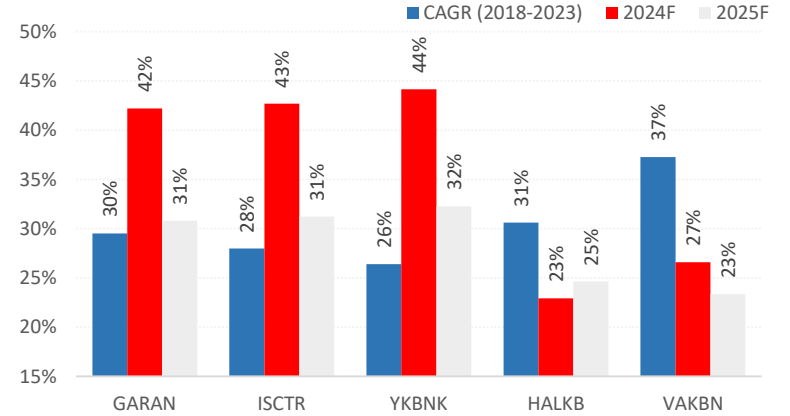
- **2023'de kredi büyümesi TL kredilerde 2,7 trilyon TL'yi (%54) buldu.** Büyüme oranları kamu ve özel bankalarda birbirine yakındı. YP krediler ise önceki iki seneye kıyasla sınırlı miktarda 4,5 milyar dolar, yani -%3,3 (önceki iyi yıl toplamda 30 milyar dolar) azaldı. Bu eğilim döviz kredilerde küçülmenin sonuna geldiği mi zi düşündürüyor. Önceki yılki 115% artışın kredi kartı borç stoğu yıllık %135 (bireysel kredi kartlarında %159) artış gösterdi. Bu harcama eğilimi kadar ucuz fonlama maliyetinden de kaynaklandı.. Buna karşılık ihtiyaç kredilerinde artış, aylık miktar sınırlamalarının da etkisiyle önceki yıl olduğu gibi %45'te (enflasyonun altında) kaldı. Konut kredileri de %22'lik büyüme ile zayıf kaldı.

- Aylık miktar sınırlamaları ilk altı ay ve yılın ikinci yarısında ihtiyaç kredileri ve ticari kredilerde (ihracat, yatırım, esnaf, tarım hariç) %3 ve %2,5 büyüme ve oto kredilerinde 2,5 ve 2,0 büyüme olarak uygulandı. 2023'te KOBİ kredileri %55 büyürken, sınırlamaların da etkisiyle diğer TL ticari krediler sadece %26 arttı.

- **2024 yılı baz senaryomuzda TL kredilerde %39 ve yabancı para kredilerde dolar bazında %5 artış öngörüyoruz.** Enflasyonu düşürme hedefleri doğrultusunda kredi kartlarına 2024 yılında sınırlamalar gelebileceğini, buna rağmen sektörde en belirgin büyümenin %60 ile yine kredi kartlarından geleceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca 2024'te KOBİ kredilerinde %40 (2022'de %57) ve ihtiyaç kredilerinde %30 (2022'de %45) büyümeler bekliyoruz.

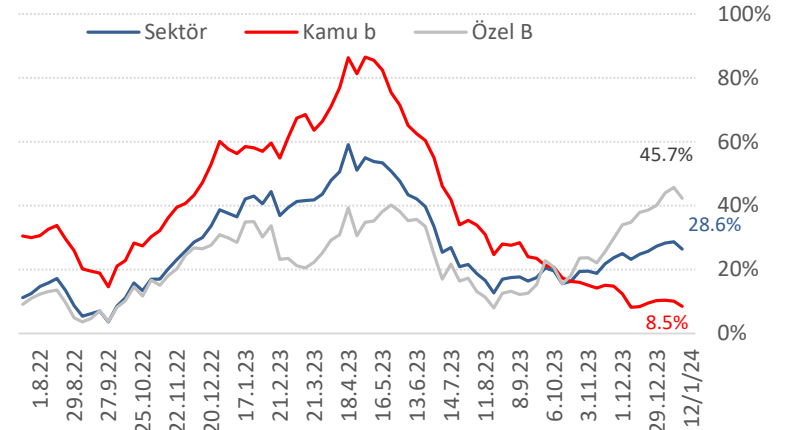
- **Buna göre 2024'te kamu bankaları kredi artışının %25 civarında kalacağını, özel bankalarda ise %48'i geçeceğini tahmin ediyoruz.** YP kredi artışının ise sektör genelinde %5 olmasını bekliyoruz.

## Bankalar için kredi artış projeksiyonlarımız



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

## Özel bankalar kredi artışında belirgin öne geçti

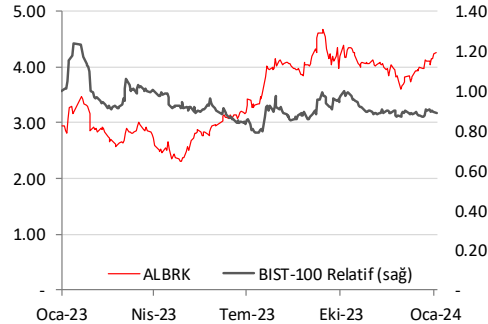


Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, şirket finansalları

# Albaraka Türk

Bloomberg Kodu	ALBRK TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	5.00
Güncel Fiyat, TL	4.26
Getiri Potansiyeli	17%
Halka Açıklık Oranı	38%
Piyasa Değeri, mn TL	10,650

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	8,263	13,271	13,210	17,037
Net Kâr, mn TL	1,365	3,500	4,100	5,100
Özkaynak, mn TL	8,119	12,489	17,815	24,018
Toplam Aktif, mn TL	146,340	221,775	294,866	370,102
Ort. FKA, mn TL	126,431	178,511	253,808	330,080
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	1.1%	1.9%	1.6%	1.5%
Ort. Özk. Karlılığı	21.4%	34.0%	27.1%	24.4%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	351.7%	60.6%	-0.5%	29.0%
Net Kâr, y/y	1207.9%	156.3%	17.2%	24.4%
Özkaynak, y/y	75.5%	53.8%	42.6%	34.8%
Toplam Aktif, y/y	34.3%	51.5%	33.0%	25.5%
Ort. FKA, y/y	57.1%	41.2%	42.2%	30.1%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	3.1	3.0	2.6	2.1
F/DD	0.5	0.9	0.6	0.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	11.5%	0.2%	44.4%	11.5%
BIST-100 Relatif	-1.7%	-8.8%	-11.5%	-1.7%
AOİH, mn TL	120	117	220	120



- Albaraka Türk'ün 2023'te 3,5 milyar TL (2022'ye kıyasla 2,6 kat ve 2021'e kıyasla 35 kat) net kâr açıklamasını ve öz kaynak kârlılık oranının %34 düzeyinde olmasını bekliyoruz. 2024 ve 2025 yılları için kâr tahminlerimiz 4,1 milyar TL ve 5,1 milyar TL düzeyinde ve öz kaynak kârlılık beklentimiz %27 ve %24 seviyesinde bulunuyor. Hisse için adil F/DD oranını 1 yıl sonrası için 0.70x düzeyinde hesaplıyoruz. Albaraka Türk'ün hisse senedi performansı geçen Eylül – Ocak dönemi hariç son iki yılda istikrarlı şekilde banka endeksinin gerisinde kaldı. Hisse son bir ayda ise banka sektör endeksini hafif geçti.
- Albaraka Türk enflasyonun yüksek seyrettiği son iki yılda konut/işyeri amaçlı gayrimenkul yatırımları ve finans dışı şirket bağlı ortağının değer artışından güçlü gelir elde etti. Bu yatırımlar ve yaklaşık 4.5 milyar TL düzeyindeki TÜFE'ye endeksli kira sertifikası 2023'te 7 milyar TL kadar gelir sağladığını, bunun 2,5 milyar TL'sinin serbest karşılık olarak ayrıldığını hesaplıyoruz. 2022'de bu hesaplardan net gelir yaklaşık 1.2 milyar TL oldu.
- 2024 enflasyonist ortamdan çıkışla birlikte bu kârların baskı altında kalacağı bir dönem olabilir. Ancak banka son iki yılda, 2,5 milyar TL'si 2023'te, toplam 4,3 milyar TL serbest karşılık rezervi sağladığından kârlılığı destekleyecek tamponları bulunuyor.
- Ayrıca KKM uygulaması da Albaraka Türk'ün fonlama maliyetinin düşürülmesinde önemli katkı sağladı. Banka KKM sayesinde kâr payı paylaşım oranlarını düşürmesine rağmen fonlama bulmada sıkıntı çekmedi. Ayrıca ticari kredi faiz sınırlamalarının etkisini de ilgili kredinin gelir kompozisyonunda komisyon tarafına ağırlık vererek önemli ölçüde hafifletti.
- Hissenin, düşük ağırlığına rağmen BIST30 katılım endeksindeki tek mali şirket olması ve 2019 sonlarında %31 düzeyinde olan yurtdışı yerleşik payının 2024 başında %17 civarında seyrediyor olması yerli/yabancı kurumsal yatırımcı ilgisi açısından nispeten potansiyele işaret ediyor. Bununla birlikte, halka açık piyasa değerinin (125 milyon dolar) ve üç aylık ortalama işlem hacminin (3 milyon dolar) nispeten küçük kalması fiyat üzerinde oynaklık riski oluşturabilir.

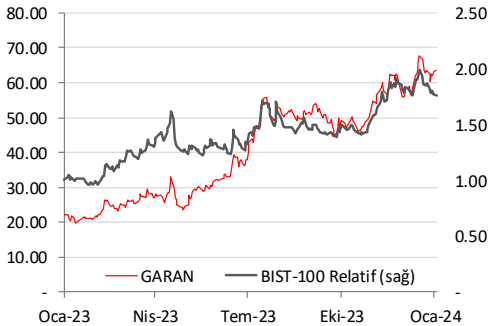
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.



# Garanti Bankası

Bloomberg Kodu	GARAN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	82.00
Güncel Fiyat, TL	63.40
Getiri Potansiyeli	29%
Halka Açıklık Oranı	14%
Piyasa Değeri, mn TL	266,280

Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	91,846	102,633	139,387	216,123
Net Kâr, mn TL	58,509	87,332	99,000	153,500
Özkaynak, mn TL	152,685	244,797	330,697	469,346
Toplam Aktif, mn TL	1,152,172	1,930,055	2,675,584	3,441,401
Ort. FKA, mn TL	896,725	1,415,117	2,066,360	2,732,552
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	6.1%	5.7%	4.3%	5.0%
Ort. Özk. Karlılığı	50.3%	43.9%	34.4%	38.4%
Temettü Verimi	1.7%	5.4%	4.9%	5.6%
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	145.1%	11.7%	35.8%	55.1%
Net Kâr, y/y	330.2%	49.3%	13.4%	55.1%
Özkaynak, y/y	90.9%	60.3%	35.1%	41.9%
Toplam Aktif, y/y	51.8%	67.5%	38.6%	28.6%
Ort. FKA, y/y	66.4%	57.8%	46.0%	32.2%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	1.3	1.9	2.7	1.7
F/DD	0.5	0.7	0.8	0.6
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.7%	29.1%	186.5%	8.7%
BİST-100 Relatif	-4.2%	17.4%	75.6%	-4.2%
AOİH, mn TL	2,266	1,976	2,168	2,266



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

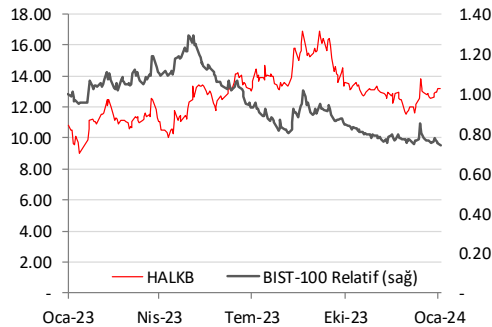
- Garanti Bankası'nın 2023 net kârı yıllık %49 artışla 87,3 milyar TL'ye ulaşırken, projeksiyonlarımıza göre banka da emsalleri arasında da en yüksek net kâr, en yüksek kredi-mevduat getirisi, en yüksek aktif kârlılık ve en yüksek (ya da ikinci) öz kaynak kârlılığına (%45) ulaşacak. Bankanın 2024 ve 2025 net kârlarını 99,0 milyar TL ve 153,5 milyar TL ve öz kaynak kârlılığını %34 - %38 olarak tahmin ediyoruz. Özellikle TL fonlama maliyetinin rakiplere göre belirgin düşük kalması ve maliyetsiz fonlama kaynaklarının (nakit sermaye ve vadesiz mevduat) aktif içerisindeki payının rakiplere göre yüksek olması bankanın kârlılığının güçlü kalmasını sağlıyor. Bankanın öz kaynak kârlılık oranlarını dikkate aldığımızda bir yıllık vadede hedef F/DD çarpanını 1,05x olarak hesaplıyoruz. Mevcut fiyattan hisselerin getiri potansiyeli sınırlı görünüyor.
- Garanti Bankası 2023/6 dönemi için enflasyona göre düzeltilmiş net kârını nominal tutarın yaklaşık yarısı düzeyinde ve öz kaynak kârlılığını da %17 seviyesinde duyurdu. 2023 sonu itibarıyla 98 milyar TL düzeyindeki TÜFE'ye endekli tahvillerin banka öz kaynaklarının yaklaşık %40'lık bölümünü oluşturması ve bu oranın diğer özel sektör bankalarının gerisinde kalması bankanın kârlılığını olumsuz etkiliyor. Enflasyonun gerileme süreci ile birlikte bu dezavantajın azalacağını düşünüyoruz.
- Garanti'nin net faiz marjı 2023'te yaklaşık 315 baz puan gerileyerek 375 baz puan gerileme beklediği sektör ortalamasına göre daha dirençli kaldı. Bu durum özellikle TL mevduat pazar payı kazanımlarının 2023'ün ilk yarısında düşük faiz ortamında sağlanmasından ve kredilerin görece düşük yeniden fiyatlamaya kalan gün sayısından kaynaklandı.
- Bankanın 2024 yılı net faiz marjının artan swap maliyeti ve TÜFE tahvil getirisini düşmesine rağmen 20 baz puan artabileceğini düşünüyoruz. Banka'nın beklentisi ise marjın sabit kalması yönünde. Bununla birlikte 2023'te %145 artış gösteren komisyon gelirlerinin 2024'te %60 ile daha sınırlı artmasını, buna karşılık 2023'te 0,7 milyar TL deprem başışı ile birlikte %108 artan faaliyet giderlerinin de 2024'te %59 artış göstereceğini tahmin ediyoruz. Garanti Bankası tahminimize paralel olarak her iki kalemden artışların ortalama enflasyon artışının üzerinde olmasını bekliyoruz.
- BBVA geri alım programı sonrası halka açıklık oranının %14'e gerilemesi hisselerin MSCI-EM endeksi dahil yurtdışı yatırımcı radarından uzaklaşmasına neden oldu. Mevcut yabancı payı %10 ile geçmiş dönem ortalamalarından düşük olmakla birlikte olası yabancı girişinden eski seviyelere yükselme ihtimalini zayıf buluyoruz.



# Halkbank

Bloomberg Kodu	HALKB TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	13.00
Güncel Fiyat, TL	13.15
Getiri Potansiyeli	-1%
Halka Açıklık Oranı	9%
Piyasa Değeri, mn TL	94,480

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	62,369	25,783	54,762	116,286
Net Kâr, mn TL	14,754	10,000	14,600	31,000
Özkaynak, mn TL	89,844	124,742	139,342	170,342
Toplam Aktif, mn TL	1,392,140	2,188,905	2,707,648	3,296,106
Ort. FKA, mn TL	1,075,345	1,802,085	2,572,525	4,198,645
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	1.3%	0.6%	0.6%	1.0%
Ort. Özk. Karlılığı	22.1%	9.3%	11.1%	20.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	401.3%	-58.7%	112.4%	112.3%
Net Kâr, y/y	878.6%	-32.2%	46.0%	112.3%
Özkaynak, y/y	106.5%	38.8%	11.7%	22.2%
Toplam Aktif, y/y	54.5%	57.2%	23.7%	21.7%
Ort. FKA, y/y	49.1%	67.6%	42.8%	63.2%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	2.1	9.4	6.5	3.0
F/DD	0.4	0.8	0.7	0.6
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	9.8%	-3.1%	21.3%	9.8%
AOİH, mn TL	-3.2%	-11.8%	-25.7%	-3.2%
	712	593	847	712



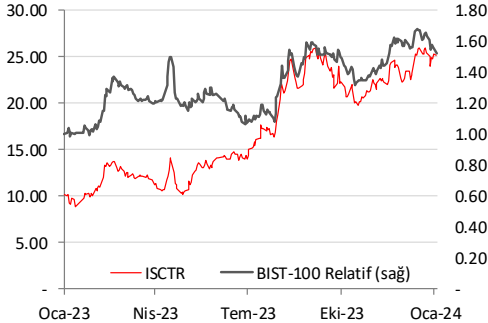
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- Halkbank'ın özkaynak kârlılığının 2023 ve 2024'te emsal bankalardan önemli ölçüde düşük ve yüksek tek / düşük çift haneli düzeylerde kalacağını, 2025'te ise yirmili seviyelere yaklaşacağını öngörüyoruz. Bu tahmine dayanarak bankanın bir yıllık ileriye dönük hedef F/DD oranını 0,70x düzeyinde hesaplıyoruz. Bu durumda Halkbank hisse getirisi son bir yılda BİST-100 endeksinin %26 gerisinde kalsa da mevcut fiyat bize göre hedef fiyata yakın seviyelerde bulunuyor. Son üç sermaye artışıyla hissenin halka açıklık oranının %9'a ve halka açık PD'nin de 300 milyon doların altına inmiş olması oynaklık riskini artırıyor.
- Halkbank, araştırma kapsamındaki mevduat bankaları arasında en yüksek TL ticari kredi ve konut kredisi payına sahip olan banka. Bu yapı kredi getirilerinde yeniden fiyatlamının görece uzun sürmesine yol açabilir. Özellikle fonlama maliyetinin ortalamasının üzerinde artması çekirdek net faiz marjını 2023'te 470 baz puan (ortalamadan 150 baz puan fazla) düşürdü. 2024'te marjda 180 baz puan artış bekliyoruz.
- Öte yandan, Halkbank'ın TÜFE tahvil portföyü, Eylül ayı sonunda öz sermayesinin yaklaşık 1,5 katı (emsal bankalar arasında en yüksek) seviyesinde bulunuyordu. Son iki yılda TÜFE tahviller yüksek enflasyon nedeniyle çekirdek marjdaki kaybın toparlanmasına yardımcı oldu. Enflasyondaki gerileme TÜFE tahvilleri Aralık enflasyonu ile değerleyen Halkbank'ta rakiplere kıyasla daha belirgin etki yapabilir.
- Halkbank'ın net ücret ve komisyonlarında özellikle kredi kartları ve ücretlendirme kaynaklı %120'yi aşan büyüme bekliyoruz. Faaliyet giderindeki yıllık artışın ise (deprem başışı hariç) bunun 10 puan kadar üzerinde olmasını bekliyoruz. 2024 yılı için net ücret gelirindeki artış beklentimiz %55 ile daha ılımlı düzeyde olmakla birlikte %45'lik faaliyet gideri artış beklentimizin üzerinde yer alıyor. Bununla birlikte her iki tahmin için yukarı yönlü riskler olduğunu düşünüyoruz.
- Halkbank'ın 2022 yılı net kredi risk maliyeti 523 baz puan ile banka ortalamasının iki katından fazla olmuş, banka tüm kredi karşılık oranlarını rakiplerinin oldukça üzerine çıkarmıştı. 2023'te düşen marjlar ve 7 milyar TL'lik deprem başışı etkisini dengelemek amacıyla I. ve II. grup kredi karşılıklarının bir kısmı çözüldü ve net kredi risk maliyeti -45 baz puan oldu. Bununla birlikte karşılık oranları halen rakiplerinin üzerinde olduğundan 2025'te daha düşük tutarda karşılık çözüleceği varsayımıyla net kredi risk maliyetini 80 baz puan (bankalar ortalaması 110 baz puan) olarak öngörüyoruz.

# İş Bankası

Bloomberg Kodu	ISCTR TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	32.50
Güncel Fiyat, TL	25.10
Getiri Potansiyeli	29%
Halka Açıklık Oranı	31%
Piyasa Değeri, mn TL	250,999

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	79,726	80,838	94,481	177,851
Net Kâr, mn TL	61,538	69,200	80,750	140,000
Özkaynak, mn TL	191,376	259,086	342,786	478,593
Toplam Aktif, mn TL	1,408,318	2,330,964	3,099,972	3,968,444
Ort. FKA, mn TL	1,059,601	1,668,193	2,437,520	3,206,143
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	5.3%	3.7%	3.0%	4.0%
Ort. Özk. Karlılığı	44.2%	30.7%	26.8%	34.1%
Temettü Verimi	2.1%	3.7%	4.1%	4.8%
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	209.1%	1.4%	16.9%	88.2%
Net Kâr, y/y	356.9%	12.5%	16.7%	73.4%
Özkaynak, y/y	120.4%	35.4%	32.3%	39.6%
Toplam Aktif, y/y	52.0%	65.5%	33.0%	28.0%
Ort. FKA, y/y	63.8%	57.4%	46.1%	31.5%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	1.0	3.6	3.1	1.8
F/DD	0.3	1.0	0.7	0.5
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.4%	12.6%	148.1%	7.4%
BİST-100 Relatif	-5.3%	2.4%	52.1%	-5.3%
AOİH, mn TL	4,663	3,969	3,774	4,663

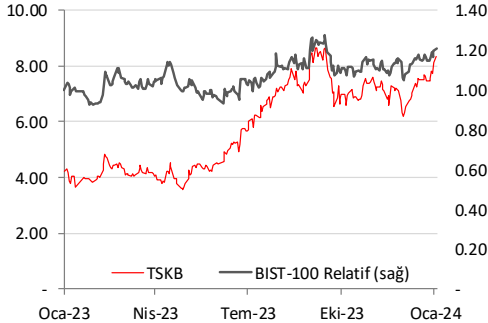


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- İş Bankası'nın 2023'ü %12 artışla 69,2 milyar TL net kârla kapatmasını ve öz kaynak kârlılığının %31 olmasını bekliyoruz. Bankanın 2024 ve 2025 öz kaynak kârlılığının da %27 ve %34 olmasını bekliyoruz. İştirak portföyünün bankaya bağlı bir holding çatısı altında toplama sürecinin sağlayacağı muhtemel değer katkısı ile birlikte bankanın adil 2024F F/DD'nin 0.95x düzeyinde hesaplıyoruz. İş Bankası C hissesi son üç yıllık bileşik getiri de diğer bankaları önemli ölçüde geçti. Buna karşılık son üç aylık getiride benzer bankaların gerisinde kaldı.
- Yılın ilk yarısında TL mevduat payının TCMB hedeflerinin altında kalması (yüksek tutarlı menkul kıymet tesisi) ve rakiplerinin aksine TL mevduat artışının büyük kısmının faizlerin yükseldiği yılın ikinci yarısında gerçekleşmesi bankanın marjları üzerinde baskı yarattı. Çekirdek net faiz marjında ortalamanın üzerinde yıllık 320 baz puan daralma bekliyoruz.
- Ancak İş Bankası TÜFE tahvil değerlemesinde TCMB'nin 12 aylık beklenti enflasyonunu da dikkate aldığından, TÜFE getiri verimi daha stabil oldu ve TÜFE tahvil geliri önceki yıla göre daha kuvvetli arttı. Böylece diğer bankalarda gözlediğimiz 100 baz puanı aşan negatif etkiye karşın, İş Bankası'nın net faiz marjında 2023'te TÜFE'ye bağlı 20 baz puan artış hesapladık. Enflasyondaki gerileme eğiliminin süreceği senaryomuz altında TÜFE tahvillerinin İş Bankası'nın marjı üzerindeki etkisinin önümüzdeki iki yıl daha sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz.
- 2023 yılı ilk yarısında 2,3 milyar TL'yi bulan deprem başlığı ile birlikte İş Bankası'nın faaliyet giderlerinin %108 artmasını, buna karşılık 2024'te rakiplerinin bir miktar altında %49 düzeyinde artmasını bekliyoruz. Deprem maliyeti işin serbest karşılıklardan 2 milyar TL serbest bırakıldığı için bankanın serbest karşılık rezervinin de 2023 sonunda 6,5 milyar TL düzeyinde olmasını bekliyoruz.
- İş Bankası iştiraklerinin banka bünyesinde bir holding çatısı altında toplanmasının 2023 yıl sonu bilançolarına göre yapılacağını duyurdu. Buna göre sürecin büyük olasılıkla 2Ç23'te tamamlanmasını bekliyoruz.
- İş Bankası'nın en son yayınladığı 2022/12 IFRS tablolarında enflasyona göre düzenlenmiş net kârı TMS net kârının yaklaşık %80'i ve öz kaynak kârlılığı yaklaşık %18,5 olarak açıklandı. Parasal olmayan aktiflerinin bilançoda daha fazla paya sahip olması nedeniyle bu olumlu ayrışmanın bankaların (vergi hariç) enflasyon muhasebesine geçeceği 2025 tablolarında da sürmesini bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	TSKB TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	11.70
Güncel Fiyat, TL	8.31
Getiri Potansiyeli	41%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	23,268

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	7,536	11,921	15,781	18,985
Net Kâr, mn TL	4,055	7,000	10,500	12,900
Özkaynak, mn TL	12,782	20,869	30,670	42,509
Toplam Aktif, mn TL	115,575	176,438	233,611	287,285
Ort. FKA, mn TL	96,399	138,813	198,032	252,317
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	4.1%	4.8%	5.1%	5.0%
Ort. Özk. Karlılığı	41.1%	41.6%	40.7%	35.3%
Temettü Verimi	-	-	3.0%	4.5%
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	123.5%	58.2%	32.4%	20.3%
Net Kâr, y/y	272.4%	72.6%	50.0%	22.8%
Özkaynak, y/y	84.2%	63.3%	47.0%	38.6%
Toplam Aktif, y/y	37.4%	52.7%	32.4%	23.0%
Ort. FKA, y/y	59.2%	44.0%	42.7%	27.4%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	1.8	3.3	2.2	1.8
F/DD	0.6	1.1	0.8	0.5
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	26.9%	19.2%	96.5%	26.9%
BİST-100 Relatif	11.9%	8.5%	20.4%	11.9%
AOİH, mn TL	270	362	438	270

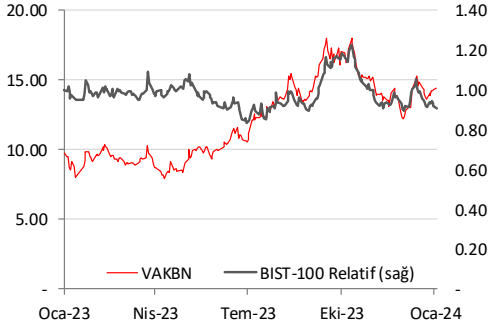


- TSKB'nin 2023'te 850 milyon TL serbest karşılık ayırarak net kârını %73 artışla 7,0 milyar TL olarak açıklamasını ve öz kaynak kârlılığının %42 (serbest karşılıkla %45) olmasını bekliyoruz. Banka net kârının 2024'te %50 artışla 10,5 milyar TL ve 2025'te de %23 artışla 12,9 milyar TL olmasını öngörüyoruz. Buna göre TSKB'nin özkaynak kârlılık oranını 2024 ve 2025'te sırasıyla %41 ve %35 olarak hesaplıyoruz. Bu parametreler üzerinden TSKB'nin 1 yıl sonrası için hedeflenen F/DD oranını 1.05x olarak hesaplıyor ve hissede %41 getiri potansiyeli hesaplıyoruz. Bankanın 2023 sonunda öz kaynak büyüklüğünün %8'ini aşan yaklaşık 1,8 milyar TL serbest karşılıktutarını da değerlemede dikkate alıyoruz.
- TSKB öz kaynak harici kaynaklarının hemen hemen tamamı ve aktiflerinin ¾'ü döviz cinsinden olması, 5 yıl ortalama aktif ve 11 yıl ortalama fonlama vadesine sahip olması, fonlamasının %85'ini Çevresel, Sosyal, Yönetişim (ÇSY) temelli kaynaklardan sağlayıp kredilerinin %92'sini sürdürülebilir kalkınma hedefleri doğrultusundaki projelere vermesiyle sektörde ayrı bir yerde duruyor. Özetle TCMB'nin sıkılaştırma politikalarının ve olası kur oynaklığının banka performansına doğrudan etkisi sınırlı kalıyor.
- Bununla birlikte kârı aşağı yönlü etkileyebilecek en önemli gelişme kredi risk maliyetinde öngörülemez sınırlar olabilir. Kredi portföy çeşitliliği daha sınırlı ve ortalama kredi hacmi ölçüğe göre daha yüksek olduğundan olası ekonomik çalkantılar bankanın kredi riskinde diğer bankalara kıyasla daha belirgin dalgalanmalar yaratabiliyor. Ancak, banka yüksek karşılık oranları ve serbest karşılık birimi ile bu riskleri karşılayacak tampona fazlasıyla sahip bulunuyor.
- Bankanın 2023 yılı kredi risk maliyetinin son çeyrekteki nispeten yüklü takibe dönüşüme rağmen 65 baz puan ile önceki üç yılın 220 baz puan olan ortalamasının oldukça altında kalacağını, 2024'te 150 baz puan ve 2025'te 175 baz puan olmak üzere sınırlı artış göstereceğini tahmin ediyoruz.
- Bankanın 2023/9 itibarıyla BDDK destekleri uygulanmamış çekirdek sermaye rasyosu %16.4 ile oldukça güçlü bir sermaye tabanına işaret ediyor. TSKB ayrıca banka sektör kapsamımızda %95,3 ile en yüksek üçüncü kategori ve %28,7 ile en yüksek ikinci kategori kredi karşılık oranına sahip banka olarak da dikkat çekiyor.

# Vakıfbank

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	16.50
Güncel Fiyat, TL	14.41
Getiri Potansiyeli	15%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	142,888

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	78,705	65,034	90,038	155,660
Net Kâr, mn TL	24,017	25,000	30,500	63,200
Özkaynak, mn TL	106,985	159,104	189,604	252,804
Toplam Aktif, mn TL	1,681,061	2,707,171	3,451,404	4,202,141
Ort. FKA, mn TL	1,248,391	2,078,508	3,030,388	3,644,824
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	1.8%	1.1%	1.0%	1.7%
Ort. Özk. Karlılığı	30.2%	18.8%	17.5%	28.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	432.0%	-17.4%	38.4%	72.9%
Net Kâr, y/y	475.2%	4.1%	22.0%	107.2%
Özkaynak, y/y	105.9%	48.7%	19.2%	33.3%
Toplam Aktif, y/y	66.9%	61.0%	27.5%	21.8%
Ort. FKA, y/y	64.0%	66.5%	45.8%	20.3%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	1.7	5.7	4.7	2.3
F/DD	0.4	0.9	0.8	0.6
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	12.2%	-15.4%	48.3%	12.2%
BİST-100 Relatif	-1.0%	-23.1%	-9.1%	-1.0%
AÖİH, mn TL	797	807	930	797



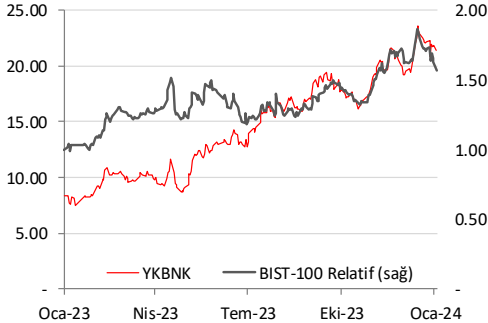
- Vakıfbank'ın 2023 son çeyrekte ayıracağı 4,3 milyar TL serbest karşılık ile birlikte 25 milyar TL net kâr sağlamasını ve öz kaynak kârlılığının %18 düzeyinde olmasını bekliyoruz. Bankanın 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 30,3 milyar TL ve 63 milyar TL kâr elde etmesini; özkaynak karlılığının da sırasıyla %18 ve %28,5 olmasını öngörüyoruz. Vakıfbank için bu varsayımlara bağlı olarak 1 yıl sonrası için ima edilen F/DD oranını 0.86x olarak hesaplıyoruz. Mevcut fiyat seviyesi üzerinden hissede yüksek getiri potansiyeli bulunmuyor.
- Vakıfbank 2023/3'de gider yazdığı toplam 12 milyar TL deprem bağışını serbest karşılıklardan aynı tutarı çözerek karşıladı. Bununla birlikte bankanın son çeyrekte ayrılanla birlikte serbest karşılık rezervinin 11,3 milyar TL (özkaynakların %7'si) düzeyine ulaşmasını bekliyoruz.
- Vakıfbank son beş senede hızlı büyümenin ardından kredi hacminde sektörün en büyük ikinci bankası konumuna geldi. Banka 2023'te de taksitli ticari ve bireysel krediler, kredi kartları ve küçük işletme ağırlıklı büyüme sağladı. Ancak kredilerdeki hızlı büyüme net faiz marjında ve sermaye rasyolarında gerilemeye neden oldu. BDDK esneklikleri hariç (serbest karşılık dahil edilmiş) çekirdek sermaye rasyosu 10,5 ile ihtiyaç duyulan minimum düzeyin 2 puan üzerinde bulunuyor.
- Bankanın sermaye oranlarının hızlı kredi artışı sonrası sektör ortalamasının bir miktar altında kaldığını dikkate aldığımızda, 2023 kredi artışının TL tarafta %25 ve yabancı tarafta %5 düzeyinde olmasını bekliyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	30.50
Güncel Fiyat, TL	21.34
Getiri Potansiyeli	43%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	180,260

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Düz. NFK, mn TL	85,936	90,189	119,072	192,157
Net Kâr, mn TL	52,745	65,000	78,200	125,750
Özkaynak, mn TL	126,256	175,633	244,270	357,983
Toplam Aktif, mn TL	1,108,094	1,686,958	2,325,920	3,004,805
Ort. FKA, mn TL	838,829	1,266,705	1,868,129	2,504,543
<b>Kârlılık</b>				
Ort. Aktif Karlılığı	5.7%	4.7%	3.9%	4.7%
Ort. Özk. Karlılığı	55.6%	43.1%	37.2%	41.8%
Temettü Verimi	1.9%	4.4%	5.4%	6.5%
<b>Büyüme</b>				
Düz. NFK, y/y	275.7%	4.9%	32.0%	61.4%
Net Kâr, y/y	402.8%	23.2%	20.3%	60.8%
Özkaynak, y/y	98.9%	39.1%	39.1%	46.6%
Toplam Aktif, y/y	50.4%	52.2%	37.9%	29.2%
Ort. FKA, y/y	64.4%	51.0%	47.5%	34.1%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	1.0	2.8	2.3	1.4
F/DD	0.4	1.0	0.7	0.5
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.2%	19.8%	156.1%	9.2%
BİST-100 Relatif	-3.7%	8.9%	56.9%	-3.7%
AÖİH, mn TL	4,654	3,625	3,700	4,654



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

- Yapı Kredi Bankası, son üç yılda en yüksek öz kaynak kârlılığı sağlayan banka oldu. Yapı Kredi'nin 2023'te en yüksek ikinci yıllık artışla 65 milyar TL düzeyinde net kâr açıklamasını ve öz kaynak kârlılığının %43 düzeyinde olmasını bekliyoruz. Bankanın 2024 ve 2025 yılı net kârlarının sırasıyla 78,2 milyar TL (%20) ve 125,8 milyar TL (61%), ve özkaynak kârlılık oranının %37 ve %42 düzeyinde olmasını bekliyoruz. Bankanın 12 aylık fiyat hedefini %43 getiri beklentisiyle 30,50 TL olarak belirledik. Hedef fiyatın im ettiği bir yıllık F/DD 1,05x seviyesinde bulunuyor.
- Yapı Kredi özel bankalar arasında TÜFE'ye endeksli tahvillerin özkaynaklara oranı açısından %97 ile ilk sırada yer alıyor. Enflasyondaki geri çekilme bu avantajını bir miktar azaltacak olsa da özkaynak kârlılık oranındaki başarının net faiz marjı ve kredi risk maliyeti korunarak sürdürüleceğini tahmin ediyoruz.
- Yapı Kredi Bankası'nın kârlılığının gelişiminde TÜFE tahvillerin son iki yılki katkısı yanında, vadesiz mevduat payının artışı ve kredi risk maliyetinin sektör ortalamasına çekilmesi de önemli rol oynadı.
- Banka enflasyon muhasebesi uygulanmış özkaynak kârlılık oranını en son 2023/9 sunumunda %10-%15 aralığında hesapladığını duyurdu. Bu oranın emsal grubunun alt bandında olduğunu tahmin ediyoruz.
- Yapı Kredi 2023'ün son çeyreğinde 650 milyon dolar tutarında AT1 kategorisinde %13.875 kupon faizli borcunu 620 milyon dolar tutarında ikincil sermaye niteliğinde %9.25 maliyetli borçlanma ile değiştirdi. Bu değişikliğin net faiz geliri 0,9 milyar TL ve net faiz marjına 5 baz puan kadar katkısı olmasını bekliyoruz.

---

# Banka Dışı

# Demir - Çelik

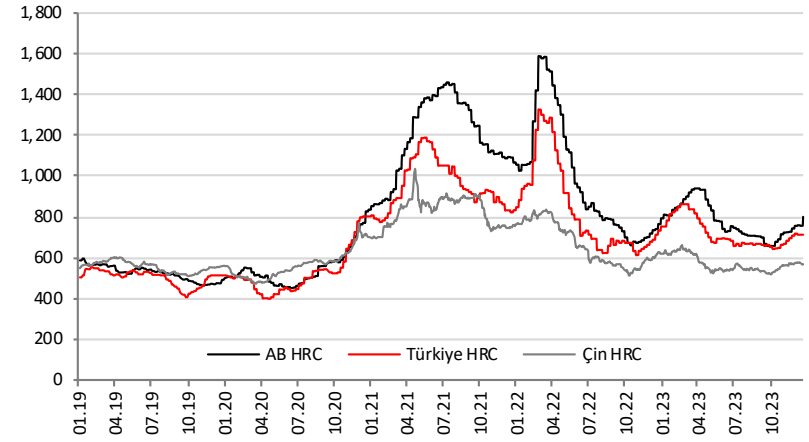
- AB çelik üreticilerinin marjları 2023'te daraldı. Salzgitter, Thyssenkrupp ve Arcelormittal çelik üretim karlarında önemli düşüşler bildirdi. Salzgitter çelik üretiminden elde edilen FAVÖK/ton'da %63 daralma bildirirken, Thyssenkrupp %54 düşüş yaşadı. Arcelormittal, 2023 yılında iş dünyasında güven ikliminin kötüleştiğini, konut inşaatı ve makine nihai pazarlarının zayıf performans gösterdiğini ve zararına satışlar gerçekleştiren Çinli çelik üreticilerinden yapılan yüksek ithalatın AB'de sürdürülemez derecede düşük spot çelik makaslarına yol açtığını belirterek, çelik üretim faaliyetlerinden elde edilen zayıf sonuçlar nedeniyle konsolide FAVÖK/ton'da %50 daralma bildirdi.
- Türk çelik üreticileri de ciddi zorluklarla karşı karşıya kaldı. Erdemir 9A23'te geçen yılın aynı dönemine kıyasla %18,5 düşüşle 89 ABD\$/ton FAVÖK açıkladı. İsdemir'in Şubat 2023'te meydana gelen deprem nedeniyle mücbir sebep ilan ederek neredeyse bir çeyrek boyunca üretimi durdurmak zorunda kaldığını hatırlatalım. Kardemir geçen yılın aynı dönemine göre %21 düşüşle 119 ABD\$ FAVÖK/ton açıkladı. İzmir Demir Çelik'in FAVÖK/ton'u 9A23'te bir önceki yıla kıyasla %39 düşüşle 89 ABD\$'na geriledi. Diğer yandan, Türkiye 2023 yılı sonunda ithal yassı ve uzun çelik ürünlerine yönelik soruşturma başlattı. Bu durum 2024 yılında yerel üreticilerin rekabet gücünü destekleyecektir.
- Durgunluk endişelerine rağmen Worldsteel, 2023 yılında küresel çelik talebindeki %1,8 toparlanmayı 2024 yılında %1,9 büyümenin takip etmesini beklerken, AB'de (İngiltere dahil) çelik talebinin 2023 yılındaki %5 gerilemenin ardından 2024 yılında %5,8 bir toparlanma göstereceği ve Türkiye'de ise 2023 yılındaki %19 keskin toparlanmanın ardından %5 büyüme kaydedileceği öngörülüyor.
- FED, ABM ve Çin emlak piyasası 2024 yılında çelik talebi ve fiyatları için izlenmesi gereken temel faktörler olacaktır. Kızıldeniz'deki gibi navlun fiyatlarında artışa neden olan bölgesel çatışmalar ve bölgesel koruma önlemleri, bölgesel fiyat farklılıklarına yol açabilir.

## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
EREGL	N.	153,020	48%	43.72	53.00	21%	6.4	10.8
KRDMD	E.Ü.	20,645	89%	26.46	44.00	66%	3.6	7.5

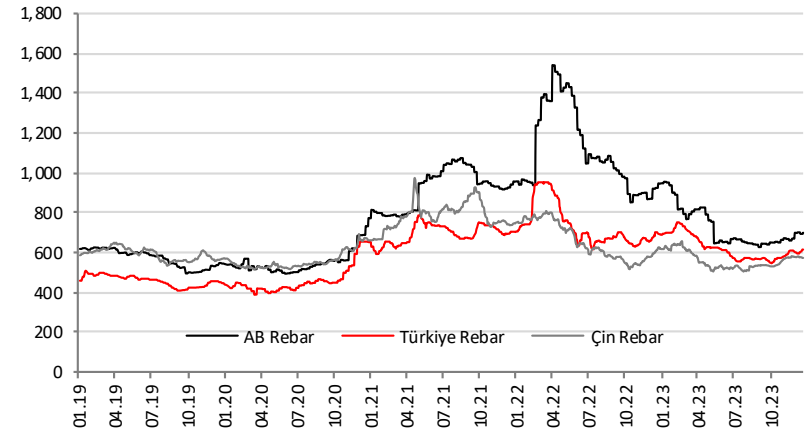
Surce: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## Bölgesel HRC Fiyatları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Bölgesel Rebar Fiyatları

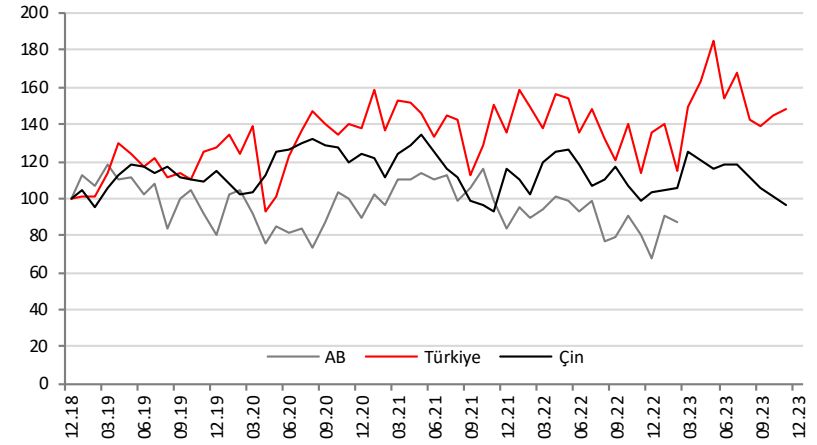


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

# Demir - Çelik

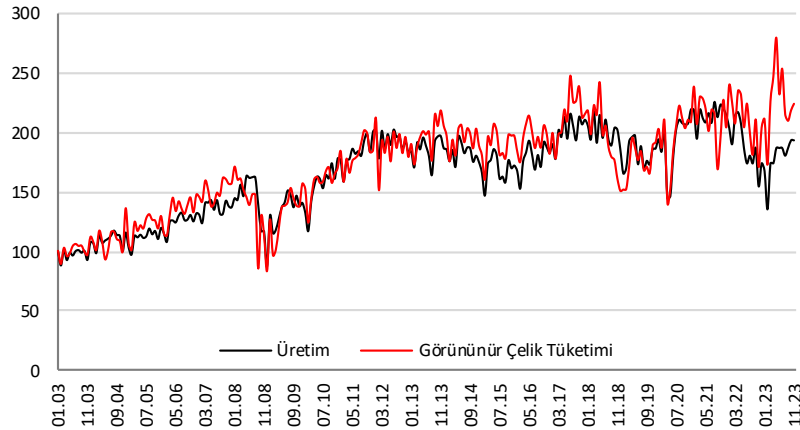
- Zayıf Çin talebi, AB ve Türkiye'ye yapılan ihracatta artışa yol açarak bölgesel piyasa dengelerinde bozulmaya yol açtı. Çin emlak sektöründeki bir toparlanma, her iki pazarda da Çin çeliği ithalatının azalmasını önünü açacaktır.
- Türkiye, 2023 yılında Görünür Çelik Tüketiminde AB ve Çin'i geride bıraktı. 2024 yılına girerken, talep tarafında şu ana kadar Türk çelik üreticileri tarafından belirgin bir zayıflık hissedilmedi. Nitekim, görünür çelik kullanımı son zamanlarda üretimin üzerinde performans gösterdi.
- Worldsteel, depreme bağlı inşaat faaliyetleri ve makroekonomik istikrara yönelik adımlar nedeniyle 2024 yılında Türk çelik talebinin %5 artmasını bekliyor.
- TÇÜD, 2024 yılının Türk çelik sektörü için daha iyi bir yıl olmasını bekliyor. Üretimin 2021 seviyesini aşmasını, çelik ihracatının toparlanmasını ve enerji maliyetlerindeki gevşemenin Türk çelik üreticilerinin uluslararası pazarlardaki rekabet gücüne hizmet etmesini bekliyor. Dernek ayrıca koruma önlemlerinin iç piyasa dengesini iyileştirmesini bekliyor.

## Görünür Çelik Tüketimi Trendleri (Aralık 2018=100)



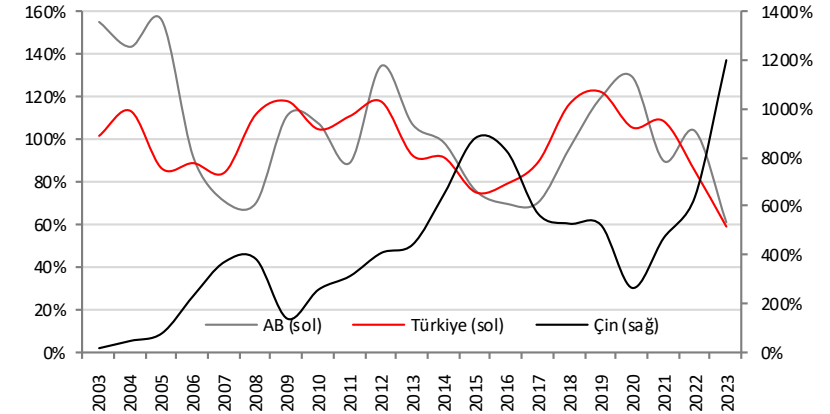
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Türkiye Çelik Üretimi ve Görünür Çelik Tüketimi Trendleri (Ocak 2003=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Bölgesel İhracat/İthalat Oranları



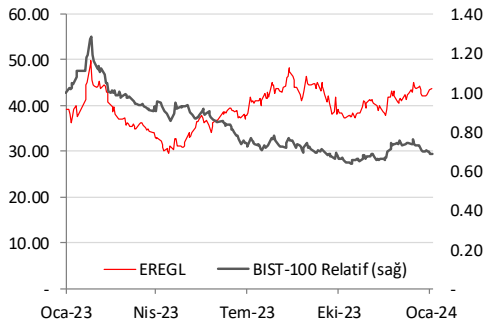
2023: AB Şubat 2023 itibarıyla, Türkiye ve Çin Kasım 2023 itibarıyla

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg



# Erdemir

Bloomberg Kodu	EREGL TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	53.00			
Güncel Fiyat, TL	43.72			
Getiri Potansiyeli	21%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	153,020			
Firma Değeri, mn TL	195,595			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	127,783	147,844	250,501	291,315
FAVÖK, mn TL	26,655	16,651	36,728	48,827
Net Kâr, mn TL	18,005	-759	14,140	21,845
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,694	44,725	77,507	84,090
Net Borç/FAVÖK	0.5	2.7	2.1	1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	20.9%	11.3%	14.7%	16.8%
Net Marj	14.1%	n.m.	5.6%	7.5%
Temettü Verimi	13.8%	-	-	5.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	87.3%	15.7%	69.4%	16.3%
FAVÖK, y/y	0.7%	-37.5%	120.6%	32.9%
Net Kâr, y/y	16.0%	n.m.	n.m.	54.5%
Değerleme Verisi				
F/K	6.3	n.m.	10.8	7.0
FD/FAVÖK	4.9	12.1	6.4	4.9
FD/Ciro	1.0	1.4	0.9	0.8
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	6.6%	13.7%	11.8%	6.6%
BIST-100 Relatif	-6.0%	3.4%	-31.5%	-6.0%
AÖİH, mn TL	3,545	3,021	4,043	3,545

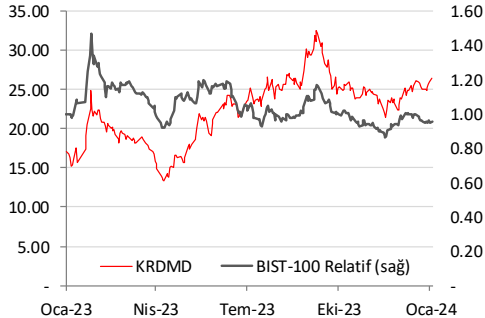


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- Yeşil geliş dönüşümü çağına hoş geldiniz:** Erdemir ve İsdemir (birlikte "Grup") net sıfır yol haritasının ilk aşaması olarak 2030 yılına kadar 3,2 milyar ABD\$ yatırım planını açıkladı. Plan 2024-2030 yılları arasında birden fazla yatırımı içeriyor: **(i) 1000MW güneş enerjisi santrali:** Grup elektrik tedarikinde kendi kendine yeterli hale gelmeyi hedefliyor. Güneş enerjisi santralinin yaklaşık 800 milyon ABD\$'na mal olacağını tahmin ediyoruz (800 ABD\$/kWh'lik bir geliştirme maliyeti varsayıyoruz), **(ii) Peletleme tesisi:** Yatırım 2022'de duyurulmuş olup 550 milyon ABD\$'na mal olması beklenmektedir, **(iii) 3,9 milyon ton/yıl kapasite artışı:** Yeni fırınlar, hem hurda toplama hem de Grubun yüksek fırınlarında üretilen ham çelik beslenen EAO teknolojilerini kullanacak ve toplam ham çelik kapasitesini 13,6 milyon ton/yıl'a çıkaracaktır. EAO'lar için 1,8 milyar ABD\$ yatırım bütçesi öngörüyoruz. Yatırım harcaması planının 2024 yılı için 1 milyar ABD\$ olduğunu hatırlatarak, 2025-2030 yılları arasında ortalama 600 milyon ABD\$/yıl yatırım harcaması yapılacağını tahmin ediyoruz. Grup, yeşil dönüşüm yol haritasının ilk aşaması ile 2030 yılında CO2 emisyonlarını 2022 yılına kıyasla %25 oranında azaltmayı öngörüyor. Erdemir, 2030-2040 yılları arasında 4 milyon ton/yıl kapasiteli bir DRI yatırımıyla CO2 emisyonunu %15 daha azaltacak, 2040-2050 yılları arasında yeşil hidrojen ve karbon yakalama sistemi teknolojileri ne yapacağı yatırımlarla 2050 yılında net sıfıra ulaşacak. 2030-2050 yılları arasındaki yatırım harcaması bütçesi ve 2030 hedeflerinden FAVÖK katkısı için açıklanmış bir beklenti bulunmuyor. Yönetim, 3,2 milyar ABD\$ yatırım harcaması bütçesinin %70-80'ini eurobond ve ESG bağlantılı sendikasyon kredisi ile finanse etmeyi planlıyor. Grup, genişleme aşaması için üretim kesintisi beklemiyor ve temettü politikasında bir değişiklik öngörüyor.
- 2024-2025 beklentilerimiz:** 2023'te görülen güçlü yurt içi çelik talebinin devam etmesi, enerji maliyetlerindeki düşüş, kapasite kullanımında ve nihai ürün fiyatlarındaki toparlanmaya bağlı olarak 2024 yılında 8,3 milyon ton sevkiyat (y/y: +%14) ve 130 ABD\$/t birim FAVÖK (y/y: +%36) bekliyoruz. Çin ve Avrupa çelik talebinde somut bir toparlanma ve 2024 yılında çelik ithalatına yönelik koruma önlemlerinin yerli çelik üreticileri üzerindeki fiyat baskılarını hafifletmesini bekliyoruz. Kızıldeniz'deki jeopolitik gerilimler hammadde teslimat sürelerini uzatarak hem girdi maliyetleri hem de nihai ürün fiyatları üzerinde zincirleme etki yaratabileceğinden arz güvenliği kilit bir konu olabilir. Verimlilik artırıcı birkaç projenin 2024 yılında devreye girmesiyle, birim FAVÖK'ün 2025 yılında yaklaşık 15 ABD\$/t iyileşme ile 145 ABD\$/t seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.
- "Nötr" seviyesini koruyoruz:** "Nötr" tavsiyemizi koruyor, hedef fiyatımızı %18 artırarak 53 TL'ye yükseltiyoruz. Grup bir yatırım döngüsünden geçtiği için 2024 yılında temettü beklemiyoruz. Yeşil dönüşüm ve yüksek teknoloji üretim yöntemlerinin benimsenmesinin operasyonel sürdürülebilirliği sağlayacağını ve uzun vadede portföy yöneticileri için Grubu yatırım yapılabilir evrende tutmaya yardımcı olacağını düşünüyoruz. Erdemir, yabancı para cinsinden fonksiyonel para birimi nedeniyle UFRS raporlamasında enflasyon muhasebesine tabi değildir, ancak yasal finansallar enflasyon muhasebesi düzeltmelerine tabi olacaktır. Yasal enflasyon muhasebesi düzeltmelerinden kaynaklanan önemli miktarda ertelenmiş vergi geliri nin desteğiyle efektif vergi oranında anlamlı bir düşüş bekliyoruz. Grubun finansal sonuçlarını Şubat ayı ortasında görmeyi bekliyoruz.

# Kardemir

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	44.00			
Güncel Fiyat, TL	26.46			
Getiri Potansiyeli	66%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	20,645			
Firma Değeri, mn TL	21,704			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,397	38,775	60,281	65,182
FAVÖK, mn TL	4,324	6,026	9,335	11,354
Net Kâr, mn TL	2,174	1,886	4,048	6,307
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	592	2,266	3,075	1,623
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.4	0.3	0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.8%	15.5%	15.5%	17.4%
Net Marj	7.9%	4.9%	6.7%	9.7%
Temettü Verimi	6.5%	0.8%	2.8%	5.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	85.6%	41.5%	55.5%	8.1%
FAVÖK, y/y	-11.6%	39.4%	54.9%	21.6%
Net Kâr, y/y	-43.6%	-13.3%	114.6%	55.8%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	7.0	16.0	7.5	4.8
FD/FAVÖK	3.7	5.4	3.6	2.8
FD/Ciro	0.6	0.8	0.6	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.4%	4.6%	55.4%	11.4%
BIST-100 Relatif	-1.8%	-4.8%	-4.8%	-1.8%
AÖİH, mn TL	1,284	1,182	2,251	1,284



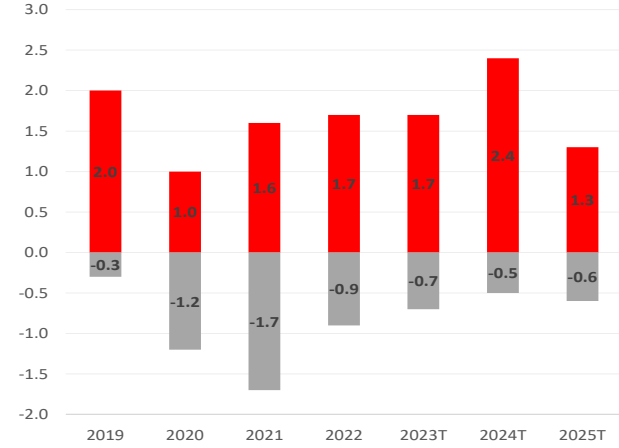
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **Yeniden yapılanma ve kentsel dönüşümden yararlanıyor:** Kardemir, iç piyasada inşaat faaliyetlerinden kaynaklanan güçlü uzun çelik talebinin olumlu etkisini görüyor. Worldsteel, depreme bağlı inşaat faaliyetleri ve makroekonomik istikrara yönelik adımlar nedeniyle 2024 yılında Türk çelik talebinin %5 artmasını bekliyor.
- **Koruma önlemleri 2024 yılında operasyonel karlılık üzerindeki aşağı yönlü baskıyı sınırlandıracak:** Türkiye, 31 Aralık 2023 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan, Kasım ayı başında açılan koruma önlemi soruşturması kapsamında filmaşın ithalatına 200 gün süreyle 175 ABD\$/t tutarında geçici koruma önlemi getirdi. Bu önlem ile Türkiye, ithalat vergisi oranının oldukça yüksek olması nedeniyle filmaşın ithalatını fiilen engellemiş oldu. Türkiye'nin 2022 yılındaki 430 milyon ABD\$ net ihracatına karşılık 2023 yılında 231 milyon ABD\$ net ithalatla filmaşın ithalatçısı olduğunu hatırlatalım. Kardemir'in sevkiyatlarının yaklaşık %20'sini oluşturan filmaşın, son 5 yıllık dönemde kütüğün normalize 60-80 ABD\$/t üzerinde makasla alıcı buluyordu. Mevcut geçici koruma önlemlerinin Kardemir'in 1Y karlılığını desteklemesini beklerken, devam eden soruşturmalardan çıkacak nihai kararların 2Y gidişatı üzerindeki aşağı yönlü baskıyı sınırlandıracağını düşünüyoruz.
- **Ürün karmasındaki iyileşme orta vadede birim marjları destekleyecektir:** Kardemir, savunma sektörüne yönelik yüksek vasıflı çelik üretimine yapacağı stratejik yatırımlarla katma değerli ürünlerin payını artırmayı planlıyor. Demiryolu ürünleri ve profiller şu anda Şirket için en kârlı segmentlerdir. Uzun vadede sürdürülebilir FAVÖK büyümesi için ürün karmasında yüksek vasıflı çeliğe geçişi destekleyici görüyoruz.
- **2024 stratejik yatırımların duyurulacağı bir yıl olabilir:** Kardemir Yönetim Kurulu Başkanı İsmail Demir 2024 planları hakkında konuştu. Demir, Şirket yönetiminin ham çelik kapasitesinin artırılması, cevher tedarikini güvence altına almak için geriye dönük entegrasyon, demiryolu bileşenleri gibi yüksek vasıflı çeliğe daha fazla odaklanma ve yeşil çelik dönüşümü planları üzerinde çalıştığını vurguladı. Bu olasılıkları şu aşamada değerlememize dahil etmiyoruz, ancak yönetimin son yorumları doğrultusunda atılacak herhangi bir adımın 2024 yılında hisse performansı için bir katalizör olabileceğine inanıyoruz.
- **2024 beklentilerimiz:** İnşaatla ilgili çelik talebinin 2023'te zaten güçlü olması nedeniyle sevkiyatların orta tek haneli büyüme ile 2,3 milyon tona çıkmasını ve 2024'te enerji maliyetlerinin azalması ve nihai ürün fiyatlarının toparlanmasıyla 120 USD/t birim FAVÖK (y/y: +%8) bekliyoruz. Çin ve Avrupa çelik talebindeki potansiyel toparlanmanın ve 2024 yılında çelik ithalatına yönelik koruma önlemlerinin yerli çelik üreticileri üzerindeki fiyat baskılarını hafifletmesini bekliyoruz. Kızıldeniz bölgesindeki jeopolitik gerilimler hammadde teslimat sürelerini uzatarak hem girdi maliyetleri hem de nihai ürün fiyatları üzerinde domino etkisi yaratabileceğinden arz güvenliği kilit bir konu olabilir. Kardemir, 2022 rakamlarına göre cevher tedarikinin %65'ini ve kömür tedarikinin yaklaşık %10'unu yurt içinden karşıladığı için hammadde tedarik güvenliği konusunda rekabet avantajına sahip bir çelik üreticisidir.
- **"Endeksin Üzerinde Getiri" seviyesini koruyoruz:** "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz, TP'yi 44 TL'de tutuyoruz. Kardemir, (i) cazip değerlendirilmesi ve ucuz çarpanları, (ii) güçlü talep ve rekabetçi pozisyonu iyileştiren koruma önlemleri, (iii) uzun vadede çelik üretim karlıklarını iyileştirmek için katma değerli ürünlere geçiş planları nedeniyle en çok tercih edilenler listemizde yer alıyor.

# Petrol ve Petrokimya

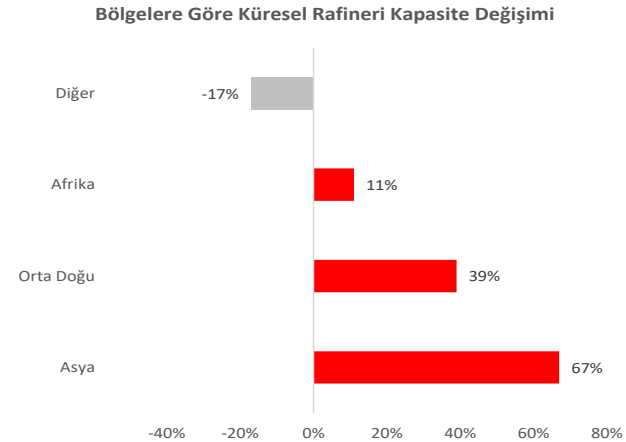
- Rafineri:** Asya ve Orta Doğu'da eklenen projelerde küresel rafineri kapasitesindeki artışın 2024'te hızlanarak 1,9mn v/g (2023: +1mn v/g) seviyesinde olması bekleniyor. 2024'te ürün marjlarında bozulma, ağır-hafif ham petrol makasında daralma öngörüyoruz. Rusya-Ukrayna savaşı sonrası artan doğalgaz fiyatları ve arz endişeleri sebebiyle orta distilat marjları 2022'te tepe seviyesine ulaşmıştı. 2023'te yavaşlayan talep ve doğalgaz fiyatlarındaki düşüş sebebiyle marjlarda normalleşme başladı. 2024'te zayıflayan talep ve dünyada eklenen yeni rafineri kapasitelerinin etkisiyle, özellikle yılın ikinci yarısında orta distilat marjlarında daralma bekliyoruz. Benzin tarafında ise güçlü geçen 2022'nin ardından 2023'te de %5'lik marj artışı gerçekleşti. Benzin için de 2024'te arz artışı ve talepte olası yavaşlama sebebiyle ürün marjlarında daralma bekliyoruz. 2024'te, orta distilat marjlarının 2023'teki 26 USD/v seviyesinden 20,4 USD/v seviyesine, benzin marjlarının 2022'deki 21,2 USD/v seviyesinden 17 USD/v seviyesine gerileyeceğini varsayıyoruz. Ham petrol maliyetleri tarafında, OPEC+'ın ham petrol üretim kesintileri, daha ağır ham petrol işleyebilen rafineri kapasitesindeki artış, uygulanan yaptırımlara karşın Rus petrolünün piyasada bulunabilirliğinin devam etmesi ve jeopolitik sebeplerden dolayı lojistik problemlerin ortaya çıkması ağır-hafif ham petrol makasında belirleyici olacak. 2024 tahminlerimizde ağır-hafif ham petrol makasının Tüpraş aleyhi ne hafifçe daralacağını varsayıyoruz.
- Devam eden lojistik problemler sebebiyle Avrupa'da ürün arzının azalması sebebiyle ürün marjlarında potansiyel iyileşme tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturabilir.
- LPG Dağıtım:** Ocak-Ekim 2023 döneminde tüplü gaz sırasıyla %2,1 (2012-2022 YBBO: -%3,7) artarken, ve oto gaz oto gaz satışları %15,5 (2012-2022 YBBO: %1,4) oranında büyüdü. LPG'nin diğer akaryakıt ürünlerinde göre ekonomik avantajı ve asgari ücret artışına paralel olarak 2023'te LPG talebi çok güçlü seyretti. Mevsim normallerinin üzerinde seyreden sıcaklıklar da LPG talebini destekledi. 2024'te artan faiz ortamında LPG talebinin yavaşlamasını bekliyoruz.

## Küresel Rafineri Kapasitesi Açılış ve Akapanışlar (milyon varil/gün)



Kaynak: Tüpraş

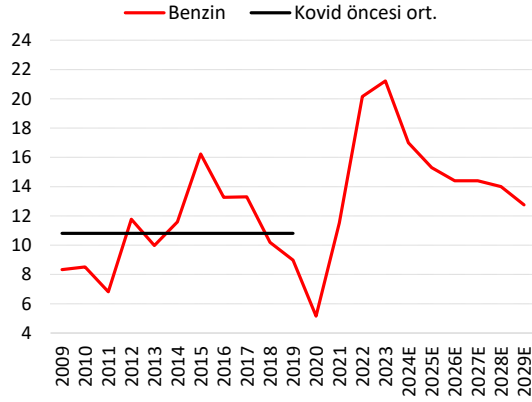
## Bölgelere Göre Küresel Rafineri Kapasite Değişimi



Kaynak: Tüpraş

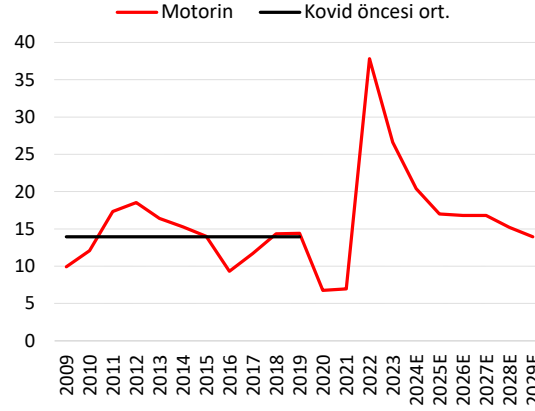
# Petrol ve Petrokimya

## Benzin Ürün Marjları (\$ v/v, Akdeniz)



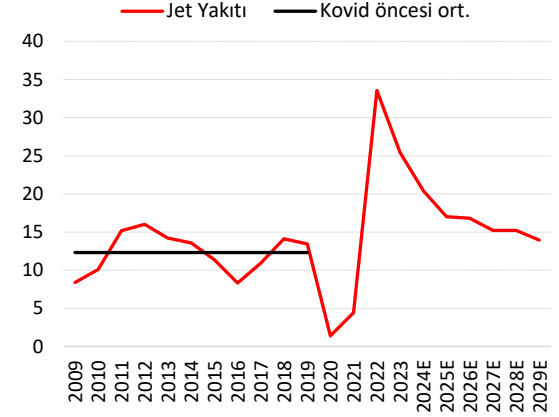
Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

## Dizel Ürün Marjları (\$ v/v, Akdeniz)



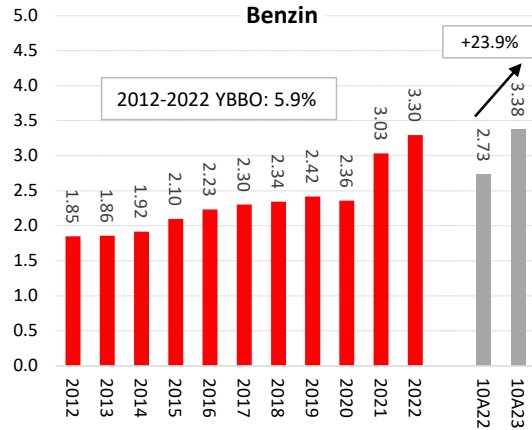
Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

## Jet Yakıtı Ürün Marjları (\$ v/v, Akdeniz)



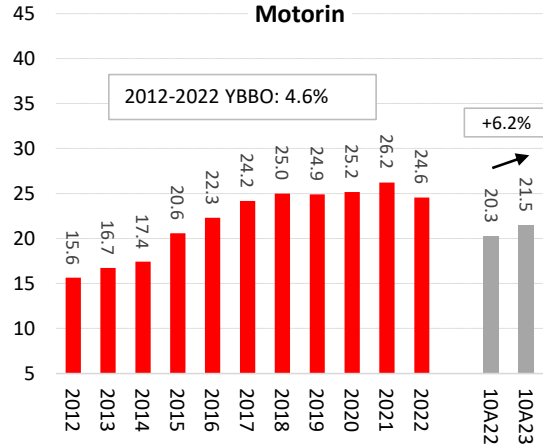
Kaynak: Tüpraş, AK Yatırım Araştırma

## Yurt içi Benzin Tüketimi (milyon ton)



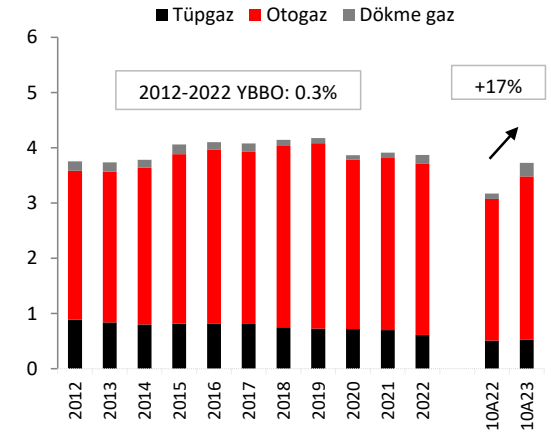
Kaynak: EPDK

## Yurt içi Dizel Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: EPDK

## Yurt içi LPG Tüketimi (milyon ton)

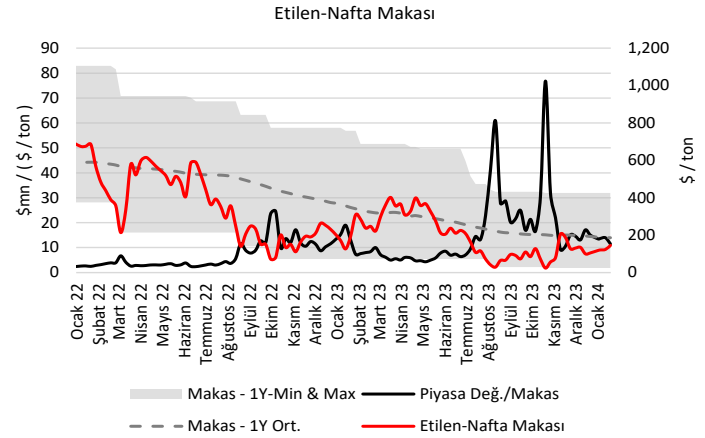


Kaynak: EPDK

# Petrol ve Petrokimya

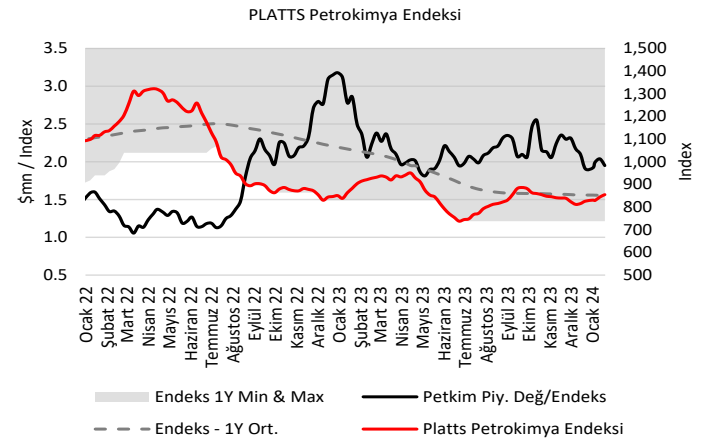
- Petrokimya:** 2024'te petrokimya sektör marjlarının dip seviyelerden toparlanmasını bekliyoruz. Etilen-nafta makası 2023'te %48 gerileyerek ortalama 190 USD/ton seviyesindeydi, 2022'de ise %38 düşmüştü. 1Ç24'te de marj zayıf seyretmeye devam ediyor. Zayıf ekonomik aktivite, Çin'in ihracatçı olarak rekabeti artırması, Amerika'da ve Çin'de yeni eklenen kapasiteler ve birikmiş stok sebebiyle sektör karlılığı 2022'den beri baskı altında bulunuyor. 2024'ün ikinci çeyreğinden itibaren petrokimya ürün talebinde ve marjlarda kademeli bir toparlanma bekliyoruz. Bu arada, talep koşullarının yavaş seyretmesine rağmen, Kızıldeniz'deki gelişmeler sebebiyle artan navlun maliyetleri ve uzayan teslim süreleri, Avrupa'ya ürün akışında aksamaya sebep olarak kısa vadede Petkim'in fiyatlamasına olumlu yönde etki edebilir.
- Türkiye'de yeni petrokimya yatırımları...** Son dönemde Bayegan ve Rönesans-Sonatrach tarafından açıklanan iki adet PDH bazlı polipropilen (PP) üretim yatırımı açıklandı. Bu iki projede toplam PP kapasitesi 923bin ton olarak hedeflenirken Petkim'in mevcut kapasitesi 144bin ton seviyesindedir. Projelerin tamamlanması uzun vadede sektörde rekabeti artırabilir.
- Tüpraş'ı,** cazip değerlemesi, ürün marjlarındaki kuvvetli seyir, defansif ve döviz bazlı gelir yapısı, 53 milyar TL'lik net nakit pozisyonuyla güçlü bilançosu nedeniyle sektörde öne çıkarıyoruz. Tüpraş'tan gelecek temettü etkisiyle Aygaz'ın da iyi performans göstermesini bekliyoruz. Petkim'de ise 2024'te zayıf bazdan ötürü karlılıkta güçlü bir toparlanma beklememize rağmen, risk-geçiri profiline zayıf olduğunu düşünerek «Nötr» tavsiyemizi koruyoruz.

## Etilen-Nafta makası sektöründe zayıf karlılığa işaret ediyor...



Kaynak: Petkim, AK Yatırım Araştırma

## Zayıf talep ve arz fazlası petrokimyada marjları baskılıyor.



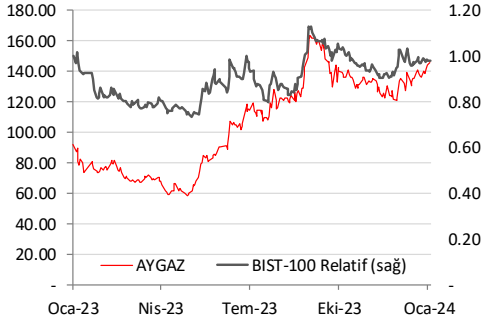
Kaynak: Petkim, AK Yatırım Araştırma

## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
AYGAZ	E.Ü.	32,025	24%	145.70	205.00	41%	9.4	5.9
PETKM	N.	54,388	47%	21.46	25.30	18%	7.8	7.0
TUPRS	E.Ü.	293,451	49%	152.30	212.00	39%	3.1	5.9

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Bloomberg Kodu	AYGAZ TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	205.00			
Güncel Fiyat, TL	145.70			
Getiri Potansiyeli	41%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	32,025			
Firma Değeri, mn TL	21,400			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	37,507	49,262	79,266	94,799
FAVÖK, mn TL	537	1,443	1,920	2,873
Net Kâr, mn TL	4,733	5,318	5,438	6,249
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	1,736	157	-133	-1,289
Net Borç/FAVÖK	3.2	0.1	-0.1	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	1.4%	2.9%	2.4%	3.0%
Net Marj	12.6%	10.8%	6.9%	6.6%
Temettü Verimi	1.3%	0.7%	3.5%	3.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	136.0%	31.3%	60.9%	19.6%
FAVÖK, y/y	-23.8%	168.5%	33.1%	49.6%
Net Kâr, y/y	606.4%	12.3%	2.3%	14.9%
Değerleme Verisi				
F/K	2.4	6.0	5.9	5.1
FD/FAVÖK	9.7	14.9	9.4	4.8
FD/Ciro	0.1	0.4	0.2	0.1
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	7.9%	4.3%	59.3%	7.9%
AÖİH, mn TL	-4.8%	-5.1%	-2.3%	-4.8%
	104	115	132	104

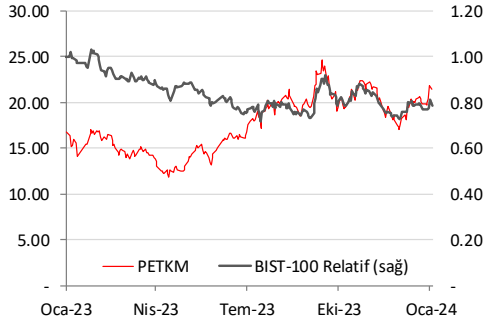


- **LPG'nin ekonomik avantajı sebebiyle 2023'te LPG talebi güçlüydü...** Ocak-Ekim 2023 döneminde tüplü gaz tüketimi %2,1 (2012-2022 YBBO: -%3,7) artarken oto gaz satışları %15,5 (2012-2022 YBBO: %1,4) oranında büyüdü. Temmuz 2023'te tüm akaryakıt ürünlerinde yüksek maktu vergi artışını takiben perakende akaryakıt fiyatlarında %13-25 oranında zamlar gerçekleşmişti. Buna rağmen, olumlu hava koşulları, LPG'nin diğer akaryakıt ürünlerinde göre ekonomik avantajı ve asgari ücret artışına paralel olarak 2023'te LPG talebi çok güçlü seyretti. 2024'te LPG talebinin yavaşlamasını bekliyoruz.
- **2024'te rafineri operasyonlarının katkısında çok hafif bir düşüş bekliyoruz...** Ürün marjlarında normalleşme, stok karlarındaki farklılık ve İzmit Rafinerisi'nde planlanan büyük bakım duruşundan kaynaklanan 196 milyon USD'lik FAVÖK kaybının, daha yüksek finansal gelirler ve olumlu kur etkisi sebebiyle büyük ölçüde dengeleneceği beklentisiyle, Tüpraş'ın net karında TL bazında %3'lük bir düşüş bekliyoruz. Buna göre, Tüpraş'ın Aygaz net karına katkısının 2023 tahminimiz olan 4.768milyon TL seviyesinden, 2024'te 4.637milyon TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz.
- **Paket teslim işinde yeni ortaklık...** Aygaz'ın %55, Koç Holding'in %45 sahibi olduğu Sendeo Dağıtım Hizmetleri, Ekol Ekspres Kargo'nun sahibiyle kurulacak eşit ortaklık sonrasında «Kolay Gelsin» markası altında faaliyetlerini sürdürmeyi planlıyor. Aygaz yeni ortaklıkta %37,5 pay sahibi olarak bu işteki öz kaynak yöntemi ile muhasebe edecek. İşlemin 2024'ün ilk yarısında tamamlanması hedefleniyor. Faaliyetine Temmuz 2021'de başlamış olan Sendeo, Aygaz'ın LPG'deki mevcut dağıtım alt yapısı ile bir sinerji oluşturma fikriyle kurulmuştu. Şirket halen büyüme sürecinde olduğundan buradan gelecek FAVÖK'ün 2023'te -700milyon TL, 2024'te ise -528milyon TL olmasını bekliyoruz.
- **İştiraklerden temettü akışında azalma olabilir...** 2023'te Aygaz'ın %20 pay sahibi olduğu, Tüpraş'ın ana ortağı olan EYAŞ, hem 2,3 milyar TL'lik sermaye azaltımı hem de 8,2 milyar TL'lik temettü ödemesi gerçekleştirmişti. Aygaz'ın %3,93 payı olan Koç Finansal Hizmetler de bu dönemde hem temettü dağıtmış hem de sermaye azaltımı yapmıştı. Buna göre Aygaz'a iştiraklerden gelen temettü miktarı 2023'te 2,2 milyar TL'ye ulaşmıştı. 2024'te bu iştiraklerde sermaye azaltımı olmayacağı varsayımıyla Aygaz'a temettü akışının 2,0 milyar TL'ye gerilemesini bekliyoruz.
- **2024'te konsolide FAVÖK'te %33 büyüme, net karda yatay bir seyir bekliyoruz...** FAVÖK büyümesinin artan dağıtıcı marjları ve iyileşen paket dağıtım faaliyetleri sebebiyle FAVÖK büyümesinin olumlu performans sergilemesini beklerken, net karın yatay kalmasının Tüpraş katkısındaki azalışın net karın yatay kalmasına sebep olacağını düşünüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Aygaz için Net Aktif Değeri'ne %25'lik holding iskontosu uygulayarak bulduğumuz 12 aylık hedef fiyatımız 205TL seviyesindedir. Tüpraş'tan güçlü temettü akışı ve paket dağıtım işinde olası pozitif gelişmeler Aygaz hisse performansına olumlu yansıtılabilir.



# Petkim

Bloomberg Kodu	PETKMTI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	25.30			
Güncel Fiyat, TL	21.46			
Getiri Potansiyeli	18%			
Halka Açıklık Oranı	47%			
Piyasa Değeri, mn TL	54,388			
Firma Değeri, mn TL	79,986			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	48,898	47,130	72,779	103,034
FAVÖK, mn TL	3,390	2,407	8,391	13,756
Net Kâr, mn TL	6,580	5,151	7,752	10,089
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	14,295	26,814	30,486	28,770
Net Borç/FAVÖK	4.2	11.1	3.6	2.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.9%	5.1%	11.5%	13.4%
Net Marj	13.5%	10.9%	10.7%	9.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	70.3%	-3.6%	54.4%	41.6%
FAVÖK, y/y	-44.3%	-29.0%	248.6%	63.9%
Net Kâr, y/y	20.7%	-21.7%	50.5%	30.1%
Değerleme Verisi				
F/K	4.4	10.6	7.0	5.4
FD/FAVÖK	12.8	26.5	7.8	4.5
FD/Ciro	0.9	1.4	0.9	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	17.8%	6.9%	28.3%	17.8%
BİST-100 Relatif	3.9%	-2.8%	-21.4%	3.9%
AOİH, mn TL	1,562	1,730	2,081	1,562

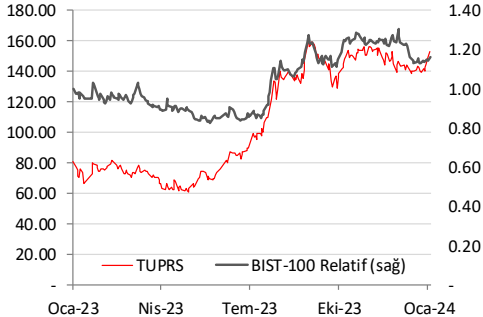


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **2024'te petrokimya sektör marjlarının dip seviyelerden toparlanmasını bekliyoruz...** Petrokimya üreticilerini karlılığıyla ilgili bir gösterge olan etilen-nafta makası 2023'te %48 gerileyerek ortalama 190 USD/ton seviyesindeydi. Söz konusu veri, 2022'de de %38 düşmüştü. 1Ç24'te şu ana kadar etilen-nafta makası 120 dolar/ton seviyesinde olurken geçen seneye göre %40'lık bir daralmaya işaret ediyor. Zayıf ekonomik aktivite, Çin'in ihracatçı olarak rekabeti artırması, Amerika'da ve Çin'de yeni eklenen kapasiteler ve birikmiş stok sebebiyle sektör karlılığı 2022'den beri baskı altında bulunuyor. 2024'ün ikinci çeyreğinden itibaren petrokimya ürün talebinde ve marjlarda kademeli bir toparlanma bekliyoruz.
- **Kısa vadede lojistik problemler Avrupa'daki ürün arzını baskılayabilir...** Talep koşullarının yavaş seyretmesine rağmen, Kızıldeniz'deki gelişmeler sebebiyle artan navlun maliyetleri ve uzayan teslim süreleri, Avrupa'ya ürün akışında aksamaya sebep olarak Petkim'in fiyatlamasına olumlu yönde etki edebilir.
- **STAR Rafineri'deki %12'lik pay 4Ç23'ten itibaren finansallarda olacak...** STAR Rafineri'nin Petkim net karına 4Ç23'te 360 milyon TL, 2024'te 2.609 milyon TL katkı yapmasını bekliyoruz. Bu arada Petkim'in STAR Rafineri'den hammadde alım anlaşmasını daha esnek koşullarla yenileyerek daha düşük maliyetli hammadde alternatiflerine yönelmesi sonucunda 3Ç23'te olumsuz piyasa koşullarına rağmen Petkim 46 milyon USD'lik FAVÖK elde edebilmişti.
- **Petkim'in karlılığında 2024'te güçlü bir toparlanma bekliyoruz...** Petkim için 2023 FAVÖK tahminiimiz, 101 milyon USD (-%5 y/y) seviyesindeyken 2024'te FAVÖK'ün yaklaşık %150 artarak 250 milyon USD seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Hammadde maliyetlerindeki iyileşme, Fed'in beklenen faiz indirimleriyle beraber talepte olası toparlanma, yeniden stok biriktirme motivasyonu ve lojistik sebeplerden dolayı ithal ürünlerin yaratacağı rekabetin azalma ihtimali, Petkim'in karlılığında 2024'te güçlü bir toparlanma beklememizin en önemli nedenleridir.
- **Nötr tavsiyemizi koruyoruz...** Petkim için değerlememizi hammadde maliyetlerindeki iyileşme ve STAR Rafineri hedef değerimizdeki artış sebebiyle yukarı çektik. Buna göre 12 aylık hedef hisse fiyatımızı %14 artışla 25,3TL olarak belirledik. Petkim'in 1-yıl ileri F/K ve FD/FAVÖK çarpanları 7,7x ve 8,9x seviyesinde seyrederken, 2 yıllık ortalamalara göre sırasıyla %16 iskonto ve %11 prime işaret ediyor. Petkim için 2024'te zayıf bazdan ötürü karlılıkta güçlü bir toparlanma beklememize rağmen, risk-getiri profilini zayıf olduğunu düşünerek «Nötr» tavsiyemizi koruyoruz. Petrokimya sektör marjlarında beklentilerimizin üzerinde bir toparlanma, rafineri sektöründeki yüksek marj ortamının daha uzun süre devam etmesi, STAR Rafineri'de ya da Petkim konteyner limanında olası bir halka arz için atılacak adımlar Petkim için değerlememizde yukarı yönlü risk oluşturabilir.

# Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	212.00			
Güncel Fiyat, TL	152.30			
Getiri Potansiyeli	39%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	293,451			
Firma Değeri, mn TL	236,306			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	481,765	567,018	774,187	906,780
FAVÖK, mn TL	55,477	74,674	72,160	65,090
Net Kâr, mn TL	41,045	51,381	49,965	48,638
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-16,501	-59,163	-61,697	-50,945
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.8	-0.9	-0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	11.5%	13.2%	9.3%	7.2%
Net Marj	8.5%	9.1%	6.5%	5.4%
Temettü Verimi	-	9.2%	13.8%	12.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	215.9%	17.7%	36.5%	17.1%
FAVÖK, y/y	314.1%	34.6%	-3.4%	-9.8%
Net Kâr, y/y	1074.4%	25.2%	-2.8%	-2.7%
Değerleme Verisi				
F/K	1.9	5.7	5.9	6.0
FD/FAVÖK	1.0	3.1	3.1	3.6
FD/Ciro	0.1	0.4	0.3	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	6.5%	9.9%	89.5%	6.5%
AÖİH, mn TL	-6.1%	-0.0%	16.1%	-6.1%
	2,828	3,579	3,752	2,828



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

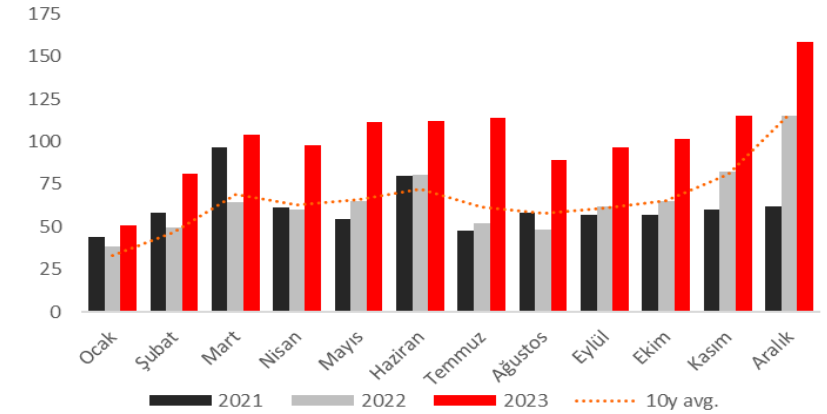
- **2023'te yurtiçi akaryakıt talebindeki büyüme tarihi ortalamaların üzerindeydi...** Ocak-Ekim döneminde, yurtiçi dizel talebi %6,2 (2012-2022 YBBO: %4,6), benzin talebi ise %23,9 (2012-2022 YBBO: %5,9) büyüdü. Tüketim, Temmuz 2023'te akaryakıt ürünlerindeki ÖTV'de yapılan yüksek artışa rağmen kuvvetli seyretti. Geçici olan Petder verilerine göre Kasım 2023'te geçen seneye göre dizel talebi %12,8, benzin talebi ise %31 arttı. Bu yükselişi olumlu hava koşulları da destekledi. Öte yandan, ekonomik aktivitedeki yavaşlama beklentisiyle 2024'te akaryakıt talep artışının daha yavaş seyretmesini bekliyoruz. Ancak bu durum öncelikle ithal ürünleri etkileyeceğinden Tüpraş satışları üzerinde herhangi bir baskı beklemiyoruz.
- **2024'te ürün marjlarında bozulma, ağır-hafif ham petrol makasında daralma olabilir...** Rusya-Ukrayna savaşı sonrası artan doğalgaz fiyatları ve arz endişeleri sebebiyle orta distilat marjları 2022'te tepe seviyesine ulaşmıştı. 2023'te yavaşlayan talep ve doğalgaz fiyatlarındaki düşüş sebebiyle marjlarda normalleşme başladı. 2024'te zayıflayan talep ve dünyada eklenen yeni rafineri kapasitelerinin etkisiyle, özellikle yılın ikinci yarısında orta distilat marjlarında daralma bekliyoruz. Benzin tarafında ise güçlü geçen 2022'nin ardından 2023'te de %5'lik marj artışı gerçekleşti. Benzin için de 2024'te arz artışı ve talepte olası yavaşlama sebebiyle ürün marjlarında daralma bekliyoruz. 2024'te, orta distilat marjlarının 2023'teki 26 USD/v seviyesinden 20,4 USD/v seviyesine, benzin marjlarının 202'teki 21,2 USD/v seviyesinden 17 USD/v seviyesine gerileyeceğini varsayıyoruz. Ham petrol maliyetleri tarafında, OPEC+'ın ham petrol üretim kesintileri, daha ağır ham petrol işleyebilen rafineri kapasitesindeki artış, uygulanan yaptırımlara karşın Rus petrolünün piyasada bulunabilirliğinin devam etmesi ve jeopolitik sebeplerden dolayı lojistik problemlerin ortaya çıkması ağır-hafif ham petrol makasında belirleyici olacak.
- **2024'te Tüpraş'ın karlılığında USD bazında bir düşüş bekliyoruz...** 2022-2023 dönemindeki kuvvetli karlılığın ardından 2024'ün daha normalleşmeye yakın bir dönem olmasını bekliyoruz. Ürün marjlarında daralma, stok karlarıyla ilgili farklar ve İzmit Rafinerisi'ndeki planlı büyük bakım durumu sebebiyle oluşması beklenen 196 milyon USD'lik FAVÖK kaybı nedeniyle, Tüpraş'ın 2024'te FAVÖK ve net karında USD bazında yaklaşık %30 gerileme bekliyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Tüpraş'ın i) cazip değerlendirilmesi ve yüksek temettü verimi beklentimiz, 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. Tüpraş'ın 1-yıl ileri F/K ve FD/FAVÖK çarpanları 6,8x ve 3,8x seviyesinde seyrederken, 2 yıllık ortalamalara paralel işlem görüyor. Devam eden lojistik problemler sebebiyle Avrupa'da ürün arzının azalması marjları yukarı çekmesi tahminlerimize pozitif yönlü risk oluşturabilir.



# Otomotiv Sektörü Genel Görünümü – İç Pazar

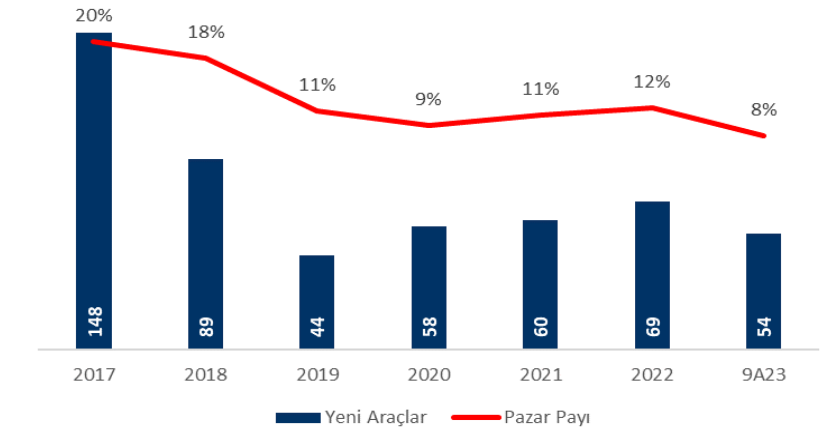
- Olağanüstü bir yıl.** Yurt içi hafif araç (HA) talebi, zayıflayan TL, artan faiz oranları, bulunabilirlik ve satın alınabilirlik sorunlarına rağmen 2023'te 1,23 milyon adet ile 10 yıllık ortalama olan 792 bin adetin %56 üzerinde gerçekleşti.
- 2024'te yurt içi HA pazarının yıllık %27 daralarak 900 bin adede gerilemesini bekliyoruz.** 2023, enflasyonun tetiklediği yatırım amaçlı araç talebi, bulunabilirlik sorunlarının yol açtığı güçlü ikinci el pazarı, 1Y23'teki düşük reel faizler ve genel seçimlere bağlı olarak artan tüketici güveni sayesinde rekor bir yıl oldu. 2024'te, önemli bir bulunabilirlik sorunu öngörmüyoruz. Faiz artışlarının 2Y23'te başlamasıyla birlikte, enflasyonun 2024'te düşeceğini ve bunun da araçlara yönelik yatırım talebini normalleştireceğini düşünüyoruz. Yerel seçimler tüketici güvenini etkileyebilecek olsa da, bunun genel seçimlere kıyasla daha düşük olacağını düşünüyoruz.. İkinci el pazarındaki regülatif eylemler ve elektrikli araç ithalatçılarına yönelik yeni kısıtlamalar 2024'te HA talebini olumsuz etkileyecektir. Bireysel müşterilerden düşük düzeyde bir ertelenmiş talebin kaldığını, kurumsal talebin (kiralama) ise 2024 yılında daha destekleyici olacağını düşünüyoruz.
- Kiralama sektörü tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturuyor.** 2018'de oto kiralama sektörü daralmaya başladı. Sektörün filo büyüklüğü 2017'de 366 bin araçla zirve yaparken, 9A23 itibarıyla 252 bin adede geriledi. Hali hazırda %8 pazar payı ile faaliyet gösteren kiralama sektör talebinin uzun vadede %15'e yükseleceğini düşünüyoruz. Filo yaşlanmasından kaynaklanan HA talebi, yüksek TL faiz oranının yarattığı baskıyla karşılaşacaktır. Yine de, 2024'te oto kiralama talebinde ılımlı bir artış bekliyoruz.

### Aylık Yurt içi HA Satışları (Bin Adet)



Kaynak: ODD

### Kiralama Sektörü Yeni Araç Talebi (Bin Adet) ve Pazar Payı (%)



Kaynak: TOKKDER

### Hisse Önerilerimiz

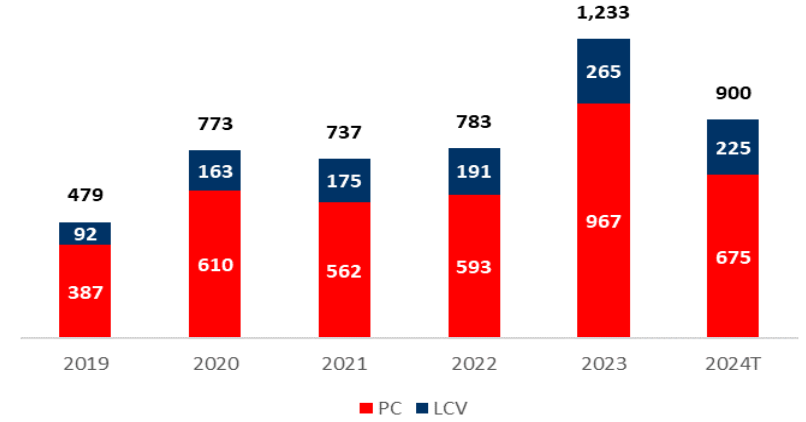
Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
DOAS	E.Ü.	57,310	34%	260.50	475.00	82%	2.8	4.4
FROTO	E.Ü.	302,660	18%	862.50	1,320.00	53%	7.1	7.1
TOASO	E.Ü.	122,000	24%	244.00	440.00	80%	5.5	6.1

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

# Otomotiv Sektörü Genel Görünümü – İç Pazar

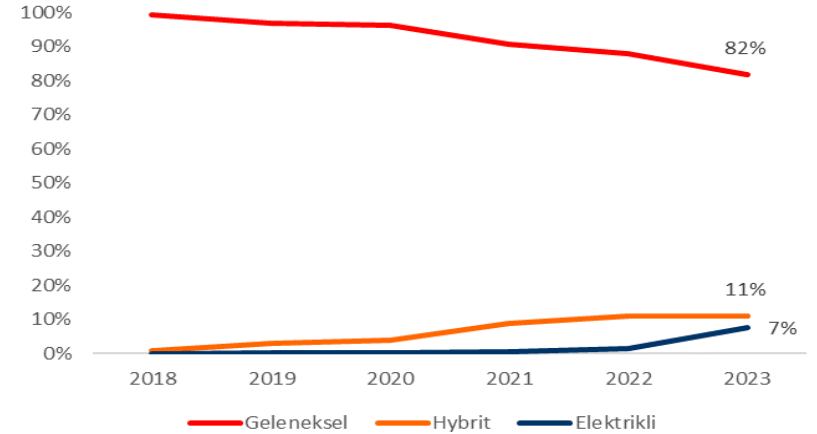
- **2024'te hafif ticari araç satışlarının binek araç satışlarından daha az daralmasını bekliyoruz.** Sıkı mali ve para politikalarının ithal araçlar üzerinde daha olumsuz bir etki yaratacağını düşünüyoruz. Binek araç pazarındaki yüksek ithalat payını düşünerek, bu pazarda daha yüksek bir daralma olacağını tahmin ediyoruz.
- **Pazara yeni giren oyuncularla elektrikli araç satışları 2023'te 9,3 kat artarak 72 bin adede ulaştı.** Skywell Şubat'ta, Chery Mart'ta, Tesla Mayıs'ta ve BYD Kasım 2023'te pazara girdi. TOGG Mayıs 2023'te teslimatlara başladı. TOGG, 2023'te yeni oyuncular arasında en yüksek pazar payını elde etti. Farklı giriş tarihleri göz önüne alındığında, marka performansını ölçmek için 2024'ün daha uygun bir yıl olacağına inanıyoruz. 2023'te elektrikli araçların benimsenme oranları umut vericiydi, ancak dönüşümü yavaşlatabilecek 3 faktör görüyoruz. **1) Altyapı sorunları.** Elektrikli araç şarj altyapısı araç satışlarının gerisinde kalmakta, bu da uzun kuyruklara yol açmaktadır. **2) Şarj süresi.** Şarj için gereken süre, hızlı şarjın 16-80dk sürmesi ve ortalama 30dk olması nedeniyle bir zorluk olmaya devam etmektedir. **3) Yeni ithalat düzenlemeleri:** Türkiye'de yakın zamanda açıklanan bir düzenleme, AB ve serbest ticaret anlaşması olan ülkeler dışından ithal edilen elektrikli araçlarda yeni zorunluluklar getirmektedir. İthalatçılar Türk Standartları Enstitüsü'nden (TSE) sertifika almak, yedi bölgede servis istasyonları kurmak, personel için mesleki yeterlilik belgeleri almak, Türkçe konuşan bir çağrı merkezi kurmak, Türkiye'de bir temsilci şirket kurmak ve batarya sistemlerinin denetlenebileceğine dair yazılı bir taahhütte bulunmak gibi kriterleri yerine getirmek zorundadırlar.
- **Çinli üreticilerin artan rekabeti.** 2023'te Çin'in araç ihracatı yıllık %57 artarak 5,2 milyon adetlik rekor bir seviyeye ulaştı. Chery 923 bin satışla ihracata öncülük ederken, onu 685 bin adetle SAIC ve 344 bin satışla Tesla Çin takip etti. Çin, 2023'te 4,3 milyon araç ihraç eden Japonya'yı geride bırakarak birinci sıraya yerleşti. Çin'in rekabet üstünlüğü, en düşük ortalama batarya fiyatlarına ve yenilikçi, iyi eğitilmiş ve nispeten uygun maliyetli bir mühendis kaynağına sahip olmasından kaynaklanıyor. Türkiye'de elektrikli araç ithalatçılarının yönelik son düzenlemeler yerel üreticiler için kısa vadeli koruma sağlayacaktır fakat, uzun vadede yerli üreticilerin pazar paylarını korumak için rekabet güçlerini artırmaları gerekmektedir.

Hafif Araç Kırılımı (Bin Adet)



Kaynak: ODD, AK Yatırım Araştırma

Binek Araçların Motor Tipine Göre Kırılımı (%)

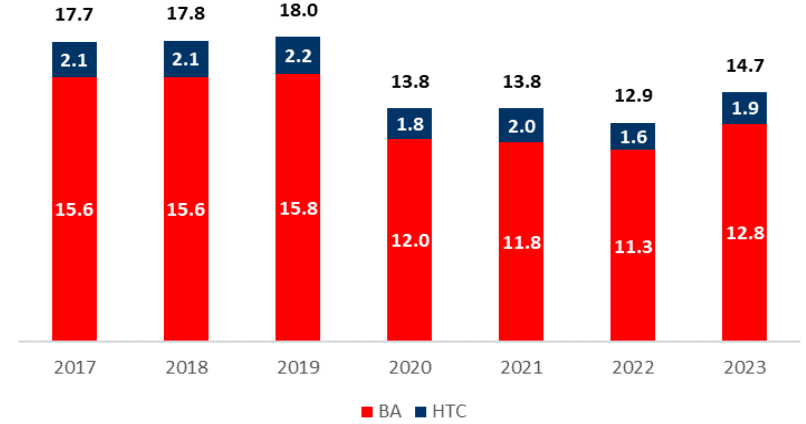


Kaynak: ODD

# Otomotiv Sektörü Genel Görünümü – İhracat

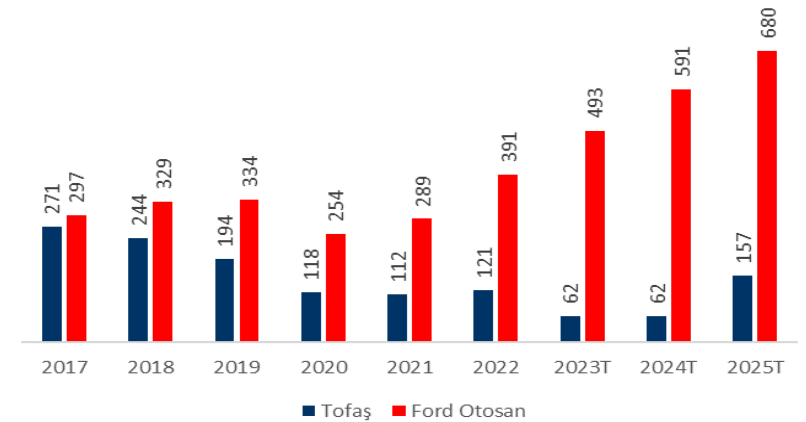
- Avrupa (AB + EFTA + Birleşik Krallık) pazarı henüz toparlanmadı.** 2020 yılında, Avrupa hafif araç satışları (BA + HTC (<3,5 ton)) pandemi nedeniyle yıllık %24 daraldı. BA satışları HTC satışlarından daha fazla daraldı. 2021 ve 2022'de, HA talebi bulunabilirlik sorunları nedeniyle zayıf seyretti. 2023'te, tedarik sorunlarının azalmasıyla HA satışları yıllık %14 arttı. Jeopolitik ve makro endişelere rağmen, Avrupa HA talebinin filo talebi ve elektrikli araç dönüşümü ile 2024'te yıllık bazda iyileşeceğine inanıyoruz.
- Avrupa'da yeni nesil araçların pazar payı yüksek bir seviyede.** Yeni nesil binek araç(batarya elektrikli + plug-in hibrit + hibrit elektrikli) pazar payı bir önceki yıl %46 iken 2023'te %50'ye yükseldi.
- Batarya fiyatlarındaki uzun vadeli düşüş eğilimi 2023'te de devam etti.** 2023'te Uluslararası Enerji Ajansı'na (IEA) göre, 2015 yılına kıyasla batarya fiyatlarında %66'lık bir düşüş yaşandı. 2022'de ortalama tahmini batarya fiyatı 150 USD/kWh civarındaydı. Paket üretim maliyeti ciddi oranda düştü. Toplam batarya maliyetinin %20'sini oluşturan paket üretim maliyeti 10 yıl önce toplam maliyetin %30'unu oluşturuyordu. Paket üretim maliyetleri düşüşünü sürdürerek 2022'de yıllık %5 geriledi. Buna karşılık, hücre üretim maliyetleri 2022'de bir önceki yıla kıyasla artış göstermiş, daha yüksek hammadde ve elektrik fiyatları nedeniyle 2019 seviyelerine geri dönmüştür. Bununla birlikte, paket üretimindeki verimlilik kazanımları, 2022'de maliyetlerdeki genel düşüşe katkıda bulundu. Batarya fiyatlarının bölgesel farklılıklar gösterdiğini, Çin'in en düşük ortalama fiyatlara sahip olduğunu, Asya Pasifik bölgesinin geri kalanının ise en yüksek fiyatları raporladığını belirtmek istiyoruz. Batarya maliyetlerinde süregelen bu düşüş, elektrikli araç pazarının olumlu gidişatına katkıda bulunmakta ve bu araçları tüketiciler için giderek daha erişilebilir bir hale getirmektedir.
- Şarj istasyonları yetersiz.** 2016'da 0,1 milyon olan elektrikli araç havuzunun 2022'de 16,8 kat artarak 2 milyona ulaşmasına rağmen, altyapı yatırımları gecikti. Avrupa pazarındaki şarj noktaları 2016'da 77 bin iken 2022'de 6,2 kat artarak 479 bine ulaştı.

Avrupa Pazarı Hafif Araç Kırılımı (Milyon Adet)



Kaynak: ACEA

Tofaş ve Ford Otosan İhracat Satışları (Bin Adet)

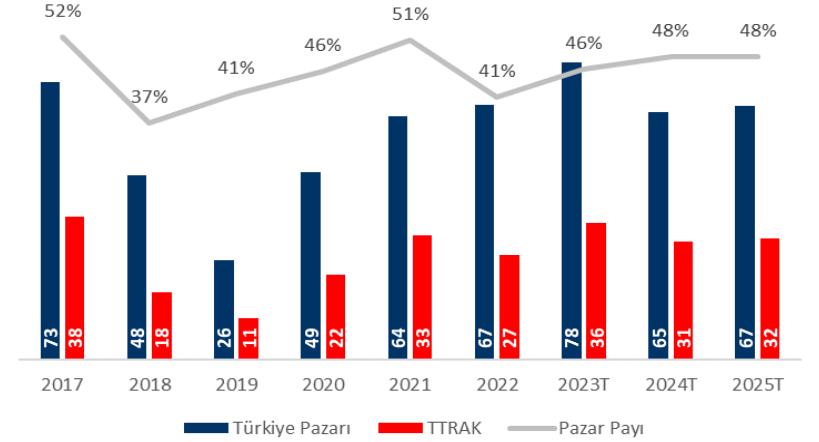


Kaynak: Şirket verisi, AK Yatırım Araştırma

# Otomotiv Sektörü Genel Görünümü – Traktör

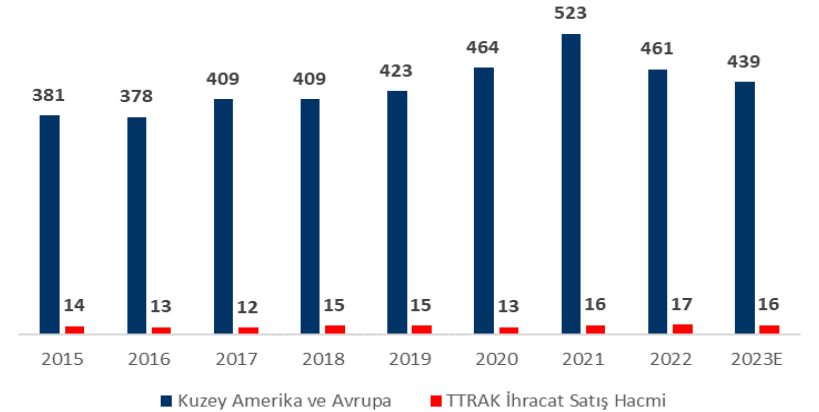
- Rekor yıl.** Yurt içi traktör pazarının yıllık %17 büyüyerek rekor seviye olan 78 bine ulaşmasını bekliyoruz. Yurt içi traktör pazarı, zayıflayan TL, yüksek faiz oranları ve bulunabilirlik sorunları gibi zorluklara rağmen güçlü bir performans sergiledi. Yarı iletken kıtlığı özellikle düzey 4 ve 5 traktörlerin üretimini olumsuz etkiledi. 2023 yılındaki güçlü talebin sebepleri faiz teşviki ve enflasyon sebebiyle artan yatırım amaçlı araç alımıdır.
- 2024'te yurt içi traktör pazarında yıllık %17'lik bir daralma öngörüyoruz.** Ziraat Bankası, faiz ödemelerinde yerli üretim traktörler için %50, ithal traktörler için ise %25 sübvansiyon sunmaktadır. Sübvansiyon sonrası faiz oranı 2023 başında %5 iken, Haziran 2023'te artmaya başlamıştır. Ocak 2024 itibariyle sübvansiyonlu oran %22,5'e yükselmiştir. Sübvansiyonlu oranın enflasyonun altında kalmasına rağmen, faiz maliyetlerindeki önemli artış 2024'te talebi azaltacaktır. 2023'te traktörlere yöndük yatırım talebi ağırlıklı olarak enflasyondan kaynaklanmıştı, 2024'te enflasyonda düşüş beklentilerimizle birlikte yatırım talebinde bir yumuşama öngörüyoruz.
- Ana ihraç pazarlarında olumsuz görünüm.** Kuzey Amerika ve Avrupa, Türk Traktör'ün ihracatının %80-85'ini oluşturmaktadır. 2023'te Avrupa pazarının yıllık bazda yatay seyretmesi beklenirken, Kuzey Amerika'nın yıllık %7 daralması beklenmektedir. Türk Traktör 2023 yılını ihracat hacminde yıllık %6 daralma ile tamamladı. John Deere'in 2024 beklentileri zorlu bir 2024'e işaret ediyor. John Deere ABD ve Kanada'da büyük tarım ekipmanları sektörü satışlarında yıllık %10-15 daralma bekliyor. Bu beklentinin kaynağı, 3 yıllık güçlü pazarın ardından, çiftçilerin zayıflayan finansalları ve ekipman alımlarını olumsuz etkileyen yüksek faiz oranlarıdır. John Deere, ABD ve Kanada'daki küçük tarım segmentinin yıllık %5-10 düşüş yaşayacağını tahmin ediyor. John Deere Avrupa pazarının, Doğu ve Batı Avrupa arasında değişen dinamiklerle yaklaşık %10 oranında daralacağını tahmin ediyor. Doğu Avrupa traktör pazarının Ukrayna'dan gelen tahıl fiyatları düşürmesi sebebiyle olumsuz ayrışması bekleniyor. Batı Avrupa traktör pazarının ise yüksek tahıl fiyatları ve düşen girdi maliyetleri ile olumlu ayrışması bekleniyor. 2022'de Türk Traktör, tahmini 2 bin adetlik katkı sağlayacak yeni ihracat modellerini tanıtmıştı. Yönetim, uzun vadede 20-22 bin adetlik bir ihracat hacmi öngörmektedir. Yeni tanıtılan modellerin Türk Traktör'ün ihracatta pazar payını artırması tahminlerimize yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Türkiye Traktör Pazarı ve Türk Traktör Yurt İçi Satışları (Bin Adet)



Kaynak: Şirket verisi, OSD, AK Yatırım Araştırma

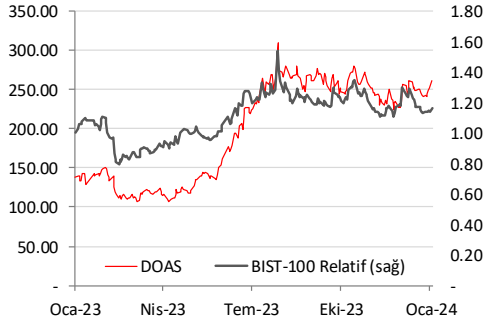
Ana İhraç Pazarları ve Türk Traktör İhracat Satışları (Bin Adet)



Kaynak: Şirket verisi, OSD, AK Yatırım Araştırma

# Doğuş Otomotiv

Bloomberg Kodu	DOASTI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	475.00			
Güncel Fiyat, TL	260.50			
Getiri Potansiyeli	82%			
Halka Açıklık Oranı	34%			
Piyasa Değeri, mn TL	57,310			
Firma Değeri, mn TL	43,377			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	46,781	119,180	115,261	146,385
FAVÖK, mn TL	7,853	20,077	15,269	13,220
Net Kâr, mn TL	7,824	18,826	13,072	12,326
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,805	-1,852	-4,148	-1,838
Net Borç/FAVÖK	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.8%	16.8%	13.2%	9.0%
Net Marj	16.7%	15.8%	11.3%	8.4%
Temettü Verimi	11.1%	10.0%	13.1%	12.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	92.5%	154.8%	-3.3%	27.0%
FAVÖK, y/y	230.3%	155.7%	-23.9%	-13.4%
Net Kâr, y/y	235.6%	140.6%	-30.6%	-5.7%
Değerleme Verisi				
F/K	2.5	3.0	4.4	4.6
FD/FAVÖK	0.7	2.2	2.8	3.4
FD/Ciro	0.1	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1.4%	5.2%	89.1%	1.4%
BIST-100 Relatif	-10.6%	-4.3%	15.9%	-10.6%
AÖİH, mn TL	398	447	647	398

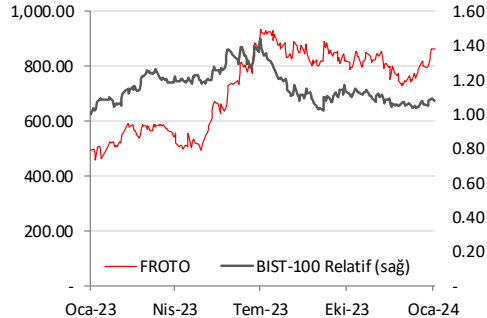


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **2024'te yurt içi HA pazarının yıllık bazda %27 daralmasını bekliyoruz.** Doğuş Otomotiv'in pazar payı 2023'te hem Skoda dahil hem de hariç yıllık bazda yatay seyretti. 2024'te de pazar payının yatay seyretmesini bekliyoruz. Skoda dahil satış hacminin yıllık %27 düşüşle 123 bine gerilemesini bekliyoruz. Skoda hariç satış hacminin de benzer bir düşüşle 100 bine gerilemesini bekliyoruz.
- **2024'te araç fiyatlarında gerileme bekliyoruz.** 2023'te araç fiyatlarının Euro bazında, 2022'deki yıllık %28'lik artışın üzerine, yıllık %7 artmasını bekliyoruz. 2022-2023'teki yüksek artış ağırlıklı olarak daha yüksek ATA satışları, bulunabilirlik sorunları ve düşük reel faiz tarafından desteklenen yatırım talebi ve avantajlı satış bileşiminden kaynaklanmaktadır. BA segmentinde 4Ç23'te sektör genelinde bir fiyat düşüşünün başladığını görüyoruz. 2024'te araç fiyatlarının Euro bazında yıllık %7 daralmasını bekliyoruz.
- **2024'te FAVÖK marjının ciddi bir şekilde daralmasını fakat, uzun vadeli normal seviyelerin üzerinde kalmasını bekliyoruz.** Özellikle ticari araçlardaki güçlü fiyatlama, stok karı, maliyet kontrolleri, ATA ve satış sonrası hizmet satışlarındaki artış, 2022-2023 yıllarında yüksek FAVÖK marjlarına yol açtı. 2024'te, daha iyi bulunabilirlik, stok karının normalleşmesi ve artan tanıtım ile pazarlama giderleri ile FAVÖK marjının 360 baz puan daralarak %13,2 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- **İştiraklerin performansı.** 2023'te iştiraklerden konsolide cironun %3'üne tekabül eden 3,6 milyar TL kar bekliyoruz. Yüce Oto, 2020-2023 döneminde, azalan kur zararları ve bulunabilirlik problemi sayesinde elde ettiği fiyatlama gücüyle 2018-2019'a kıyasla performansını önemli ölçüde iyileştirdi. 2024'te iştirak karının, net satışların %2,5'ine tekabül eden 2,9 milyar TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2022-2023'te Türkiye pazarında 2 milyon hafif araç satıldı. Sıfır alınan binek araçlar için muayene süreci, satın alma tarihinden 3 yıl sonra, sıfır alınan hafif ticari araçlar için ise 2 yıl sonra başlamaktadır. TÜVTÜRK'ün muayene fiyatları yılda 1 kere güncellenmekte olup, enflasyona endekslidir. TÜVTÜRK'ün ilerleyen yıllarda Doğuş'un kârlılığına önemli katkılar sağlayacağına inanıyoruz.
- **Doğuş GYO'nun satın alınması.** Doğuş Otomotiv, Doğuş GYO'nun %93,7'sini Doğuş Holding'den satın aldı. Satın alma tutarı 5,1 milyar TL'dir. Söz konusu tutar, DOAS'ın 2023 net satışlarının %4'üne tekabül ediyor. 4Ç23'te şirket kontrol gücü olan payları satın aldı. 4Ç23'te Doğuş Otomotiv, Doğuş GYO'yu konsolide ederek raporlama yapacak.
- **Yeni faaliyetler.** Şirket, Wielton markalı ürünlerin Türkiye'de satışını yapmak üzere niyet mektubu imzaladı. Doğuş Şarj Sistemleri, ül ke çapında bir şarj ağı işletmek için şarj ağı operatörü lisansı aldı.
- **Tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Doğuş için hedef fiyatımızı 448 TL'den 475 TL'ye yükseltiyoruz.

# Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,320.00			
Güncel Fiyat, TL	862.50			
Getiri Potansiyeli	53%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	302,660			
Firma Değeri, mn TL	335,064			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	171,797	324,170	512,174	708,213
FAVÖK, mn TL	19,727	37,416	53,419	63,902
Net Kâr, mn TL	18,614	35,306	42,862	46,765
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	27,804	46,875	78,720	107,663
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.3	1.5	1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	11.5%	11.5%	10.4%	9.0%
Net Marj	10.8%	10.9%	8.4%	6.6%
Temettü Verimi	5.8%	5.1%	8.7%	10.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	141.6%	88.7%	58.0%	38.3%
FAVÖK, y/y	108.4%	89.7%	42.8%	19.6%
Net Kâr, y/y	111.5%	89.7%	21.4%	9.1%
Değerleme Verisi				
F/K	6.1	8.6	7.1	6.5
FD/FAVÖK	7.1	9.3	7.1	6.4
FD/Ciro	0.8	1.1	0.7	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	16.6%	5.3%	75.6%	16.6%
BİST-100 Relatif	2.8%	-4.2%	7.6%	2.8%
AÖİH, mn TL	864	838	1,159	864



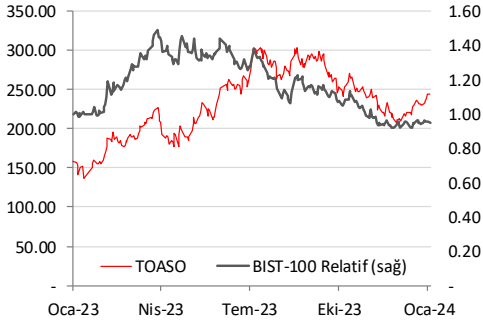
- **Yurt içi HA pazarının 2024'te yıllık %27 düşüşle 900 bine gerilemesini bekliyoruz.** 2023'te Ford Otosan, ticari araçların bulunabilirlik sorunları ve Courier'in Romanya'ya transferiyle ilgili sorunlar nedeniyle yıllık 158 baz puan pazar payı kaybetti. 2024'te, daha iyi bulunabilirlik ile pazar payının 209 baz puan artmasını bekliyoruz. 2023'te, yurt içi ATA pazarının yıllık %22 artarak 53 bine ulaşmasını ve 2015'teki rekor seviyenin üzerine çıkmasını bekliyoruz. 2024'te ATA pazarında yıllık %16 daralma beklerken, pazar payının yıllık bazda sabit kalacağını varsayarak Ford'un yurt içi ATA satışlarında %16 daralma bekliyoruz.
- **2024'te yeni elektrikli araç modelleri ile güçlü bir ihracat performansı bekliyoruz.** 3Ç22'de Romanya fabrika satın alımı tamamlandı. Romanya'nın tam performansının ilk kez finansallara girmesiyle 2023'te ihracat satış hacmi yıllık %26 arttı. 4Ç23'te Courier'in üretimi Romanya fabrikasına kaydırıldı. Bu kaydırma ile 2024'te Romanya'nın ihracat hacminde yıllık %28 artış bekliyoruz. Ford, 2025 yılına kadar tüm portföyünün elektrikli versiyonlarını piyasaya sürmeyi planlıyor. Elektrikli Custom, Courier ve Puma 2024'te piyasaya sürülecek. Sonuç olarak, 2024'te ihracat hacminde yıllık %20 artış bekliyoruz. İlk bakışta 2024 ihracat tahminlerimiz iyimser görünebilir. Yatırımcılara 1Y23'te Ford'un Türkiye'den 355-365 bin ihracat öngördüğünü hatırlatmak isteriz. Courier'in transferiyle ilgili sorunlar nedeniyle Şirket tahminlerini 335-345 bine düşürmüş ve nihayet 2023'ü 311 bin ihracatla tamamlamıştı. Bu transferle ilgili herhangi bir sorun yaşanmamış olsaydı, 2024 tahminimiz daha makul görünecekti.
- **Fiyatlama gücü 2023'te zirve yaptı.** 2023'te ortalama araç fiyatlarının Euro bazında yatay seyretmesini bekliyoruz. 2020'den bu yana Ford'un ortalama araç fiyatlarını ATA satışlarının artan payı ve bulunabilirlik sorunları sebebiyle ciddi bir seviyede artırdığını görüyoruz. 2024'te, zorlu koşullar nedeniyle araç fiyatlarının Euro bazında yıllık %4 daralmasını bekliyoruz.
- **FAVÖK marjında bozulma.** Stok karı, maliyet kontrolleri ve satış bileşiminde olumlu değişim 2023'te yüksek FAVÖK marjına yol açtı. Ford Romanya'nın satın alınması marjları düşürdü. 2024'te, artan elektrikli araç ve BA satışları, satış bileşiminde ihracatın artan payı, azalan fiyatlama gücü ve stok karının normalleşmesiyle FAVÖK marjının 111 baz puan daralarak %10,4'e gerilemesini bekliyoruz.
- **Üretim kapasitesinin artırılması.** Ford, Aralık 2020'de açıkladığı 2,0 milyar Avro yatırım ile Türkiye'de 2025 yılına kadar 650 bin araç üretim kapasitesine ulaşmayı hedeflemektedir. Şirket, 3Ç22'de Ford Romanya'yı satın aldı. Hali hazırda Ford Romanya 289 bin kapasite ile Puma ve Courier üretmektedir. Bu yatırımlarla birlikte şirketin üretim kapasitesinin 2025 yılında +900 bin adede ulaşması beklenmektedir. Şu anda Şirket'in kapasitesi 746,5 bin adettir.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Ford için hedef fiyatımızı 1.320 TL seviyesinde tutuyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.



# Tofaş

Bloomberg Kodu	TOASO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	440.00			
Güncel Fiyat, TL	244.00			
Getiri Potansiyeli	80%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	122,000			
Firma Değeri, mn TL	108,678			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	66,793	101,072	154,420	289,744
FAVÖK, mn TL	11,270	17,306	20,896	29,019
Net Kâr, mn TL	8,562	18,771	20,099	22,122
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-4,966	-18,978	-7,413	-2,632
Net Borç/FAVÖK	-0.4	-1.1	-0.4	-0.1
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	16.9%	17.1%	13.5%	10.0%
Net Marj	12.8%	18.6%	13.0%	7.6%
Temettü Verimi	7.1%	2.5%	11.5%	12.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	118.9%	51.3%	52.8%	87.6%
FAVÖK, y/y	94.5%	53.6%	20.7%	38.9%
Net Kâr, y/y	160.9%	119.2%	7.1%	10.1%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	5.3	6.5	6.1	5.5
FD/FAVÖK	3.5	5.9	5.5	4.1
FD/Ciro	0.6	1.0	0.7	0.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	16.2%	-3.6%	54.2%	16.2%
BİST-100 Relatif	2.5%	-12.3%	-5.5%	2.5%
AÖİH, mn TL	784	830	1,323	784

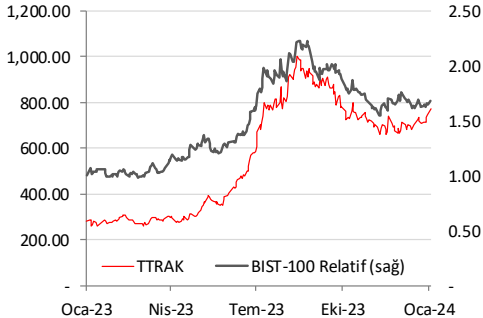


- Yurt içi HA pazarının 2024'te yıllık %27 daralmayla 900 bine gerilemesini bekliyoruz.** Tofaş, 2023'te güçlü elektrikli araç talebi ve bulunabilirlik sorunları nedeniyle yıllık 293 baz puan pazar payı kaybetti. Daha iyi bulunabilirlik, Egea'nın daralan pazarlardaki iyi performansı ve Stellantis Otomotiv birleşmesi ile 2024'te pazar payının artmasını bekliyoruz. Stellantis Otomotiv ile birleşmenin beklenenden erken gerçekleşmesi yurt içi hacim tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. 2024'te Tofaş'ın yurt içi HA satış hacminin %25,5 pazar payı varsayımıyla yıllık %15 artışla 230 bin olmasını bekliyoruz. 2024'te, yeni elektrikli modeller henüz tanıtılmadığı için ihracat satışlarının 62 bin seviyesinde yatay kalacağını varsayıyoruz. Stellantis Otomotiv anlaşmasının 1Ç24'te tamamlanması bekleniyordu, ancak Rekabet Kurulu nihai bir inceleme yapılmasına karar verdi. Anlaşmanın 2Y24'te tamamlanacağını varsayıyoruz. (Önceki varsayım: 1Ç24).
- Fiyatlama gücü üreticilerden tüketicilere geçecek.** 2023'te, Tofaş'ın Euro bazında ortalama araç fiyatının yıllık %7 artacağını varsayıyoruz. Tofaş'ın ortalama araç fiyatlarının 2020'den bu yana al ya da öde anlaşmaları, olumlu satış bileşimi ve pandemi sonrası tedarik zinciri sorunları nedeniyle önemli ölçüde arttığına inanıyoruz. 2024'te, Euro bazında ortalama araç fiyatlarının yıllık %5 daralacağını varsayıyoruz.
- FAVÖK marjında gerileme.** Başarılı yeni lansmanlar, stok karları, maliyet kontrolleri, al ya da öde anlaşmaları ve olumlu satış bileşimi 2022-2023'te yüksek FAVÖK marjlarına yol açtı. 2024'te FAVÖK marjının 359 baz puan azalarak %13,5'e gerilemesini bekliyoruz. 2024'te VÖK marjının %14,5 olacağını varsayıyoruz.
- Stellantis ile anlaşmalar.** Tofaş, Peugeot, Citroen, Opel ve DS'nin Türkiye distribütörlüğünü yapan Stellantis Otomotiv'i n %100'ünü 400 milyon Euro'ya satın aldı. Ayrıca, şarta bağlı bir performans ödemesi de bulunmaktadır. Satın almanın ardından Tofaş, Stellantis Otomotiv'in Türkiye distribütörlüğünü yaptığı araçların ve ilgili yedek parçalarının Türkiye ithalatçısı ve distribütörlüğünü yapacak. Ayrıca Stellantis, 5 marka için planlanan yeni araç modeli K0 ve kombi versiyonlarının üretim ve dağıtım hakkını Tofaş'a verdi. 2025'ten itibaren yurt içi operasyonlarda %31 pazar payı varsaydık. Yeni modellerle ilgili olarak, KKO'nun 2025'ten itibaren kademeli olarak artarak ilerleyen yıllarda %80'e yükselineceğini varsaydık. Yeni modellerin ağırlıklı olarak ihracat pazarlarına satılacağını varsaydık.
- Yüksek temettü potansiyeli.** Tofaş'ın 2024'te %75 dağıtım oranına ve %12 temettü verimliliğine tekaül eden 28,2 TL/hisse temettü dağıtacağını varsaydık. Tofaş'ın 2012-2023 yılları arasındaki ortalama temettü dağıtım oranı %71'dir.
- Endeksin üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz..** Tofaş için hedef fiyatımızı Stellantis Otomotiv satın alımının ertelenmesi sebebiyle 488 TL'den 440 TL seviyesine indiriyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Türk Traktör

Bloomberg Kodu	TTRAK TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	960.00			
Güncel Fiyat, TL	770.50			
Getiri Potansiyeli	25%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	77,102			
Firma Değeri, mn TL	72,995			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	21,835	46,128	59,977	76,759
FAVÖK, mn TL	3,406	11,785	12,581	12,636
Net Kâr, mn TL	2,971	9,369	9,623	8,743
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-947	-6,834	-3,792	-1,141
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.6	-0.3	-0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.6%	25.5%	21.0%	16.5%
Net Marj	13.6%	20.3%	16.0%	11.4%
Temettü Verimi	7.8%	2.7%	10.9%	11.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	87.5%	111.3%	30.0%	28.0%
FAVÖK, y/y	96.6%	246.0%	6.8%	0.4%
Net Kâr, y/y	124.7%	215.3%	2.7%	-9.1%
Değerleme Verisi				
F/K	5.2	8.2	8.0	8.8
FD/FAVÖK	4.2	6.0	5.8	6.0
FD/Ciro	0.7	1.5	1.2	1.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	8.2%	-1.1%	173.5%	8.2%
AOİH, mn TL	-4.6%	-10.0%	67.6%	-4.6%
	410	426	329	410



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

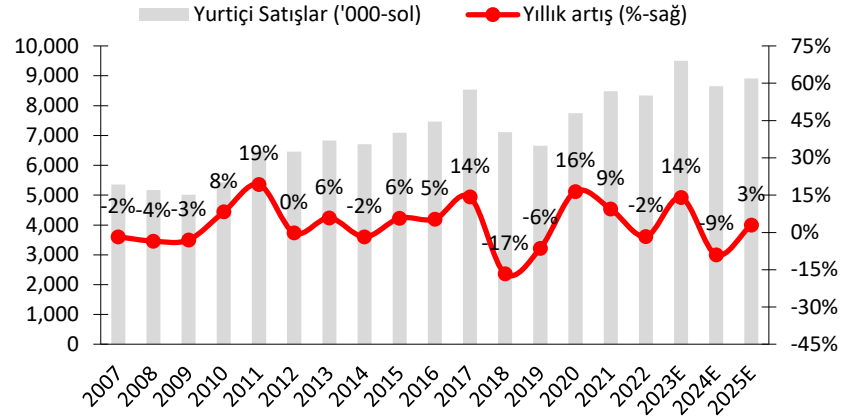
- **Daha önce de belirttiğimiz gibi, 2024'te yurt içi traktör talebinde önemli bir düşüş bekliyoruz.** 2023'te yurt içi traktör pazarının yıllık %16 büyüyerek 78 bin adede ulaşmasını bekliyoruz. 2024'te yurt içi traktör pazarının yıllık %17 düşüşle 65 bin adede gerilemesini bekliyoruz. 2022 ve 2023 yıllarında, Türk Traktör 4. ve 5. düzey traktörleri olumsuz etkileyen bulunabilirlik sorunları nedeniyle pazar payını ithalatçılara kaptırdı. 2024'te, daha iyi tedarik zinciri koşulları ile pazar payında 200 baz puan iyileşme bekliyoruz. Sonuç olarak, Türk Traktör'ün yurtiçi satış hacminin 2024'te yıllık %13 daralmasını bekliyoruz.
- **Ana ihrac pazarları 2024 yılında umut verici görünmüyor.** Kuzey Amerika ve Avrupa pazarları, Türk Traktör'ün ihracat hacminin %80-85'ini oluşturuyor. 2023'te Avrupa pazarının yıllık yatay seyretmesi beklenirken, Kuzey Amerika'nın yıllık %7 gerilemesi beklenmektedir. Türk Traktör 2023 yılını ihracat hacminde yıllık %6 düşüşle tamamladı. Daha önce de belirtildiği gibi, John Deere 2024 beklentilerini yayınladı ve Türk Traktör'ün ana ihracat pazarlarında yıllık %5-15 düşüş bekliyor. Biz de 2024'te Türk Traktör'ün ihracat satış hacminde yıllık %5 düşüş bekliyoruz. 2022 yılında Türk Traktör ağırlıklı olarak ihrac pazarlarına satacağı yeni ürünlerinin tanıtımını yaptı. Bu ürünlerin ihracat hacmine tahmini katkısı 2 bin adettir. Yönetim uzun vadede 20-22 bin ihracat satış hacmi beklemektedir. Yeni modeller sayesinde artan pazar payı, ihracat tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.
- **2024 tüketicilerin pazarı olacak.** Türk Traktör'ün Euro bazında ortalama araç fiyatlarının 2022'deki %32'lik yıllık artışa ek olarak 2023'te %23 artmasını bekliyoruz. Şirket, 2022 ve 2023 yıllarında, olumlu satış bileşimi, enflasyon kaynaklı yatırım talebi, faiz teşvikleri ve tedarik zinciri sorunları ile Euro bazında ortalama araç fiyatlarını oldukça yüksek bir seviyede artırmayı başardı. 2024'te, daha iyi bir tedarik zinciri ortamı ve düşen enflasyon sayesinde yatırım talebinin hafiflemesini bekliyoruz. 2024 yılında Euro bazında ortalama araç fiyatlarının yıllık bazda yatay kalacağını varsayıyoruz.
- **FAVÖK marjı gerileyecek fakat uzun vadedeki seviyenin üzerinde kalacak.** Güçlü fiyatlama, şirketin 2022 ve 2023 yıllarında brüt marjını artırmasına yardımcı oldu. Ayrıca, döviz kurlarındaki dalgalanma stok karı yarattı. 2024 yılında normalleşen piyasa ve makro koşullar altında FAVÖK marjında 457 baz puan düşüş bekliyoruz.
- **Temettü hissesi.** 2024 yılında %12 temettü verimliliği ve %90 dağıtım oranına tekabül eden 84,3 TL/hisse temettü bekliyoruz.
- **Önerimizi Nötr seviyesinde koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik ve tahminlerimizde bazı revizyonlar yaptık. Hedef fiyatımızı 975,0 TL'den 960,0 TL'ye düşürüyoruz.



# Beyaz Eşya Sektörü

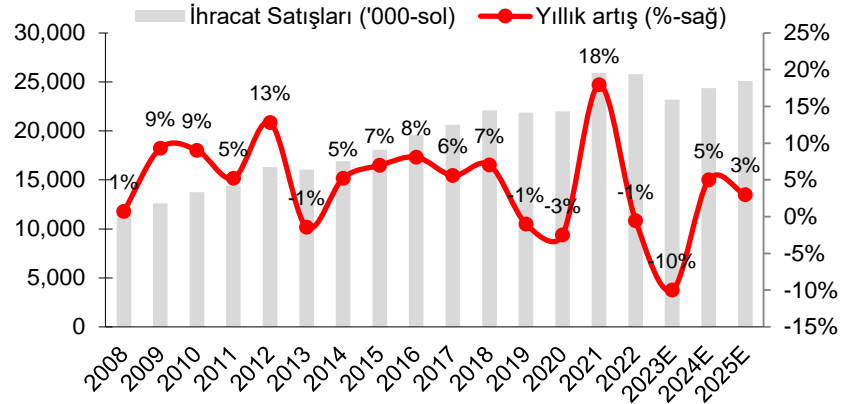
- Güçlü bir yılın ardından yurtiçi satışlarda normalleşme öngörüyoruz:** Yurtiçi beyaz eşya satışları 2020'den bu yana güçlü bir baz oluşturmasına rağmen 11A23'te yıllık bazda %15 arttı. Öne çekilen talep, uygun tüketici finansman seçeneklerinin bulunması ve deprem etkisinin talebi desteklediğini düşünüyoruz. Arçelik 9A23'te yurt içi gelirlerini %98 artırmayı başarırken, Vestel Beyaz'ın yurtiçi satışları 2022'deki %132'lik büyümenin ardından %76 arttı. Yüksek baz ve iç talebi sınırlamayı amaçlayan sıkı parasal duruş nedeniyle, 2024 yılında yurtiçi beyaz eşya satışlarının %9 gerileyeceğini tahmin ediyoruz.
- Avrupa'daki uzun süreli zayıf talep ihracatı 2023 yılında baskıladı:** İç pazarın aksine, Avrupa'daki zayıf talep koşullarının devam etmesi nedeniyle beyaz eşya ihracatı 11A23'te yıllık %11 oranında azaldı. Beyaz eşya satışları dokuz aylık dönemde Avrupa'da düşük tek haneli oranda daraldı. Bölgedeki talebin 4Ç21'den bu yana düşüş trendinde olması kaynaklı düşük baz ve Avrupa'da beklenen toparlanma sayesinde 2024 yılında ihracatta %5 büyüme bekliyoruz. Toparlanmanın özellikle 2Y24'te hız kazanmasını bekliyoruz.
- Maliyet tarafı, marj görünümünü desteklemeye devam ediyor:** Enerji, hammadde ve lojistik maliyetleri, 2023'te kademeli olarak normalleşti. Bu durum, güçlü iç talep ile birlikte, hem Arçelik hem de Vestel Beyaz Eşya'nın 2023 marjlarına olumlu etki yaptı. Gelişmiş ekonomilerdeki düşük imalat ve inşaat talebi ve Çin'de devam eden zayıflık göz önüne alındığında, girdi maliyetlerinin 2024 yılında da olumlu kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Arçelik'in 2024 yılında çift haneli FAVÖK marjını korumasını, Vestel Beyaz'ın ise marjlarının güçlü bazdan hafif normalleşmesini bekliyoruz.

## Yurtiçi Beyaz Eşya Satışları



Kaynak: Ak Yatırım, Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği

## Beyaz Eşya İhracatı



Kaynak: Ak Yatırım, Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği

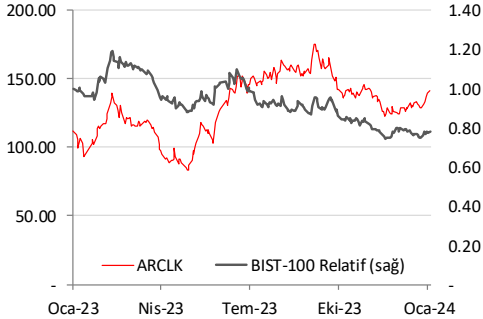
## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
ARCLK	E.Ü.	95,683	15%	141.60	231.00	63%	4.7	14.7
VESBE	E.Ü.	27,712	19%	17.32	29.50	70%	3.0	4.3

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

# Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	231.00			
Güncel Fiyat, TL	141.60			
Getiri Potansiyeli	63%			
Halka Açıklık Oranı	15%			
Piyasa Değeri, mn TL	95,683			
Firma Değeri, mn TL	133,153			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	133,916	206,107	310,348	393,061
FAVÖK, mn TL	11,859	21,540	32,034	41,116
Net Kâr, mn TL	4,325	4,408	6,522	11,199
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	26,910	47,023	62,826	67,001
Net Borç/FAVÖK	2.3	2.2	2.0	1.6
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	8.9%	10.5%	10.3%	10.5%
Net Marj	3.2%	2.1%	2.1%	2.8%
Temettü Verimi	3.2%	1.6%	1.4%	2.7%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	96.4%	53.9%	50.6%	26.7%
FAVÖK, y/y	73.0%	81.6%	48.7%	28.4%
Net Kâr, y/y	41.1%	1.9%	48.0%	71.7%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	11.0	21.7	14.7	8.5
FD/FAVÖK	5.7	6.3	4.7	3.8
FD/Ciro	0.5	0.7	0.5	0.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	10.2%	-0.2%	26.8%	10.2%
BIST-100 Relatif	-2.8%	-9.2%	-22.3%	-2.8%
AÖİH, mn TL	514	440	743	514

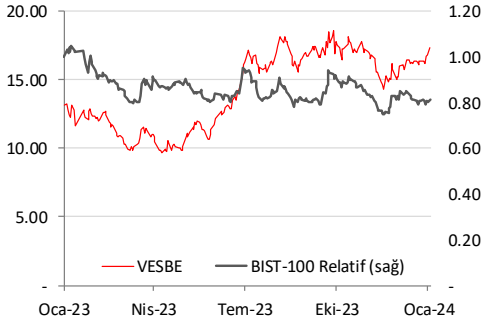


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **İngiltere Rekabet Otoritesi'nin (CMA) Arçelik ve Whirlpool Europe birleşmesine yönelik kararı izlenmesi gereken en önemli gelişme:** İngiltere Rekabet Otoritesi, Arçelik-Whirlpool birleşme anlaşmasını, yeni yapının tüketiciler için seçenekleri azaltabileceği gerekçesiyle, ikincil incelemeye aldı. İkincil aşamanın tamamlanması için açıklanan son tarih 26 Mart 2024. Avrupa Komisyonu ise birleşmeyi, birincil aşama soruşturmanın ardından 24 Ekim 2024 tarihinde koşulsuz onayladı. Whirlpool ve Arçelik, Avrupa'daki işlerini Ocak 2023'te yeni bir ortak girişim olarak birleştirme konusunda anlaşmıştı. Whirlpool yeni oluşumun %25'ine, Arçelik ise %75'ine sahip olacak. Whirlpool'un İtalya, Polonya, Slovakya ve İngiltere'deki 14 üretim tesisi ve 38 iştiraki, Arçelik'in Avrupa'daki 25 iştiraki ve Romanya'daki 2 üretim tesisi ve iki grubun markaları yeni şirkete devredilecek Birleşme işleminin 200 milyon Euro'nun üzerinde maliyet avantajı yaratması bekleniyor. Bu tasarrufun daha iyi kapasite kullanımı, tedarik ve lojistikten avantajlarından gelmesi bekleniyor. Sinerjilerin %30'unun yakın dönemde (1-1,5 yıl) gerçekleşmesi ve geri kalanının ise 4-5 yılda kademeli olarak tamamlanması bekleniyor. Yeni şirketin konsolidasyonun, Arçelik'in net işletme sermayesinin satışlara oranını yaklaşık %25'ten %20-23'e düşürmesi öngörülmüyor. Birleşme nedeniyle konsolide net borçta önemli bir artış öngörülmüyor.
- **Birleşme şirketin Avrupa'daki konumunu güçlendirmesi ve değer yaratması açısından önemli bir adım:** Arçelik, Beko markasıyla hâlihazırda birçok Avrupa ülkesinde pazar lideri konumunda. Whirlpool Europe ile birleşmenin, Arçelik'in bölgesel rekabetçiliğini ve fiyatlandırma gücünü arttıracığını düşünüyoruz. Beklenen maliyet tasarruflarına ek olarak, şirketlerin, Ar-Ge ve üretim kabiliyetlerini birleştirmek, Avrupa pazarında ek uzun vadeli faydalar sağlayabilir. Beklenen maliyet tasarruflarına ek olarak, şirketlerin Ar-Ge ve üretim yeteneklerini birleştirilmesi pazarda uzun vadeli ek faydalar sağlayabilir. Birleştirilen varlıkların daha verimli kullanılmasının, Arçelik için değer arttırıcı olmasını bekliyoruz.
- **Zayıf iç pazarın uluslararası operasyonlarla dengelemesini bekliyoruz:** Yüksek baz ve iç talebi azaltmayı amaçlayan sıkı parasal duruş nedeniyle yurtiçi beyaz eşya satışlarının 2024 yılında %9 oranında azalacağını tahmin ediyoruz. Bu durumun, uluslararası operasyonlarda düşük bazdan beklenen toparlanma ile fazlasıyla dengelenmesini bekliyoruz. Avrupa pazarına talep 4Ç21'den bu yana daralmaya devam ediyor.
- **"Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz:** Rakamlarımızı yeni makro varsayımları yansıttık şekilde hafifçe düzelttik. Buna göre, 12 aylık HF'mizi hisse başına 233,0TL'den 231,0TL'ye revize ettik ve Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruduk. Hisse 2024T 4.7x FD/FAVÖK'ten işlem görüyor ve bu da yurt dışı benzerlerine göre yaklaşık %31 iskontoya işaret ediyor. Avrupa operasyonlarının Whirlpool ile beklenen birleşmesi nedeniyle uzun vadeli olumlu görüşümüz devam ediyor. Görece yüksek işletme sermayesi yoğunluğu ve Türkiye'de artan faizlerin, kısa vadede net kar üzerinde baskı yaratmaya devam etmesini bekliyoruz.

# Vestel Beyaz Eşya

Bloomberg Kodu	VESBE TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	29.50			
Güncel Fiyat, TL	17.32			
Getiri Potansiyeli	70%			
Halka Açıklık Oranı	19%			
Piyasa Değeri, mn TL	27,712			
Firma Değeri, mn TL	31,012			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	31,387	48,584	71,021	92,628
FAVÖK, mn TL	2,900	8,077	10,377	13,605
Net Kâr, mn TL	1,424	5,121	6,478	8,121
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	5,599	4,782	4,632	5,045
Net Borç/FAVÖK	1.9	0.6	0.4	0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	9.2%	16.6%	14.6%	14.7%
Net Marj	4.5%	10.5%	9.1%	8.8%
Temettü Verimi	4.7%	1.3%	4.6%	11.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	94.0%	54.8%	46.2%	30.4%
FAVÖK, y/y	16.6%	178.5%	28.5%	31.1%
Net Kâr, y/y	-6.2%	259.5%	26.5%	25.4%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	10.3	5.4	4.3	3.4
FD/FAVÖK	6.5	3.8	3.0	2.3
FD/Ciro	0.6	0.6	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.3%	-1.2%	32.3%	8.3%
BIST-100 Relatif	-4.5%	-10.1%	-18.9%	-4.5%
AOİH, mn TL	108	116	160	108



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **Zayıf iç pazarın 2024'de ihracat ile dengelenmesini bekliyoruz:** Yüksek baz ve iç talebi sınırlamayı amaçlayan sıkı parasal duruş nedeniyle yurtiçi beyaz eşya satışlarının 2024 yılında %9 düşeceğini tahmin ediyoruz. Son yatırımlarla artan kapasite, Avrupa dışı ihracat pazarlarının artan payı ve 2Y24'te Avrupa'daki kademeli toparlanma sayesinde ihracat satışlarında %5 hacim artışı bekliyoruz. Bu da yaklaşık %1 konsolide hacim büyümesine karşılık geliyor.
- **Marjlarda bir miktar normalleşme bekliyoruz:** Şirket'in FAVÖK marjının 2022'deki %9,2 seviyesinden 2023'te %16,6'ya yükselmesini bekliyoruz. Bu iyileşmede, navlun fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak nakliye maliyetlerinin önemli ölçüde azalması, 3Ç23'te stoklar üzerindeki olumlu kur etkisi, güçlü iç talep, hammadde maliyetlerindeki iyileşme ve güçlenen EUR/USD paritesi etkili oldu. 2024 yılında, bahsedilen döngüsel faktörlerin bazılarındaki normalleşme ve görece yüksek baz nedeniyle FAVÖK marjının %14,6'ya gerilemesini bekliyoruz.
- **Uzun vadeli büyüme dinamikleri olumlu :** Vestel Beyaz, Türkiye'nin ikinci, Avrupa'nın ise beşinci büyük beyaz eşya üreticisi olarak öne çıkıyor. Şirketi i) ihracata dayalı iş modeli (9A23 satışlarının %69'u), 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 varlık tabanı ve, iv) güçlü nakit dönüşümüne izin veren görece düşük işletme sermayesi yoğunluğu nedenleri ile beğeniyoruz.
- **Ana Şirketten olan ticari olmayan net alacaklar yıl içinde azaldı:** Şirketin ana ortağı Vestel Elektronik'ten (VESTL TI) olan ticari olmayan net alacakları 2022 yılındaki 3.319 milyon TL'den 9A23'te 2.403 milyon TL'ye geriledi. Düzeltilmiş net borç (ana ortaklıktan ticari olmayan alacaklar/borçlar ile netleştirilmiş) güçlü faaliyet performansı ve güçlü nakit dönüşümü sayesinde 2022 yılındaki 3.940 milyon TL'den 9A23'te 2.180 milyon TL'ye geriledi. Şirketin kapasite yatırımlarını büyük ölçüde tamamlanması ve güçlü nakit akışı nedeniyle borçluluk oranında düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Grup içi alacaklarda olası yüksek artış risk faktörü olarak kalmaya devam ediyor.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyesini koruduk:** Vestel Beyaz için hedef fiyatımızı 29,5 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz. Hisse, 2024E 3.0x FD/FAVÖK ile yurt dışı benzerlerine göre %56 iskonto ile işlem görüyor.

# Havacılık Sektörü Genel Görünüm

- Artan yolcu trafiğiyle birlikte iyileşen doluluk oranları.** 2002-2019 yıllarında toplam, yurt içi ve uluslararası yolcu sayıları sırasıyla %11, %15 ve %9 YBBO ile artmıştır. 2002-2019 yıllarında toplam, yurt içi ve uluslararası uçak trafiği sırasıyla %9, %10 ve %7 YBBO ile artmıştır. Söz konusu dönemde Türk havayolu şirketleri yolcu sayılarını ciddi bir şekilde artırmakla kalmamış aynı zamanda doluluk oranlarını da önemli bir şekilde iyileştirmiştir.
- Yolcu sayılarında tutarlı bir artış.** 2002-2015 yıllarında toplam yolcu sayısı 2008-2009 finansal kriz döneminde bile her yıl artmıştır. 2016'da jeopolitik sebeplerden ötürü toplam yolcu sayısı, uluslararası yolcu sayısının %15 daralmasıyla yıllık %4 düşmüştür. Kasım 2015'te bir Rus savaş uçağı düşürülmüş ve Temmuz 2016'da ise başarısız bir darbe girişimi olmuştur. Toplam yolcu sayısının ikinci defa pandemi zamanında daralmıştır. Toplam yolcu sayısı 2020 yılında yıllık %61 daralmıştır. 2023'te dış hat yolcu sayısı pandemi öncesi seviyeleri aşarken iç hat yolcu sayısı bilet fiyatlarındaki tavan uygulaması ile pandemi öncesi seviyenin altında kalmıştır.
- Büyüme potansiyeli devam ediyor.** Özellikle İstanbul Havalimanı ile yeni açılan havalimanları, turizm sektöründe artan pazarlama çabaları ve Pegasus ile THY'nin büyüyen uçak filoları sayesinde Türk havacılık sektörünün uzun vadede GSYH artışından daha fazla büyüme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

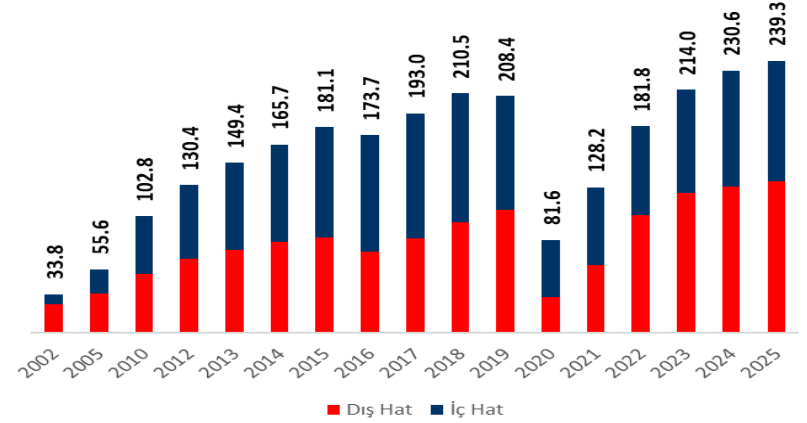
\*2024-2025 tahminleri DHMI tarafından yapılmıştır.

## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
PGSUS	E.Ü.	77,799	43%	760.50	1,250.00	64%	5.8	7.3
TAVHL	E.Ü.	49,806	48%	137.10	242.00	77%	5.9	7.9
THYAO	E.Ü.	378,120	50%	274.00	400.00	46%	5.2	5.2

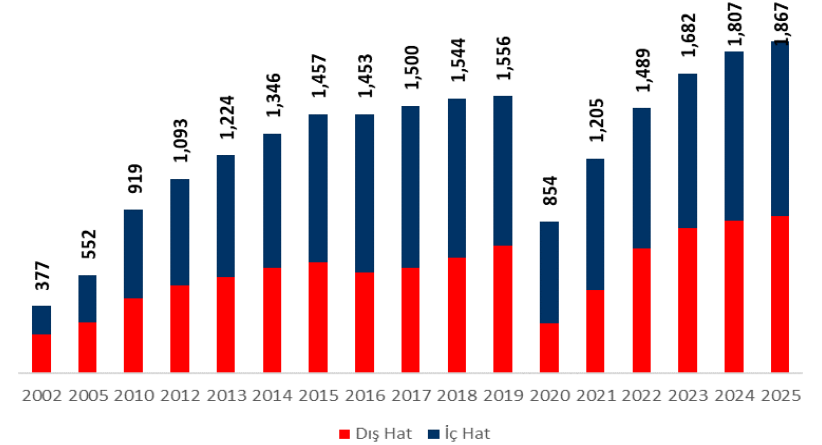
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

## Türkiye Havalimanları Yolcu Trafiği (mn kişi)



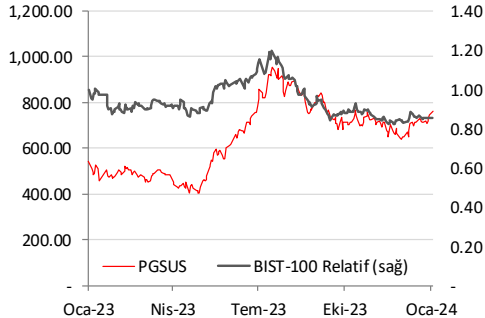
Kaynak: DHMI

## Türkiye Havalimanları Uçak Trafiği (Bin Uçak)



Kaynak: DHMI

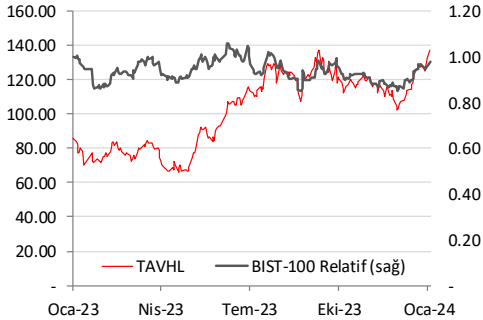
Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,250.00			
Güncel Fiyat, TL	760.50			
Getiri Potansiyeli	64%			
Halka Açıklık Oranı	43%			
Piyasa Değeri, mn TL	77,799			
Firma Değeri, mn TL	141,422			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	42,732	70,396	108,363	135,460
FAVÖK, mn TL	14,099	28,839	32,804	40,918
Net Kâr, mn TL	7,100	10,136	10,718	11,520
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	48,180	79,825	112,495	130,192
Net Borç/FAVÖK	3.4	2.8	3.4	3.2
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	33.0%	41.0%	30.3%	30.2%
Net Marj	16.6%	14.4%	9.9%	8.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	300.7%	64.7%	53.9%	25.0%
FAVÖK, y/y	520.9%	104.5%	13.7%	24.7%
Net Kâr, y/y	n.m.	42.8%	5.7%	7.5%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	3.0	7.7	7.3	6.8
FD/FAVÖK	4.9	5.4	5.8	5.1
FD/Ciro	1.6	2.2	1.8	1.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.1%	6.9%	39.9%	17.1%
BİST-100 Relatif	3.2%	-2.7%	-14.3%	3.2%
AÖİH, mn TL	1,725	1,380	1,383	1,725



- **Yakıt tasarrufu sağlayacak uçaklarla filo büyümesi.** Pegasus 2023'ü 105 uçaklık bir filo ile kapatmayı hedeflemektedir. 2024'te filonun yıllık %11 büyüyeceğini varsaydık. 2023'te AKK yıllık %22 oranında arttı. 2024'te AKK'nın yıllık %11 artmasını bekliyoruz. 2023'te toplam yolcu sayısı yıllık %18 artarak 32 milyona ulaştı. Artan doluluk oranı varsayımıyla, 2024'te yolcu sayısında yıllık %13 artış bekliyoruz. 2023, olumlu coğrafi bileşim sayesinde yan gelirler için rekor bir yıl oldu. İleriye dönük olarak, coğrafi bileşimin 2023'e paralel kalacağını varsayıyoruz. 2024'te, yolcu başına yan gelirlerin yıllık %1 artarak 26 Euro'ya yükselmesini ve net satışların yıllık %9 artışla 2,9 milyar Euro olmasını bekliyoruz.
- **Daralan bilet fiyatları.** 2023'te bilet fiyatlarında yıllık %15 düşüş bekliyoruz. 1Y23'te bilet fiyatları güçlü seyretti. İntikam seyahatlerinin azalması ve yakıt fiyatlarının düşmesiyle 3Ç23'ten itibaren bilet fiyatları gerilemeye başladı. 2024'te yakıt fiyatlarındaki düşüş, normalleşen talep ve artan rekabet ile ortalama bilet fiyatlarında yıllık %6 düşüş bekliyoruz. Yakın zamanda, havayolu şirketleri Pratt & Whitney motor sorunları nedeniyle filolarının önemli bir bölümünü faaliyetten çekme kararı aldı. Ayrıca Boeing 737-9 MAX uçaklarında da teknik sorunlar tespit edildi. Rakiplerin kapasite artırmaması ve yakıt fiyatlarının beklenenden yüksek seyretmesi, bilet fiyatı tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.
- **2023'te birim giderlerin yıllık %6 azalmasını bekliyoruz.** 2023'te birim yakıt giderinin, yakıt fiyatlarındaki düşüş, yeni alınan yakıt tasarrufu sağlayan uçaklar ve yakıt koruma enstrümanları sayesinde yıllık %22 daralmasını bekliyoruz. 2024'te, birim giderlerin düşük birim yakıt gideri nedeniyle yıllık %2 azalmasını bekliyoruz. Birim yakıt giderinin, yakıt fiyatlarındaki düşüş ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakların artan payı nedeniyle azalmasını bekliyoruz. 2024'te, asgari ücretin yüksek seviyede artması ve TL'nin reel olarak değer kazanması ile birim personel giderinde yıllık %9 artış bekliyoruz.
- **2024'te daralan FAVÖK marjı.** 2023'te, artan doluluk oranları, yakıt tasarruflu uçaklarla düşen maliyet yapısı ve yolcu başına rekor yan gelirlere rağmen, bilet fiyatlarındaki düşüş nedeniyle FAVÖK marjının yıllık 3,5 puan daralmasını bekliyoruz. 2024'te, daha düşük birim yakıt giderlerine rağmen, daha düşük bilet fiyatları ve daha yüksek personel giderleriyle, FAVÖK marjının 0,6 puan daralmasını bekliyoruz.
- **Yeni siparişler.** Pegasus, 2029 yılına kadar teslim edilmek üzere 36 adet A321NEO uçağı almak için Airbus ile yeni bir anlaşma imzaladı.
- **SAW ile ilgili yeni haberler.** SAW'daki ikinci pist Aralık 2023'te açıldı. İlk pistte yapılacak bakım çalışmaları nedeniyle SAW'nın 2024'te tek pist ile faaliyet göstermesini bekliyoruz. Yeni pist ile uçuş kapasitesi iki katına çıkacaktır, ancak yolcu kapasitesini artırmak için yeni bir terminal gerekmektedir.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımızı 1,350 TL'den 1,250 TL'ye indiriyoruz.

# TAV Holding

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	242.00			
Güncel Fiyat, TL	137.10			
Getiri Potansiyeli	77%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	49,806			
Firma Değeri, mn TL	61,923			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	18,308	33,166	56,469	72,257
FAVÖK, mn TL	5,726	10,307	16,966	25,221
Net Kâr, mn TL	1,899	5,202	6,283	10,954
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	19,670	50,909	69,242	80,095
Net Borç/FAVÖK	3.4	4.9	4.1	3.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	31.3%	31.1%	30.0%	34.9%
Net Marj	10.4%	15.7%	11.1%	15.2%
Temettü Verimi	-	-	4.4%	6.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	235.4%	81.2%	70.3%	28.0%
FAVÖK, y/y	254.4%	80.0%	64.6%	48.7%
Net Kâr, y/y	306.1%	173.9%	20.8%	74.3%
Değerleme Verisi				
F/K	10.8	9.6	7.9	4.5
FD/FAVÖK	3.7	7.9	5.9	4.4
FD/Ciro	1.2	2.5	1.8	1.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	27.5%	13.3%	60.0%	27.5%
BİST-100 Relatif	12.5%	3.1%	-2.0%	12.5%
AÖİH, mn TL	416	366	527	416



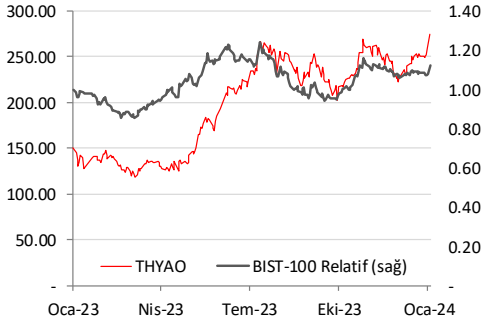
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

- **Satın alımları düzelttiğimizde, 2024'te pandemi öncesi seviyeye yükselme bekliyoruz.** 2023'te IAH hariç toplam yolcu yıllık %21 artışla 95,5 milyona ulaşarak 2019 seviyesinin %7 üzerine çıktı ve yönetimin 81-91 milyon beklentisini aştı. 2023'te Almatı hariç toplam yolcu 2019 seviyesinin %97'sine ulaştı. 2024'te toplam yolcu sayısının yıllık %10 artışla 105 milyona ulaşmasını bekliyoruz. 2024'te Almatı hariç toplam yolcu sayısının 2019 seviyesinin %107'sine ulaşmasını bekliyoruz.
- **2023'te net satışlarda Euro bazında yıllık %22 büyüme bekliyoruz.** Net satışlar, Esenboğa'nın 2023 yılında IFRIC-12 muhasebesinden çıkmasından olumlu etkilendi. Tunus ve hizmet şirketleri 2023'te iyi performans gösterdi. 2024'te net satışlarda Euro bazında yıllık %17 büyüme bekliyoruz. Hizmet şirketlerinin güçlü lounge ve yazılım operasyonları ile 2024'te liderliği ele geçirmesini bekliyoruz. 2Y24'teki yeni terminale rağmen, yüksek baz etkisi nedeniyle Almatı'dan marjinal katkı bekliyoruz.
- **Güçlü TL FAVÖK marjı üzerinde baskı yaratıyor.** 2023'te FAVÖK'ün yıllık %20 artmasını bekliyoruz. 2023'te %30 FAVÖK marjı bekliyoruz. Esenboğa muhasebe değişikliği FAVÖK marjını olumlu etkiledi. Ancak, 1Y23'te TL'nin reel olarak değer kazanması, Rus charter havayollarının Türkiye'yi daha az ziyaret etmesi ve olumsuz satış bileşimi 2023'te FAVÖK marjının daralmasına neden oldu. 2024'te, güçlü TL ve güçlü asgari ücret zammı ile FAVÖK marjının yıllık bazda yavaşlamasını bekliyoruz.
- **Büyüme planları.** TAV, Almatı Havalimanı'nda 2Y24'te faaliyete geçecek yatırım maliyeti 200 milyon ABD doları olan yeni bir uluslararası terminal inşa etmektedir. TAV, Almatı Havalimanı'nın yolcu kapasitesini iki katına çıkarmayı hedeflemektedir. TAV, 2021'de Antalya Havalimanı ihalesini kazandı. Yeni imtiyaz süresi 2027'den 2051'e kadar 25 yıl olacak. Antalya Havalimanı TAV-Fraport ortaklığı tarafından işletilmektedir. Antalya Havalimanı'nın mevcut kapasitesi yaklaşık yıllık 40 milyon yolcudur. Ortak girişim mevcut terminalleri genişletmek için başlangıçta 750 milyon Euro harcayacak. Kapasitenin 2025 yılına kadar yıllık 65 milyon yolcuya çıkacağını varsayıyoruz. Ortak girişim ayrıca 2040 yılına kadar kapasiteyi yıllık 80 milyon yolcuya çıkaracak yeni terminal için 165 milyon Euro harcayacaktır. Antalya Havalimanı'ndaki inşaatın ilk fazının 1Y25'te tamamlanması bekleniyor. TAV, Esenboğa Havalimanı ihalesini 475 milyon Euro + KDV teklifle kazandı. TAV 2023-2025 yılları arasında yeni pist ve diğer yatırımlar için 210 milyon Euro harcayacaktır. Yeni terminal yatırımı için 2036-2038 yıllarında 90 milyon Euro yatırım harcaması varsaydık. Yolcu kapasitesinin yeni terminale 2040'ta iki katına çıkacağını varsaydık.
- **Borç azaltma 2Y25'te başlayacaktır.** 2023'te 4x net borç/FAVÖK anlamına gelen 1,6 milyar Euro net borç bekliyoruz. 2024 ve 2025'te FAVÖK büyümesi sayesinde daha düşük kaldıraç oranlarında daha yüksek net borç bekliyoruz. 2Y25'ten itibaren net borcun nominal Euro bazında azalmasını bekliyoruz.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımızı 220 TL'den 242 TL'ye yükseltiyoruz.



# Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	400.00			
Güncel Fiyat, TL	274.00			
Getiri Potansiyeli	46%			
Halka Açıklık Oranı	50%			
Piyasa Değeri, mn TL	378,120			
Firma Değeri, mn TL	554,940			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	311,169	500,764	723,210	871,094
FAVÖK, mn TL	78,684	119,192	146,117	175,181
Net Kâr, mn TL	47,429	80,851	73,126	91,744
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	175,086	320,809	398,539	430,145
Net Borç/FAVÖK	2.2	2.7	2.7	2.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	25.3%	23.8%	20.2%	20.1%
Net Marj	15.2%	16.1%	10.1%	10.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	219.5%	60.9%	44.4%	20.4%
FAVÖK, y/y	181.8%	51.5%	22.6%	19.9%
Net Kâr, y/y	477.5%	70.5%	-9.6%	25.5%
Değerleme Verisi				
F/K	1.8	4.7	5.2	4.1
FD/FAVÖK	3.1	5.7	5.2	4.5
FD/Ciro	0.8	1.4	1.0	0.9
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	19.9%	26.2%	82.9%	19.9%
BİST-100 Relatif	5.7%	14.8%	12.1%	5.7%
AÖİH, mn TL	8,095	8,837	7,854	8,095



- **Büyüme planları.** 2023'te AKK yıllık %16 arttı. 2024'te, filo genişlemesi ve Asya'ya daha yüksek tahsisat ile uçuş mesafenin artmasıyla AKK'nın yıllık %12 artmasını bekliyoruz. 2024'te filo büyüklüğünün 30 net ilaveyle 470'e ulaşmasını bekliyoruz. THY 2033 yılında +810 uçaklık filo büyüklüğüne ulaşmayı hedefliyor. 2023'te toplam yolcu sayısı yıllık %16 artışla 83 milyona ulaştı. 2024'te yolcu sayısının yıllık %11 artışla 92,5 milyona yükselmesini bekliyoruz. 2024'te doluluk oranında yıllık 0,6 puan artış bekliyoruz.
- **Deprem kargo operasyonlarını olumsuz etkiledi.** 2023'te kargo hacmi %1 daralarak 1,7 milyon tona geriledi. 2024'te kargo hacminin düşük bir bazdan yıllık %7 artmasını bekliyoruz. 1Y23'te deprem kargo fiyatlarını olumsuz etkiledi. Kargo fiyatlarında 4Ç23'te daha iyi bir fiyatlama bekliyoruz. Kargo fiyatlarının 2023'te yıllık %29 düşüşle 1.575 ABD Doları/ton seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2024'te tedarik zincirindeki normleşmeyle birlikte kargo fiyatlarında yıllık %5 düşüş bekliyoruz. Kızıldeniz'den gelen son haberler ve potansiyel jeopolitik olaylar hava kargo tahminlerimiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor.
- **2024'te birim gelirlerde daralma bekliyoruz.** 2023'te birim gelirlerin yıllık %4 artmasını bekliyoruz. Birim gelirler 9A23'te olumlu rota bileşimi ve güçlü talep ile yüksek seyretti. 4Ç23'te, intikam seyahatlerinin azalması ve rakiplerin kapasite eklemesiyle birim gelirlerin daralmaya başlamasını bekliyoruz. 2024'te birim gelirlerin yıllık %9 daralacağını öngörüyoruz. 2023'te, bazı havayolları P&W motor sorunları nedeniyle Airbus filolarının önemli bir kısmını yere indirme kararı aldı. Bu sorunun 2024'te de devam etmesi bekleniyor. Ayrıca son dönemde Boeing 737-9 MAX uçaklarında da teknik sorunlar tespit edildi. Beklenenden daha yüksek yakıt fiyatları, Asya'ya beklenenden daha fazla uçuş (IATA 2024 yılında Asya trafiğinde yıllık ~%20 artış bekliyor) ve rakiplerin kapasite artıramaması birim gelir varsayımlarımız için yukarı yönlü risk oluşturuyor. 2024'te konsolide net satışlarda ABD doları bazında yıllık %3 artış bekliyoruz.
- **2024'te daha iyi maliyet yapısı.** 2023'te birim giderlerin yıllık %2 daralmasını bekliyoruz. 2023'te birim yakıt giderlerinin yakıt fiyatlarındaki düşüş ve koruma işlemleri nedeniyle yıllık %19 daralmasını bekliyoruz. 2024'te, düşük yakıt fiyatları ve artan yakıt verimliliği ile daralacak birim yakıt gideri sayesinde birim giderlerin yıllık %5 daralmasını bekliyoruz. 2024'te personel giderlerinin TL'nin reel olarak değer kazanması, asgari ücretteki son artış ve Ortadoğu bölgesinden kokpit personeli için artan rekabet ile yükselmesini bekliyoruz. 2024'te FAVÖK marjının 3 puan gerilemesini bekliyoruz.
- **İştiraklerin yeniden yapılandırılması.** Yakın zamanda THY, AnadoluJet'in lisanslama sürecini tamamladı. Hali hazırda Turkish Cargo ve AnadoluJet şirketleri THY iştirakleri olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Bu iki şirketle ilgili bir birleşme veya halka arz yoluyla yeni bir kurumsal yapı THY'nin hisse fiyatı için bir katalizör olabilir.
- **Endeksin üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Hedef fiyatımızı 370 TL'den 400 TL'ye yükseltiyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Perakende Sektörü

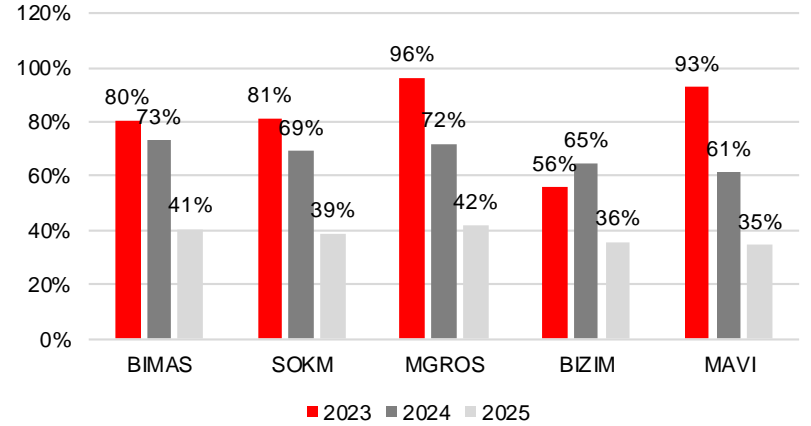
- Makro ihtiyati önlemlerin devam etmesini beklediğimiz 2024 yılında perakende sektörünü halen beğenmeye devam ediyoruz. Yüksek ücret artışları maliyet baskısı getirmekle birlikte talebi de olumlu etkiliyor (asgari ücret artışı 6A24 için yıllık ~%100 ve 2024'ün tamamı için ~%70'e denk geliyor). Üstelik mevcut makro ortamda tüketicilerin dayanıklı tüketim harcamalarının azalması, temel ihtiyaç harcamaları için daha fazla alan bırakıyor. Son olarak mevcut makro ortamda geleneksel pazardan organize pazara kayışın hızlanmasını bekliyoruz. Sonuç olarak sektör, güçlü büyümesi, sınırlı marj aşınması, güçlü nakit akışı ve enflasyona ve tüketim yavaşlamasına karşı koruma sağlayan defansif yapısıyla öne çıkıyor.
- 2024 yılında perakende sektörü için %72 ciro artışı, 35 baz puan marj daralması ile %68 FAVÖK büyümesi ve %51 kâr artışı (%70 tek seferlik etkiler hariç) öngörüyoruz. Yıllık satış büyümesinin yılın ilk yarısında daha yüksek olmasını (+%85-90) ancak FAVÖK marjının daha güçlü brüt kar marjlarına rağmen personel giderlerindeki önemli artış nedeniyle baskı altında kalmasını öngörüyoruz. Yılı ikinci yarısında ise büyüme (+%45-50) ve brüt kar marjının, enflasyondaki yavaşlamaya paralel ivme kaybetmesini ancak operasyonel kalırdıraç etkisiyle FAVÖK marjının ikinci yarıda daha güçlü olmasını bekliyoruz.
- Perakende sektöründe uzun vadede en çok **MGROS**'u beğenmekle birlikte, mevcut makroekonomik konjunktürde **BIMAS** daha iyi bir risk/getiri profili sunarken, **MAVI** ise en cazip değerlemeyi sunuyor. 2023'teki güçlü performansa rağmen BIMAS ve MAVI model portföyümüzde kalmaya devam ediyor.

## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
BIMAS	E.Ü.	225,878	60%	372.00	535.00	44%	7.0	11.1
BİZİM	N.	3,374	33%	41.92	52.50	25%	1.3	12.2
MGROS	E.Ü.	73,599	51%	406.50	570.00	40%	3.7	10.3
MAVI	E.Ü.	27,649	73%	139.20	218.00	57%	3.4	6.3

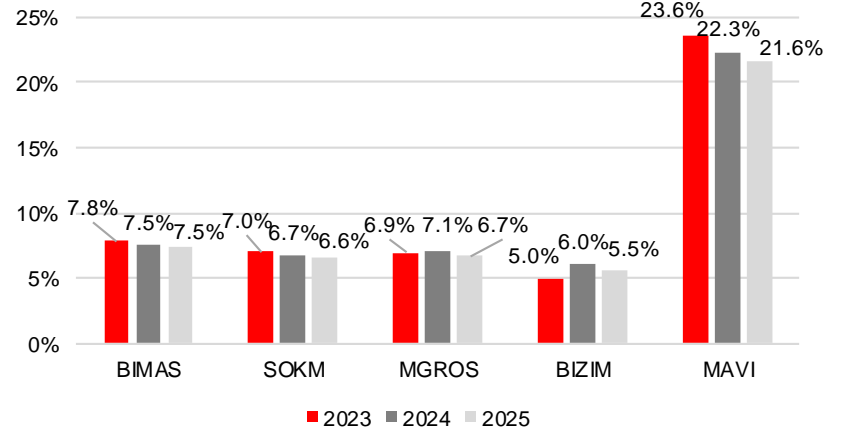
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

## Satış Büyümesi



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

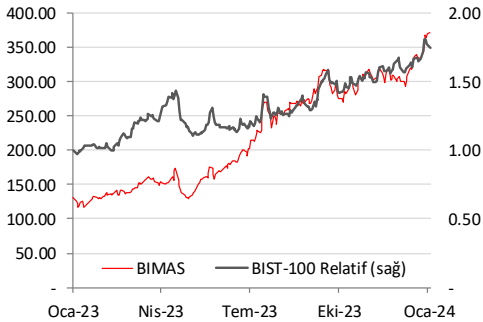
## FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma



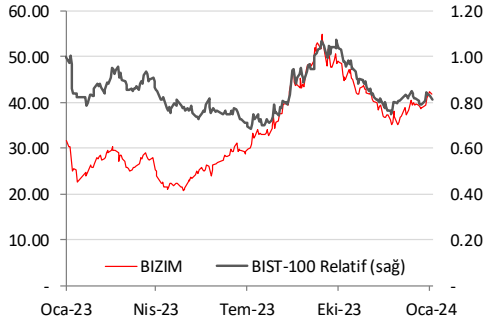
Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	535.00			
Güncel Fiyat, TL	372.00			
Getiri Potansiyeli	44%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	225,878			
Firma Değeri, mn TL	234,729			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,716	266,314	460,755	648,052
FAVÖK, mn TL	11,867	20,675	34,492	48,318
Net Kâr, mn TL	8,157	11,998	20,275	28,758
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	7,717	10,598	16,898	24,714
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.5	0.5	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	8.0%	7.8%	7.5%	7.5%
Net Marj	5.5%	4.5%	4.4%	4.4%
Temettü Verimi	3.0%	1.3%	2.7%	5.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	108.9%	80.3%	73.0%	40.6%
FAVÖK, y/y	80.5%	74.2%	66.8%	40.1%
Net Kâr, y/y	178.2%	47.1%	69.0%	41.8%
Değerleme Verisi				
	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	7.4	18.8	11.1	7.9
FD/FAVÖK	5.7	11.4	7.0	5.2
FD/Ciro	0.5	0.9	0.5	0.4
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	23.7%	35.6%	184.9%	23.7%
BIST-100 Relatif	9.1%	23.3%	74.6%	9.1%
AÖİH, mn TL	1,146	1,159	1,312	1,146



- Risklere karşı dayanıklı defansif iş modeli:** Gıda perakende sektörünün 2024 yılında, özellikle de yılın ilk yarısında güçlü büyüme göstermesini bekliyoruz. Ücret artışlarının talebi canlı tutmaya devam edeceğini ve makro koşulların özellikle de yılın ilk yarısında hızlı tüketim sektörleri için dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla daha destekleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Mevcut makro ortamda tüketimin geleneksel kanaldan modern kanala kaymaya hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Azalan satın alma gücü nedeniyle indirim marketlerinin bu trendlerden daha fazla pay almasını bekliyoruz. Rakiplerine kıyasla güçlü mağaza verimliliği ve kanıtlanmış yönetim şekli ile Türkiye gıda perakende pazarının lideri olan Bim'in sektördeki bu trendlerden faydalanmak için en iyi konumlanmış oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Bim'in 2024 yılında sektörde en yüksek satış büyümesi ve en düşük marj daralmasıyla benzerlerine göre en güçlü FAVÖK büyümesini (değerlemeyi daha iyi yansıtmayı nedeniyle TFRS 16&15 etkisi hariç) göstereceğini öngörüyoruz.
- Hızlı mağaza açılışları:** Bim, son 3 yılda toplam ~2900 net yeni mağaza açarak (deprem nedeniyle 225 mağaza kapanmasına rağmen) ~%10 yıllık bileşik büyüme oranı göstermiştir. Önümüzdeki 2 yılda yıllık 1000 net yeni mağaza açılışı ve %8 YBBO ile güçlü ivmenin devam etmesini bekliyoruz.
- Görece güçlü satış büyümesi:** Yüksek gıda enflasyonu, hızlı mağaza açılış hızı ve nispeten ilk yarıyıldan düşük baz etkisi sayesinde Bim'in 2024 yılında yıllık %73 ciro büyümesi göstermesini bekliyoruz. Tahminlerimiz 1Y24'te yıllık bazda %90'a yakın ve 2Y24'te yıllık bazda +%60 büyümeye işaret ediyor.
- Sınırlı marj baskısı:** Yılın ilk yarısında personel maliyetinde ciddi baskıya (mağaza büyümesi ile birlikte asgari ücret ayarlaması 1Y24'te personel giderlerinde yıllık %115 artışa işaret ediyor) ve yılın ikinci yarısında ise kira giderlerindeki baskıya (ortalama enflasyonun gecikmeli etkisi nedeniyle) rağmen 2024 yılında FAVÖK marjında 30 baz puanlık hafif bir daralma bekliyoruz. En büyük maliyet kalemi olan personel giderleri üzerindeki baskı, operasyonel kaldıraçın iyileşmesiyle birlikte her çeyrekte azalarak yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha güçlü bir FAVÖK marjına yol açacaktır. Ancak, yılın ilk yarısındaki düşük FAVÖK marjına rağmen, güçlü satış büyümesi ve marjlar üzerindeki düşük baz etkisi nedeniyle (düşük brüt kar marjı ve deprem etkisi) FAVÖK'ün (UFRS 16 etkisi hariç) 1Y24'te yıllık bazda %90, 2024'ün tamamında ise %69 büyüme göstermesini öngörüyoruz.
- Model portföyde tutmaya devam ediyoruz:** Bim 2023 yılındaki güçlü performansına rağmen (endeks rölatif 66%), 11,1x 2024T F/K ile uluslararası benzerlerine göre %30, kendi 5 yıllık tarihsel ortalamalarına ise %25 iskontolu işlem görüyor. Çarpanları bir miktar genişlemiş olmakla birlikte güncel hedef değerimiz 535TL'ye 44% getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyor ve hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.
- Riskler:** Regülasyon ve potansiyel fiyat indirimleri en önemli risk unsurları olmaya devam ediyor.

# Bizim Toptan

Bloomberg Kodu	BİZİM Tİ			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	52.50			
Güncel Fiyat, TL	41.92			
Getiri Potansiyeli	25%			
Halka Açıklık Oranı	33%			
Piyasa Değeri, mn TL	3,374			
Firma Değeri, mn TL	3,320			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	14,039	21,881	36,019	48,916
FAVÖK, mn TL	789	1,093	2,172	2,706
Net Kâr, mn TL	278	136	277	374
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-322	-264	-557	-897
Net Borç/FAVÖK	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.6%	5.0%	6.0%	5.5%
Net Marj	2.0%	0.6%	0.8%	0.8%
Temettü Verimi	-	1.5%	1.5%	2.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	95.7%	55.9%	64.6%	35.8%
FAVÖK, y/y	96.7%	38.6%	98.7%	24.6%
Net Kâr, y/y	238.4%	-51.0%	103.4%	34.7%
Değerleme Verisi				
F/K	4.3	24.7	12.2	9.0
FD/FAVÖK	1.1	2.8	1.3	0.9
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.1
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	12.9%	-14.1%	32.5%	12.9%
BİST-100 Relatif	-0.5%	-21.9%	-18.8%	-0.5%
AOİH, mn TL	18	22	49	18

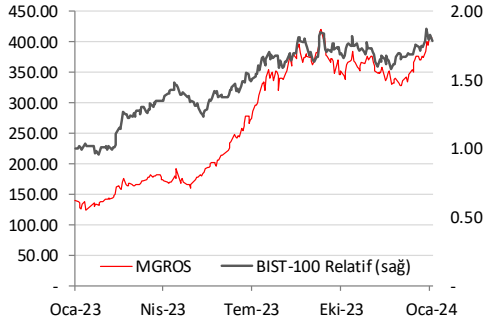


- **Hızla büyüyen franchise ağı ile değer yaratıyor:** Mağaza sayısı bakımından Türkiye'nin en büyük toptan marketi Bizim Toptan, hızla büyüyen franchise ağı Seç Market ile (2019: ~800 mağaza, 2022: ~2400, 9M23: ~2700) ve ağırlığı artan bireysel müşteri kategorisiyle yatırım temasını güçlendirdi. Değişen iş modeli sonrasında büyümenin güçlenmesi, karlılığın iyileşmesi ve bunun da uzunca bir süredir korunması iş modeline ilişkin soru işaretlerini ortadan kaldırdı. Hisse, Şirket'in hızla büyüyen franchise ağının desteğiyle hızlanan büyümesi, sürdürülebilir karlılığı, güçlü bilanço yapısı ve kur riskinin olmaması ile güçlü bir yatırım teması sunuyor.
- **g2m satın alımı ev dışı tüketim pazarındaki konumunu güçlendirdi:** Bizim Toptan, ev dışı tüketim pazarının lider satış ve dağıtım şirketi g2m'nin %90 hissesini hakim ortağı Yıldız Holding'den satın alma işlemini tamamladı. Satın alma işlemi, Bizim Toptan'ın Yıldız Holding'e yeni hisseler ihraç ettiği nakit dışı bir anlaşma yoluyla gerçekleşti. İşlemin ardından, Bizim Toptan g2m'nin ana hissedarı haline geldi ve 4Ç23'ten itibaren g2m'yi tamamen konsolide etmeye başlayacak. g2m'nin konsolidasyonu Bizim Toptan'ın satışlarında, FAVÖK'ünde ve net kârında %20-25 oranında artışa yol açacaktır. Bu hamle, Şirket'in ev dışı tüketim pazarındaki lider konumunu daha da güçlendirerek maliyet sinerjileri sayesinde karlılığını olumlu etkileyecektir.
- **Büyüme ivme kazandı, operasyonel kârlılık arttı:** Son 5 yılda Seç (franchise) operasyonları %81 gibi önemli bir yıllık bileşik büyüme oranı gösterirken, Seç operasyonları hariç gelirler %37 yıllık bileşik büyüme oranı göstermiştir. Seç operasyonları konsolide ciro büyümesine yıllık 600 baz puanlık ek büyüme getirerek konsolide gelirler içindeki payını %6'dan %24'e çıkarmıştır. Operasyonel kâr marjları da, düşük kârlı toptancı ve geleneksel segmentler yerine daha kârlı ev-dışı tüketim ve perakende müşteri segmentlerine odaklanması sayesinde artış eğilimi göstermiştir. Önümüzdeki yıllarda Seç mağazalarının sayısındaki artış ve ev dışı tüketim tarafındaki konumunun güçlenmesiyle birlikte büyümenin güçlü bir şekilde devam edeceğini düşünüyoruz. Marj tarafında ise ev dışı tüketim ve perakende segmentleri karlılığı desteklemeye devam edecektir.
- **Nötr tavsiyemizi koruyoruz:** Hisse, 12,2x 2024E F/K ile yurt içi benzerleri arasında halen en yüksek çarpan ile işlem görüyor. Görece daha düşük nakit yaratımı ve net karlılık, ileriye dönük olarak çarpanları baskılamaya devam edebilir. Hisse 2023 yılında piyasanın %22, sektörün ise %36 altında performans göstermesine rağmen, çarpanların halen geniş olduğunu düşünüyoruz. Güncellenmiş hedef değerimiz olan 52,5 TL'ye göre %25'lik sınırlı bir yukarı yönlü potansiyel sunan hisse için Nötr görüşümüzü koruyoruz.
- **Riskler:** Ana hissedar Yıldız Holding ile ilişkili taraf işlemleri yatırımcılar tarafından en önemli risk faktörü olarak görülürken, g2m satın alımı da kurumsal yönetime ilişkin endişeleri artırdı.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyadır.

# Migros

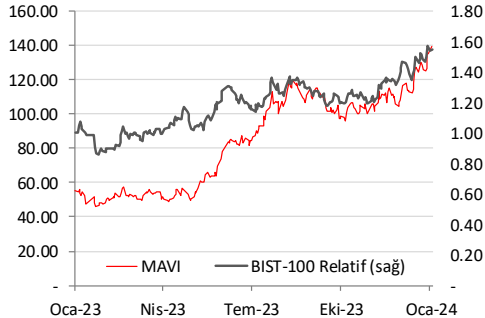
Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	570.00			
Güncel Fiyat, TL	406.50			
Getiri Potansiyeli	40%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	73,599			
Firma Değeri, mn TL	68,484			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	74,502	146,043	251,228	356,562
FAVÖK, mn TL	5,968	10,104	17,811	24,019
Net Kâr, mn TL	2,570	5,301	7,168	9,604
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-611	-4,523	-8,472	-12,209
Net Borç/FAVÖK	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	8.0%	6.9%	7.1%	6.7%
Net Marj	3.4%	3.6%	2.9%	2.7%
Temettü Verimi	-	0.7%	2.7%	3.9%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	105.4%	96.0%	72.0%	41.9%
FAVÖK, y/y	106.2%	69.3%	76.3%	34.9%
Net Kâr, y/y	616.2%	106.2%	35.2%	34.0%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	5.1	13.9	10.3	7.7
FD/FAVÖK	2.1	6.8	3.7	2.6
FD/Ciro	0.2	0.5	0.3	0.2
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	21.3%	15.8%	191.2%	21.3%
BİST-100 Relatif	7.0%	5.4%	78.5%	7.0%
AÖİH, mn TL	596	556	491	596



- **Dijital bir oyuncuya dönüşüyor:** Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri olan Migros, zengin ürün çeşitliliği, yüksek markalı ürün ağırlığı, geniş taze ürün portföyü, farklı mağaza formatları ve özel markalı ürünlerde indirimli marketleri yakalayan fiyatlama stratejisi ile yüksek müşteri memnuniyeti yaratırken rakiplerine karşı da önemli bir rekabet avantajı elde ediyor. Ayrıca birçok platform ile online gıda perakende pazarının öncüsü olan Migros, bu kanalın hızlı büyümesinden en çok yararlanan oyuncu olarak öne çıkıyor. Ek olarak online yemek işine girilmiş olmasının, güçlü rekabete rağmen, Migros'un büyümesini destekleyecek olması, Migros'un diğer online işleriyle maliyet tarafında sinerji yaratma potansiyeli olması ve Migros'un geleneksel bir gıda perakende şirketinden gıda ve benzeri iş kollarında değişen ve çeşitlenen müşteri beklentilerine cevap verebilen önemli bir dijital oyuncu haline gelmesini uzun vadede Şirket'in yaratacağı katma değer ve değerlendirme açısından oldukça pozitif olarak görüyoruz.
- **Güçlü benzer mağaza büyümesi ve hızlanan mağaza açılışları:** Migros'un, orta-uzun vadede hızlı büyüyen online kanalın katkısıyla rakiplerinden daha güçlü benzer mağaza büyümesine ulaşmasını öngörüyoruz. Ayrıca Kipa satın alınmasından sonra yavaşlayan mağaza açılışları son 3 yılda yeniden hızlandı ve m2 büyümesi %6-8 bandına yükseldi. Önümüzdeki 2 yılda bu trendin aynı hızla devam etmesini öngörüyoruz. 2024 yılında Migros'un %72 satış büyümesi göstermesini bekliyoruz. Yılın ilk yarısında %85'in üzerinde, ikinci yarısında %60'ın üzerinde satış büyümesi öngörüyoruz.
- **Sınırlı marj baskısı:** Migros'un 2024 yılında manşet marjlarının hafifçe artırmasını beklesek de, bu yükselen faiz oranlarının (imputed interest expense) etkisinden kaynaklanıyor. Temel analizi daha iyi yansıtan TFRS 16&15 etkileri hariç FAVÖK marjında büyük ölçüde personel maliyeti baskısı nedeniyle 2024 yılında 40 baz puanlık hafif bir daralma bekliyoruz. En büyük maliyet kalemi olan personel giderleri üzerindeki baskılar, operasyonel kaldıraçın iyileşmesiyle birlikte her çeyrekte azalacak ve yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha güçlü bir FAVÖK marjına yol açacaktır.
- **Temettü potansiyeli:** Migros uzunca bir süreden sonra geçen sene ilk kez temettü ödedi. Güçlü büyüme, yüksek karlılık ve nakit akışı, borçluluğun azalması ile önümüzdeki yıllarda temettü dağıtım oranı ve veriminin artacağını ön görüyoruz (2 milyar TL, temettü verimi: %2,7).
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Hisse 10,3x 2024T F/K ile tarihsel çarpanlarına primli işlem görüyor. Dijital bir oyuncu haline gelmesi ve bilançonun güçlenmesi ile çarpanların genişlemeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Hedef değerimiz 570TL'ye %40 getiri potansiyel sunan hisse uzun vadede sektörde en çok beğendiğimiz hisse olmaya devam ediyor.
- **Riskler:** Regülasyon riski ve fiyat indirimleri en önemli risk faktörleri olarak kalmaya devam ediyor.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	218.00			
Güncel Fiyat, TL	139.20			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	27,649			
Firma Değeri, mn TL	26,579			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,592	20,404	32,915	44,271
FAVÖK, mn TL	2,481	4,819	7,354	9,579
Net Kâr, mn TL	1,439	3,007	4,358	5,835
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,122	-1,670	-3,126	-5,494
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.3	-0.4	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.4%	23.6%	22.3%	21.6%
Net Marj	13.6%	14.7%	13.2%	13.2%
Temettü Verimi	2.0%	1.6%	3.3%	4.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	129.3%	92.6%	61.3%	34.5%
FAVÖK, y/y	144.1%	94.3%	52.6%	30.3%
Net Kâr, y/y	259.4%	108.9%	44.9%	33.9%
Değerleme Verisi				
	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	4.2	9.2	6.3	4.7
FD/FAVÖK	2.1	5.4	3.4	2.3
FD/Ciro	0.5	1.3	0.8	0.5
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	19.5%	41.0%	152.1%	19.5%
BİST-100 Relatif	5.4%	28.3%	54.5%	5.4%
AÖİH, mn TL	292	233	208	292



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **2024'te görece güçlü büyüme ancak rekor marjların normalleşmesini bekliyoruz:** Mavi yüksek baz etkilerine rağmen 2023 yılında da etkileyici sonuçlar elde etmeye devam etti. Son 2 yılda perakende sektöründe en yüksek satış büyümesinin yanı sıra en yüksek marj genişlemesi ile rekor yüksek tarihsel marjlara ulaştı. Yüksek talep sayesinde güçlü hacim büyümeleri ve güçlü fiyatlama, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların büyümeye devam etmesi ana itici güçler oldu. 2024 yılında, makro sıkılaşma nedeniyle tüketimin yavaşlamasına rağmen, özellikle yılın ilk yarısında ücret artışlarıyla desteklenen güçlü talebin desteğiyle görece güçlü bir satış büyümesi bekliyoruz. Makro koşulların, özellikle ilk yarı yılda dayanıklı tüketim sektörlerinde baskı yaratması muhtemel olmakla birlikte küçük sepet büyüklüğü ve güçlü ücret artışları nedeniyle makro şartların giyim perakende sektörü üzerindeki etkisinin sınırlı olacağını düşünüyoruz. Mevcut makro koşullarda tüketimin geleneksel kanallardan modern kanallara kaymaya hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Mavi'nin, güçlü rekabet avantajları, müşteriler için güçlü değer önerisi, güçlü bilançosu ve kanıtlanmış yönetim anlayışıyla pazar payını önümüzdeki dönemde de artırmaya devam edeceğini öngörüyoruz. 2024 yılında %63; 1Y24'te +%75 ve 2Y24'te +%50 satış büyümesi öngörüyoruz. Türk lirasındaki reel değerlenme beklentisi nedeniyle, uluslararası operasyonların katkısının Türkiye operasyonlarından daha düşük olacağını tahmin ediyoruz.
- Marj daralması yaşayan perakende oyuncularının aksine, Mavi'nin FAVÖK marjının 2023 yılında yıllık 120 baz puan artışla %23,6 gibi rekor bir seviyeye ulaşacağını öngörüyoruz. Güçlü talep, etkin fiyatlandırma stratejisi ve güçlü satış büyümesini yarattığı operasyonel kaldıraç rekor yüksek marjların arkasındaki ana faktörler olarak öne çıkıyor. Ancak, 2024'ün ilk yarısında personel maliyet baskısı ve yılın ikinci yarısında brüt marj baskısı nedeniyle 2024 yılının tamamında marjlarda hafif bir daralma bekliyoruz. Buna göre, 2024 yılında 130 baz puan marj daralması ile %52 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.
- **Perakende sektöründe en çok beğendiğimiz hisse olarak model portföyde tutmaya devam ediyoruz:** Güncel hedef değerimiz 218TL'ye %57 gibi yüksek getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Ayrıca, perakende evreninde en yüksek yukarı yönlü potansiyeli ve en cazip çarpanları sunan hisseyi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. MAVI, gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerinin 12,2x 2024T F/K ve 6,3x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarına kıyasla 6,3x 2024T F/K ve 3,4x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %50 iskontoya işaret etmektedir.
- **Riskler:** Talebin yavaşlaması ve maliyet baskılarının artması en önemli risk faktörleri olarak öne çıkıyor.

# İçecek Sektörü

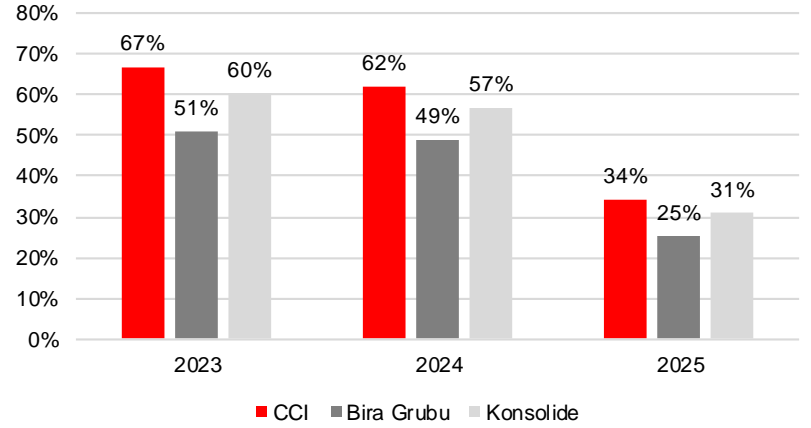
- Makro koşullar, 2024'te hızlı tüketim sektörleri için dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla daha destekleyici olmaya devam ediyor. Ayrıca mevcut makroda dayanıklı tüketim harcamalarının azalması, hızlı tüketim harcamaları için daha fazla alan bırakıyor. Ücret artışları, 1Y24'te, talebi destekleyen bir diğer unsur. Dolayısıyla, Türkiye'de 2024'ün de maliyet baskılarının fiyatlara yansıtacağı bir yıl olmasını bekliyoruz. Güçlü fiyatlamaya rağmen, Türkiye'de hacimlerin dayanıklı olmasını öngörüyoruz. Hem Türkiye'de hem konsolide, meşrubatta orta-tek haneli ve birada düşük tek haneli hacim büyümesi bekliyoruz. Güçlü fiyatlama nedeniyle yurt içi operasyonlarda hem meşrubat hem de bira segmentinde daha yüksek satış büyümesi öngörüyoruz. Ayrıca TL'deki reel değerlenme beklentimiz de uluslararası operasyonların katkısının daha az olacağına işaret ediyor. Marj tarafında, meşrubat operasyonlarının maliyet baskılarına rağmen fiyatlama ve hacim büyümesi sayesinde marjlarını büyük ölçüde korumasını bekliyoruz. Bira grubunda, Türkiye'de yüksek baza rağmen herhangi bir marj daralması beklememekle birlikte, uluslararası bira operasyonlarında Rusya kaynaklı marj daralması bekliyoruz. Öte yandan, meşrubat grubunda Pakistan operasyonlarının satın alınması ve Bangladeş gibi olası yeni satın almalar ve bira grubunda Rusya/Ukrayna satın almasının tamamlanması ile borçluluğun artmasını ve yüksek finansman maliyeti nedeniyle nakit akışı ve karlılık üzerinde baskı yaratmasını öngörüyoruz.
- Her iki hisseyle ilgili de olumlu görüşe sahip olmakla ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi vermekle birlikte daha güçlü olacağını düşündüğümüz iç piyasaya daha yüksek ağırlığı olan dolayısıyla büyümenin ve marjların daha güçlü olacağını öngördüğümüz **CCOLA**'nın **AEFES** hissesine kıyasla yatırım temamıza daha uygun olduğunu düşünüyoruz.

## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
AEFES	E.Ü.	82,836	32%	139.90	196.00	40%	4.1	6.6
CCOLA	E.Ü.	142,575	25%	560.50	792.00	41%	5.7	10.3

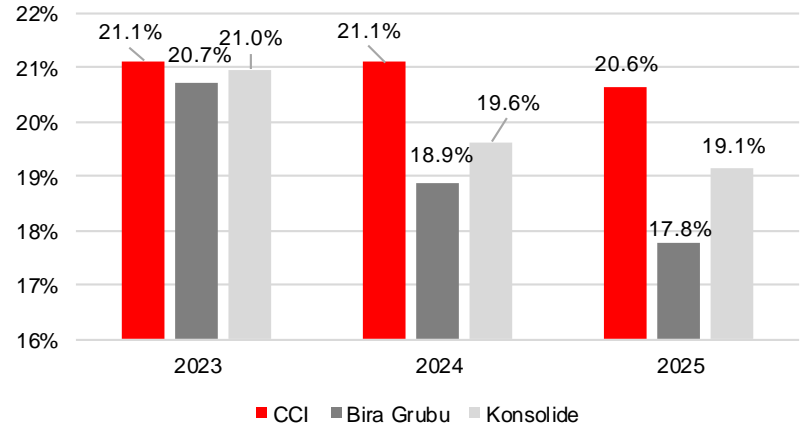
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

## Satış Büyümesi



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

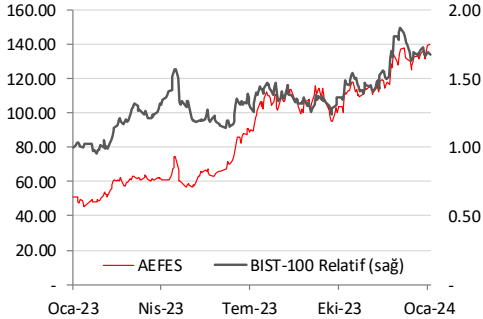
## FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

# Anadolu Efes

Bloomberg Kodu	AEFES TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	196.00			
Güncel Fiyat, TL	139.90			
Getiri Potansiyeli	40%			
Halka Açıklık Oranı	32%			
Piyasa Değeri, mn TL	82,836			
Firma Değeri, mn TL	174,944			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	90,504	145,060	227,599	297,941
FAVÖK, mn TL	16,411	30,421	44,682	57,014
Net Kâr, mn TL	3,429	8,144	12,476	16,536
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	13,014	12,134	5,737	-2,353
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.4	0.1	-0.0
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	18.1%	21.0%	19.6%	19.1%
Net Marj	3.8%	5.6%	5.5%	5.6%
Temettü Verimi	4.9%	1.5%	2.3%	4.0%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	130.4%	60.3%	56.9%	30.9%
FAVÖK, y/y	154.5%	85.4%	46.9%	27.6%
Net Kâr, y/y	221.0%	137.5%	53.2%	32.5%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	6.5	10.2	6.6	5.0
FD/FAVÖK	7.0	5.1	4.1	3.5
FD/Ciro	1.3	1.1	0.8	0.7
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	1.7%	34.6%	173.1%	1.7%
BIST-100 Relatif	-10.3%	22.5%	67.4%	-10.3%
AÖİH, mn TL	311	370	297	311



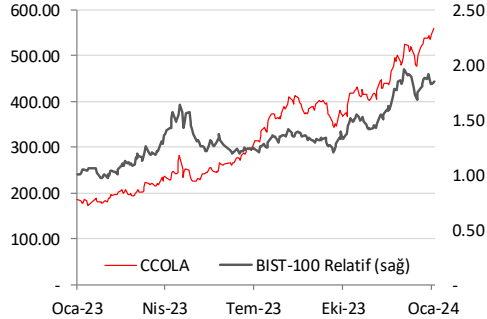
- **AB-InBev'in Rusya ve Ukrayna operasyonlarının satın alınması:** Anadolu Efes, Rusya ve Ukrayna operasyonlarında AB InBev'in %50 hissesini satın almak için anlaşma imzaladı. Gerekli onayların alınması ve işleminin tamamlanmasının ardından Efes, %100 hisseyle bu operasyonların tek sahibi olacak. Satın alma bedeli henüz açıklanmadı. Yapılacak ödeme, onayların ardından açıklanacak, satın alınan varlığın belirli bir dönemdeki yıllık nakit akışına göre belirlenecek. Dolayısıyla, Anadolu Efes işleminin tamamlanmasının hemen ardından bir nakit ödeme yapmayacak. Belirli bir süre için nakit akışı paylaşımı, artık değer (terminal value) kadar bir iskontoya işaret ettiği için bu hamleyi Anadolu Efes açısından olumlu buluyoruz. Ayrıca, anlaşma Rusya&Ukrayna azınlık payını ortadan kaldıracak, şeffaflığı artıracak ve Efes'in Rusya pazarındaki konumunu güçlendirecektir. Öte yandan, Rusya'nın ağırlığının artması çarpanlar üzerinde olumsuz etki yaratabilir.
- **Olağanüstü iki yılın ardından 2024 yılında marjlarda normalleşme öngörüyoruz:** Bira grubu 2023 yılında güçlü sonuçlar elde etmeye devam etti. Rusya-Ukrayna savaşının olumsuz etkisinin azalmasıyla hacimler düşük bazdan kısmen toparlandı. Maliyet baskısına rağmen, fiyatlama hem Rusya'da (yumuşayan rekabet) hem de Türkiye'de (yüksek talep) güçlü seyrederek son iki yılda marjlarda etkileyici bir artış sağladı. 2024'te, Türkiye operasyonlarında, yüksek baz etkisine ve güçlü fiyatlandırmanın hacimler üzerindeki olumsuz etkisine rağmen, hacimlerde zayıflık beklemiyoruz. Ücret artışlarının talebi destekleyeceğini ve mevcut makro ortamda hızlı tüketim sektörlerinin talep açısından öne çıkacağını düşünüyoruz. Uluslararası tarafta da, hacimlerin 2022'deki düşük bazdan toparlanmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, bira grubunda TL bazda %50 ciro büyümesi öngörüyoruz. Türkiye birada ~%70'lik güçlü büyüme beklentimize rağmen TL'deki reel değerlenme beklentimiz nedeniyle düşük kur çevrim etkisi uluslararası operasyonların konsolide büyümeyi aşağı çekmesini öngörüyoruz. Türkiye'de yüksek baza rağmen marjların güçlü kalmaya devam etmesini beklerken, Rusya'da bir miktar marj normalleşmesi öngörüyoruz. Bira grubu için 2024 yılında 180 baz puan FAVÖK marjı daralması ve görece daha düşük %37 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Anadolu Efes 6,9x 2024T F/K ve 4,1 FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere kıyasla oldukça yüksek %60'a yakın iskontoyla işlem görüyor. Hedef değerimiz 196TL'ye %40 getiri potansiyeli sunan hisse için uzun vadede olumlu görüşümüzü koruyor ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Ancak gıda segmentinde takip listemizdeki hisseler içerisinde bu yıl görece zayıf büyüme ve daha yüksek marj baskısı beklentimiz nedeniyle zayıf kar momentumunun kısa vadede re-rating'i biraz zorlaştırdığını düşünüyoruz.
- **Riskler:** Jeopolitik riskler, artan rekabet, Rusya'da ekonominin zayıflaması ve Ruble'nin değer kaybı en önemli aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkıyor.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.



# Coca-Cola İçecek

Bloomberg Kodu	CCOLA TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	792.00			
Güncel Fiyat, TL	560.50			
Getiri Potansiyeli	41%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	142,575			
Firma Değeri, mn TL	161,937			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	53,530	89,283	144,469	193,861
FAVÖK, mn TL	10,149	18,866	30,494	40,027
Net Kâr, mn TL	4,331	8,602	13,832	20,167
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	6,075	16,648	16,355	13,196
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.9	0.5	0.3
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	19.0%	21.1%	21.1%	20.6%
Net Marj	8.1%	9.6%	9.6%	10.4%
Temettü Verimi	1.7%	0.5%	1.0%	1.6%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	144.1%	66.8%	61.8%	34.2%
FAVÖK, y/y	121.0%	85.9%	61.6%	31.3%
Net Kâr, y/y	90.7%	98.6%	60.8%	45.8%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	8.3	16.6	10.3	7.1
FD/FAVÖK	4.6	8.9	5.7	4.4
FD/Ciro	0.9	1.9	1.2	0.9
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	6.7%	52.4%	201.0%	6.7%
BIST-100 Relatif	-5.9%	38.6%	84.5%	-5.9%
AÖİH, mn TL	343	245	213	343



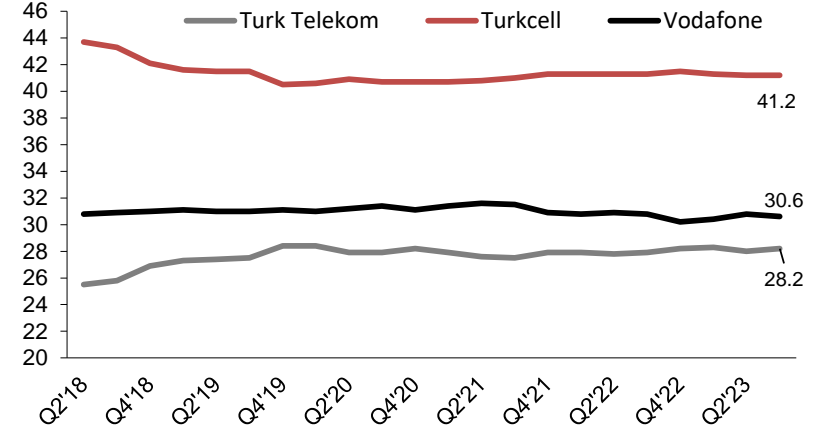
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

- Güçlü inorganik büyüme:** Coca-Cola İçecek (CCI), mevcut pazarlardaki organik büyüme fırsatlarının yanı sıra, son yıllarda Özbekistan operasyonlarını portföyüne eklemiş, yurtdışındaki en büyük operasyonu olan Coca-Cola Pakistan'ın kalan ~%50 hissesini satın almış ve Anadolu Etap İçecek'in %80 hissesini satın alarak büyümesini hızlandırmıştır. CCI ayrıca The Coca-Cola Company ile 1Y24'te tamamlanmasını beklediğimiz Bangladeş operasyonlarının satın alınması da dahil olmak üzere daha fazla coğrafi genişleme fırsatı için sürekli görüşmeler yürütmektedir. Özellikle Asya'da yeni pazarlar ile büyüme fırsatlarına odaklanılmaktadır. Geçmiş satın alımların performanslarına bakıldığında olası Bangladeş satın alımının da CCI için değer yaratacağını düşünüyoruz. Bangladeş'in önemli bir nüfusa ve gelişen bir ekonomiye sahip büyüyen bir pazar olması nedeniyle cazip bir Pazar olduğunu düşünüyoruz. Kişi başına düşen alkolsüz içecek tüketiminin düşük olması yüksek bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir. CCI ayrıca, olası anlaşmayı finanse etmek için 0,5x (dolar bazında) net borç / T12M FAVÖK ile güçlü bir bilançoya sahiptir.
- Türkiye operasyonlarının katkısıyla görece güçlü satış büyümesi:** Türkiye operasyonlarında 2024 yılında maliyet baskıları nedeniyle yüksek fiyatla malar göreceğimiz bir başka yıl olmasını bekliyoruz. Ancak, güçlü fiyatlamaya rağmen, ücret artışları, mevcut makro görünümde hızlı tüketim mallarına yönelik daha iyi talep görünümü ve düşük baz etkisi sayesinde hacim büyümesinin Şirket beklentilere paralel olarak orta-tek haneli olmasını bekliyoruz. Aynı şekilde uluslararası satış hacminin de orta-tek haneli büyüyeceğini öngörüyoruz, ancak özellikle Pakistan ekonomisinin 1Ç24'teki seçimlerin ardından toparlanması durumunda tahminlerimize yukarı yönlü riskler oluşturabileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Türkiye operasyonlarında %68 seviyesinde büyüme tahminimizin katkısıyla konsolide bazda %62 gelir büyümesi bekliyoruz. TL'deki reel değerlenme beklentisi nedeniyle uluslararası operasyonların konsolide büyümeye katkısının görece daha düşük olmasını bekliyoruz.
- Hem Türkiye'de hem uluslararası operasyonlarda dayanıklı marjlar:** Maliyet baskılarına rağmen, hem Türkiye'de hem de uluslararası operasyonlarda fiyatlama ve güçlü hacimler sayesinde 2024 yılında marj baskısı beklemiyoruz. Türkiye operasyonlarındaki %70'lik FAVÖK büyümesinin katkısıyla, konsolide bazda FAVÖK'te %62'lik bir büyüme öngörüyoruz.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Coca-Cola İçecek 10,3x 2024T F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine %40 iskonto ile işlem görüyor. Hedef değerimiz 792 TL'ye %41 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. İçecek segmentinde CCOLA hissesinin güçlü olmasını beklediğimiz iç piyasaya daha yüksek ağırlığı olması, dolayısıyla büyümenin daha güçlü ve marj baskısının daha sınırlı olması nedeniyle yatırım temamıza daha uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Riskler:** Jeopolitik riskler, yüksek hammadde fiyatları ve yerel ekonomilerde zayıflama ve para birimlerinin değer kaybı.

# Telekom Sektörü

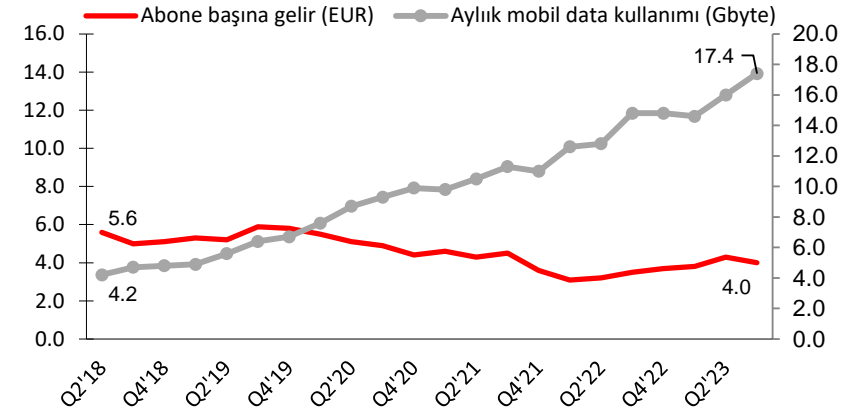
- Reel büyümenin 2024 yılında da devam etmesini bekliyoruz:** Hem Turkcell hem de Türk Telekom fiyat artışlarının müşteri sözleşmelerine gecikmeli yansımalarının birikimli etkisiyle 2023 yılında enflasyonun üzerinde ARPU (abone başına gelir) büyümesi sağladı. Her iki şirket de Şubat depremini takip eden çeyrek hariç olmak üzere son yedi çeyrekte mobilde art arda fiyat ayarlamaları gerçekleştirdi. Buna bağlı olarak, Turkcell ve Türk Telekom 9A23'te ortalama enflasyonun üzerinde, sırasıyla %87 ve %78 oranında ARPU büyümesi kaydetti. Fiyat artışlarını kademeli gelen etkisi, sektör oyuncularının dinamik fiyatlama modeli ve beklenen dezenflasyon göz önüne alındığında, sektör için reel büyüme görünümünün 2024 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz.
- Türk Telekom'un sabit genişbant imtiyaz sözleşmesinin uzatılmasının 2024 yılında neticelenmesi bekleniyor:** Ulaştırma ve Altyapı Bakanı verdiği bir mülakatta Türk Telekom'un 2026 yılında sona erecek olan imtiyaz sözleşmesinin, 2024 yılında muhtemelen 25 yıllığına yenilenmesinin öngörüldüğünü belirtti. Şu anda net olmayan imtiyazın yenilenme koşulları, ileriye dönük olarak diğer konularda (altyapı paylaşımı, 5G'nin yaygınlaştırılması vb.) daha net bir tablo çizebilir.
- Görece güçlü TL ve beklenen dezenflasyon, sektör için olumlu temalar:** Sektörün yatırım harcamalarının yaklaşık %60-%70'i ve uzun vadeli borçlarının tamamı döviz üzerinden. Bu durum geçmişte, sektör için yatırım harcaması yoğunluğunu ve borçluluk oranlarını arttırdı ve net kar üzerinde baskı ve yüksek oynaklık yarattı. 2024 için öngördüğümüz makro temanın sektör için daha olumlu olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, depremin etkisi nedeniyle 2024 yılında sektör için daha düşük yatırım harcaması yoğunluğu varsaymadık.

## Mobil Pazar Payları (%)



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım, BTK

## Abone Başına Gelir (EUR) & Abone Başına Data kullanımı (Gbyte)



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım, BTK

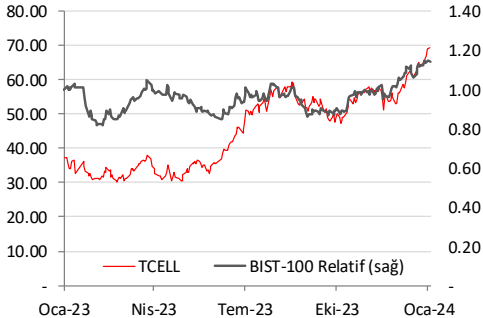
## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
TCELL	E.Ü.	152,460	54%	69.30	98.50	42%	3.1	5.6

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma



Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	98.50			
Güncel Fiyat, TL	69.30			
Getiri Potansiyeli	42%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	152,460			
Firma Değeri, mn TL	184,704			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	53,878	93,285	150,978	199,046
FAVÖK, mn TL	22,160	38,946	62,354	83,002
Net Kâr, mn TL	11,053	15,433	27,084	35,768
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	23,110	33,379	42,209	50,417
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.9	0.7	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	41.1%	41.8%	41.3%	41.7%
Net Marj	20.5%	16.5%	17.9%	18.0%
Temettü Verimi	2.5%	1.5%	2.5%	4.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	50.0%	73.1%	61.8%	31.8%
FAVÖK, y/y	45.4%	75.8%	60.1%	33.1%
Net Kâr, y/y	119.7%	39.6%	75.5%	32.1%
Değerleme Verisi				
	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	4.5	9.9	5.6	4.3
FD/FAVÖK	3.3	4.8	3.1	2.5
FD/Ciro	1.4	2.0	1.3	1.0
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	23.5%	38.6%	85.7%	23.5%
BİST-100 Relatif	8.9%	26.1%	13.8%	8.9%
AÖİH, mn TL	2,117	1,859	1,690	2,117



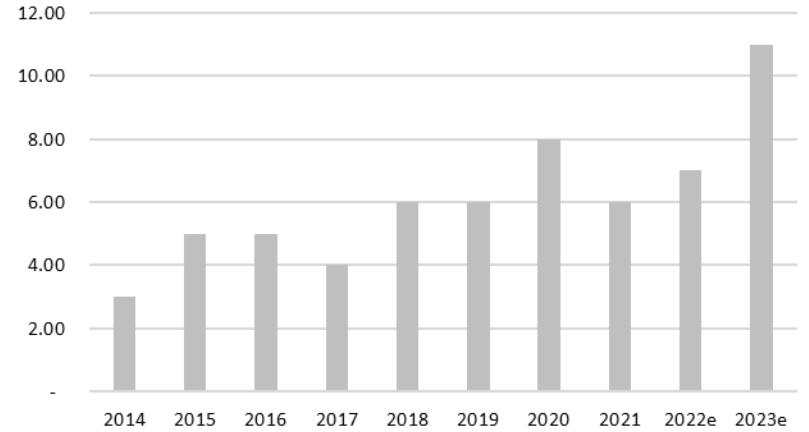
- **Reel büyümenin 2024 yılında devam etmesini bekliyoruz:** Turkcell'in mobil ARPU (müşteri başına ortalama gelir) rakamının, müşteri tarifelerinin dinamik fiyatlandırılması ve faturalı abone bazının artan payının etkisiyle 2024 yılında ortalama enflasyon tahminimizin üzerinde, %60 oranında artmasını bekliyoruz. Yönetim, ileriye dönük olarak enflasyonist fiyatlandırma uygulamaya devam etmeyi planlıyor. Ek olarak, Turkcell geçtiğimiz yıllarda müşteri kazanımında oldukça başarılı oldu ve son dört çeyrekte faturalı mobil abone bazına yaklaşık 1,7 milyon abone ekledi. 2024 yılında 1,2 milyon net abone kazanımı bekliyoruz. Ayrıca, Temmuz ayı başında toptan satış fiyatlarında yapılan %70'lik artışın, perakende fiyatlarına olumlu yansımaları nedeniyle sabit internet tarafında müşteri başına gelirlerde de güçlü artış bekliyoruz.
- **Marjlarda hafif bir normalleşme görüyoruz:** Turkcell'in FAVÖK marjının, asgari ücret artışlarının faaliyet giderleri üzerindeki etkisi ve enerji giderlerinin normalleşmesi nedeniyle, 2024 yılında 0,5 puanlık \*düşüşle %41,3'e gerilemesini bekliyoruz. Tahmin döneminde FAVÖK marjının kademeli olarak iyileşerek %42,0 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.
- **Ukrayna operasyonlarının 2024 yılında elden çıkarılması planlanıyor:** Turkcell, 29 Aralık 2023 tarihinde Lifecell LLC, Global Bilgi LLC ve Ukrtower LLC'nin tüm hisselerini, tüm hak ve borçlarıyla birlikte devretmek üzere, NJJ Capital ile bir hisse devir sözleşmesi imzaladığını duyurdu. Şirket, kapanış düzeltmelerine tabi olacak satış fiyatının 525 milyon dolar olduğunu açıkladı. Yasal izin süreçleri devam ettiği ve onay süreleri için takvim belli olmadığı için satış etkisini henüz finansal tahminlerimize yansıtmadık. Satılan finansal varlıkların özsermayesi 3Ç23 kapanış rakamlarına göre 402,6 milyon dolar seviyesinde. Turkcell'in Ukrayna operasyonları Yıllıklandırılmış 9A23 rakamlarına göre 306 milyon dolar ciro, 177 milyon dolar FAVÖK ve 57 milyon dolar net kar elde etti. Ukrayna operasyonlarının net borcu için ayrı bir kırılım bulunmamasıyla birlikte, Turkcell'in konsolide finansallarında Grivna (UAH) cinsinden finansal borcu 80,5 milyon dolar seviyesinde. Şirketin stratejik önceliği olmayan varlıkların satışını olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- **Değerli varlıkları için stratejik opsiyonların değerlendirilmesi potansiyel katalist olmaya devam ediyor:** 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 değerlendirilmesini Turkcell için değer yaratacağını düşünüyoruz.
- **"Endeks Üzeri Getiri" notumuz devam ediyor:** Yeni makro varsayımlarımızı yansıtan rakamlarımızda sınırlı revizyon yaptık. Buna göre, İNA bazlı 12M hedef fiyatımızı 93,0 TL'den hisse başına 98,5 TL'ye revize ettik ve "Endeks Üzeri Getiri" notumuzu koruyoruz. Hisse senedi 2024E 3,1x FD/FAVÖK ile yurt dışı benzerlerine göre %38 iskonto ile işlem görüyor.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Savunma Sanayi Global Görünümü

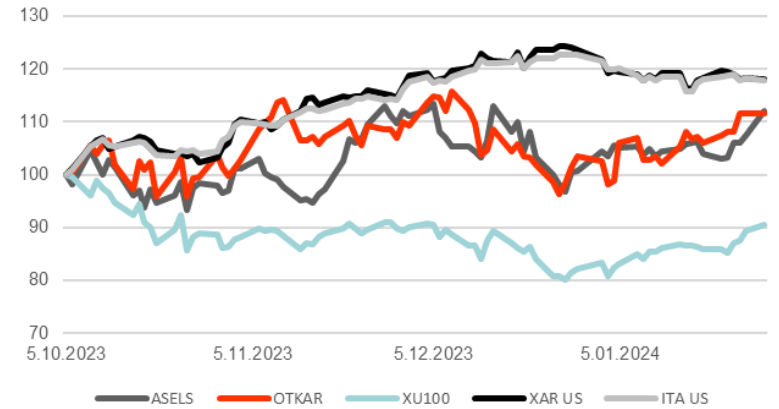
- Artan jeopolitik riskler pazarı büyümeye devam ediyor...** Rusya-Ukrayna savaşı, Orta Doğu ve Afrika'daki son gelişmeler gibi bir dizi zincirleme olay jeopolitik riskleri artırdı. Jeopolitik risklerin daha geniş bir coğrafyaya yayıldığını, daha fazla çatışma etrafında toplandığını, bloklaşmaların oluştuğunu ve uluslararası gerilimi derinleştirdiğini gözlemliyoruz. NATO Temmuz ayında 2023 yılı için askeri teçhizat harcamalarında %14 reel büyüme öngördü. Modernizasyon ve kabiliyet zenginleştirme gereksinimleri silahlı kuvvetleri askeri satın almalar için daha fazla harcama yapmaya itmekte ve pazarı büyütmektedir. Savunma harcamalarının 2023'teki gibi yerel artışlardan ziyade derinleşen ve genişleyen jeopolitik riskler nedeniyle 2024'te küresel olarak büyümesini bekliyoruz. FY24 ödenekleri, savunma sanayi oyuncularının güçlü büyümesine etki edecektir. Küresel savunma sanayinin 2024 yılında düşük ila orta onlu seviyelerde, 2025 yılında ise orta tek haneli seviyelerde büyümesini bekliyoruz.
- Kârlılık ve nakit akışları 2024 yılında da güçlü kalmaya devam edecek...** Özellikle mühimmat ve kara araçları alt segmentinde güçlü büyüme operasyonel kaldıraç, marjları ve nakit üretimini destekleyecek.
- Tedarik zinciri karmaşıklığı en temel aşağı yönlü risk...** Kritik malzemelerde %50-70 payla pazar lideri olan Çin'in kritik malzemeler üzerindeki hakimiyeti, tedarik zincirini karmaşıktırmaya devam edebilir. Bu nedenle, tedarik zinciri karmaşıklığını 2024'te ana aşağı yönlü risk olarak ele alıyoruz.
- 4Ç23'te savunma şirketlerinin hisse performansı...** Küresel savunma hisseleri İsrail-Filistin savaşının başladığı 23 Ekim'den bu yana %18 yükseldi. Aselsan ve Otokar küresel benzerlerinin yaklaşık %5 ve %6 gerisinde kaldı.

## GSYH'nin %2'sinden Fazla Savunma Harcaması Yapan NATO Üye Sayısı



Kaynak: NATO (Tem'23), Ak Yatırım Araştırma

## Savunma Şirketi Hisselerinin 4Ç23 Performansı



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

## Hisse Önerilerimiz

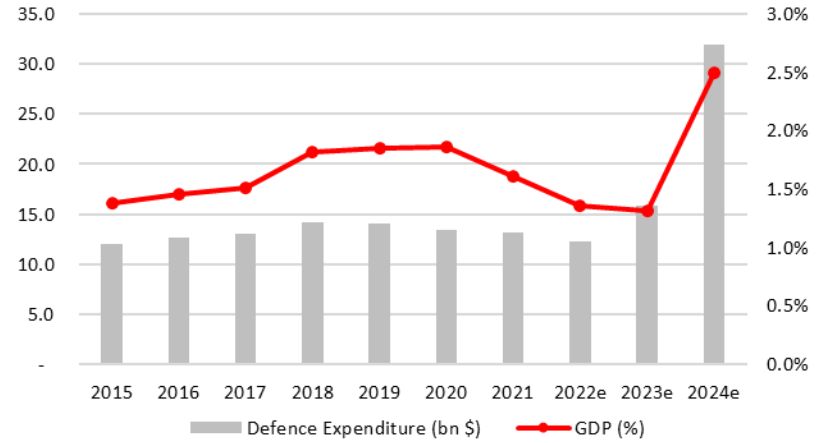
Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
ASELS	N.	234,384	26%	51.40	65.00	32%	10.9	10.3
OTKAR	E.Ü.	56,640	27%	472.00	830.00	76%	9.4	10.4

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

# Savunma Sanayi Yurt İçi Görünümü

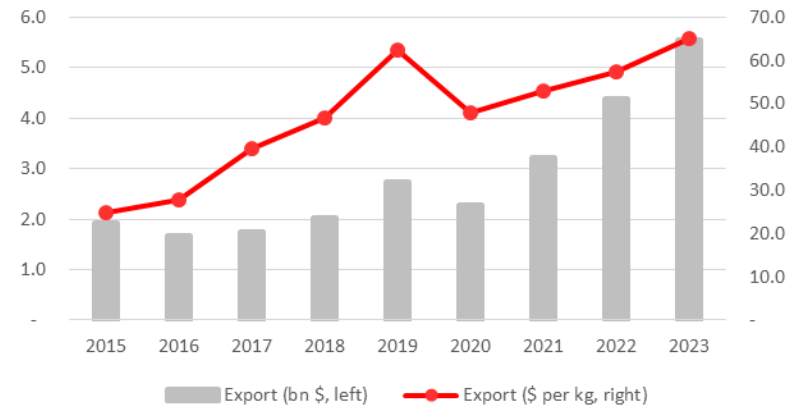
- **2024'te rekor savunma bütçesi...** Türkiye 2024 yılı savunma bütçesini 1.1 trilyon TL olarak açıklayarak 5 yıllık ortalamasını ABD doları bazında ikiye katladı. Savunma sanayi, 2023 yılında başlıca F-16 modernizasyonu ve hava savunma sistemlerini barındıran yaklaşık 10,2 milyar dolar değerinde anlaşma imzaladı. İhracat 2023 yılında bir önceki yıla göre %28 artarak 5,54 milyar dolara ulaştı. Kg başına ihracat 2023 yılında %15 artarak 65 \$'a ulaştı. Önceki yıllarda geliştirilen ürün ve sistemlerin ticarileştirilmesi önümüzdeki yıllarda ihracat artışını besleyecek gibi görünüyor. Müttefik ülkelerle 2023 yılında rekor anlaşmalar imzalayan sektörde %25 ihracat büyümesi öngörüyoruz. Yukarı ve aşağı yönlü yerel tedarik zinciri yatırımlarının ve yerli savunma sanayi oyuncularını arasındaki işbirliklerinin, maliyetleri düşürerek ve teslimat sürelerini kısaltarak tedarik zinciri ile ilgili engelleri aşacağına inanıyoruz.
- **Müttefik ülkelere savunma ihracatına stratejik odaklanma...** Mayıs 2023 seçimlerinden ardından Türkiye, yeni Orta Vadeli Program'da (OVP) savunma sanayine altı kez yer vererek bu konudaki kararlılığını bir kez daha teyit etmiştir. Buna göre, Türk savunma sanayii 2028 yılına kadar %11,6 YBBO ile 26 milyar dolar gelire ve %14,8 YBBO ile 11 milyar dolar ihracata ulaşmayı hedeflemektedir. Yeni kabine, nitelikli işgücü ve kritik malzemeler için güvenli bir tedarik zincirinin geliştirilmesinden başlayarak katma değerli üretime kadar uzanan yapılandırılmış bir stratejik yaklaşım ortaya koydu. Ayrıca, müttefikler ile ilişkileri güçlendirmek ve savunma ihracatını teşvik etmek amacıyla Türki cumhuriyetlere ve Körfez bölgesine ziyaretler de dahil olmak üzere diplomatik çabalarda bulundu. Katar, Suudi Arabistan, Kuveyt, Pakistan ve BAE gibi ziyaret edilen ülkelerin 2022 yılında sırasıyla 1., 4., 5., 6. ve 16. en büyük savunma ithalatçıları olarak sıralandığını belirtmek isteriz.
- **Sıradaki projeler...** Savunma Sanayii İcra Komitesi (SSİK), Askeri Uçak Gemisi'nin tasarım aşamasının ilerletilmesi ne, Milgem 9-12 gemilerinin, açık deniz karakol gemilerinin, yeni tip çıkarma gemilerinin, mayın avlama gemisinin ve milli hücum botunu inşasına karar verdi. Ayrıca MMU Kaan ile ilgili proje ilavesi bekliyoruz. ABD Kongresi, F-16 jetlerinin transferi ve modernizasyon kitlerine ilişkin henüz bir karar açıklamadı.

Türkiye'nin Savunma Sanayi Harcamaları, milyar \$, GSYH %



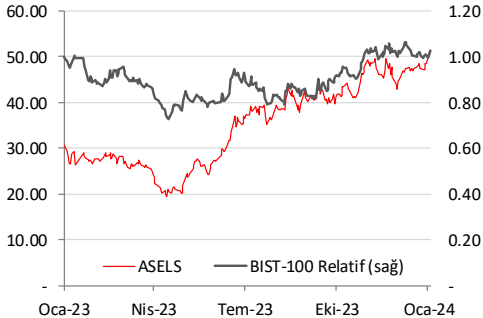
Kaynak: NATO, Savunma Sanayi Başkanlığı, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin Savunma Sanayi İhracatı, milyar \$, kg başına \$



Kaynak: Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM), Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB)

Bloomberg Kodu		ASELS TI			
Tavsiye		Nötr			
Hedef Fiyat, TL		65.00			
Güncel Fiyat, TL		51.40			
Getiri Potansiyeli		26%			
Halka Açıklık Oranı		26%			
Piyasa Değeri, mn TL		234,384			
Firma Değeri, mn TL		244,826			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T	
<b>Özet UFRS Finansalları</b>					
Ciro, mn TL	35,282	62,250	89,211	110,134	
FAVÖK, mn TL	9,472	15,577	22,367	25,912	
Net Kâr, mn TL	11,916	19,231	22,865	24,286	
<b>Borçluluk</b>					
Net Borç, mn TL	5,147	13,332	13,826	11,986	
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.9	0.6	0.5	
<b>Kârlılık</b>					
FAVÖK Marjı	26.8%	25.0%	25.1%	23.5%	
Net Marj	33.8%	30.9%	25.6%	22.1%	
Temettü Verimi	0.7%	0.2%	0.5%	0.6%	
<b>Büyüme</b>					
Ciro, y/y	75.2%	76.4%	43.3%	23.5%	
FAVÖK, y/y	72.2%	64.4%	43.6%	15.8%	
Net Kâr, y/y	67.1%	61.4%	18.9%	6.2%	
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T	
F/K	5.6	12.2	10.3	9.7	
FD/FAVÖK	7.1	15.6	10.9	9.3	
FD/Ciro	1.9	3.9	2.7	2.2	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	14.3%	23.0%	67.3%	14.3%	
BİST-100 Relatif	0.8%	11.9%	2.6%	0.8%	
AOİH, mn TL	2,458	2,329	2,942	2,458	

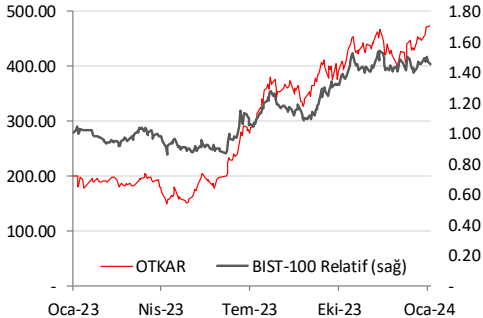


- **Proje edinimleri zirve yaptı...** Aselsan, 2023 yılında 4,8 milyar doların üzerinde sipariş olarak Türk savunma sanayiinde yaklaşık %45'lik bir paya sahip oldu. Alınan siparişlerin büyük çoğunluğunu F-16 modernizasyonu ve hava savunma sistemleri oluşturuyor. Aselsan için 2024 yılında, çoğunluğu MMU Kaan, Milgem 9-12, modernizasyon projeleri ve askeri gemi projelerinden oluşan USD4mr üzerinde sipariş bekliyoruz.
- **Savunma ihracatına stratejik odaklanma ve savunma dışı segmente teknoloji transferi gelir artışını destekliyor...** Türkiye'nin savunma ihracatını artırmaya yönelik diplomatik çabaları ve biriken kabiliyeti sivil teknolojilere aktarmaya yönelik stratejik planları, Aselsan'ın ciro büyümesini destekleyecektir. Savunma dışı segment mevcut bakiye siparişlerin sadece %5'ini oluşturmaktadır. Aselsan'ın sunabileceği akıllı sistemler, ulaşım ve enerji projeleri, deprem bölgesinde toparlanma için öne çıkıyor.
- **TL'deki değer kaybı büyümeyi baskılıyor fakat işletme sermayesi gereksinimlerini yumuşatıyor...** 3Ç23 itibarıyla bakiye siparişlerin %75'i döviz cinsinden oluşuyor. TL'nin değer kazanması, ciro büyümesini enflasyon beklentilerinin altında sınırlandıracak gibi görünüyor. Şirket henüz 2024 yılı için bir öngörü yayınlanmadı. İşletme Sermayesi/Satışlar oranının 0,9x seviyesinden 0,8x'e gerilemesini bekliyoruz.
- **Net kar marjı yüksek döviz geliri bazı etkisiyle daralacak...** TL, USD karşısında son 3 yılda sırasıyla yaklaşık %77, %44 ve %58 değer kaybetti. Kur hareketlerinin 2024 yılında daha sınırlı olacağı yönündeki beklentimiz, kur farkı gelirlerinin daha düşük olacağına işaret ediyor. Şirketin döviz gelirleri 9A23'te net karının yaklaşık %45'ini oluşturdu. Bu oranın 2024'te %16'ya yakın seyretmesini bekliyoruz.
- **Parasal sıkılaşmada öne çıkıyor...** Şirketin ılımlı borçluluk seviyesine rağmen (0,9x Net Borç/FAVÖK), net faiz yükleri net borç seviyesinin sadece %0,7'sine karşılık geliyor. Stratejik önemi nedeniyle Aselsan'ın düşük maliyetli finansman bulma kabiliyeti ile parasal sıkılaşma döneminde önemli bir avantaja sahip olduğunu düşünüyoruz. SSB eski başkanı İsmail Demir tarafından açıklanan Malatya'daki 1 milyar TL'lik yatırımın önümüzdeki yıl yatırım harcamalarını dolar bazlı %8 oranında artırabileceğini, ancak TCMB'nin açıkladığı YTAK kredisinin yatırım finansmanına ilişkin maliyetleri hafifletebileceğini düşünüyoruz.
- **Roketsan katkısı %4,2'ye ulaşacak...** Savunma Sanayi Başkanlığı'nın kamu kaynaklarına göre Roketsan'ın ihracatı %82 artışla USD89mn'den USD161mn'ye yükseldi. Roketsan büyümesi daha önce açıkladığımız beklentilerimiz doğrultusunda piyasanın üzerinde gerçekleşecek gibi görünüyor. Aselsan'ın Roketsan'daki %15'lik payı için 2023 sonu itibarıyla muhafazakar bir şekilde 9 milyar TL değer biçiyoruz.
- **Son savunma hissesi artışlarının gerisinde...** Aselsan için emsal şirketlerimizin hisseleri, Orta Doğu'da savaşın başladığı Ekim ayından bu yana %18 artışla güçlü bir performans sergiledi. İlgili dönemde benzerlerinin %5 gerisinde performans gösteren Aselsan hisseleri, 0,72x FD/Bakiye Sipariş ve 12,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla emsallerine göre yaklaşık %12 iskontolu işlem görüyor.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Otokar

Bloomberg Kodu				OTKAR TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				830.00
Güncel Fiyat, TL				472.00
Getiri Potansiyeli				76%
Halka Açıklık Oranı				27%
Piyasa Değeri, mn TL				56,640
Firma Değeri, mn TL				65,348
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	9,604	24,850	35,764	46,875
FAVÖK, mn TL	1,244	4,532	6,880	10,109
Net Kâr, mn TL	1,239	2,566	5,471	8,801
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	5,816	9,162	7,845	8,932
Net Borç/FAVÖK	4.7	2.0	1.1	0.9
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	12.9%	18.2%	19.2%	21.6%
Net Marj	12.9%	10.3%	15.3%	18.8%
Temettü Verimi	4.0%	-	1.4%	4.8%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	113.0%	158.8%	43.9%	31.1%
FAVÖK, y/y	36.3%	264.5%	51.8%	46.9%
Net Kâr, y/y	19.0%	107.1%	113.2%	60.9%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	10.0	22.1	10.4	6.4
FD/FAVÖK	14.7	14.5	9.4	6.5
FD/Ciro	1.9	2.6	1.8	1.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	10.9%	21.0%	136.5%	10.9%
BIST-100 Relatif	-2.2%	10.1%	45.0%	-2.2%
AOİH, mn TL	121	155	188	121



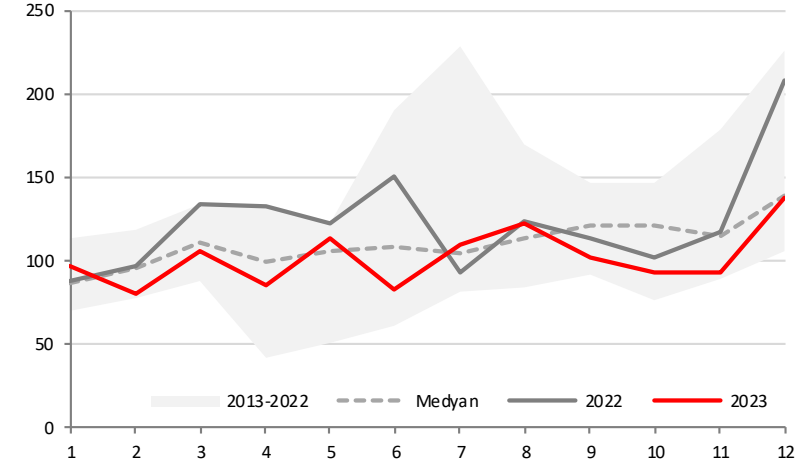
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- Hem ZA'larda hem de TA'larda güçlü büyüme...** Otokar'ın 2023 yılını USD bazında güçlü %73 ciro ve %117 FAVÖK büyümesi ile tamamlamasını bekliyoruz. OSD verisi 2023 yılında %68 otobüs satış adedi büyümesi ve %43 Zırlı Araç (ZA) satış adedi büyümesi ne işaret ediyor. Otokar'ın 5 yıl içinde 5.000 adetlik üretimine ilişkin IVECO anlaşması Ticari Araçlar (TA) segmentinde önemli bir dönüm noktası oldu.
- Son çeyrekte proje ilaveleri hızlandı...** Şirket son çeyrekte, 3Ç23 itibarıyla USD bazlı S12A ZA gelirlerinin 1,2 katına karşılık gelen yaklaşık USD280mn değerinde proje ilavesi açıkladı. Doğu Avrupa, Orta Doğu, Latin Amerika, Afrika ve Orta Asya'daki jeopolitik istikrarsızlık, Şirket'in proje alımlarını hızlandırmış görünüyor. TA segmenti cirosu 2023'te tarihi zirveye ulaştı, IVECO anlaşmasına ilişkin daha iyi satış adedi beklentileriyle 2024 için %13 USD bazlı büyüme öngörüyoruz.
- Gelecek yıl ZA pazar büyümesinden daha iyi performans bekliyoruz...** Küresel ZA pazarının 2024 yılında %10,6 büyümesi bekleniyor. Otokar'ın gelecek yıl pazardan daha iyi performans göstermesini ve pazar payını %0,67'den %0,82'ye çıkarmasını bekliyoruz. Bunun 4 ana nedeni var: i) ihalelerde atıl kapasite avantajı, ii) daha önce geliştirilen 6x6, 8x8 ve paletli araçların potansiyel satışları, iii) ürünlerinin coğrafi genişlemesi, iv) ürünlerinin rakiplerine kıyasla üstün özellikleri. 2023 yılında ZA segmentindeki güçlü büyümeye rağmen, tek vardiyada dahi kapasite kullanımı %44 civarındadır. 4x4 araçların 2023'te satışların neredeyse tamamını oluşturduğunu düşünüyoruz. Daha önce geliştirilmiş olan 6x6, 8x8 ve paletli ZA'ların, yaşam döngülerinin erken aşamalarında olduklarına inanıyoruz. Sektörel araştırmamızda, farklı ülkelerin silahlı kuvvetlerinden Otokar'ın ürünlerinin rakiplerinden daha iyi performans gösterdiğine ve üstün askeri yeteneklerine sahip olmak için prim ödemeye istekli olduklarına dair açıklamalara rastlıyoruz.
- Yedek parça satışları 2024 yılında daralabilir...** Yedek parça satışları Mayıs ayında açıklanan USD41mn değerindeki yedek parça anlaşmasının desteğiyle rekor seviyeye ulaştı. Yedek parça satışlarındaki büyümenin bir kısmının 2023 yılına ait olduğunu ve sürdürülebilir olmadığını düşünüyoruz.
- Net karın 3 yılda 6 kat büyümesini bekliyoruz...** Yoğun fuar döneminde pazarlama giderlerindeki artışa rağmen, operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjının 23/24'te sırasıyla 380bps ve 80bps genişlemesini bekliyoruz. Böylece, Net Borç/FAVÖK'ün zirve noktası olan 4,7x'ten 4Ç23'te 2,0x'e düşmesini bekliyoruz. Artan kârlılık ve azalan işletme sermayesi baskıları nedeniyle 2024'te borç azaltımı bekliyoruz. Net karda operasyonel kaldıraç ve azalan net finansal giderler sayesinde 3 yıl boyunca %67 YBBO bekliyoruz.
- Çarpanlarda gizli iskonto...** Otokar, 2023T/24T için USD bazında 12,2x ve 10,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla, benzerlerine göre sırasıyla %7 ve %10 primli işlem görmektedir. Şirketin güçlü büyüme, marj genişletme potansiyeli ve vergi avantajlarıyla daha yüksek nakit yaratma kabiliyeti nedeniyle primi hak ettiğine inanıyoruz.

# Yapı Malzemeleri

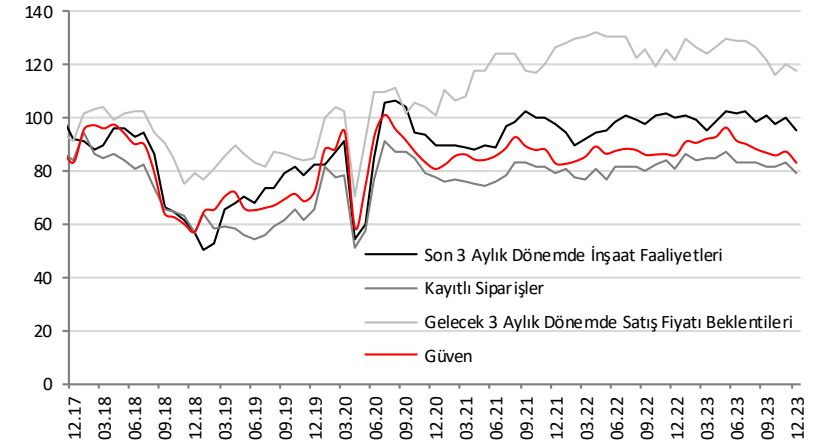
- Parasal sıkılaştırma 2023'te konut satışlarını vurdu. Toplam konut satışları bir önceki yıla göre %17 oranında düştü. İkinci el satışlar 2023 yılında %17, birinci el satışlar ise %18 oranında azaldı.
- Parasal sıkılaştırmanın hızlanmasıyla birlikte tüm kredi ve mevduat faiz oranlarında olduğu gibi konut kredisi faiz oranları da yükseldi. TCMB'nin politika faizini artırması ve kredi faizleri üzerindeki sınırlamaları kaldırması sonucunda konut kredisi faiz oranları 2023 sonunda %43'e yaklaşmıştır.
- Konut kredisi faiz oranlarının 1Y24'te yüksek kalmaya devam etmesini ve 2024'te devam eden sıkılaştırma döngüsünün konut satışlarını sınırlamasını bekliyoruz.
- Sıkılaştırma döngüsü inşaat sektöründe de hissedilmektedir. Son 3 aydaki birikmiş işler ve faaliyetler Aralık ayında önemli bir düşüşe tanık olmuştur. Alt endekslerdeki gerilemenin bir sonucu olarak, inşaat sektörü güveni Aralık ayında geçen yılın aynı ayına göre 4,1 puan düştü.
- 2024'te inşaat sektöründeki büyümeyi sınırlayacak iki faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki, 4Ç24'e kadar devam etmesi beklenen parasal sıkılaştırma ve yüksek faiz oranlarıdır. İkincisi ise kamu bütçesinin deprem bölgesi dışındaki yatırımlarda çok sınırlı bir büyüme hedeflemesidir.
- Talep tarafındaki yavaşlama inşaat faaliyetleri üzerinde baskı yaratmaktadır. Mevcut koşulların 2Y24'e kadar devam etmesi ve inşaat malzemelerine olan talebin 1Y24'te sınırlı kalması beklenmektedir.
- Diğer taraftan, 2023 yılında alınan yapı ruhsatlarında artış görüldü. Deprem bölgesindeki faaliyetler de ka demeli olarak talep yaratmaya devam edecektir.

## Konut Satışları (Bin Bağımsız Bölüm)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

## İnşaat Sektörü Eğilim Endeksleri, Düzeltilmemiş (2010=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

## Hisse Önerilerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
KLKİM	N.	11,886	30%	25.84	32.00	24%	8.8	9.6

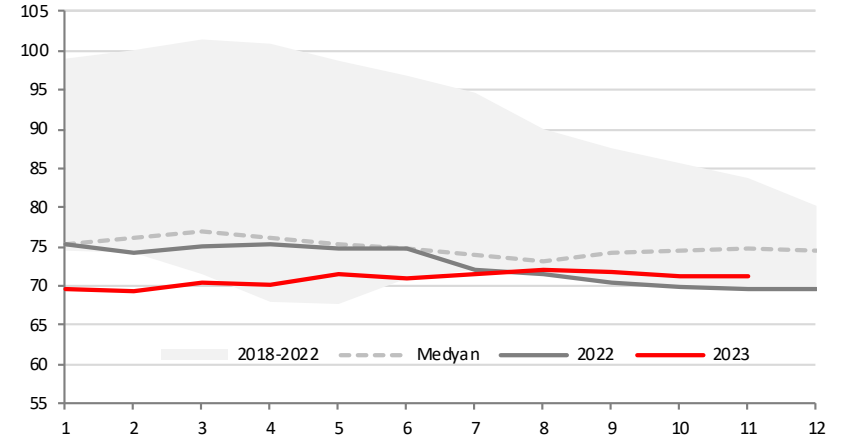
Surce: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet



# Yapı Malzemeleri

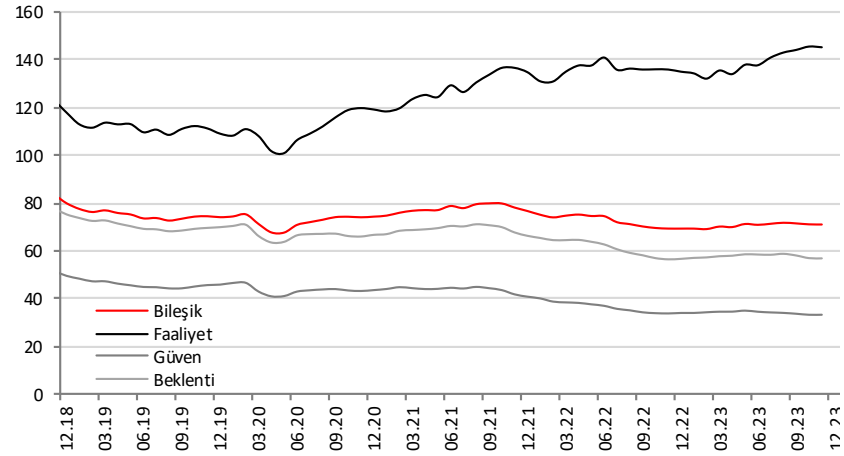
- İnşaat Malzemeleri Sanayi Bileşik Endeksi Eylül ve Ekim aylarındaki hafif düşüşlerin ardından Kasım 2023'te durgunlaştı. Faaliyetler hafif bir daralmaya sahne olurken, güven ve beklentiler yatay seyretti. Önümüzdeki döneme ilişkin alınan yurt içi ve yurt dışı siparişlerdeki düşüşler güven ve beklentileri sınırılıyor.
- Yurt içi satışlar, üretim ve ciro, devam eden parasal sıkılaştırma ve düşük kış mevsimi nedeniyle kasım ayında gerilemiştir.
- İhracat faaliyetleri ivme kazanmış ve uluslararası piyasalardaki ekonomik yavaşlamaya rağmen ihracat fiyatları önemli ölçüde artmıştır.
- Ekonomi politikaları ve mevsimsellik, yurt içi inşaat malzemeleri sektöründeki faaliyetlerin iki ana belirleyicisi olurken, yurt dışındaki ekonomik yavaşlamanın seviyesi ve kapsamı da izlenecek ana faktör olacaktır. Üreticiler Aralık 2023'te de yavaşlama bekliyor.
- Seçim öncesi canlanma henüz görülmediği için mevcut ekonomi politikalarının yavaşlatıcı bir etki yaratacağı beklentisi yaygınlaşıyor. Güvenin yerel seçimlerin sonuna kadar zayıf kalması muhtemeldir.
- Önümüzdeki 3 aya ilişkin yeni siparişler hem iç piyasada hem de yurtdışında gerileme gösterirken, üretim, yatırım ve istihdam beklentileri Kasım ayında yükselmiştir. Piyasalardaki ekonomik gidişat göz önüne alındığında beklentilerin iyileşmesi zaman alacaktır.
- Diğer taraftan, Türkiye'nin önemli bir kentsel dönüşüm ihtiyacı bulunmaktadır. Türkiye'de 31 milyon konut stoku ve 5 milyon ticari birim stoku (toplam 36 milyon bağımsız birim) bulunmaktadır ve bunların 6 milyonu risk altında olup 2 milyonu acil kentsel dönüşüm ihtiyacı içindedir. Yönetim organları sadece İstanbul'da 5 yıl içinde 800 bin bağımsız birimin dönüşümünü hedefliyor. İstanbul'da bugüne kadar 800 bin bağımsız birimin kentsel dönüşüme girdiğini hatırlatan yetkililer, bunun için 128 milyar TL'lik bir kaynak gerektiğini belirtiyor.
- Dönüşüm kapsamındaki bir diğer eylem planı ise rezerv alanlarda 400 bin, İstanbul'da ise 100 bin konutun inşa edilmesi.
- Kentsel dönüşüm için 2024 bütçesinin sınırlı olması nedeniyle dış finansmana erişim kilit belirleyici olacaktır.

## İnşaat Malzemeleri Sanayi Bileşik Endeksi (Ağustos 2013=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Türkiye İMSAD

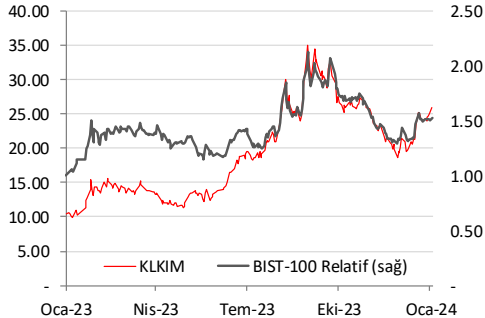
## İnşaat Malzemeleri Sanayi Eğilim Alt Endeksleri (Ağustos 2013=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Türkiye İMSAD

# Kalekim

Bloomberg Kodu				KLKIM.TI
Tavsiye				Nötr
Hedef Fiyat, TL				32.00
Güncel Fiyat, TL				25.84
Getiri Potansiyeli				24%
Halka Açıklık Oranı				30%
Piyasa Değeri, mn TL				11,886
Firma Değeri, mn TL				11,293
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	2,143	3,697	6,117	8,518
FAVÖK, mn TL	452	907	1,271	1,812
Net Kâr, mn TL	507	880	1,233	1,758
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-464	-726	-763	-1,269
Net Borç/FAVÖK	-1.0	-0.8	-0.6	-0.7
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	21.1%	24.5%	20.8%	21.3%
Net Marj	23.6%	23.8%	20.2%	20.6%
Temettü Verimi	1.7%	1.0%	1.7%	2.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	164.6%	72.5%	65.5%	39.2%
FAVÖK, y/y	184.3%	100.9%	40.1%	42.6%
Net Kâr, y/y	137.6%	73.6%	40.1%	42.6%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	5.9	13.5	9.6	6.8
FD/FAVÖK	5.8	12.4	8.8	5.9
FD/Ciro	1.2	3.0	1.8	1.3
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	20.2%	-3.0%	149.4%	20.2%
BİST-100 Relatif	6.0%	-11.8%	52.8%	6.0%
AÖİH, mn TL	79	67	113	79



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

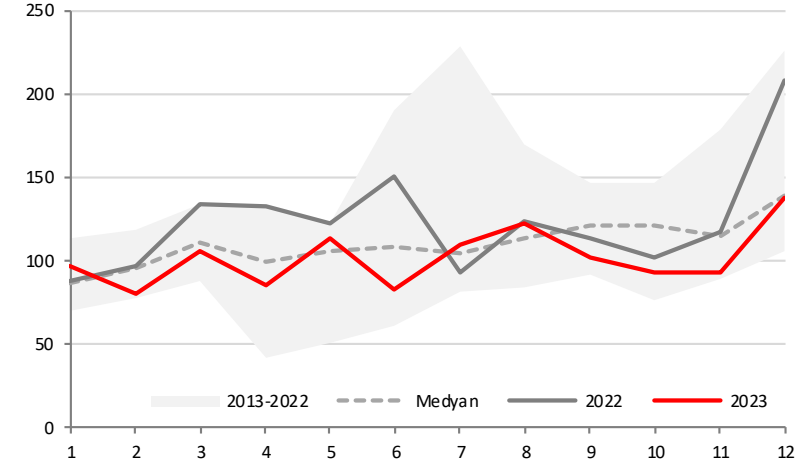
- **Çok sayıda yatırım devam ediyor:** Kalekim, etkileri 2024-2025 yıllarında görülecek bir yatırım döngüsü içindedir.
  - Irak'ta yeni fabrika yatırımı:** Şirket, Irak'ın Duhok kentinde 27 bin metrekarelik bir arazi üzerinde yeni bir üretim tesisi için 10 milyon ABD\$ yatırım planladığını açıkladı. Tesisin 2025 yılı başında devreye alınması planlanmakta olup, 100 bin ton/yıl kuru harç (mevcut kuru harç kapasitesinin %9'u) ve 5 bin ton/yıl boya (mevcut boya ve sıva kapasitesinin %10'u) üretim kapasitesine sahip olacaktır. Irak, seramik uygulamalarına olan yüksek talebi ile Kalekim için önemli bir pazar konumundadır. Halihazırda satışların yaklaşık %25'inin gerçekleştirildiği ülke, Şirket'in uzun vadeli büyümesi için umut verici görünüyor.
  - Yozgat'ta GES yatırımı:** Şirket, Yozgat'ta 7,19 MWp kapasiteli bir güneş enerjisi santrali için 6,05 milyon ABD\$ yatırım harcaması planladığını açıkladı. Santralin 2024 yılı başında devreye alınması beklenmektedir. Dahili kullanımın %50 civarında olacağı tahmin edilmektedir.
  - Mersin'de yeni tesis:** Şirket, Mersin Serbest Bölgesi'ndeki tesisinden konsantre ürün (seramik yapıstırıcıları ve derz filtreleri, ısı yalıtımı, mantolama, su yalıtımı ve beton katkı kimyasalları) üretimlerini taşımak için Mersin Organize Sanayi Bölgesi'nde 25,1 bin m2 arazi tahsisinin tamamlandığını açıkladı. Kalekim, arsa için 16 Kasım 2023 tarihinde 88,1 milyon TL nakit ödeme yaptı. Yönetim, bu yatırım ile Mersin Serbest Bölgesi'ndeki mevcut üretim tesisinin verimliliğini artırmayı hedefliyor.
  - Muğla'da tesis kiralandı:** Kalekim, Muğla'da şube açılışını duyurdu. Kiralanan tesiste vaziyet planı çizimleri, zemin etüt çalışmaları ve ruhsatlandırma işlemleri devam ediyor. Tesis 2 bin metrekare kapalı alan ve 5,65 bin metrekare açık alana sahip. Kira bedeli 5,16 milyon TL + KDV olup, teslimde peşin olarak ödenecektir. Kira sözleşmesinin vade tarihi 1 Ocak 2025'tir. Şirket, satın alma opsiyonunu 1 Aralık 2024 ile 31 Ocak 2025 tarihleri arasında 3,17 milyon Avro kullanım fiyatından kullanabilecektir.
- **Yönetimin 2023 beklentileri:** Yurt içi pazarda yaklaşık %15 ve yurt dışı pazarlarda yaklaşık %10 satış hacmi büyümesi, %70-%80 bandında net satış büyümesi, %20-%25 bandında FAVÖK marjı, 400-500 milyon TL yatırım harcaması ve %10 civarında Net İşletme Sermayesi/Satış oranı bekleniyor.
- **2024-2025 beklentilerimiz:** Türkiye'nin güneydoğusundaki deprem bölgesinin yeniden inşası, kentsel dönüşüm faaliyetleri, yeni ürün lansmanları ve yeni kapasite ilaveleri ile desteklenen, genel ekonominin üzerinde bir büyüme öngörüyoruz. Orta vadeli FAVÖK marjımızı %21-22 bandında, güçlü TL'nin katkısıyla normalize seviye olan %20'nin hafif üzerinde koruyoruz.
- **"Nötr" seviyemizi koruyoruz:** "Nötr" tavsiyemizi koruyor, hedef fiyatımızı %11 artırarak 32 TL'ye yükseltiyoruz.



# Gayrimenkul Sektörü - Konut

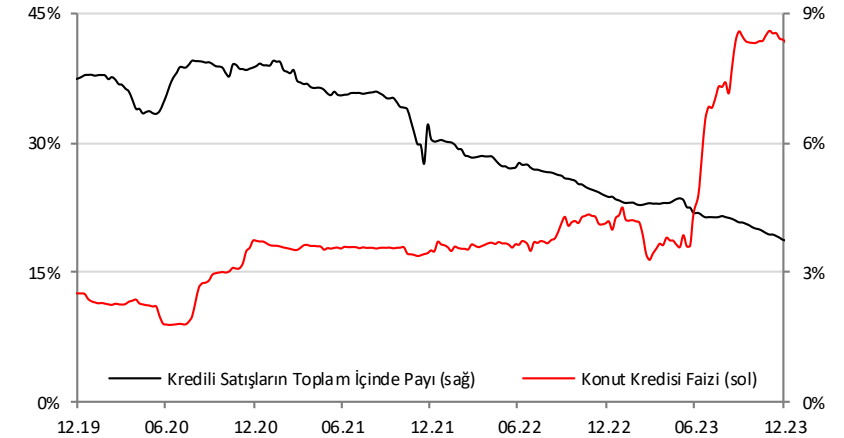
- Parasal sıkılaştırma 2023'te konut satışlarını vurdu. Toplam konut satışları 11 aylık dönemde geçen yılın aynı dönemine göre %15 düştü. İkinci el satışlar 11 aylık dönemde 2022'nin aynı dönemine göre %15, birinci el satışlar ise %14 azaldı.
- Parasal sıkılaştırmanın hız kazanmasıyla birlikte konut kredisi faiz oranları da arttı. TCMB'nin politika faizini artırması ve kredi faiz oranları üzerindeki kısıtlamaları kaldırması sonucunda konut kredisi faiz oranları 2023 yılı sonunda %43'e yaklaşmıştır. Faiz oranlarındaki artış bankaların kredi büyüklüğü ve kompozisyonunda da hissedilmiş, konut kredilerinin payı %4'lere kadar gerilemiştir. Benzer şekilde, ipotekli konut satışları da Mayıs 2023'te %25 iken Kasım 2023'te %6'ya gerilemiştir.
- Konut fiyatları Mayıs ayından bu yana ipotekli konut satışları ile birlikte Mayıs ayındaki tüm zamanların en yüksek seviyesinden gerilemekle birlikte, Konut Fiyat Endeksindeki artış hala hem USD/TL'deki artışın hem de TÜFE enflasyonunun üzerindedir.
- Öte yandan, 2023 yılında alınan yapı ruhsatlarında artış yaşanmıştır. Deprem bölgesindeki yeniden inşa faaliyetleri ve kentsel dönüşüm politikalarının da kısa ve orta vadede kademeli konut arzı yaratması beklenmektedir.
- Turkish Recap adlı bağımsız haber platformunun 11 Aralık 2023 tarihli haberine göre, FEANTSA'nın "sağlıklı boşluk" olarak tanımladığı, boş konutların toplam konutlara oranının sürdürülebilir aralığı %3-%5 iken, İstanbul'daki 6,5 milyon konut stokunun 450-750 bininin boş olduğu, bunun da yaklaşık %6,9-%11,5 aralığında bir boşluk oranına karşılık geldiği tahmin edilmektedir. Bu fazla boş konutların kiraya verilerek ya da satışa çıkarılarak piyasaya kazandırılması, orta vadede konut arzını artıracak bir diğer unsur olabilir.
- Sonuç olarak, konut fiyatlarında USD bazında daha fazla gerileme ve TL bazında dezenflasyon beklerken, konut arzındaki yapısal eksiklik nedeniyle yeni konsolidasyon seviyesinin tarihsel ortalamasının üzerinde olduğunu düşünüyoruz.

## Konut Satışları (Bin Bağımsız Bölüm)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

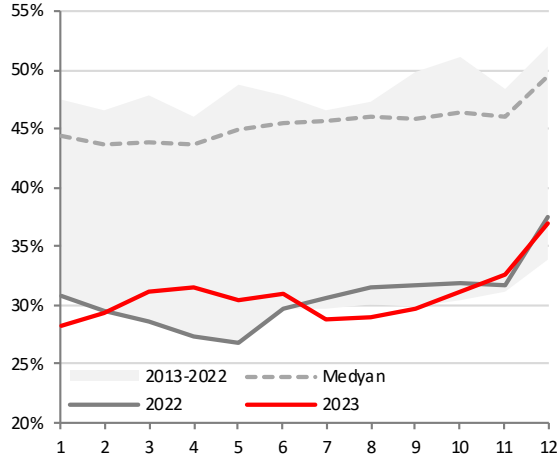
## Konut Kredisi Faizleri ve Kredili Konut Satışları (Toplam İçinde Payı)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB, BDDK

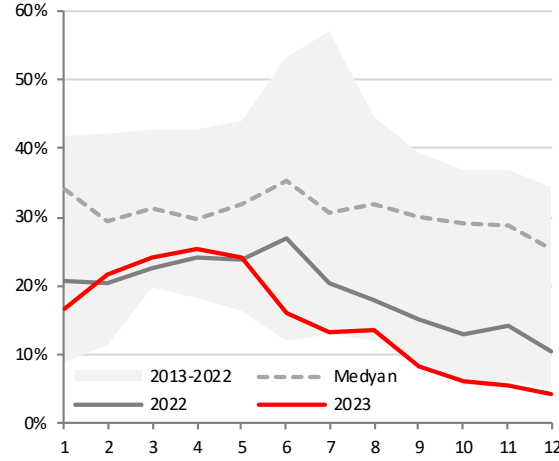
# Gayrimenkul Sektörü - Konut

## Birinci El Konut Satışları (Toplam İçinde Payı)



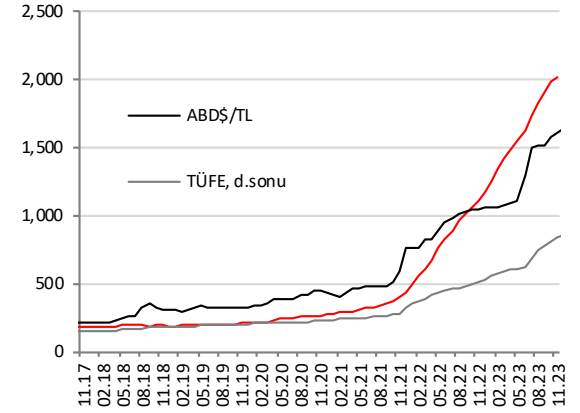
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

## Kredili Konut Satışları (Toplam İçinde Payı)



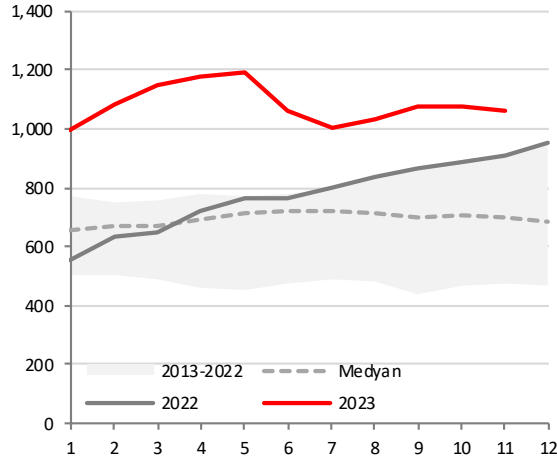
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

## KFE, ABD\$/TL ve TÜFE (Ocak 2013=100)



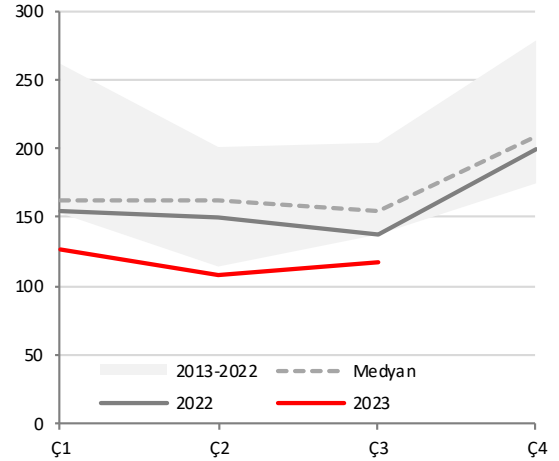
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

## Konut Fiyatları (ABD\$/m2)



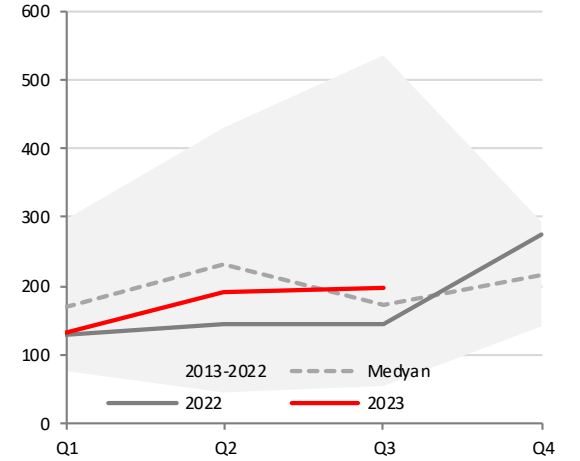
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

## Kullanım İzinleri (Bin Bağımsız Bölüm)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

## İnşaat İzinleri (Bin Bağımsız Bölüm)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK, TCMB

# Gayrimenkul Sektörü – Perakende

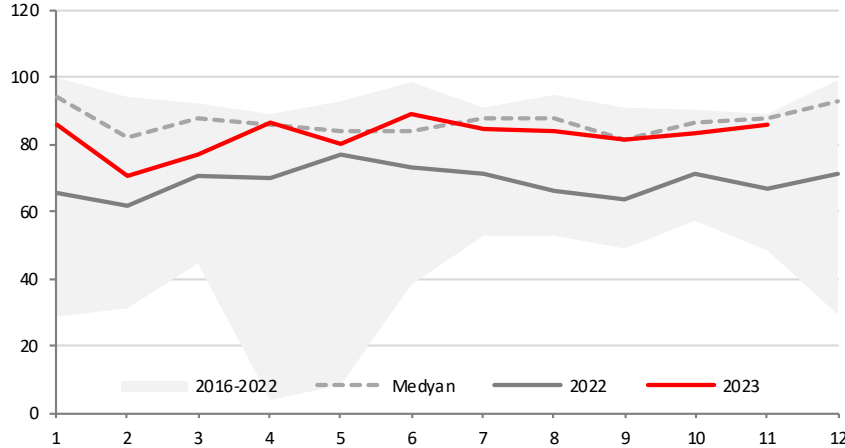
- AVM ziyaretleri ve cirolar parasal sıkılaştırmaya karşı dirençli olmuştur. Yüksek sonbahar-kış sezonu da ziyaretleri ve ciroları destekledi.
- Perakende ticaretin USD/TRY ve TÜFE'den ayrışmasının gerilemesini, ancak kredi kartı harcamalarına sert kısıtlayıcı önlemler getirilmediği sürece her iki makro göstergenin de üzerinde kalmaya devam etmesini bekliyoruz.
- Dikey kentleşme, nüfusun Avrupa yakasında Başakşehir ve Anadolu yakasında Kadıköy gibi proje ilçelerinde yoğunlaşmasına yol açmıştır. Bu tür yerleşim alanlarının çevresindeki alışveriş merkezleri, yakınlarındaki artan nüfus yoğunluğundan faydalanmada avantajlı konumdadır.

## Hisse Önerimiz\*

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2023T FD/FAVÖK	2023T F/K
TRGYO	E.Ü.	34,820	21%	34.82	61.00	75%	7.4	1.4

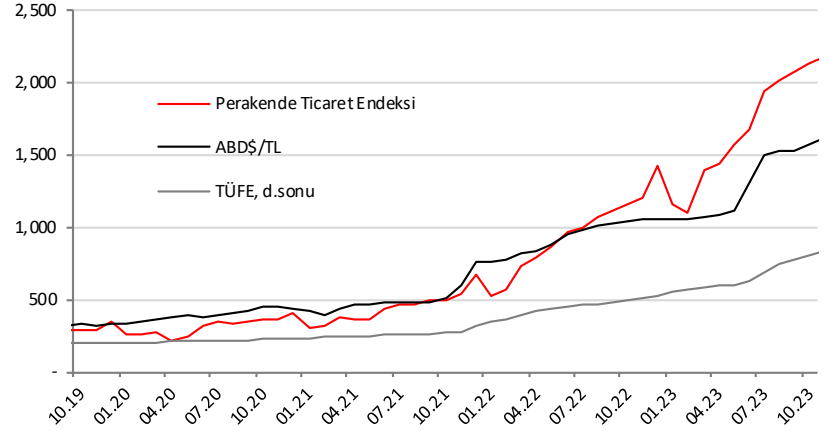
Surce: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## AVM Ziyaret Endeksi (Ocak 2016=100)



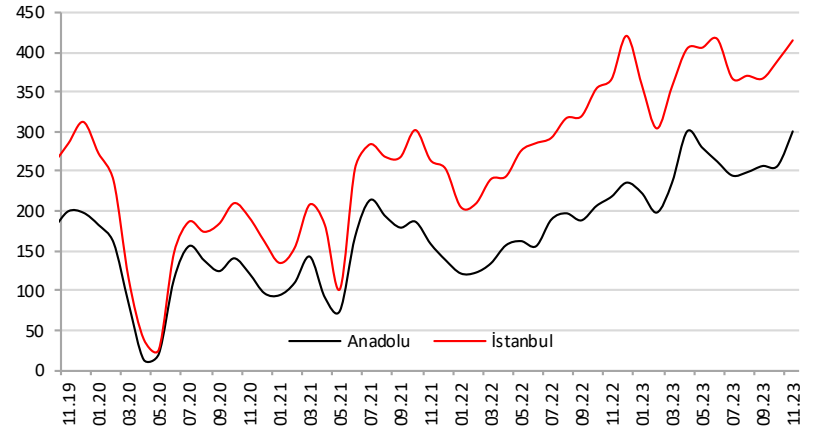
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, AYD

## Perakende Ticaret Endeksi, ABD\$/TL ve TÜFE (Ocak 2013=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, AYD

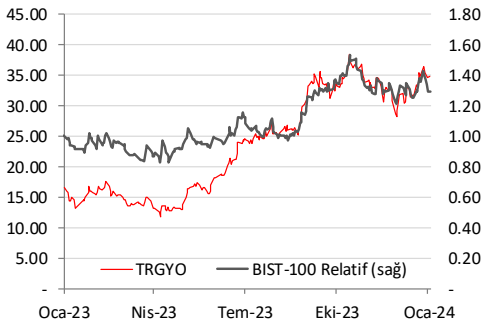
## AVM Ciroları (ABD\$/m2)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, AYD

# Torunlar GYO

Bloomberg Kodu	TRGYO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	61.00			
Güncel Fiyat, TL	34.82			
Getiri Potansiyeli	75%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mn TL	34,820			
Firma Değeri, mn TL	38,300			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansalları				
Ciro, mn TL	2,662	3,672	6,749	12,031
FAVÖK, mn TL	1,818	2,569	4,862	8,569
Net Kâr, mn TL	18,436	25,413	25,583	29,096
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,479	-	-1,500	-7,000
Net Borç/FAVÖK	1.9	-	-0.3	-0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	68.3%	70.0%	72.0%	71.2%
Net Marj	692.6%	692.1%	379.1%	241.9%
Temettü Verimi	-	0.6%	3.1%	5.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	79.4%	37.9%	83.8%	78.3%
FAVÖK, y/y	70.9%	41.3%	89.3%	76.2%
Net Kâr, y/y	247.4%	37.8%	0.7%	13.7%
Değerleme Verisi				
F/K	0.5	1.4	1.4	1.2
FD/FAVÖK	8.3	14.6	7.4	3.5
FD/Ciro	5.7	10.2	5.3	2.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	9.8%	4.9%	110.0%	9.8%
AÖİH, mn TL	-3.1%	-4.6%	28.7%	-3.1%
	96	91	80	96



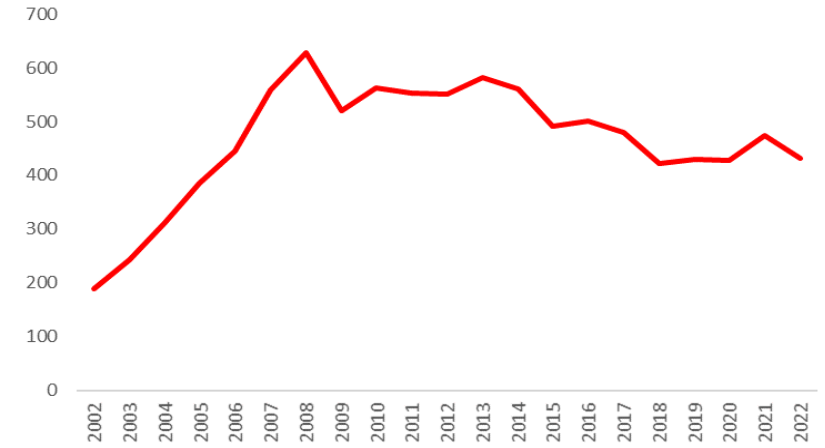
- Güçlü perakende ve ofis piyasalarından yararlanmaktadır:** Torunlar GYO, ticari ve ofis gayrimenkullerin ağırlıkta olduğu, çeşitlendirilmiş bir portföye sahiptir. Gayrimenkul portföyünün yaklaşık %44'ünü alışveriş merkezleri, yaklaşık %25'ini ise ofisler oluşturmaktadır. Ticari ve ofis gayrimenkulleri, Şirket'e güçlü bir tekrar eden gelir tabanı sağlamaktadır, öyle ki 2020-2022 yılları arasında toplam cironun %64'ü bu gelir tabanından gelirken, %32'si gayrimenkul satışlarından ve kalan %4'ü otelcilikten gelmektedir. 2023-2027 yılları arasında alışveriş merkezleri ve ofislerden elde edilen tekrar eden gelir tabanının toplam cironun %65'ini oluşturmasını, gayrimenkul satışlarının toplam cironun yaklaşık %28'ini, otellerin ise %7'sini oluşturmasını bekliyoruz.
- AVM portföyünden elde edilen gelir artışı perakende ticaretteki ciro artışını takip edecektir:** AVM portföyünün gelir modeli sabit kira ve ciro kirasına dayanmaktadır. Perakende ticaret endeksinin ABD\$/TL ve TÜFE'den daha iyi performans göstermesi nedeniyle ciro kirası AVM'lerin gelir modelinde ağırlık kazanmıştır. Perakende ticaretin en az TÜFE enflasyonuna eşit bir oranda büyümesini bekliyoruz, bu da Şirket'e istikrarlı bir gelir tabanı sağlayacaktır. Mall of Antalya ve Mall of İstanbul, yakın çevrede artan şehirleşme ve nüfus gibi önemli fırsatlara sahiptir. Şirket, sinerji fırsatı gördüğü için Mall of Antalya'nın yanındaki arazileri satın almaya devam etmektedir. Mall of İstanbul'daki Hilton Oteli bu tür sinerjiye bir örnektir.
- Ofis portföyündeki kira güncellemeleri ve konut teslimatları gelecek yıllarda ciro artışını detekleyecek:** Torunlar GYO'nun ofis portföyündeki en önemli gayrimenkulü Torun Tower'dır. Torun Tower'dan elde edilen kira gelirlerinde, 2024 yılında kira güncellemesiyle güçlü bir büyüme bekliyoruz. Türkiye'de kira sözleşmelerinin her 5 yılda bir yenilendiğini hatırlatmak isteriz. Ofis portföyünün seçkin konumu göz önüne alındığında, Şirket'in önümüzdeki yıllarda ofislerinden güçlü ve istikrarlı kira geliri elde edeceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, Torunlar GYO 3Ç23 itibarıyla bilançosunda 2,6 milyar TL tutarında ertelenmiş gelir taşımaktadır. Bunlar, 5. Levent 2. Etap projesinden, henüz teslimi gerçekleşmemiş, konut satışları için alınan avansları temsil etmektedir. Teslimatların 2024'ten itibaren gerçekleşmesinin toplam gelir büyümesine önemli katkı sağlamasını bekliyoruz.
- Önümüzdeki yıllarda yeniden yatırım yapmaya ve temettü ödemeye hazır:** Torunlar GYO, güçlü tekrar eden gelir tabanı sayesinde hızlı bir borç azaltımı gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2023 sonunda sıfır net borç pozisyonunda olmasını bekliyoruz. Torunlar GYO, 2024 yılından itibaren makul miktarda temettü dağıtabilecek ve 5. Levent 2. Etap, Paşabahçe ve Kemankeş gibi projelerini devam ettirerek varlık tabanını büyütebilecektir. Şirket'in ayrıca mevcut yüksek faiz ortamında sorunlu varlıkların satın alınması yoluyla inorganik büyüme için birçok fırsata sahip olabileceğini düşünüyoruz.
- "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz:** "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyor, hedef fiyatımızı 61 TL'de tutuyoruz. Torunlar GYO (i) cazip değerlendirilmesi, (ii) istikrarlı ve büyüyen nakit akışı yaratan güçlü gelir tabanı, (iii) yüksek getiri vaat eden geliştirme projeleri ve (iv) temettü ve yeniden yatırımlara olanak sağlayan borçsuz bilançosu nedeniyle en çok tercih edilen hisseler listemizde yer almaktadır.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Sağlık Sektörü Genel Görünümü - Hastaneler

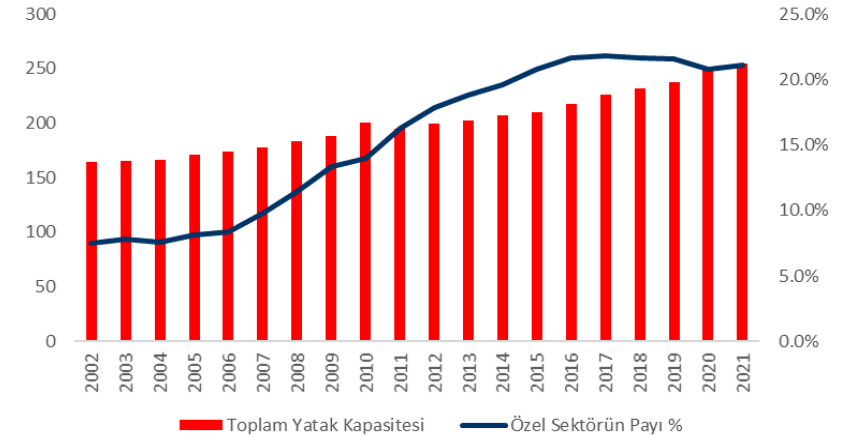
- Hasta sayısındaki güçlü artışın etkisi SUT fiyatları yüzünden sınırlı kalmaktadır.** 2002-2008'de ABD doları cinsinden kişi başı sağlık harcamaları %22 YBBO ile artmıştır. 2007 yılında SUT (Sağlık Uygulama Tebliği) fiyat uygulaması başladı. 2007-2019 yıllarında SUT fiyatları değişmemiştir ancak özel hastaneler, 2013 yılında %200 olarak belirlenen SUT fiyatlarının üzerinde ücret almalarına olanak tanıyan bir prim düzenlemesini müzakere etmeyi başarmıştır. 2008'den 2019'a kadar, artan hasta hacmine rağmen, ABD doları cinsinden kişi başına sağlık harcaması %3'lük bir ortalama düşüş yaşamıştır. 2020'de SGK, SUT fiyatlarında bir artış başlattı. Bu fiyat artışına rağmen, pandemi nedeniyle toplam hasta sayısının yıllık %34 azalması ve insanların acil olmayan prosedürleri ertelemesi nedeniyle ABD doları cinsinden kişi başına sağlık harcaması yıllık bazda yatay kalmıştır. 2021'de, SUT fiyatları artmaya devam etmiş ve hasta sayısındaki toparlanmayla birlikte kişi başı sağlık harcaması ABD doları bazında yıllık %11 artmıştır. 2022 yılında, SUT fiyatlarındaki artış TL'deki değer kaybının altında kalmış ve kişi başına sağlık harcaması yıllık bazda %9 daralmıştır.
- Hasta sayısı 2002-2019 yılları arasında %9 YBBO ile istikrarlı bir artış gösterdi.** Ancak pandemi sırasında bazı hastalar acil olmayan tedavilerini erteledi. Son veriler, 2021 yılında hasta sayısının 2019 seviyesinin yalnızca %82'si olduğunu göstermektedir.
- Özel hastaneler, büyüyen bir pazarda pazar paylarını genişletmektedir.** 2002'den 2019'a kadar Türkiye'nin toplam yatak kapasitesi %2 YBBO ile artmıştır. 2002'de yatakların %8'ine sahip olan özel hastaneler, 2019 yılına geldiğinde pazar paylarını %22'ye çıkarmıştır.

## Kişi Başı Sağlık Harcamaları (ABD\$/kişi)



Kaynak: TUIK

## Toplam Yatak Kapasitesi (Bin Adet) ve Özel Sektör Pazar Payı



Kaynak: TUIK

## Hisse Önerimiz

Şirket	Öneri	Piyasa Değeri (milyon TL)	Halka Açıklık	Güncel Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	2024T FD/FAVÖK	2024T F/K
LKMNH	E.Ü.	1,831	66%	50.85	84.00	65%	4.3	7.0
MEDTR	E.Ü.	3,777	21%	31.74	50.00	58%	7.0	10.1
MPARK	E.Ü.	33,827	35%	162.60	270.00	66%	4.7	7.8

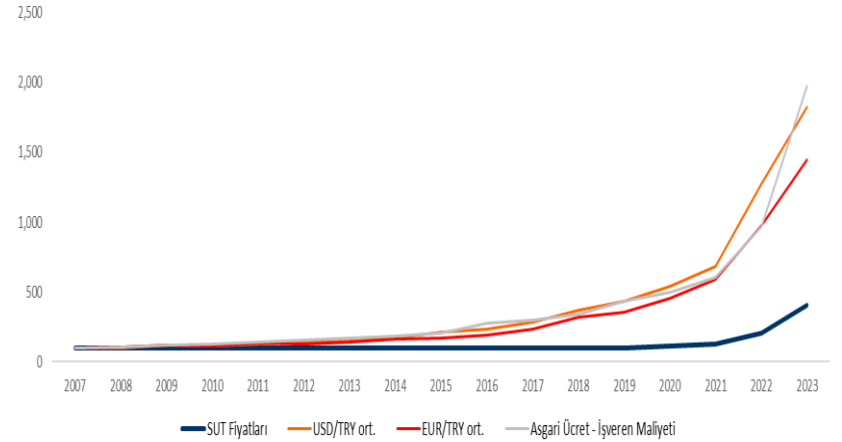
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Rasyonet

# Sağlık Sektörü Genel Görünümü - Hastaneler

- **2007'de uygulamaya konulan SUT, sağlık hizmetleri için SGK temelli fiyat tarifesi olarak hizmet vermekte ve çeşitli tedaviler için ödeme oranlarını belirlemektedir.** SUT fiyatları 2007-2019 yılları arasında sabit kalmıştır. 2008 yılında bir ek ücret tavanı getirilmiş ve hükümet daha sonra özel hizmet sunucularının artan maliyet tabanını karşılamak ve sistemin sürdürülebilirliğini artırmak için bu tavanı birçok kez artırmıştır. Örneğin, 2008 yılında izin verilen ek ücret üst sınırı SUT fiyatlarından sadece %30 daha yüksekti. Güncel durumda bu tavan %200 seviyesindedir. Bir özel sağlık hizmeti sunucusunun SUT fiyat listesi üzerine ne kadar yüksek fiyatlama yapabileceği rekabet, piyasa koşulları ve tüketicinin ödeme istekliliği gibi faktörlerden etkilenebilir. Mart 2020'de SGK, takip listemizdeki hastanelere göre yaklaşık %15 fiyat artışı yapmıştır. Mayıs 2021'de yaklaşık %20'lik bir zam daha hesaplıyoruz. 2022'de SGK, Şubat ve Eylül aylarında iki fiyat artışı ile tahminlerimize göre ortalama %85 zam yaptı. 2023'de SUT fiyatlarının yaklaşık 2 kat arttığını hesaplıyoruz. Gelecekteki SGK fiyat artışlarının enflasyon eğilimlerine paralel olacağını varsaydık.

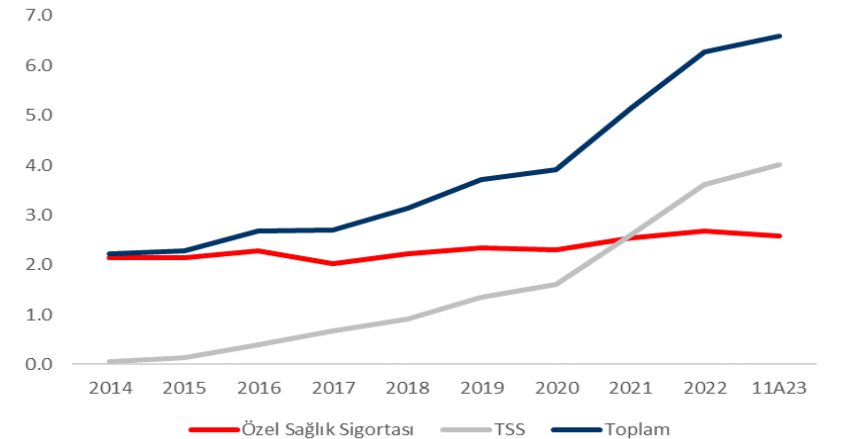
- **Türkiye'de özel sağlık sigortasının payı güncel durumda düşük bir seviyededir.** Bu sektördeki başlıca iki ürün özel sağlık sigortası ve tamamlayıcı sağlık sigortasıdır. Halihazırda özel sağlık sigortası toplam nüfusun yalnızca %13'ünü (seyahat sigortası hariç tutulduğunda %10) kapsamakta olup büyüme için ciddi bir alana işaret etmektedir. Türkiye'deki 11,4 milyon sağlık sigortası poliçesinin 2,6 milyonu kapsamlı sağlık sigortası, 4,0 milyonu ise tamamlayıcı sağlık sigortası poliçesidir. Tamamlayıcı sağlık sigortasındaki artış, pandemi sonrası sağlık hizmetlerine talebin artması ve bu poliçe türünün kapsamlı sağlık sigortasından daha uygun bir fiyatla piyasaya sunulmasından kaynaklanmaktadır. Tamamlayıcı sağlık sigortası, SGK sigortası tarafından tam olarak karşılanmayan katkı payı maliyetlerini ve ek masrafları karşılayarak özel sağlık sigortasına göre daha ekonomik bir alternatif olarak hizmet vermektedir. Tamamlayıcı sağlık sigortası sadece SGK sözleşmesi olan hastanelerde kullanılabilir. Bu durum, satın alınabilirliği artırarak SGK anlaşmalı özel hastanelere olan talebi canlandırmanın yanı sıra, bu kurumların katkı payı ek ücretlerini yükseltmelerine de olanak sağlamaktadır. MLP, 2014 yılında bu poliçe türüne öncülük ederek Türkiye'de tamamlayıcı sigorta poliçesi sunan ilk hastane olma özelliğini taşımaktadır.

## SUT Fiyatları (2007=100)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

## Toplam Yatak Kapasitesi (Bin Adet) ve Özel Sektör Pazar Payı

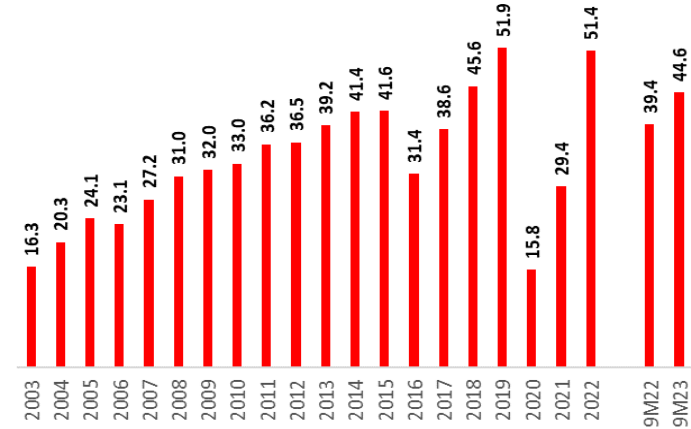


Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği

# Sağlık Sektörü Genel Görünümü - Hastaneler

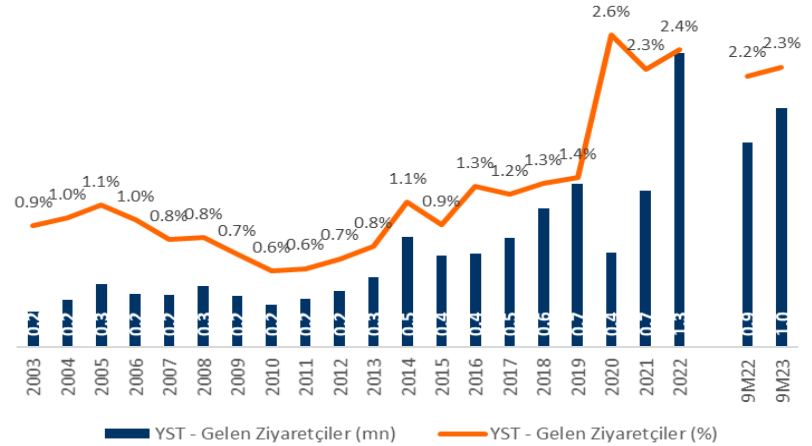
- **Yabancı sağlık turizmi (YST), yüksek kâr marjları ve büyüme potansiyeli olan bir sektör olarak öne çıkmaktadır.** Yabancı sağlık turizmi gelirleri yabancı hastalar tarafından yapılan ödemelerden kaynaklanmaktadır. Özel hastaneler bu pazarda önemli bir rol oynamakta ve daha rekabetçi bir maliyetle üstün hizmetler sunarak kendilerini farklılaştırmaktadır. Devletin vergi indirimleri, kira desteği, danışmanlık hizmetleri ve havayolu taşımacılığını (Türk Hava Yolları tarafından sağlanan) kapsayan mali teşvikler yoluyla verdiği destek, özel hastanelerin avantajlı konumlarını güçlendirmektedir. Ağırlıklı olarak cepten ödemelerle gerçekleştirilen yabancı sağlık turizminin kendine has özellikleri, gelişmiş bir nakit döngüsüne katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, başta ABD doları olmak üzere büyük ölçüde yabancı para cinsinden olan gelir akışı, özellikle TL'nin değer kaybettiği dönemlerde gelir artışı için önemli bir destek sağlamaktadır.
- **YST ziyaretçilerinin toplam içerisindeki payı pandemi sonrasında önemli bir artış göstermiştir.** Hem yabancılar hem de Türk vatandaşları dahil olmak üzere toplam ziyaretçi sayısı 2003'ten 2019'a kadar %8'lik bir YBBO kaydetmiştir. Ancak, pandemi ziyaretçi sayılarında önemli bir düşüşe neden olmuş ve 2022 yılında toparlanma görülmüştür. 2003-2015 yılları arasında sağlığa ilgili ziyaretçilerin payı %0,6 ila %1,1 aralığında kalmıştır. Özellikle 2016'dan itibaren sağlık hizmetleriyle ilgili ziyaretçilerin oranında yukarı yönlü bir eğilim görülmüştür. Bu eğilim pandemiden sonra ivme kazanarak %2 ila %2,5 aralığına ulaşmıştır.
- **Hem MLP hem de Lokman Hekim'in YST alanında iddialı planları var.** Her iki şirketin de YST gelirlerinin konsolide gelirleri içindeki payını uzun vadede %20-25'e çıkarmayı hedefleyen stratejik planları bulunmaktadır. Bu hedeflere ulaşmak için hem MLP hem de Lokman Hekim, YST ziyaretçilerine hizmet verme konusunda önemli potansiyele sahip hastaneleri satın almaktadır. Bu stratejik yaklaşım, genel iş stratejilerinin önemli bir bileşeni olarak yabancı sağlık turizmi sektöründeki varlıklarını ilerletme ve genişletme konusundaki kararlılıklarını göstermektedir.

Türkiye'ye Gelen Toplam Ziyaretçi Sayısı (mn Kişi)



Kaynak: TÜİK

Yabancı Sağlık Turizmi İçin Türkiye'ye Gelen Ziyaretçi Sayısı (mn Kişi)



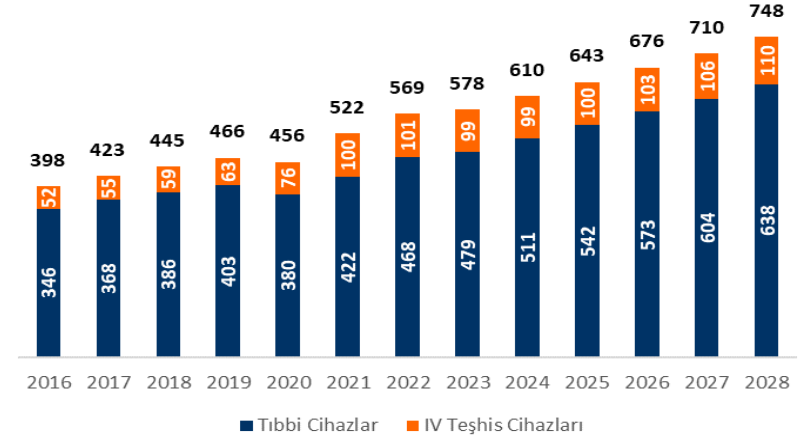
Kaynak: TÜİK



# Sağlık Sektörü Genel Görünümü – Sağlık Teknolojileri

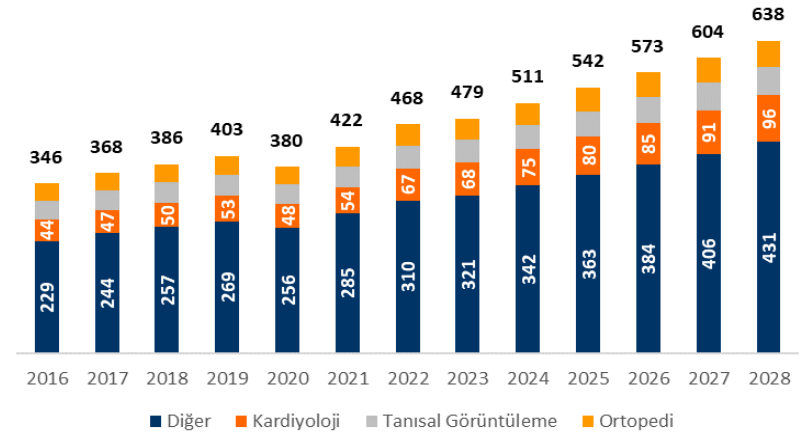
- **2023-2028 yılları arasında tıbbi cihazlar, tıbbi teknoloji sektöründeki büyümenin motoru olacak.** Statista, 2023-2028 yılları arasında küresel tıbbi teknoloji gelirleri için %5 YBBO tahmin ederken, tıbbi cihazlar için %6 YBBO tahmin etmektedir. Bölgesel tahminler, Avrupa'da tıbbi cihaz gelirleri için %5'lik bir YBBO ve Kuzey Amerika'da %6'lık biraz daha yüksek bir büyüme oranına işaret etmektedir. Avrupa ve Kuzey Amerika, Meditera için en önemli ihracat pazarlarıdır. 2024'te tıbbi cihazlardan elde edilen gelirin önemli bir kısmının ABD'de yoğunlaşacağı öngörülmektedir. Tıbbi cihaz sektörü, pandemiden hasta sayısındaki azalma ve tedavilerin ertelenmesi nedeniyle olumsuz etkilendi.
- **KPMG'nin 'Tıbbi Cihazlar 2030' raporunda, ABD'nin tıbbi cihazlar sektöründeki hakimiyetini 2030 yılına kadar sürdüreceği öngörülmüyor.** Bununla birlikte, Çin ve Hindistan'ın 2030 yılına kadar ilk beş arasında yer alarak büyük pazarlara dönüşmesi beklenmektedir. Bu ülkelerdeki büyüme, sağlık reformları, devlet teşvikleri ve tıbbi cihazlara yönelik artan talep ile gerçekleşmektedir. Yüksek ekonomik büyümeleriyle tanınan Çin ve Hindistan sadece pazarlarını genişletmekle kalmıyor, aynı zamanda inovasyon merkezleri olarak da öne çıkıyorlar. Güncel durumda Meditera'nın bu pazarlara erişimi bulunmamaktadır.
- **Sağlık teknolojileri sektörü, Avrupa'daki patent başvurularında tutarlı bir şekilde ilk üçte yer alarak en yenilikçi sektörlerden biridir.** 2022 yılında Avrupa Patent Ofisi'ne (EPO) sağlık teknolojileri alanında 15.683 patent başvurusu yapılmış olup, bu rakam bir önceki yıla göre %2'lik bir büyümeye işaret etmektedir. Dikkat çekici bir şekilde, bu sektör sürekli bir büyümeye göstermiş ve EPO başvurularının sayısı son yirmi yılda neredeyse üç katına çıkmıştır. 2022 yılında, başvuruların %42'si AB27, Birleşik Krallık, Norveç ve İsviçre dahil olmak üzere EPO ülkelerinden gelmiştir. ABD bu başvuruların %37'sini oluştururken, kalan %21'i diğer ülkelerden kaynaklandı. Buna karşılık, 2022 yılında ilaç sektöründe 9.310 patent başvurusu, biyoteknoloji sektöründe ise 8.168 başvuru kaydedildi. Patent başvurularındaki genel büyümeye rağmen, ilaç ve biyoteknoloji son yirmi yılda nispeten durgun rakamlar yaşadı.

Küresel Sağlık Teknolojileri Satışları (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Statista

Küresel Tıbbi Cihaz Satışları (Milyar ABD Doları)

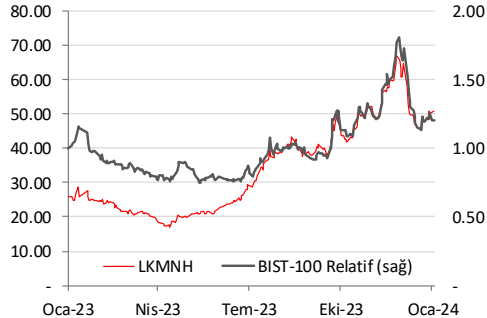


Kaynak: Statista



# Lokman Hekim

Bloomberg Kodu	LKMNH TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	84.00			
Güncel Fiyat, TL	50.85			
Getiri Potansiyeli	65%			
Halka Açıklık Oranı	66%			
Piyasa Değeri, mn TL	1,831			
Firma Değeri, mn TL	2,284			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	845	1,550	2,722	3,653
FAVÖK, mn TL	173	300	571	779
Net Kâr, mn TL	118	128	263	335
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	338	547	614	580
Net Borç/FAVÖK	2.0	1.8	1.1	0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	20.5%	19.4%	21.0%	21.3%
Net Marj	13.9%	8.2%	9.7%	9.2%
Temettü Verimi	2.1%	0.9%	1.4%	2.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	86.4%	83.5%	75.6%	34.2%
FAVÖK, y/y	51.8%	73.6%	90.3%	36.4%
Net Kâr, y/y	67.5%	8.8%	105.8%	27.4%
Değerleme Verisi				
F/K	5.7	14.3	7.0	5.5
FD/FAVÖK	5.8	7.9	4.3	3.1
FD/Ciro	1.2	1.5	0.9	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-21.4%	16.1%	95.6%	-21.4%
BIST-100 Relatif	-30.7%	5.6%	19.8%	-30.7%
AÖİH, mn TL	40	32	24	40

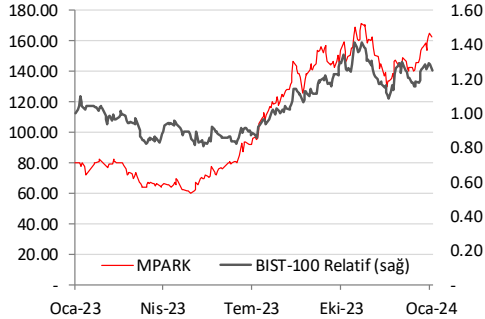


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyladır.

- **Artan tedavi fiyatları ve azalan doktor sayısı ile 2023 yılında toplam hasta sayısında yıllık %4 daralma bekliyoruz.** 2023 yılında net satışların yıllık bazda %83 artarak 1,55 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz ki bu rakam şirketin 1.345-1.470mn TL olan beklentisinin oldukça üzerindedir. Lokman Hekim, Medical Park'a kıyasla SGK ile daha fazla iş yapmaktadır. 2023'te SUT fiyatlarındaki önemli artış büyümenin ana itici gücü oldu. 2024 yılında toplam hasta sayısında yıllık %4 artış, enflasyona paralel fiyat tarifesi artışı ve LH İstanbul'da daha iyi kapasite kullanımı bekliyoruz. Sonuç olarak, 2024 yılında net satışlarda yıllık %76 büyüme bekliyoruz.
- **FAVÖK marjında 2024 yılında yıllık 1,5 puan artış bekliyoruz.** 2023 yılında FAVÖK'te yıllık bazda %74 büyüme bekliyoruz, bu da %21-23 olan şirket beklentisinin altında %19,4 FAVÖK marjı anlamına geliyor. Lokman Hekim 2Ç22'de yeni bir hastane satın aldı. Yeni hastanenin marjları hala konsolide marjın önemli ölçüde altında. Son asgari ücret zammı ile artan personel maliyetleri ve rekabet nedeniyle artan doktor maliyetlerine rağmen, daha yüksek kapasite kullanımı ile yeni hastane marjında iyileşme bekliyoruz. LH İstanbul FAVÖK marjının 2024-2025 yıllarında yukarı yönlü normalleşeceğini düşünüyoruz. Lokman Hekim güneş paneli yatırımlarının 2024 yılında faaliyete geçmesini beklemektedir, bu da elektrik maliyetlerini önemli ölçüde azaltacaktır. YST operasyonları 1Y23'te depremden olumsuz etkilendi ve 1Y24 için bir baz etkisi yarattı. Sonuç olarak, 2024 yılında FAVÖK marjının yıllık 1,5 puan artışla %21'e yükselmesini bekliyoruz.
- **Dört potansiyel yatırım.** 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkarmak için bir yatırım üzerinde çalışıyordu. Ancak, inşaat maliyetlerindeki artış ve inşaatın devam eden operasyonlar üzerindeki verimlilik riskleri nedeniyle bu yatırım askıya alındı. 2) Yönetim, Lokman Hekim Üniversitesi Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235'e çıkarmayı planlıyor, 3) LH İstanbul Hastanesi için de benzer bir kapasite artırımı 115 yatak kapasitesinden 200 yatak kapasitesine çıkarılması şirketin gündeminde. 4) Yönetim, enerji faturalarını azaltmak için bir güneş enerjisi santrali yatırımı üzerinde çalışmaktadır.
- **Başka bir hastanede afilyasyon statüsü kazanılması.** Yönetim, Ankara merkezli Etlik ve Akay hastaneleri için de afilyasyon statüsü almak için çalışıyor. Bu durum net satışları ve marjları olumlu yönde etkileyecektir.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 75 TL seviyesinden 84 TL'ye yükseltiyoruz.

# Medikal Park

Bloomberg Kodu	MPARK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	270.00			
Güncel Fiyat, TL	162.60			
Getiri Potansiyeli	66%			
Halka Açıklık Oranı	35%			
Piyasa Değeri, mn TL	33,827			
Firma Değeri, mn TL	34,444			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	9,837	17,851	27,939	37,998
FAVÖK, mn TL	2,346	4,476	6,663	8,948
Net Kâr, mn TL	1,619	2,517	4,321	5,390
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	2,053	2,336	-158	-3,315
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.5	-0.0	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.8%	25.1%	23.8%	23.5%
Net Marj	16.5%	14.1%	15.5%	14.2%
Temettü Verimi	-	-	1.5%	2.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	69.7%	81.5%	56.5%	36.0%
FAVÖK, y/y	73.3%	90.8%	48.9%	34.3%
Net Kâr, y/y	457.6%	55.4%	71.7%	24.7%
Değerleme Verisi				
F/K	5.7	13.4	7.8	6.3
FD/FAVÖK	3.8	7.5	4.7	3.1
FD/Ciro	0.9	1.9	1.1	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	9.1%	6.1%	103.3%	9.1%
AÖİH, mn TL	-3.8%	-3.5%	24.6%	-3.8%
	80	116	88	80

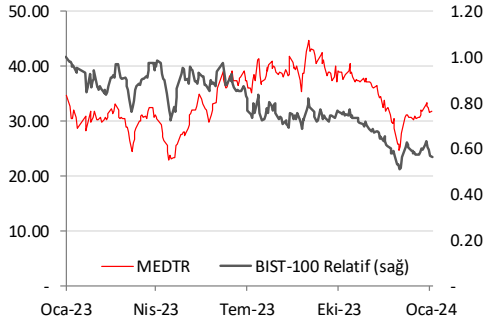


- **Enflasyon varsayımlarımıza benzer şekilde, 2024'te net satışlarda TL bazında yıllık %57 artış bekliyoruz.** 2023'te net satışlarda yıllık %81 artış bekliyoruz ki bu da ortalama TÜFE'nin önemli ölçüde üzerindedir. 2023'te, 2022 yılından farklı olarak, SUT fiyatlarında reel bir artış gerçekleşmişti. Şubat 2023'teki deprem nedeniyle, FMT performansı 1Y23'te zayıftı. 3Ç23'te FMT performansı ABD doları bazında iyileşmiştir. FMT performansının 2024 yılında daha iyi olmasını bekliyoruz.
- **2024 yılında, FAVÖK marjının 2023 yılındaki rekor seviyesinden gerilemesini bekliyoruz.** 2023 yılında, güçlü fiyatlandırma ve etkin maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK marjının 1,2 puan artarak rekor seviye olan %25'e yükselmesini bekliyoruz. UFRS-16'ya göre düzeltilmiş FAVÖK marjı 2023'te rekor seviyededir. 2024 yılında, FMT pazarlama ve personel giderlerinden kaynaklanan maliyet baskısı bekliyoruz. 2023 yılında SUT fiyatları enflasyonun üzerinde arttı, 2024 yılında ise yumuşak bir artış bekliyoruz.
- **İnorganik büyüme fırsatları.** Daha önce yönetim, İstanbul ve İzmir gibi büyük şehirlerde hastane satın alımları düşündüklerini belirtmişti. Yurt içi satın alma planlarına ek olarak, yönetim yurt dışında da hastane satın almayı düşünmektedir. MLP, 2024-2026 yılları arasında portföyüne 4 yeni hastane eklemeyi planlamaktadır. Yeni hastane başına yatak kapasitesinin 200-250 olması beklenmekte, ancak yeni hastanelerin konumuna bağlı olarak hastane başına katkının daha yüksek olması beklenmektedir.
- **Hisse geri alımı ve sermaye azaltımı.** MLP'nin yönetim kurulu hisse geri alımları için 2,15 milyar TL ayırmaya karar vermiştir. Geri alınabilecek azami hisse adedinin 20,8 milyon adet, yani çıkarılmış sermayenin %10'u olmasına karar verilmiştir. MLP bugüne kadar 18,4 milyon adet, yani sermayenin %8,8'i oranında hisseyi ortalama 83 TL'den geri almıştır. Aralık 2023'te MLP, daha önce geri alınan ve toplam sermayenin %8,18'ine tekabül eden 17 milyon adet hissenin silinmesi için SPK'ya başvurduğunu açıkladı.
- **Potansiyel temettü.** MLP halka arzdan bu yana nakit temettü dağıtımını yapmamıştır. Halihazırda, bu konuda herhangi bir yönetim yönlendirmesi bulunmamaktadır. MLP'nin güçlü nakit akışını göz önünde bulundurarak, temettü ödemelerinin 2024 yılından itibaren %20 dağıtım oranı ile başlayacağını varsayıyoruz. 2024 yılında 2,4 TL/hisse temettü dağıtılmasını bekliyoruz.
- **Lightyear Healthcare 19 milyon adet hisseyi halka açık hisseye dönüştürdü.** Lightyear, MLP'de %34,7 hisseye sahip bir şirkettir. Lightyear MLP'nin en büyük hissedarıdır. MLP'nin geri alım programı devam ederken Lightyear'ın hisselerini satmasına izin verilmemektedir.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 210 TL'den 270 TL'ye yükseltiyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Meditera

Bloomberg Kodu	MEDTR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	50.00			
Güncel Fiyat, TL	31.74			
Getiri Potansiyeli	58%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mn TL	3,777			
Firma Değeri, mn TL	3,440			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	806	1,219	1,922	2,681
FAVÖK, mn TL	245	332	499	750
Net Kâr, mn TL	297	416	375	537
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-312	-414	-258	-274
Net Borç/FAVÖK	-1.3	-1.2	-0.5	-0.4
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	30.3%	27.2%	26.0%	28.0%
Net Marj	36.9%	34.2%	19.5%	20.0%
Temettü Verimi	5.4%	4.0%	8.3%	7.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	114.4%	51.2%	57.7%	39.5%
FAVÖK, y/y	140.3%	35.7%	50.4%	50.4%
Net Kâr, y/y	77.1%	40.1%	-9.9%	43.2%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	8.7	9.1	10.1	7.0
FD/FAVÖK	9.2	10.1	7.0	4.6
FD/Ciro	2.8	2.7	1.8	1.3
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	14.0%	-18.5%	-8.3%	14.0%
BIST-100 Relatif	0.5%	-25.9%	-43.8%	0.5%
AÖİH, mn TL	25	28	30	25



\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

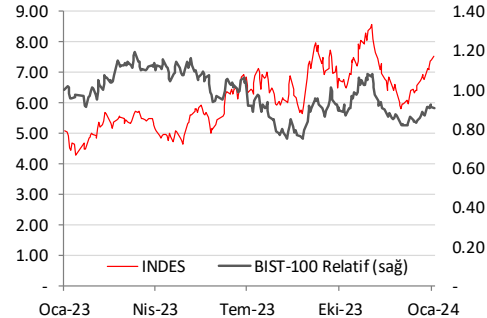
- **2023 yılında net satışlarda yıllık bazda %51 artış bekliyoruz.** 2023 yılında net satışlarda dolar bazında yıllık %5 artış bekliyoruz. 9A23'te ihracatın net satışlar içindeki payı yıllık 1 puan azalarak %63'e geriledi. Meditera, 2022 yılında sıvı silikon bazlı ürünler üretmek üzere yeni bir iştirak kurdu. Meditera yeni iştirakin %65'ine sahiptir. Faaliyetler 4Ç23'te başladı. Meditera halihazırda 14.840 m<sup>2</sup> kapalı alanda plastik granül bazlı tıbbi sarf malzemeleri üretmektedir. Tire Organize Sanayi Bölgesi'nde 13.140 m<sup>2</sup> arazi üzerinde toplam maliyeti 100 milyon TL olan bir diğer fabrikanın inşaatı 3Ç24'te tamamlanacaktır. Satışlar ve üretim hacmi üzerindeki etkisi ticari sır endişeleri nedeniyle şu anda gizli tutulmaktadır. Üretim yüksek seviyede temiz oda sınıflandırmasına tabi olduğundan, üretim hacminin fiziksel genişlemeye paralel olarak artacağını varsayıyoruz. Böylece, bu yatırımla birlikte üretim kapasitesinin %89 oranında artacağını öngörüyoruz. Üretimin 4Ç24'te kademeli olarak başlayacağını varsayıyoruz. 2024 yılında KKO'da 8 puan düşüş varsayıyoruz. KKO'nun 2029 yılına kadar kademeli olarak %80'e yükselineceğini düşünüyoruz. 2024 yılında net satışlarda TL bazında yıllık %58, ABD doları bazında yıllık %11 artış bekliyoruz.
- **TL'nin reel olarak değer kazanması ve asgari ücret zammı 2024 yılında FAVÖK marjını düşürecektir.** 2023 yılında uzun vadeli varsayımlarımızın 1 puan altında %27 FAVÖK marjı bekliyoruz. FAVÖK marjı 1Y23'te asgari ücretteki artış, EYT ile ilgili giderler ve TL'deki reel değerlenme nedeniyle baskı altında kaldı. 3Ç23'te FAVÖK marjı TL'deki değer kaybı ve satış bileşiminde ihracatın payının artmasıyla iyileşti. 2024 yılında TL'nin reel olarak değer kazanmasını ve personel giderlerinin artmasını bekliyoruz. FAVÖK marjında 2024 yılında 1 puan düşüş bekliyoruz.
- **Güneş paneli yatırımları.** Meditera güneş paneli yatırımlarının birinci ve ikinci fazlarını sırasıyla Nisan ve Ekim 2023'te tamamladı. Şu anda bu iki tesis Meditera'nın elektrik kullanımının yaklaşık %35'ini karşılamaktadır. Meditera, yeni fabrika binasının 2024 yılında tamamlanmasının ardından, güneş paneli yatırımlarının üçüncü fazını yeni fabrikasına kurmayı planlamaktadır. Meditera bu sahada yaklaşık 1 milyon ABD doları yatırım bütçesi ile ikinci faza yakın bir seviyede elektrik üretmeyi planlamaktadır. Üçüncü fazın 2025 yılında faaliyete geçmesi bekleniyor. Üç fazdaki güneş paneli yatırımları ile şirket, maliyet tasarrufu yoluyla FAVÖK marjını yaklaşık %1,5 oranında artırmayı hedefliyor.
- **Endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.** Varsayımlarımızı güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı yatırımlardaki ertelenme ve daha düşük FAVÖK marjı varsayımlarımız sebebiyle 55 TL seviyesinden 50 TL'ye indiriyoruz.

---

# Diğer Şirketler

# İndeks Bilgisayar

Bloomberg Kodu	İNDES Tİ			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	10.80			
Güncel Fiyat, TL	7.50			
Getiri Potansiyeli	44%			
Halka Açıklık Oranı	61%			
Piyasa Değeri, mn TL	5,625			
Firma Değeri, mn TL	5,210			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	25,012	42,056	59,692	73,497
FAVÖK, mn TL	1,062	2,134	2,973	3,361
Net Kâr, mn TL	552	893	1,249	1,525
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,593	-1,118	-1,342	-2,288
Net Borç/FAVÖK	-1.5	-0.5	-0.5	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	4.2%	5.1%	5.0%	4.6%
Net Marj	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
Temettü Verimi	5.0%	3.4%	2.9%	4.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	91.1%	68.1%	41.9%	23.1%
FAVÖK, y/y	149.0%	101.0%	39.3%	13.1%
Net Kâr, y/y	36.8%	61.9%	39.8%	22.1%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	4.4	6.3	4.5	3.7
FD/FAVÖK	1.3	2.4	1.6	1.2
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	25.8%	11.6%	48.0%	25.8%
BİST-100 Relatif	11.0%	1.5%	-9.3%	11.0%
AÖİH, mn TL	98	121	100	98

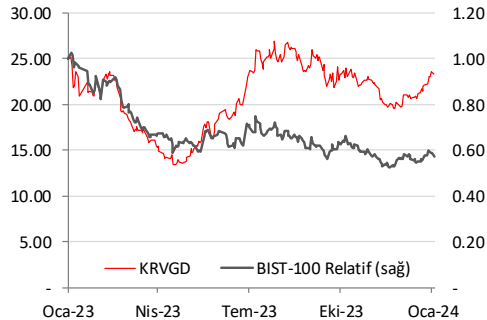


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **Temel görünüm güçlü kalmaya devam ediyor...** İndeks Bilgisayar'ı, i) Türkiye'deki bilişim sektörü için olumlu demografi ve artan akıllı telefon ve sabit geniş bant penetrasyonu ile desteklenen cazip pazar dinamikleri, ii) şirketin kapsamlı ürün/marka portföyü, %30'un üzerinde pazar payı ile lider konumu ve sektördeki kilit tedarikçilerle uzun süreli ilişkileri sayesinde sahip olduğu güçlü rekabet avantajları, iii) güçlü nakit üretimine olanak sağlayan ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimi ve iv) sürdürülebilir temettü politikası ve sağlıklı bilançosu nedeniyle beğeniyoruz.
- **Ücret artışları teknoloji talebini destekliyor...** Türkiye'de haftalık elektronik ve bilgisayar kredi kartı harcamaları 4Ç23'te çeyreksel bazda %37 ve yıllık bazda %122 büyüdü. İndeks için 4Ç23'te çeyreksel bazda %28 ve yıllık bazda %80 ciro büyümesi bekliyoruz. Yılın başındaki ücret artışlarının ve TL'nin göreceli gücünün kısa vadede perakende talebini desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Türkiye'nin, mobil ürünlere yönelik artan talebin etkisiyle BT sektörü için cazip bir pazar olmaya devam ettiğine inanıyoruz. Buna ek olarak, bulut tabanlı çözümler, yazılım ve ağ ürünlerine yönelik artan ticari (çoğunlukla KOBİ'ler) son kullanıcı talebi, şirket için uzun vadeli kârlı büyümeyi destekleyecektir. Güçlü tüketici talebi görünümünün %15-16 ABD doları bazlı ciro büyümesine yol açabileceğini düşünüyoruz. Dağıtım ağına yeni markaların eklenme potansiyeli, tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.
- **Hisse geri alımları devam ediyor...** Hisse geri alım programı hala devam ediyor, bugüne kadar toplam payların %4,08'i oranında hisse geri alınmış durumda.
- **30 temettü ödemesi, %3,3 getiri...** 2023 yılı için %30 temettü ödemesi ve %3,3 temettü getirisi öngörüyoruz. Şirketin son 10 yılda net karının %43'ünü dağıttığını belirtmek isteriz.
- **Çarpanlar önemli iskontoya işaret ediyor...** Hedef fiyatımıza göre %44 getiri potansiyeli sunan İNDES hisseleri için "Endeks Üzeri Getiri" notumuzu yineliyoruz. İNDES 4.5x 2024T F/K ile işlem görmektedir ve uluslararası benzerlerine göre %55 iskontoya işaret etmektedir. Talepteki yavaşlama ve beklenenden yüksek girdi maliyetleri en önemli aşağı yönlü risk faktörleri olarak öne çıkıyor.
- **Gayrimenkul değerlemesi ve yatırım planları yukarı yönlü riskleri temsil ediyor...** İndeks Bilgisayar yatırımcı sunumunda teknoloji dağıtım işinde dikey entegrasyon planlarını açıkladı. İndeks Bilgisayar'ın pazara dikey entegrasyon ve mevcut işlerin genişletilmesine ilişkin kurumsal plan ve stratejilerini beğeniyoruz. Yatırım planları, şirket gelirlerini artırma, daha yüksek pazar payları getirme, marjları genişletme ve nakit yaratma yeteneklerini geliştirme potansiyeli sunuyor. Ancak, bu potansiyeli modellerimize entegre edebilmek için uygulama süreci hakkında daha fazla ayrıştırma görmemiz gerekiyor.

# Kervan Gıda

Bloomberg Kodu	KRVGD TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	40.70			
Güncel Fiyat, TL	23.34			
Getiri Potansiyeli	74%			
Halka Açıklık Oranı	28%			
Piyasa Değeri, mn TL	5,602			
Firma Değeri, mn TL	7,830			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,840	7,623	12,799	16,604
FAVÖK, mn TL	626	1,212	2,160	2,871
Net Kâr, mn TL	408	441	975	1,581
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	1,263	2,220	3,538	3,714
Net Borç/FAVÖK	2.0	1.8	1.6	1.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	12.9%	15.9%	16.9%	17.3%
Net Marj	8.4%	5.8%	7.6%	9.5%
Temettü Verimi	1.4%	1.1%	2.0%	5.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	162.0%	57.5%	67.9%	29.7%
FAVÖK, y/y	197.2%	93.4%	78.3%	32.9%
Net Kâr, y/y	206.9%	8.1%	120.9%	62.1%
Değerleme Verisi				
F/K	7.7	12.7	5.7	3.5
FD/FAVÖK	7.5	6.7	4.4	3.3
FD/Ciro	1.0	1.1	0.7	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	11.2%	0.3%	-6.5%	11.2%
BIST-100 Relatif	-1.9%	-8.7%	-42.7%	-1.9%
AÖİH, mn TL	27	24	48	27



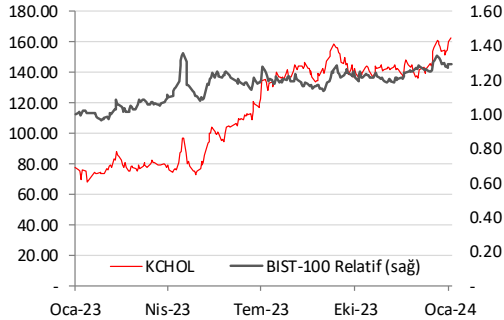
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **Devam eden yatırımların olumlu etkisini 2024 yılında kademeli olarak görmeyi bekliyoruz:** Kervan Gıda'nın Polonya'daki 2. Jelly hattı yatırımı ve 19.01.2024 itibarıyla faaliyetlerine başladığı Mısır'dan beklediğimiz gelir katkısı sayesinde 2024 yılında dolar bazında yaklaşık %20 gelir artışı sağlamasını bekliyoruz. 2024 FAVÖK marjının, TL'de reel değer kazancına rağmen, i) İstanbul'dan Akhisar'a taşınmanın tamamlanması, ii) devam eden güneş enerjisi santrali yatırımı ve iii) Polonya'da hat yatırımının olumlu etkisi sayesinde 1,0 puan iyileşmesini bekliyoruz.
- **Şirket Mısır'da kârlı bir büyüme potansiyeli görüyor:** Şirket Mısır'da kârlı bir büyüme potansiyeli görüyor: Kervan, tamamına sahip olduğu iştiraki Kervan International AB aracılığıyla Mısır'da yeni bir şirket kurdu ve yeni kurulan şirketin %75 hissesine sahip olacak. Kervan'ın %25'lik hissedarı aynı zamanda şirketin ürünlerini pazarda dağıtan uzun vadeli müşterisi. Şirket, Mısır'da üretim yapmayı ve ürünlerini Orta Doğu ve Afrika pazarlarına da satmayı planlıyor. Şirket, 1 licorice (2.500 ton/yıl) hattının kurulumunu kısa süre önce tamamladı ve bu yatırımdan yıllık 7,5 milyon dolar gelir katkısı bekliyor. İstanbul fabrikasında atıl hale gelen bir jelly hattının da (7.500 ton/yıl kapasiteli) Mısır'a taşınmasına karar verildi. Şirket bu kapasiteyi Mısır'da daha yüksek karlılıkla kullanmayı planlıyor. Mevcut üretim hattının kullanımı ile sınırlı kısa vadeli yatırım harcaması, uzun vadeli ilişki olan yerel bir oyuncu ile yapılan ortaklık bize göre kısa vadeli olumlu unsurlar. Şirketin Orta Doğu ve Afrika'daki varlığını genişletme potansiyelinin uzun vadeli bir katalist olabileceğini düşünüyoruz.
- **Güneş enerjisi santrali yatırımı 2024 yılının Haziran ayında tamamen faaliyete geçecektir:** Şirket, MV Grup Danışmanlık Mühendislik ile Manisa'da yaklaşık 325 dönüm arazi üzerinde 25.000 kWp kapasiteli bir güneş enerjisi santrali kurmak üzere bir anlaşma imzaladı. Yatırımın toplam maliyeti (arazi, santral ve santral inşaatı) yaklaşık 20,1 milyon dolar seviyesinde. Şirket ilgili santralin Ocak 2024'te operasyonlara başlamasını ve Haziran 2024'te tam kapasiteye ulaşmasını planlıyor. Santral tam olarak faaliyete geçtiğinde, Şirketin Türkiye'deki üretim tesislerinin tüm enerji maliyetlerini karşılaması bekleniyor. Bugünün fiyatlarıyla yılda yaklaşık 5,0 milyon dolar elektrik maliyeti den tasarruf edilemesi öngörülmüyor.
- **Yatırım harcamaları 2024 yılında da yüksek kalmaya devam edecek:** Devam eden güneş enerjisi santrali yatırımı nedeniyle, 2024 şirket için yatırım harcamalarının yoğun olacağı bir dönem olacak. Toplam yatırım harcamalarının 32 milyon dolar seviyesinde olmasını bekliyoruz. Bu nedenle, 2024 yılında finansal kaldıracın nispeten yüksek kalmasını bekliyoruz. İşletme sermayesinin satışlara oranının, Polonya operasyonlarının satış karmasındaki artan payı sayesinde 2024 iyileşmeye devam etmesini bekliyoruz.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyesini koruduk:** Kervan Gıda, 4,4x'lik 2024 FD/FAVÖK çarpanı ile yurt dışı benzerlerine kıyasla %49 iskonto ile işlem görüyor.



# Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	252.00			
Güncel Fiyat, TL	162.30			
Getiri Potansiyeli	55%			
Halka Açıklık Oranı	22%			
Piyasa Değeri, mn TL	411,576			
Firma Değeri, mn TL	507,482			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	901,857	1,149,932	1,806,956	2,259,612
FAVÖK, mn TL	166,227	188,304	268,400	363,002
Net Kâr, mn TL	69,806	102,343	116,985	153,839
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	45,164	11,567	-32,166	-103,878
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.1	-0.1	-0.3
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	18.4%	16.4%	14.9%	16.1%
Net Marj	7.7%	8.9%	6.5%	6.8%
Temettü Verimi	2.0%	1.1%	2.8%	3.2%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	160.1%	27.5%	57.1%	25.1%
FAVÖK, y/y	218.5%	13.3%	42.5%	35.2%
Net Kâr, y/y	359.5%	46.6%	14.3%	31.5%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	1.6	4.0	3.5	2.7
FD/FAVÖK	1.4	2.9	2.2	1.7
FD/Ciro	0.3	0.5	0.3	0.3
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	14.5%	16.9%	109.9%	14.5%
BİST-100 Relatif	0.9%	6.4%	28.7%	0.9%
AOİH, mn TL	2,547	2,090	2,392	2,547



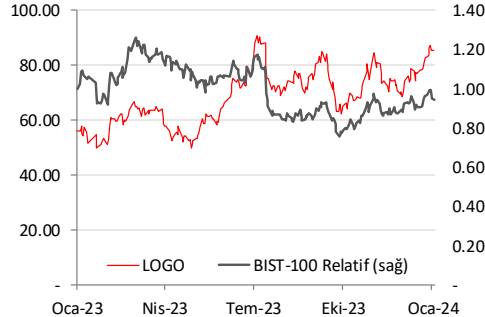
\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- Tüm segmentlerdeki kar artışının azalması sebebiyle 2024'te konsolide net kar artışında yavaşlama bekliyoruz...** Tüpraş'taki güçlü marj ortamının normalleşmeye başlaması, stok karlarındaki farklar, büyük bakım durumu ve ağır-hafif ham petrol makasında olası daralmanın olumlu kur etkisi ve artan finansal gelirler ile dengelenmesi sonucunda Tüpraş'ta 2024'te net karın yatay kalmasını bekliyoruz. Ancak, Süveyş Kanalı ile ilgili lojistik problemlerin Avrupa ve iç piyasaya ürün akışını yavaşlatarak bölgesel ürün marjlarını destekleme ihtimali tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturabilir. Bankacılık tarafında, daha düşük TÜFE'ye endeksli tahvil getirisi, azalan alım-satım karları ve daha yüksek vergi giderleri sebebiyle YKB'nin net kar artışının 2024'te %20'ye gerilemesini bekliyoruz. Otomotivde yatırım amaçlı araç alımının azalması ve artan faiz ortamının yurt için talebi baskılaması nedeniyle daralma bekliyoruz. Buna göre, yüksek bazın da etkisiyle yurt içi hafif araç satışının %27 düşerek 2024'te 900bin seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bu arada, Otokar, zırhlı ve ticari araç satışlarındaki artış, operasyonel kaldıraç ve azalan net borç pozisyonunun finansal giderlere olumlu etkisi sebebiyle otomotiv segmentinde yüksek kar artışı ile ön plana çıkıyor. Dayanıklı tüketimde, Arçelik'in zayıf iç talebe rağmen yurt içi talepteki toparlanma ve 2022'deki tek seferlik gelirlerden dolayı kuvvetli baz ile 2023'te kar artışının baskılanmış olması nedeniyle 2024'te kar artışının ivmelenmesini bekliyoruz. Arçelik için Mart sonunda açıklanacak olan İngiltere Rekabet Kurumu'nun Whirlpool birleşmesi ile ilgili kararı takip edilecek.
- Koç Holding bünyesinde son dönemdeki satın alma ve varlık satışları...** Koç Holding sağlık sektöründeki büyüme fırsatlarını değerlendirmek amacıyla, Antalya'da «Anatolia Hospital» markasıyla hastane işleten Kemer Medical Center'ın %80 hissesini 110 milyon EUR toplam firma değeri üzerinden satın almak üzere anlaşmıştı. Koç Holding, Tat Gıda'nın %43,65'ini 72 milyon USD bedelle Memişoğlu Tarım'a satmak üzere anlaşmıştı. Satış bedeli Tat Gıda hisselerinin %100'ü için 165 milyon USD'ye denk geliyor.
- 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. Koç Holding ayrıca 4Ç23'te EYAŞ ve Ford Otosan'dan toplam 8,2 milyar TL temettü alırken, Marmaris Altinyunus'a 1,2 milyar TL'lik sermaye ekledi. Koç Holding'in iştiraklerden topladığı temettü 2023'te 24,2 milyar TL'ye yükselirken 2022'de 6,0 milyar TL seviyesindeydi. 2024'te iştiraklerden temettü miktarını 35-40 milyar TL olarak hesaplıyoruz.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Net Aktif Değeri'ne iskontosu, toplam kombine gelirlerini %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 sebebiyle Koç Holding'i ön plana çıkarıyoruz. Koç Holding cari net aktif değerine göre %25 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %31, son 5 yıllık ortalama ise %22 seviyesindedir. BİST'te yabancı ilgisinin arttığı dönemlerde Koç'un iskontosunun %5-10 seviyelerine gerilediğini hatırlatmak isteriz.



# Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	119.00			
Güncel Fiyat, TL	85.45			
Getiri Potansiyeli	39%			
Halka Açıklık Oranı	65%			
Piyasa Değeri, mn TL	8,545			
Firma Değeri, mn TL	8,651			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	1,541	2,723	4,238	6,339
FAVÖK, mn TL	493	660	1,087	1,777
Net Kâr, mn TL	416	551	931	1,402
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-387	-770	-1,562	-2,699
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-1.2	-1.4	-1.5
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	32.0%	24.2%	25.6%	28.0%
Net Marj	27.0%	20.2%	22.0%	22.1%
Temettü Verimi	1.9%	1.8%	1.9%	3.3%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	101.0%	76.7%	55.6%	49.6%
FAVÖK, y/y	72.2%	33.9%	64.6%	63.5%
Net Kâr, y/y	57.1%	32.5%	69.1%	50.6%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	11.3	15.5	9.2	6.1
FD/FAVÖK	9.4	12.3	6.7	3.5
FD/Ciro	3.0	3.0	1.7	1.0
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	15.6%	31.9%	53.4%	15.6%
BİST-100 Relatif	1.9%	20.0%	-6.0%	1.9%
AOİH, mn TL	91	114	92	91

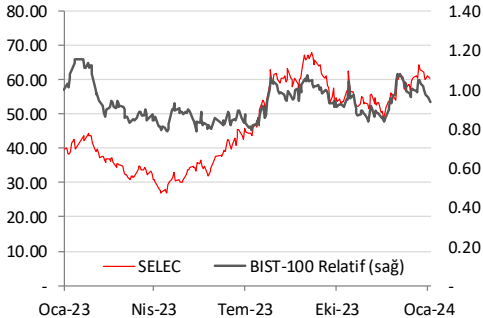


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- **Makroekonomik görünümdeki yavaşlama ciro büyümesini sınırlıyor...** Parasal sıkılaşma faturalama sayısını azaltarak kullandıkça öde gelirlerini baskılıyor ve ertelenmiş gelirleri artırıyor. Perakende SaaS ve SaaS (İsbasi, Peoplise) gelirlerinin Türkiye'deki faaliyet gelirleri içerisindeki payının 2023'teki %9 seviyesinden 2024'te %11'e ulaşmasını bekliyoruz. Konsolide gelirlerde güçlü %60 büyüme öngörüyoruz. TL'nin reel olarak değer kazanması Romanya'nın enflasyon tahminlerinin altında büyümesini baskılıyor.
- **İşgücü maliyetleri kar marjlarını baskılıyor...** FAVÖK marjının 2023 yılında %24 ile dip yapmasını ve yıla hafif toparlanmasını bekliyoruz. Çeyreklik nakit FAVÖK marjları 3 yıllık ortalama seviyesi olan %19'dan orta tek haneli rakamlara geriledi. Romanya operasyonlarının kârlılığa katkısı 2023 yılında %10 seviyesinde kalmıştır. Hindistan operasyonları konsolide finansallara göre hala olgunlaşmamıştır. Şirketin 2023 yılında 2.644mn TL gelir ve 629mn TL FAVÖK'e işaret eden revize beklentilerdeki finansallara ulaşmasını bekliyoruz.
- **Sağlam net nakit seviyesi net kar büyümesini destekleyecek...** Logo'nun net nakit seviyesinin iş ortaklarına yapılan ödemeler ve hisse geri alımları nedeniyle 4Ç23'te %10 azalmasını bekliyoruz. Net nakit seviyesinde beklenen düşüşe ve düşük kur gelirlerine rağmen, yüksek faiz gelirleri nedeniyle, 2024 yılında net karının %36'sına denk gelen 340mn TL net finansal gelir öngörüyoruz.
- **Hisse geri alımı devam ediyor...** Şirket Yönetim Kurulu, geri alım programları çerçevesinde edinilen hisselerin elde tutulması veya satılması yerine itfa edilerek sermayenin azaltılmasına karar verdi. Söz konusu sermaye azaltımı genel bir sermaye azaltımı olmadığından ve şirket'in kendi hisseleri fon çıkışı gerektirmeden itfa edileceğinden, hissedarların hisselerinin şirket sermayesi içindeki oranı %5,26 artacak ve hisse başına kazanç daha yüksek olacaktır.
- **Fintech hizmetleri değerlememiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor...** Şirket, Logo Ödeme Hizmetleri'nin müşterilerine hazine departmanlarının günlük işlerini kolaylaştıracak, farklı banka hesaplarına tek bir platformdan erişmek için gerekli bir arayüz sunmak üzere lisans başvurusunda bulunduğunu açıkladı. Gelir modeli yıllık abonelik ve kontör kullanımına dayalı olacak. Fintech hizmetleri önümüzdeki yıllarda şirketin büyümesini ve karını artırabilir. Şirket henüz fintech gelirleri için herhangi bir kılavuz yayınlamadı, bu nedenle modelimizde henüz herhangi bir rakam yok.
- **Marj iyileşmesi hisse performansını artırabilir...** Logo hisselerinin 2023 yılında BİST100'ün %19 altında kalan getiri performansının, 8 puanlık FAVÖK marjı daralması sebebiyle olduğunu düşünüyoruz. Logo hisseleri şu anda USD bazlı 4 yıllık ortalama fiyatının %23 altında işlem görüyor.

# Selcuk Ecza

Bloomberg Kodu	SELEC TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	59.50			
Güncel Fiyat, TL	60.45			
Getiri Potansiyeli	-2%			
Halka Açıklık Oranı	15%			
Piyasa Değeri, mn TL	37,539			
Firma Değeri, mn TL	34,898			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	44,712	76,825	121,989	159,314
FAVÖK, mn TL	3,038	3,649	6,543	7,123
Net Kâr, mn TL	2,381	3,042	4,760	5,699
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-617	-1,603	-1,978	-3,626
Net Borç/FAVÖK	-0.2	-0.4	-0.3	-0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.8%	4.7%	5.4%	4.5%
Net Marj	5.3%	4.0%	3.9%	3.6%
Temettü Verimi	2.7%	0.4%	1.2%	1.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	70.6%	71.8%	58.8%	30.6%
FAVÖK, y/y	162.4%	20.1%	79.3%	8.9%
Net Kâr, y/y	158.1%	27.7%	56.5%	19.7%
Değerleme Verisi				
F/K	4.7	12.3	7.9	6.6
FD/FAVÖK	3.5	9.8	5.4	4.8
FD/Ciro	0.2	0.5	0.3	0.2
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	-1.9%	12.7%	52.5%	-1.9%
AÖİH, mn TL	104	122	120	104



- İlaç depolarının düzenlenmiş brüt marjları yukarı doğru revize edildi:** Ecza depolarının brüt karlılığı için belirlenen fiyat aralıkları 25 Aralık 2023 itibarıyla yukarı yönlü revize edildi (revizyonlar aşağıdaki tabloda yer alıyor). Bunun Selçuk Ecza'nın ağırlıklı ortalama brüt kar marjı üzerinde, tahminlerimize göre stok kazançları hariç yaklaşık 0,7 puanlık olumlu bir etkisi olacağını öngörüyoruz. Hızla artan ilaç fiyatlarının sektörün ağırlıklı ortalama brüt kar marjı üzerinde kademeli olarak baskı oluşturması nedeniyle, mevut düzenleme uzun süredir beklenen bir mevzuat değişikliği. Bunu olumlu olarak değerlendirmekle birlikte, revizyonun kapsamının, özellikle 2004 yılında beri değiştirilmediği göz önünde bulundurulduğunda, görece sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Buna ek olarak, brüt karlılık için belirlenen mevcut fiyat aralıklarının ne kadar süreyle devam edeceği konusunda da bir netlik bulunmuyor.
- Temmuz 2024'te referans EUR/TL kurunda %20'lik bir ara fiyat ayarlaması öngörüyoruz:** Türkiye'de ilaç fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan referans EUR/TL kuru, %25 artışla 17,5483'e yükseltildi. Yeni fiyatlar 25.12.2023 tarihinden itibaren geçerlilik kazandı. Bu nedenle, stok kazançlarının önemli bir kısmının 1Ç24'te gerçekleşmesini bekliyoruz. Tahminlerimizde, referans EUR/TL kurunda Temmuz 2024'te uygulanacak %20'lik bir ara fiyat artışı öngörüyoruz. Bununla birlikte, ara fiyat artışlarının, son iki yıl da asgari ücret artışlarını takiben uygulanmış olması nedeniyle, beklentimize aşağı yönlü risk olduğunu düşünüyoruz. Bunun temel sebebi, 2024 yılında ara asgari ücret artışını olmayacağı varsayımımız. Diğer yandan enflasyonist baskılar ve sektörün dar kar marjlarının artışı gerekli kılacağını düşünüyoruz. Genel olarak, fiyatlandırma mekanizması, sektörün uzun dönem karlılığı ile alakalı düşük öngörülebilirlik, ve TL'nin reel değer kazancına karşın referans EUR/TL kurunda yüksek iskonto, şirket için risk unsurları olmaya devam ediyor.
- Nötr tavsiyemizi koruduk:** Hedef fiyatımızı 59,5TL (önceki 58,5TL) olarak revize ettik ve "Nötr" notumuzu koruduk. Fiyat aralıklarına ilişkin söz konusu olumlu gelişmeye rağmen, projeksiyonlarımızda düzenlenmiş marjlarda bir miktar normalleşme öngörmemiz sebebiyle, hedef fiyatımızda sınırlı değişiklik oldu. Aksi durumun sürdürülebilir olduğunu öngörmüyorduk.

Üretici Fiyatı (TL)	Depocu kâr marjı (önceki)	Üretici Fiyatı (TL)	Depocu kâr marjı (yeni)
0-10	9%	0-100	8%
10-50	8%	100-200	6%
50-100	7%	> 200	3%
100-200	4%		
> 200	2%		

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyadır.

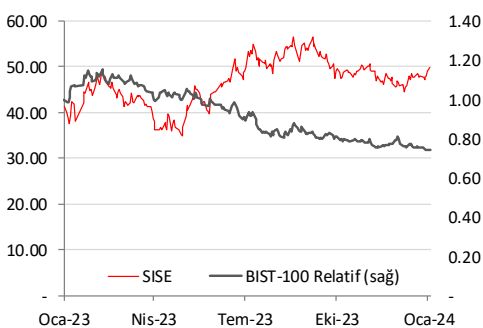
# Sisecam

Bloomberg Kodu				SISE TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				68.00
Güncel Fiyat, TL				49.88
Getiri Potansiyeli				36%
Halka Açıklık Oranı				49%
Piyasa Değeri, mn TL				152,793
Firma Değeri, mn TL				212,123

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	95,349	136,049	193,442	247,234
FAVÖK, mn TL	20,455	25,258	37,591	49,578
Net Kâr, mn TL	19,345	17,985	24,621	29,274
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	17,839	36,171	44,290	61,441
Net Borç/FAVÖK	0.9	1.4	1.2	1.2
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	21.5%	18.6%	19.4%	20.1%
Net Marj	20.3%	13.2%	12.7%	11.8%
Temettü Verimi	1.7%	1.4%	1.3%	2.5%

Büyüme	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro, y/y	197.4%	42.7%	42.2%	27.8%
FAVÖK, y/y	170.5%	23.5%	48.8%	31.9%
Net Kâr, y/y	114.0%	-7.0%	36.9%	18.9%

Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	3.7	8.5	6.2	5.2
FD/FAVÖK	5.5	8.4	5.9	4.8
FD/Ciro	1.2	1.6	1.1	1.0
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	8.9%	0.7%	21.2%	8.9%
BIST-100 Relatif	-4.0%	-8.4%	-25.7%	-4.0%
AÖİH, mn TL	1,549	1,455	2,681	1,549



- **Kısa vadeli görünüm zorlu olmaya devam ediyor:** 2023, büyümenin yavaşlaması ve faaliyet marjlarının 2022 yılındaki yüksek bazdan önemli ölçüde düşmesi nedeniyle, Şişecam için zorlu bir yıl oldu. Normalleşen enerji maliyetleri ile birlikte kademeli olarak gerileyen ürün fiyatları, uluslararası pazarlardaki zayıf talep koşulları, Türkiye'deki deprem etkisi ve Avrupa'daki enerji hedge maliyetlerinin spot fiyatlara kıyasla yüksek olması, faaliyet performansı üzerinde baskı oluşturdu. Yüksek bazdan düşen ürün fiyatları, 2023 yılında görülen olumlu faaliyet kaldıracını ve stok kazanımlarını tersine çevirdi. Şirketin en döngüsel faaliyet alanı olan mimari camlar, söz konusu olumsuz gelişmelerden en fazla etkilenen iş kolu oldu ve konsolide bazda zayıf performansı büyük ölçüde etkiledi. 2024 yılında ise, TL'de beklenen güçlenme, önemli pazarlarda ithal ürünlerin daha rekabetçi fiyatlarla bulunabilirliğinin artması ve soda külü fiyatlarındaki düşüş eğiliminin devam etmesi nedeniyle önemli bir iyileşme alanı görmüyoruz. Konsolide marjların 2024 yılında çoğunlukla mimari cam marjlarındaki normalleşme ile desteklenmesini bekliyoruz.

- **Ana faaliyetlerde önemli yatırımlar devam ediyor:** Şişecam'ın Kırklareli'nde 200 bin ton/yıl üretim kapasitesine sahip otomotiv camları üretim hattı yatırımı Eylül 2023'te faaliyete geçti. Böylece Şirket, otomotiv camı üreten float hatlarını daha yüksek kapasite ve verimlilikle tamamen mimari cam üretimine yönlendirebilecek. Şişecam, yeni hatla birlikte oto cam üretimindeki verimliliğini de artıracak. Mersin'de devam yeni float hattı ve Kırklareli float hattında kapasite artışını 2024 yılında faaliyete geçmesi bekleniyor. Şirket, iki yeni fırın yatırımı ile cam ambalaj kapasitesini %12 oranında artıracak olan Macaristan yatırımını 2025 yılında tamamlamayı öngörüyor. Devam eden yatırımların tam etkisini 2025 yılında görmeyi öngörüyoruz.

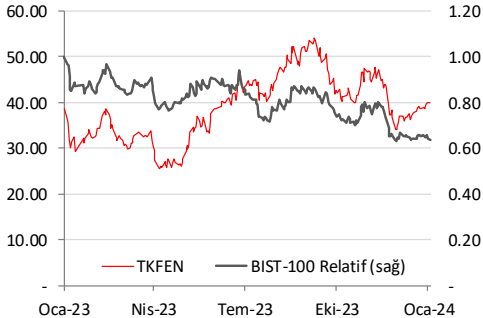
- **Türkiye'de yeni soda külü yatırımı açıklandı, diğer yandan büyük ölçekli ABD yatırımı izin süreçlerinin tamamlanmasını bekliyor:** Şirket, Mersin fabrikasında 175 bin ton/yıl soda külü kapasite artışı yatırımı gerçekleştirme kararı aldı. Şişecam bu yatırım ile düzcama ve buzlu cam yatırımlarının tamamlanmasının ardından artacak soda külü talebini içeriden karşılamayı, soda külü pazarındaki rekabetçi konumunu güçlendirmeyi ve ihracat pazarlarındaki konumunu korumayı hedefliyor. İşletme sermayesi dahil yatırım harcaması tutarı 125,3 milyon dolar olarak öngörülmektedir. ABD'deki büyük ölçekli yatırımlar, yoğun yatırım harcaması döneminden önce ilgili izinleri beklemektedir. Daha önce açıklanan yatırım takviminde bir miktar gecikme yaşanmasını muhtemel görüyoruz.

- **"Endeks Üzeri Getiri" notumuzu koruduk:** Hedef fiyatımızı 68,0TL'ye (önceki 74,5TL) revize ettik ve "Endeks Üzeri Getiri" notumuzu koruduk. Hisse 2024T FD/FAVÖK 5,9x seviyesinden işlem görüyor ve bu da yurtdışı benzerlerine göre kısa vadeli sınırlı 10% iskontoya işaret ediyor. Devam eden yatırımlardan beklendiğimiz katkıyı yukarı yönlü potansiyelin temel sebebi olarak görüyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Tekfen

Bloomberg Kodu	TKFEN TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	57.50			
Güncel Fiyat, TL	39.92			
Getiri Potansiyeli	44%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	14,770			
Firma Değeri, mn TL	17,573			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	30,668	35,239	49,873	57,173
FAVÖK, mn TL	2,487	1,014	4,312	5,089
Net Kâr, mn TL	3,473	29	2,551	3,156
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,199	1,648	1,424	1,386
Net Borç/FAVÖK	-0.5	1.6	0.3	0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	8.1%	2.9%	8.6%	8.9%
Net Marj	11.3%	0.1%	5.1%	5.5%
Temettü Verimi	2.5%	3.5%	-	5.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	89.0%	14.9%	41.5%	14.6%
FAVÖK, y/y	284.2%	-59.2%	325.2%	18.0%
Net Kâr, y/y	313.9%	-99.2%	8697.9%	23.7%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	2.9	509.3	5.8	4.7
FD/FAVÖK	3.6	16.2	3.8	3.2
FD/Ciro	0.3	0.5	0.3	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.1%	-5.0%	3.7%	8.1%
BIST-100 Relatif	-4.7%	-13.6%	-36.4%	-4.7%
AÖİH, mn TL	205	316	421	205

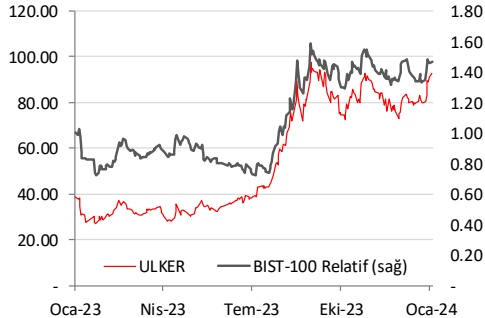


- **Taahhüt tarafında oluşan ek zarar Katar Stadyum projesinden kazanılan tanzimi gölgeledi:** Tekfen, Katar'da Al Jaber Engineering L.L.C. ile birlikte %50-%50 oranında iş ortaklığı olarak tamamlamış olduğu, Al Thumama Stadyumu Projesi inşaat işlerinin proje maliyetlerinde meydana gelen artışlarla ilgili olarak işveren ile telafi talebi görüşmeleri sonucunda anlaşmaya vardı. Tekfen %50'lik payına karşılık yaklaşık 50 milyon doları tutarında ödeme alacak. Öte yandan Şirket, Katar'da devam eden North Field East Coast EPC-1 Projesi'nde mevcut bütçe çalışmaları sonucunda beklenen zararının 130 milyon dolar olarak tahmin edildiğini açıkladı. Projenin mevcut tamamlanma oranı %20 ve projede kalan bakiye sipariş 370 milyon dolar seviyesinde. Şirket, mevcut gelişmeler neticesinde konsolide özkaynakları üzerinde yaklaşık 60 milyon dolar tutarında toplam negatif etki tahmin ediyor. Mevcut tamamlanma oranının hala çok düşük olması nedeniyle, öngörülen zararın ileriye dönük olarak artma riski olduğunu düşünüyoruz. Beklenen zararın nakit akışı üzerindeki etkisi kademeli olarak gerçekleşirken, tanzim geliri tek seferde tahsil edilecek.
- **Gübre hacimlerinin 2024 yılında iyileşmesini bekliyoruz, ancak dolar bazında düşen fiyatlar ve görece güçlü TL, ciro büyümesi ve marj iyileşmesi için sınırlı alan sunuyor:** Gübre segmenti, 2023 yılında görece yüksek bir bazdan zayıf bir performans sergiledi. Kademeli düşen ürün fiyatlarının getirdiği stok değer düşüklüğü ve zayıf ciro artışı, buna karşılık çoğunlukla TL bazlı faaliyet giderlerindeki enflasyonist artış, karlılık üzerinde baskı yarattı. Karlılığı baskılayan mevcut dinamiklerin 2024 yılında önemli ölçüde değişmesini beklemiyoruz. Görece güçlü TL'nin, pazarda ithal ürünlerin rekabetçiliğini arttırabileceğini düşünüyoruz. Gübre segmentindeki toplam satış hacminin 2023 yılında 1,7 milyon tona ulaşmasını bekliyoruz; bu rakam yönetimin mevcut yılsonu beklentisi olan 1,8 milyon tonun altında. Satış hacminin 2024 yılında 1,95 milyon ton olmasını bekliyoruz.
- **Toros Tarım veya gayrimenkul portföyünde hisse satışı potansiyel katalizör olabilir:** Tekfen, yatırım planları çerçevesinde, stratejik ortaklık ve işbirliği fırsat ve araçlarını belirlemek üzere Dome Grup ile bir danışmanlık anlaşması imzaladı. Yönetim, Toros Tarım'da stratejik ortaklık fırsatlarını değerlendirdiğini daha önce paylaşmıştı. Tekfen ayrıca sahip olduğu gayrimenkulleri yeni kurulan "Tekfen Varlık ve Taşınmaz Yönetimi" şirketine devretme sürecinde. Yönetim, önemli varlıklarının çoğunluk mülkiyetini kaybetmeden orta vadede gayrimenkullerden kaynak yaratmayı planlıyor.
- **Taahhüt tarafındaki son gelişmeleri ve yeni makro tahminlerimizi dikkate alarak hedef fiyatımızı 57,5 TL'ye (önceki 67,0 TL) indirdik:** Diğer yandan hala cazip değerlendirme nedeniyle 'Endeks Üzeri Getiri' tavsiyemizi koruyoruz. Taahhüt tarafındaki riskler nedeniyle şirket için öngörülebilir bir yatırım teması oluşturmanın nispeten zor olduğunu düşünüyoruz.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

# Ülker

Bloomberg Kodu	ULKER TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	137.50			
Güncel Fiyat, TL	92.65			
Getiri Potansiyeli	48%			
Halka Açıklık Oranı	39%			
Piyasa Değeri, mn TL	34,213			
Firma Değeri, mn TL	56,327			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	28,197	45,233	68,676	89,508
FAVÖK, mn TL	5,467	9,374	13,538	17,396
Net Kâr, mn TL	-353	1,896	4,739	7,115
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	14,285	18,826	23,230	24,446
Net Borç/FAVÖK	2.6	2.0	1.7	1.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.4%	20.7%	19.7%	19.4%
Net Marj	n.m.	4.2%	6.9%	7.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	124.9%	60.4%	51.8%	30.3%
FAVÖK, y/y	134.8%	71.5%	44.4%	28.5%
Net Kâr, y/y	-24.0%	n.m.	149.9%	50.1%
Değerleme Verisi				
F/K	n.m.	18.0	7.2	4.8
FD/FAVÖK	4.5	6.0	4.5	3.6
FD/Ciro	0.9	1.2	0.9	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	13.2%	24.3%	139.0%	13.2%
BIST-100 Relatif	-0.2%	13.1%	46.5%	-0.2%
AÖİH, mn TL	460	574	599	460

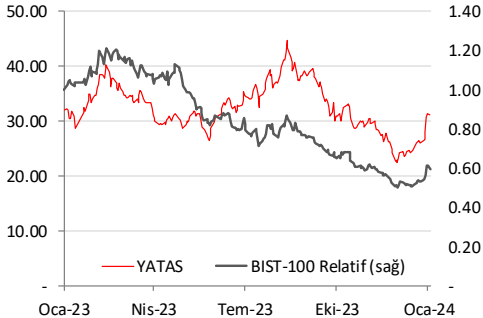


\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıyla.

- Güçlü operasyonel performansın 2024 yılında da devam etmesini bekliyoruz:** Ülker 9A22'deki 1,34 milyar TL net zarara kıyasla 9A23'te 659 milyon TL net kar açıkladı. Net kar tarafında görülen iyileşmenin temel sebeplerini; i) Güçlü faaliyet performansı, ii) nakit akışındaki iyileşmenin devam etmesi, iii) döviz açık pozisyonunun azalması ve iv) nakit pozisyonunun daha verimli kullanılması olarak görüyoruz. Operasyonel tarafta şirket, maliyet bazlı fiyat artışları ve girdi maliyetlerinin başarılı yönetilmesi ve hacim artışı sayesinde 9A23'te %67 ve %79 gelir ve FAVÖK büyümesi sağladı. 2024 yılında Ülker'in artan finansal kaldıraç ve azalan kur farkı giderleri sayesinde %150 net kar büyümesi sağlanmasını bekliyoruz. FAVÖK marjının nispeten yüksek bir bazdan hafifçe normalleşmesini bekliyoruz. Beklenen güçlü kar büyümesi, iyileşen nakit akışı ve şirketin defansif iş modelini 2024'de Ülker'i olumlu ayırtırmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- Net İşletme Sermayesindeki devam eden iyileşmeyi güçlü hisse performansının arkasındaki temel etken olarak görüyoruz :** Ülker'in faaliyetlerinden nakit akışı, iyileşen alacak vadeleri ve stok devir hızı 9A22'deki 563 milyon TL seviyesinden 9A23'de 3,77 milyar TL'ye yükseldi. Net işletme sermayesinin satışlara oranı 9A22'de %37,1 ve 2022'de %45,0'e kıyasla 9A23'te %29,4'e geriledi. Şirketin nakit yaratımında 4Ç22'den bu yana kayda değer bir iyileşme var. Net işletme sermayesi yoğunluğunun 2026 yılına kadar mevcut seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Buna bağlı olarak, net borcun FAVÖK'e oranının kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Yönetim, ileriye dönük ihtiyatlı işletme sermayesi yönetimini sürdürmeyi hedefliyor. Ülker'in Ekim 2025'te vadesi dolacak 600 milyon dolar tutarındaki Eurobond'unun yeni den finansmanından önce nakit akışına öncelik vermeye devam etmesini okudukça olası görüyoruz.
- Endeks Üzeri Getiri' tavsiyemizi koruduk:** Rakamlarımızı yeni makro varsayımları yansıtacak şekilde revize ettik. Buna göre, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 128,0 TL'den 137,5 TL'ye revize ettik ve "Endeks Üzeri Getiri" notumuzu koruduk. Hisse 2024T 4,5x FD/FAVÖK (2,0x PD/DD ile düzeltilmiş azınlık payları) ile yurt dışı benzerlerine göre yaklaşık %48 iskonto ile işlem görüyor. Daha düşük işletme sermayesi yoğunluğu ve Eurobond getirisindeki normalleşme göz önüne alındığında, iskontonun kısmen daralması için daha iyi bir tema görüyoruz.

# Yatas

Bloomberg Kodu	YATAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	54.00			
Güncel Fiyat, TL	31.00			
Getiri Potansiyeli	74%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	4,644			
Firma Değeri, mn TL	6,730			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	6,737	11,120	17,826	25,542
FAVÖK, mn TL	963	1,454	2,403	3,571
Net Kâr, mn TL	514	484	989	1,574
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	1,089	2,960	3,936	4,729
Net Borç/FAVÖK	1.1	2.0	1.6	1.3
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	14.3%	13.1%	13.5%	14.0%
Net Marj	7.6%	4.4%	5.5%	6.2%
Temettü Verimi	4.0%	4.3%	1.1%	6.4%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	135.6%	65.1%	60.3%	43.3%
FAVÖK, y/y	122.4%	51.0%	65.2%	48.6%
Net Kâr, y/y	100.8%	-5.8%	104.2%	59.2%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2022</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
F/K	4.9	9.6	4.7	2.9
FD/FAVÖK	3.4	5.0	3.5	2.5
FD/Ciro	0.5	0.7	0.5	0.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	27.9%	0.4%	-3.0%	27.9%
BİST-100 Relatif	12.8%	-8.7%	-40.5%	12.8%
AÖİH, mn TL	78	58	72	78



- **Tek seferlik faktörler 3Ç23 finansalları üzerinde baskı yarattı, ileriye dönük normalleşme görüyoruz:** Yataş 3Ç23'te artan net finansal giderler ve zayıf faaliyet performansı nedeniyle 25 milyon TL net zarar açıkladı. Çeyrek boyunca yaşanan geçici teslimat ve lojistik aksaklıklarının satışlarda yaklaşık bir aylık kayba yol açması nedeniyle, 3Ç23 cirosu yıllık bazda sadece %37 arttı. Zayıf satış performansı üzerindeki kaldıraçsız faaliyet giderleri ve sabit giderler faaliyet karlılığı üzerinde baskı yarattı. Net İşletme Sermayesi/Satışlar 2Ç23'teki %19,5 ve 3Ç22'deki %19,1'e kıyasla 3Ç23'te düşük satışların etkisiyle %22,9'a yükseldi. Satış tarafındaki kayıpların 4Ç23'de büyük ölçüde telafi edilmesini bekliyoruz. Diğer yandan, sıkı parasal duruş ve nispeten güçlü baz etkisinin 2024 yılı büyümesini olumsuz etkilemesini bekliyoruz.
- **Artan faiz oranları ve finansal kaldıraç göz önüne alındığında, 2024 yılında operasyonlardan nakit yaratılması yönetimin ana önceliği olacak:** Yataş'ın net borcunun 2021 yılındaki TL304 milyon TL'ye kıyasla 2023, yılında 2.960 milyon TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Satış büyümesini önceliklendiren işletme sermayesi yönetimi ve Kayseri fabrikasında 1.200.000 m3/yıl kapasiteli devam eden sünger yatırımı, borç artışında etkili olan temel faktörler. Şirket mevcut yatırımı çerçevesinde 759 milyon TL yatırım teşvik belgesi aldı. Ayrıca, TCMB'den uygun koşullarda, yıllık %18,25 etkin faiz oranı ve 2 yılı geri ödemesiz 10 yıl vadeli 470 milyon TL yatırım kredisi kullandı. Nakit çıkışının yaklaşık %70'i verilen avanslar dahil yatırımlar için kullanıldı. Dolayısıyla, 2025 yılı başında faaliyete geçmesi beklenen yatırım için ileriye dönük olarak daha sınırlı bir nakit çıkışı bekliyoruz. Net işletme sermayesine tarafında, stok devir hızı ve alacak vadelerinde beklenen iyileşmenin desteğiyle, net nakit döngüsünün 2024 yılında 85 gün seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bu durumun, net borç artış hızını yavaşlatmasını ve net borç / FAVÖK'e oranının 2023'te beklenen 2,1x seviyesinden, 2024'te 1,7x seviyesine düşürmesini bekliyoruz.
- **2024 yılındaki zorluklara karşın uzun vadeli büyüme dinamikleri olumlu:** : Yataş'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: i) sektörde geleneksel satış kanalından modern satış kanalına geçişin devam etmesi, ii) şirketin ana faaliyet alanındaki güçlü pazar konumu, iii) halen olumlu demografik yapı, iv) Divanev formatının ölçeklenebilirlik potansiyeli ve v) şirketin e-ticaret kanalında artan varlığı olarak özetleyebiliriz. Yataş'ın, i) tüketicinin beğenilerine uygun, kanıtlanmış ürün portföyü ve ii) devam eden verimlilik ve kapasite yatırımları sayesinde Türkiye'deki pazar payını orta vadede artırmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- **Zorlu 2024 yılına rağmen cazip değerlendirme:** Rakamlarımızı, 3Ç23 gerçekleştirmeleri, yeni makro tahminlerimiz, önceye kıyasla daha yavaş mağaza açılış tahminlerimizle güncelledik. Hisse, 3,5x 2024T FD/FAVÖK ile yurt dışı benzerlerine göre %55 iskonto ile işlem görüyor.

\* Fiyatlar 29 Ocak 2024 itibarıdır.

---

# İletişim Bilgileri



# AK Yatırım Araştırma Ekibi

---

<b>Hakan Aygün</b>	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>	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>	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>	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>	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>	GYO, Çimento, Demir & Çelik	<a href="mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr">omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr</a> +90 212 334 9531
<b>Yusuf Karagöz</b>	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>	Stratejist (Yurt dışı piyasalar)	<a href="mailto:Uraz.Cay@akyatirim.com.tr">Uraz.Cay@akyatirim.com.tr</a> +90 212 334 9461
<b>Göksel Şişmanlar</b>	Veritabanı, Teknik Analiz	<a href="mailto:Goksel.Sismanlar@akyatirim.com.tr">Goksel.Sismanlar@akyatirim.com.tr</a> +90 212 334 9466
<b>Serbey Celep</b>	Stajyer	

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporla 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. 2024