

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Sıkılaşma sürecinde mali sektör, telekom, sağlık, gıda/içecek,
perakendecilik öne çıkıyor

4 Nisan 2024

AK YATIRIM ARAşTIRMA

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

AKYatırım

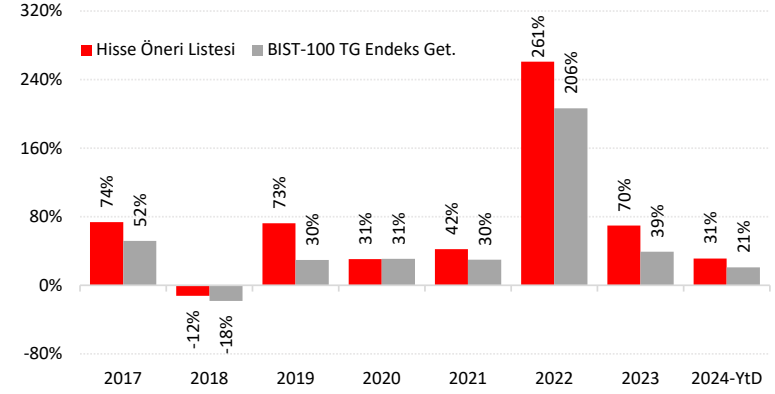
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model portföy hisse seçimleri*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	535.00	44%	13%
LKMNH	84.00	32%	8%
KRDMD	44.00	109%	7%
KCHOL	252.00	23%	10%
MAVI	109.00	50%	10%
TOASO	440.00	60%	10%
TRGYO	61.00	63%	7%
TUPRS	212.00	30%	9%
TCELL	98.50	44%	13%
YKBNK	31.30	14%	13%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Model portföy performansı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* Model portföy hisse önerileri çalışması, Ak Yatırım Araştırma ekibinin araştırma kapsamındaki hisselerden, takip eden bir aylık dönemde getiri açısından öne çıkmasını beklediklerine ilişkin görüşlerini paylaşma amacıyla yayınlanmaktadır. Öne çıkması beklenen hisseler zaman zaman hızlı yükselişle 12 aylık fiyat hedeflerine yakın seviyelerde fiyatlanabilmektedir. Böyle durumlarda eğer kısa vadede yukarı yönlü eğilimin korunacağına dair bir görüşü varsa analist fiyat hedefi güncellenene kadar hisseyi portföyde tutabilmektedir. Hisselerde fiyat güncellemeleri yapılırken de dönem bilanço açıklaması gibi şirketin değerlemesinde maddi önem taşıyan gelişmelerin gerçekleşme tarihi de dikkate alınmakta ve bu açıklamaya kadar model güncellemesi ertelenebilmektedir.

Dezenflasyonun makro politika önceliği olmasını bekliyoruz: Yerel seçimlerin ardından enflasyonla mücadelede siyasi kararlılığın artacağı ve yurt içi talebi yavaşlatıp makro istikrarı tesis etmeye dönük para ve maliye politikaları kolaylaştırıcı bir zemin olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle yılın geri kalanında büyüme yanlısı politikalardan kısmen feragat edilerek dezenflasyonun politika önceliği olduğu ve artan makro finansal istikrar vurgusu ile ülke risk priminin ve kredi notunun iyileştirilmesi yönünde parasal ve mali disiplinin güçlendirileceği bir süreç bekliyoruz.

Bu süreçte (i) enflasyonun ana eğilimde kalıcı düşüş eğilimi belirginleşinceye kadar politika ve piyasa faizlerinin aşağı gelmeyeceği, (ii) kredi maliyetine duyarlı (dayanıklı tüketim, otomotiv, mobilya, konut/İNŞAAT) sektörlerinde ciro büyümelerinin hız keseceği, (iii) yatırım ve işletme sermayesinde dış kaynağa ihtiyaç duyan şirketlerde finansman giderlerinin arttığı, (iv) TL'nin reel olarak değerlendirildiği ve özellikle emek yoğun ihracatçı sektörlerde kâr marjlarının daralacağı, (v.) kur istikrarının sağlanmasıyla ülke risk priminin gerilediği; özellikle mali sektörün yurt dışından borçlanma koşullarının iyileşeceği ve (vi) BIST'de yabancı girişlerinin de katkısıyla orta vadeli yükseliş eğiliminin süreceği bir görünüm bekliyoruz.

Bu kapsamda banka, sigorta, holding, gıda perakendeciliği, gıda/içecek, sağlık hizmetleri, telekom sektörlerinin olumlu ayrışmasını; buna karşılık dayanıklı tüketim, otomotiv, inşaat, çimento sektörlerinin, büyüme hisselerinin ve elektrik ekipman üreticilerinin BIST'de geride kalmasını öngörüyoruz.

Model portföyümüzün yapısı büyük ölçüde bu temayı vurguladığından hisse bazlı değişiklik sınırlı kaldı. Yılbaşıdan bu yana %68 getiri ile endeksi güçlü şekilde yenen ve yakın dönemde hisse ortak satışı açıklayan Tav Havalimanlarını model portföyden çıkarıp, makro ekonomik çerçeveden olumlu etkilenmesini beklediğimiz Lokman Hekim'i portföye aldık. Ayrıca yine YBG getirisi %48'e ulaşan Yapı Kredi'nin ağırlığını 2 puan azalttık.

Strateji: Hisse Öneri Listesi

Model Portföy Hisse Getirileri

Hisse Senedi	Portföy Ağırlığı (%)	Son Güncelleme İtibarıyla				Portföye Giriş Tarihi İtibarıyla		
		Hisse Fiyatı (TL)*		Getiri (%)		Portföye Giriş Tarihi	Getiri (%)	
		30.01.24	4.04.24	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
BIMAS	11%	370.42	368.42	-0.5%	-6.7%	02/11/2021	525.7%	-0.2%
KRDMD	8%	26.90	21.26	-21.0%	-25.8%	19/09/2023	-16.9%	-28.8%
KCHOL	10%	162.72	206.90	27.2%	19.3%	24/07/2023	73.7%	28.0%
MAVI	10%	71.58	73.49	2.7%	-3.7%	06/05/2022	657.1%	99.1%
TAVHL	9%	137.04	180.30	31.6%	23.5%	06/05/2022	309.8%	7.8%
TOASO	10%	229.81	256.68	11.7%	4.8%	02/11/2023	10.4%	-6.4%
TRGYO	7%	35.75	38.02	6.3%	-0.2%	02/11/2023	9.2%	-7.5%
TUPRS	8%	143.07	165.90	16.0%	8.8%	07/12/2022	195.5%	53.7%
TCELL	12%	69.96	68.46	-2.1%	-8.2%	21/08/2023	28.1%	10.0%
YKBNK	15%	20.73	27.70	33.6%	25.4%	16/02/2023	238.0%	82.6%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				11,8%	4,9%			
YBG Portföy Getirisi				31,4%	8,6%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

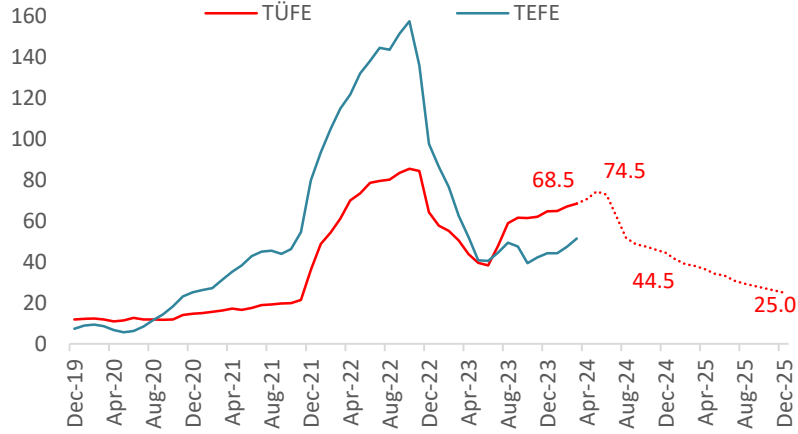
** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

• **Hisse öneri listemiz gösterge endeksi yenmeyi sürdürdü.** Öneri listemizin getirisi en son güncelleme yaptığımız 30 Ocak'tan bu yana %11,8 ile BIST-100 toplam getiri endeksini %4,9 geçti. Böylece öneri listemizin YBG getirisi %31,4 oldu ve gösterge endeksin aynı dönemdeki %20,9 getirisini belirgin şekilde geçti. En son dönemde öneri listesine en büyük katkıyı **Yapı Kredi, Tav Havalimanları, ve Koç Holding** sağladı. Bu dönemde **Kardemir D, Turkcell ve BIM** portföy getirisini belirgin negatif düzeyde etkileyen hisseler oldu.

• Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri de 63 katına ulaşarak aynı dönemde yaklaşık 19 katına ulaşan BIST-100 toplam getiri endeksini önemli oranda geçti. (Portföy getirilerimiz takip eden dönemde model portföy raporumuzun yayınlanma tarihindeki fiyat ortalamalarına göre düzeltilmektedir. BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

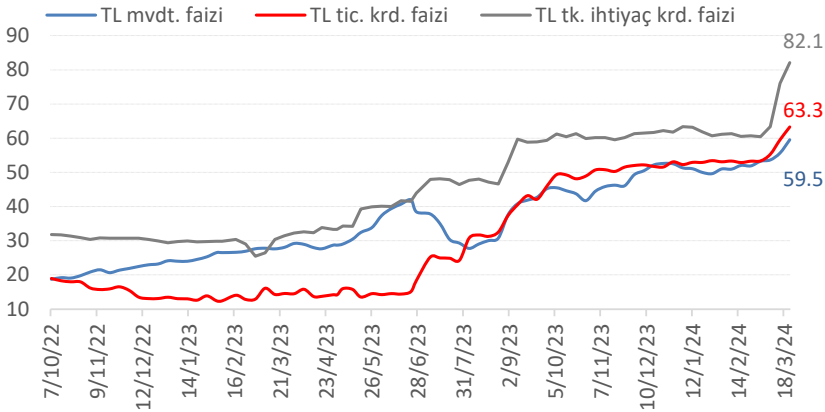
Strateji: Dezenflasyonun makro politika önceliği olmasını bekliyoruz

Enflasyonda düşüş yılın ikinci yarısında görülecek



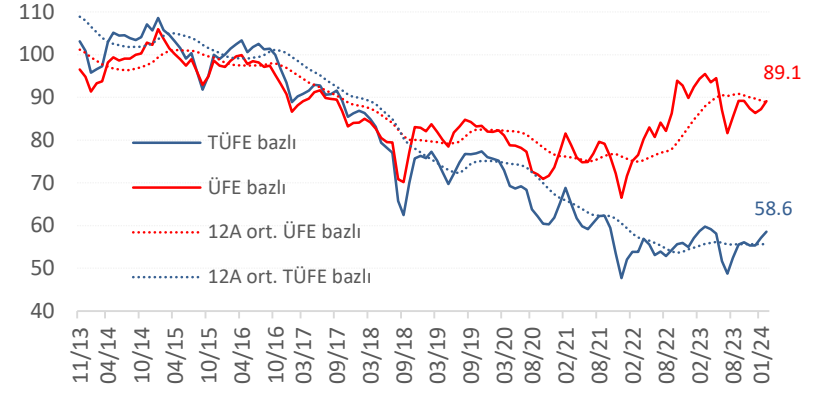
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Piyasa faizleri son politika faizi öncesi yükselişteydi (güncel 22/03 verisi)



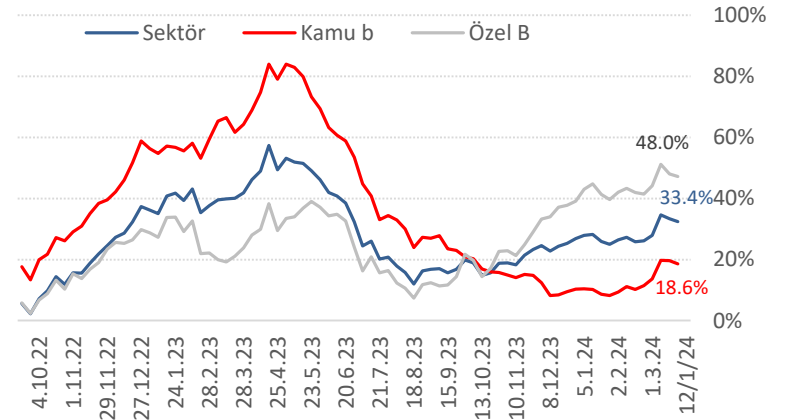
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

TL'de reel değerlenmenin sürmesini bekliyoruz



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

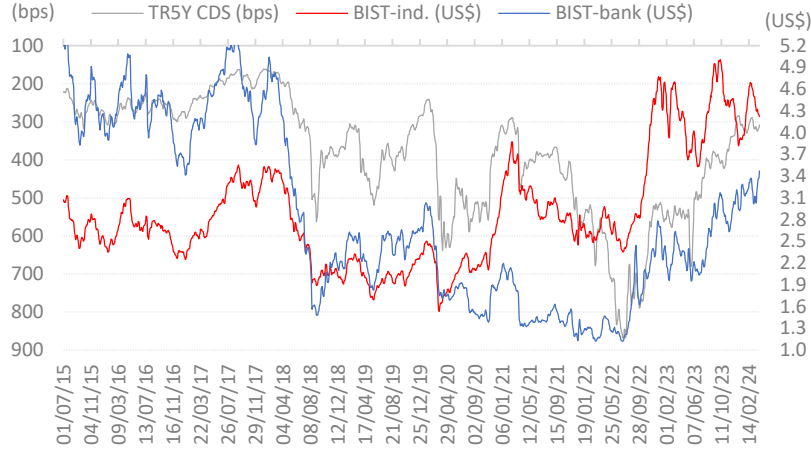
Kredi artış eğilimi son iki haftada hafifçe düşüş eğiliminde (yıllık.- 13 h)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

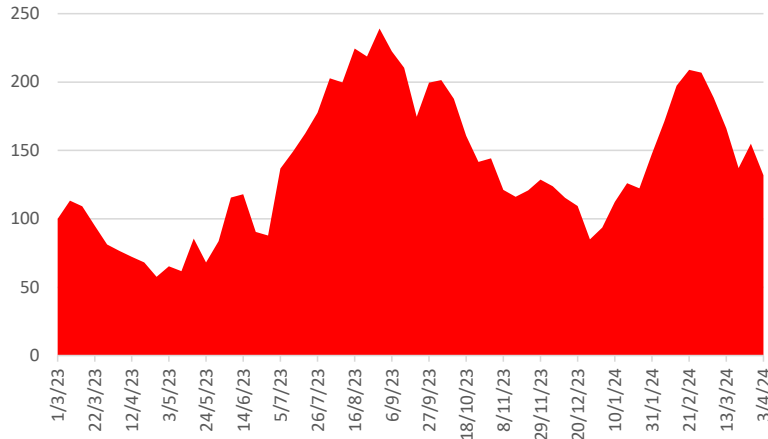
Piyasa Görünümü

CDS'deki gerileme banka hisselerine yarıyor



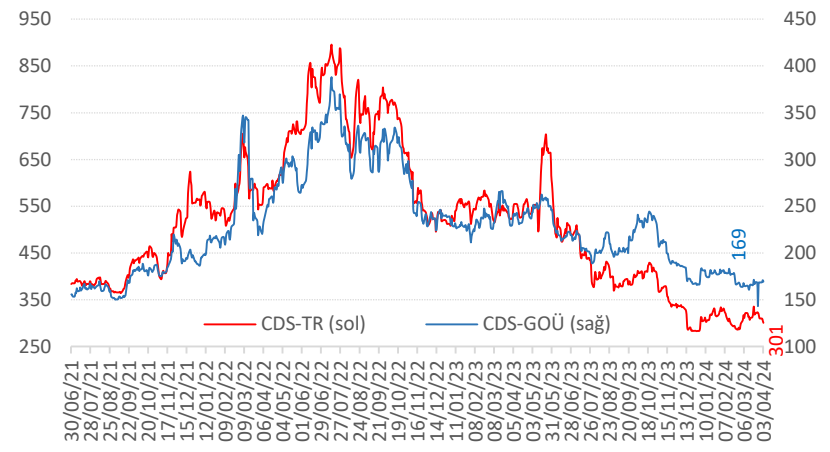
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



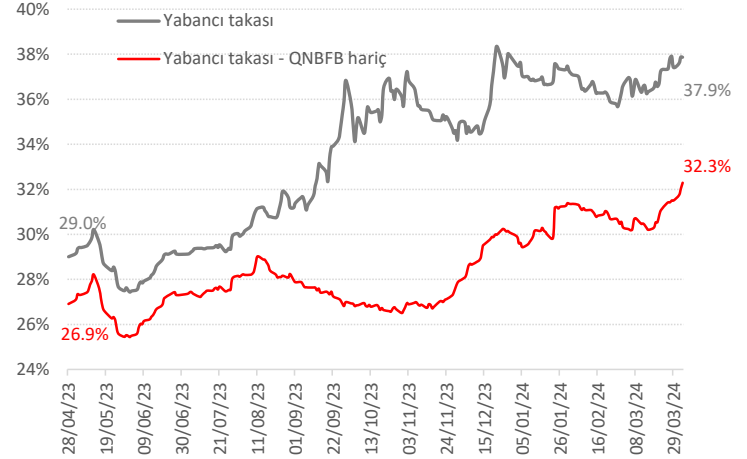
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

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



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

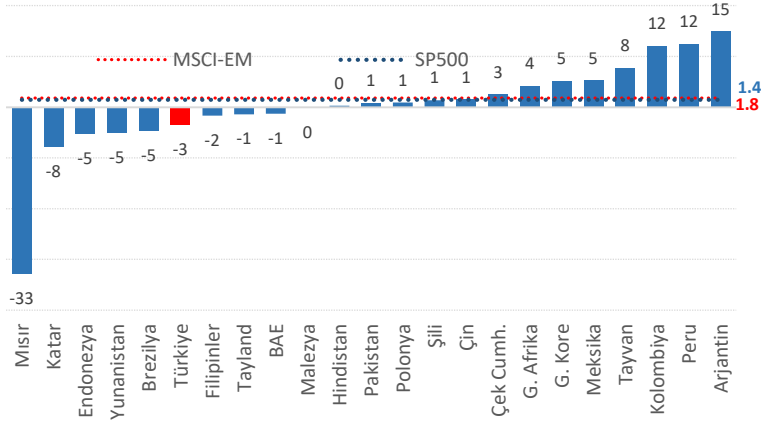
Yabancı payı son iki yılın zirvesinde ve son üç haftada 2 puan arttı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

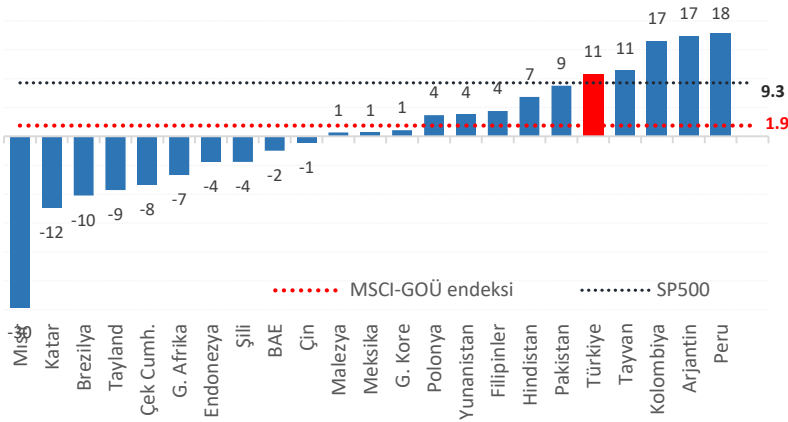
Piyasa Görünümü

Son bir aylık MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (USD bazında)



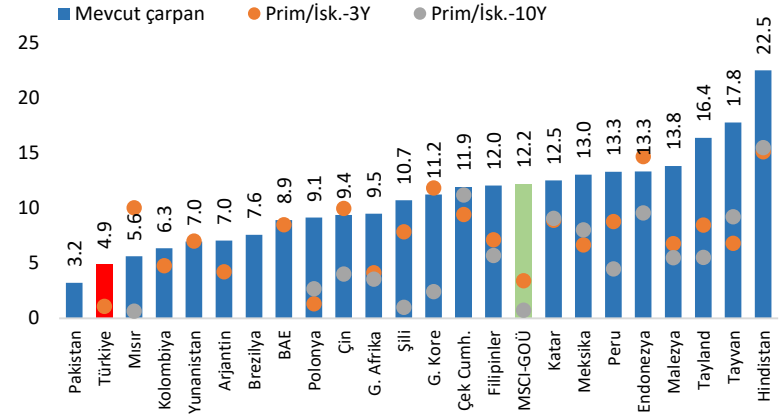
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yılbaşına göre MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (USD bazında)



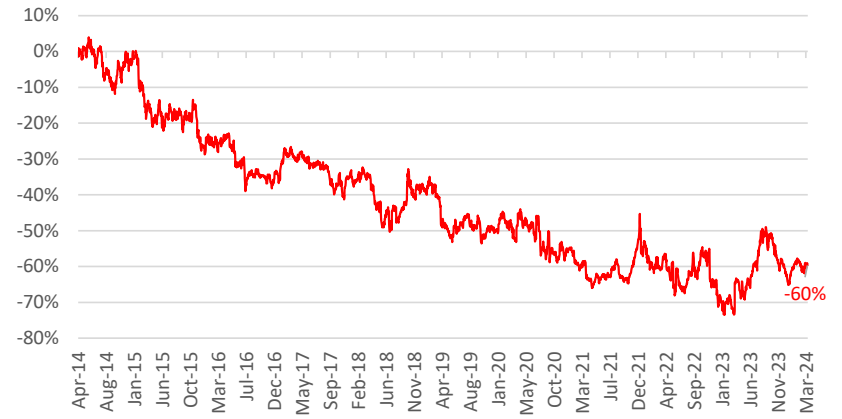
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

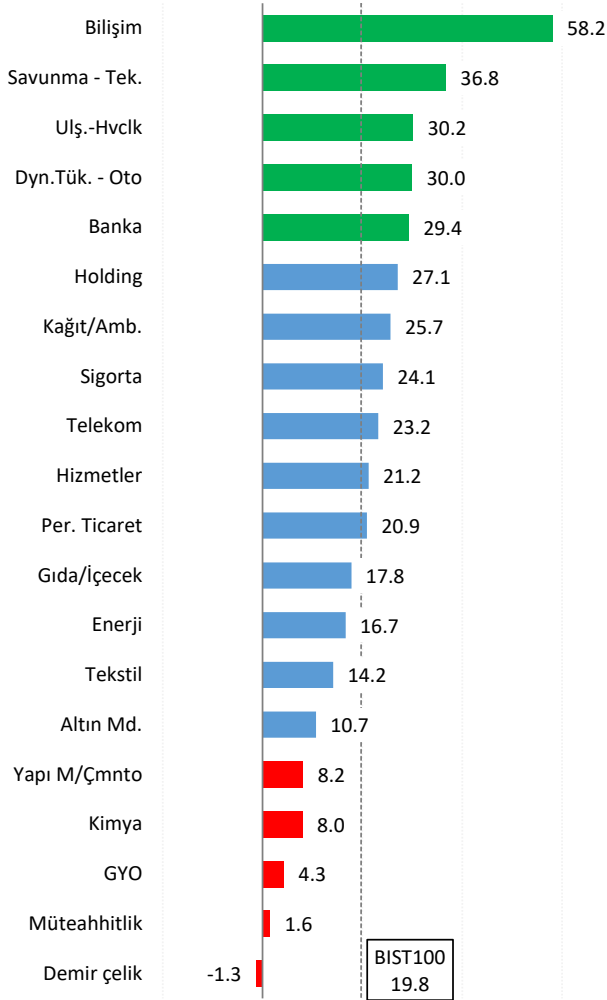
F/K iskontosu (BİST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



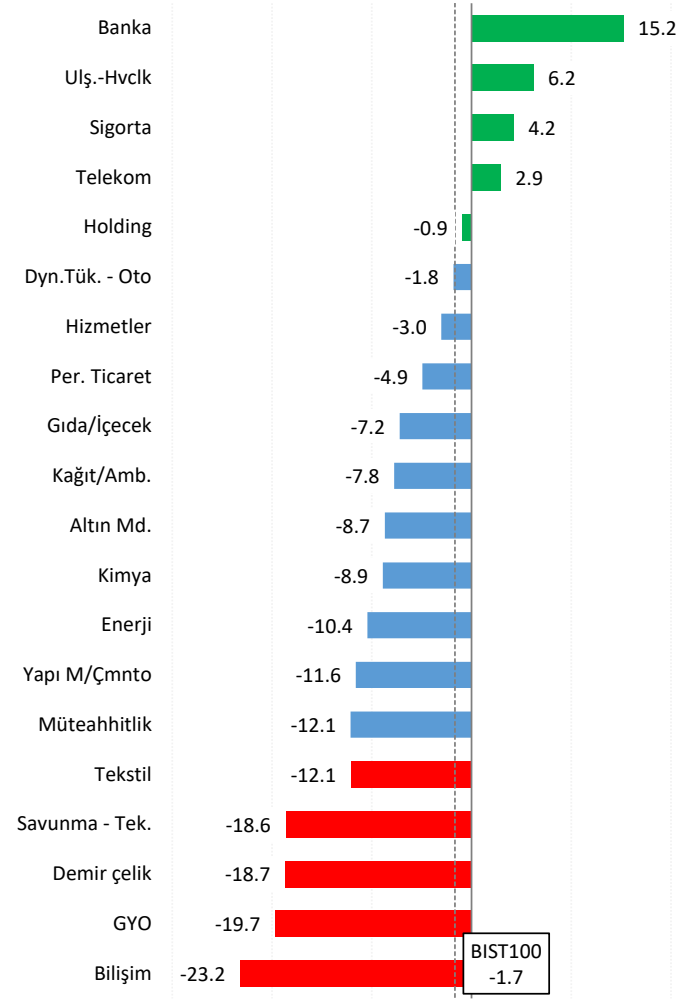
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Sektör Endekslerinde Görünüm

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Sektör endekslerinde son 1 aylık getiriler

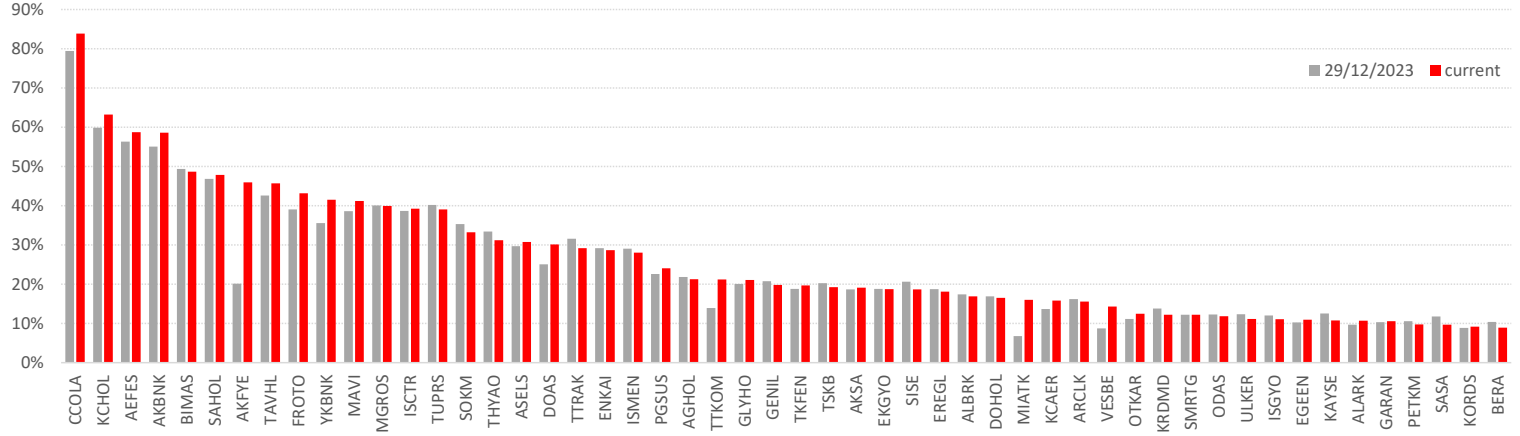


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

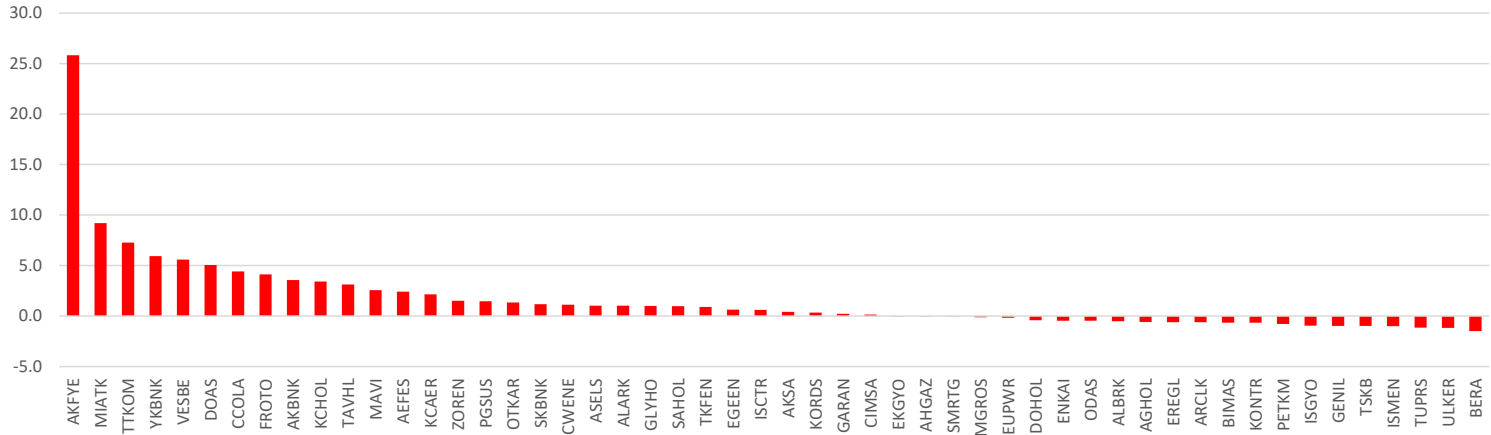
Yabancılar muhtemelen favori hisse senetlerine geri dönecek

Şirketlerde Yabancı Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

2023 sonuna göre yabancı paylarında değişim (puan)

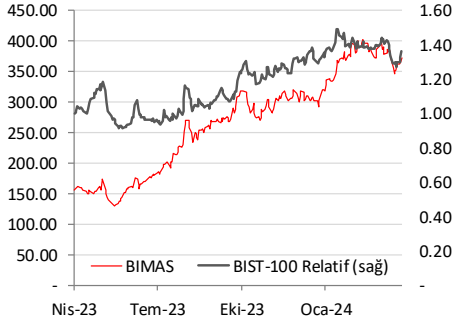


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

Hisse Önerileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	535.00			
Güncel Fiyat, TL	370.75			
Getiri Potansiyeli	44%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	225,119			
Firma Değeri, mn TL	233,970			

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	109.4%	80.3%	73.0%	40.6%
FAVÖK, y/y	83.1%	74.2%	66.8%	40.1%
Net Kâr, y/y	178.2%	47.1%	69.0%	41.8%
Değerleme Verisi				
F/K	7.4	18.8	11.1	7.8
FD/FAVÖK	5.7	11.4	7.0	5.2
FD/Ciro	0.5	0.9	0.5	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-2.7%	26.9%	154.9%	23.3%
BİST-100 Relatif	-1.0%	5.1%	37.9%	2.9%
AOİH, mn TL	1,424	1,308	1,389	1,302



Yatırım teması:

Gıda perakende sektörünün 2024 yılında güçlü büyüme göstermesini bekliyoruz. Ücret artışlarının talebi canlı tutmaya devam edeceğini ve makro koşulların 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. 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 düzeltilmiş FAVÖK büyümesi göstereceğini öngörüyoruz. Bim, son 3 yılda toplam ~2.900 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 ivmenin devam etmesini bekliyoruz. Yüksek gıda enflasyonu, hızlı mağaza açılış hızı ve nispeten ilk yarıyılıda düşük baz etkisi sayesinde Bim'in 2024 yılında yıllık %73 ciro büyümesi göstermesini bekliyoruz. Tahminlerimiz 1Y24'te yıllık bazda %85-90 ve 2Y24'te yıllık bazda +%60 büyümeye işaret ediyor. Yılın ilk yarısında personel maliyetinde ciddi baskıya rağmen 2024 yılında FAVÖK marjında 30 baz puanlık hafif bir daralma bekliyoruz. En büyük maliyet kalemi olan personel giderleri üzerindeki baskı, operasyonel kaldırıcın 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 %67 büyüme göstermesini öngörüyoruz.

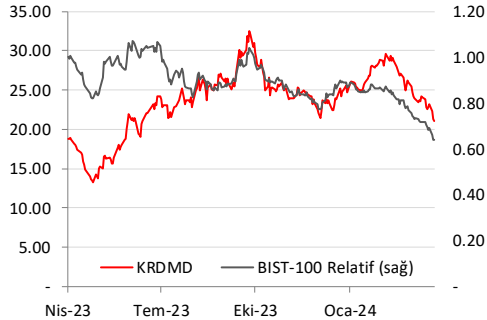
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Türkiye ilişkin risk algısının düzelmesi/yabancı sermaye girişi en önemli olumlu katalizör olarak görünüyor.

Değerleme:

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 yineliyoruz. Rekabet artışı en önemli risk unsuru olarak öne çıkıyor.

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	44.00			
Güncel Fiyat, TL	21.08			
Getiri Potansiyeli	109%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mn TL	16,447			
Firma Değeri, mn TL	17,506			
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%	1.0%	3.5%	6.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	85.6%	41.5%	55.5%	8.1%
FAVÖK, y/y	-11.5%	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	12.7	5.9	3.8
FD/FAVÖK	3.7	4.4	2.9	2.3
FD/Ciro	0.6	0.7	0.4	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-22.3%	-12.8%	14.1%	-11.3%
BİST-100 Relatif	-21.0%	-27.8%	-38.3%	-25.9%
AOİH, mn TL	1,059	1,459	1,986	1,463



Yatırım teması:

Kardemir'i, (i) 2024 yılına ilişkin kar beklentilerimize göre iskontolu olduğuna inandığımız ve (ii) Türkiye'nin güneydoğu bölgesindeki depremle ilgili yeniden yapılanma ile beraber İstanbul gibi metropollerin yüksek riskli bölgelerinde depreme karşı güçlendirme amaçlı kentsel dönüşüm çalışmaları nedeniyle 2024 yılında güçlü uzun çelik talebi beklentimize istinaden en çok tercih edilen hisseler listemizde tutuyoruz.

İnşaatla ilgili çelik talebinin 2023 yılında zaten güçlü olması nedeniyle sevkiyatların orta tek haneli büyüme ile 2,3 milyon tona ulaşmasını ve enerji maliyetlerindeki düşüş ve nihai ürün fiyatlarındaki toparlanma sayesinde 2024 yılında 120 USD/t (y/y: +%8) birim FAVÖK elde edilmesini bekliyoruz. Çin ve Avrupa çelik talebinde olası bir toparlanma ve 2024 yılında çelik ithalatına yönelik koruma önlemlerinin yerli çelik üreticileri üzerindeki fiyat baskılarını hafifletmesini bekliyoruz. Kızıldeniz bölgesindeki jeopolitik gerilimler hammaddelerin 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.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

(i) iyileşen birim marjları, (ii) güçlü konut inşaatı faaliyetlerine bağlı olarak güçlü seyreden satış hacimleri, (iii) USD'nin TL karşısında değer kazanması, (iv) kilit ekonomilerde iyileşen piyasa algısına bağlı olarak çelik fiyatlarının artması, (v) önemli pazarlarda talebin toparlanması ve (vi) 16 Şubat'ta açıklanan stratejik yatırımların dönüş oranlarının beklenenden daha yüksek olması ihtimali başlıca katalizörlerdir.

Değerleme:

KRDMD hisselerine ilişkin 12 aylık hedef fiyatımız 44 TL'dir.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	252.00
Güncel Fiyat, TL	204.10
Getiri Potansiyeli	23%
Halka Açıklık Oranı	22%
Piyasa Değeri, mn TL	517,577
Firma Değeri, mn TL	613,483

Finansal Veriler

	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	901,857	-	1,806,956	2,259,612
FAVÖK, mn TL	166,227	-	268,400	363,002
Net Kâr, mn TL	69,806	112,226	116,985	153,839

Borçluluk

Net Borç, mn TL	45,164	11,567	-32,166	-103,878
Net Borç/FAVÖK	0.3	n.m.	-0.1	-0.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı	18.4%	n.a.	14.9%	16.1%
Net Marj	7.7%	n.a.	6.5%	6.8%
Temettü Verimi	2.0%	0.8%	2.2%	2.6%

Büyüme

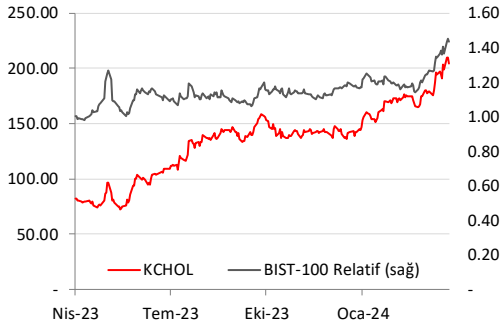
Ciro, y/y	160.1%	n.m.	n.m.	25.1%
FAVÖK, y/y	218.5%	n.m.	n.m.	35.2%
Net Kâr, y/y	359.5%	60.8%	4.2%	31.5%

Değerleme Verisi

	2022	2023	2024T	2025T
F/K	1.6	4.6	4.4	3.4
FD/FAVÖK	1.4	n.a.	2.5	1.9
FD/Ciro	0.3	n.a.	0.4	0.3

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	23.2%	47.2%	161.7%	43.9%
BİST-100 Relatif	25.3%	21.9%	41.6%	20.2%
AOİH, mn TL	2,997	2,680	2,572	2,649



Yatırım teması:

Net Aktif Değeri'ne iskontosuz, toplam kombine gelirlerinin %50'sine denk gelen yüksek yurt dışı ve döviz bazlı gelir getiren iştirakleri, sektörel ve döngüsel olarak çeşitlendirilmiş portföy yapısı, holding seviyesindeki 800 milyon USD'lik güçlü nakit pozisyonu.

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 83 milyon EUR bedel ile satın aldı. Öte yandan, Koç Holding, Tat Gıda'nın %43,65'ini 72 milyon USD bedelle Memişoğlu Tarım'a sattı.

Artan solo net nakit pozisyonu... 3Ç23 sonunda 17,3 milyar TL (632 milyon USD) iken, 4Ç23 sonunda 23,4 milyar TL (795 milyon USD) seviyesine yükseldi. Net nakit pozisyonundaki artış EYAŞ ve Ford Otosan'dan gelen temettüden kaynaklandı. Koç Holding'in 2022'de iştiraklerden topladığı temettü 6 milyar TL seviyesindeyken 2023'te 24 milyar TL'ye ulaşmıştı. Öte yandan, şu ana kadar iştiraklerin açıkladığı 2024'te ödenecek temettü miktarlarından Koç Holding'in payına düşen miktarı 24 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Ayrıca, Tüpraş ve Ford Otosan'ın 2Y24'te ek temettü dağıtma ihtimali de bulunduğundan Koç Holding'in 2024'te iştiraklerden toplayacağı temettünün 35-40 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

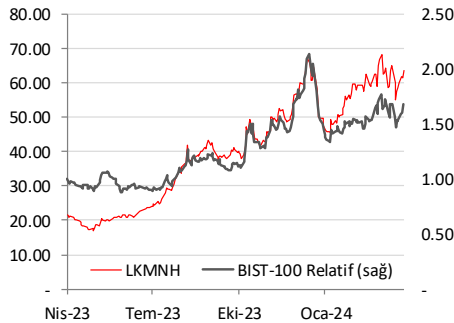
Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşma sonrası yaratılacak sinerji, yurtiçi otomotiv talebinde sene başından beri kuvvetli seyrir, akaryakıt ürün marjlarının beklenenden uzun süre yüksek seviyede kalması ve yaklaşık 800 milyon USD'ye çıkan solo net nakit pozisyonu göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde Koç Holding bünyesinde açıklanabilecek yeni yatırım planları hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Ayrıca, BİST'te yabancı ilgisinin artması durumunda Koç Holding'in de bundan en olumlu etkilenebilecek şirketlerden birisi olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme:

Koç Holding cari net aktif değerine göre %23 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %32, son 5 yıllık ortalama ise %22 seviyesindedir.

Lokman Hekim

Bloomberg Kodu	LKMNH TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	84.00			
Güncel Fiyat, TL	63.75			
Getiri Potansiyeli	32%			
Halka Açıklık Oranı	66%			
Piyasa Değeri, mn TL	2,295			
Firma Değeri, mn TL	2,777			
Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansalları				
Ciro, mn TL	1,659	1,896	2,722	3,653
FAVÖK, mn TL	303	359	571	779
Net Kâr, mn TL	317	322	263	335
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	557	490	614	580
Net Borç/FAVÖK	1.8	1.4	1.1	0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.2%	19.0%	21.0%	21.3%
Net Marj	19.1%	17.0%	9.7%	9.2%
Temettü Verimi	2.1%	1.4%	2.2%	2.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	265.8%	14.3%	43.6%	34.2%
FAVÖK, y/y	165.6%	18.7%	59.0%	36.4%
Net Kâr, y/y	351.4%	1.7%	-18.3%	27.4%
Değerleme Verisi				
F/K	2.1	3.7	8.7	6.8
FD/FAVÖK	4.0	4.6	5.1	3.7
FD/Ciro	0.7	0.9	1.1	0.8
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	5.3%	21.4%	208.9%	-1.5%
AOİH, mn TL	7.1%	0.6%	67.1%	-17.7%
	61	44	31	45



Yatırım teması:

Lokman Hekim'i beğenmemizin sebepleri: (1) İstanbul Hastanesi'nde yeni departmanların açılması, (2) 2024'te yabancı sağlık turizminde toparlanma beklentisi, (3) yatırım beklentileri, (4) GES yatırımı, (5) hisse geri alımları, (6) temettü potansiyeli, (7) güçlü 2024 beklentileri ve (8) diğer hastanelerde afilyasyon statüsü alma potansiyelidir.

Yönetim 2024'te enflasyon muhasebesine göre düzeltilmemiş rakamlarla 2,85 milyar TL net satış ve %20 FAVÖK marjı beklemektedir. Düzeltilmemiş rakamlar %84 nominal net satış büyümesi anlamına gelmektedir. TMS 29 enflasyon düzeltilmesi altında yönetim %20 FAVÖK marjı (2023'te %19) ile yıllık %25 reel net satış büyümesi beklemektedir. MLP'nin 2024 için net satış beklentisinin %5-10 reel net satış büyümesi ve FAVÖK marjında yatay veya hafif düşüş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Lokman Hekim'in 2024'te daha iyi bir kar momentumu yakalayabileceğini düşünüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Afilyasyon potansiyeli. Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için afilyasyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Potansiyel yatırımlar. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235 seviyesine yükseltecek bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. 3) Yönetim, güncel durumda 115 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren LH İstanbul Hastanesi'nin kapasitesini 200 yatak seviyesine çıkartmak için lisans satın almayı planlamaktadır. 4) Yönetim Ankara'da yeni bir hastane inşa etmeyi planlamaktadır. 5) Yönetim 2026'da İstanbul'da yeni bir hastane almayı düşünmektedir. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik.

Değerleme:

Lokman Hekim'i değerlemek için İNA yöntemi kullanıyoruz.

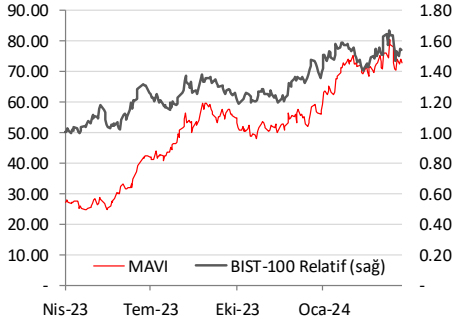
Bloomberg Kodu	MAVI TI		
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri		
Hedef Fiyat, TL	109.00		
Güncel Fiyat, TL	72.75		
Getiri Potansiyeli	50%		
Halka Açıklık Oranı	73%		
Piyasa Değeri, mn TL	28,900		
Firma Değeri, mn TL	26,654		

Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	10,592	20,209	32,915	44,271
FAVÖK, mn TL	2,481	4,870	7,354	9,579
Net Kâr, mn TL	1,439	2,887	4,358	5,835
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,122	-2,586	-3,126	-5,494
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.5	-0.4	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	23.4%	24.1%	22.3%	21.6%
Net Marj	13.6%	14.3%	13.2%	13.2%
Temettü Verimi	2.0%	2.7%	2.9%	4.5%

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T
Ciro, y/y	129.3%	90.8%	62.9%	34.5%
FAVÖK, y/y	144.1%	96.3%	51.0%	30.3%
Net Kâr, y/y	259.4%	100.6%	51.0%	33.9%

Değerleme Verisi	2022	2023	2024T	2025T
F/K	4.2	5.5	6.6	5.0
FD/FAVÖK	2.1	2.8	3.5	2.5
FD/Ciro	0.5	0.7	0.8	0.5

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.7%	27.9%	190.0%	24.9%
BİST-100 Relatif	3.4%	5.9%	56.9%	4.3%
AOİH, mn TL	354	300	241	300



Yatırım teması:

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 fiyatlandırma, 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 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. Marj daralması yaşayan perakende oyuncularının aksine, Mavi'nin FAVÖK marjı 2023 yılında yıllık 60 baz puan artışla %24,1 gibi rekor bir seviyeye ulaştı. Ancak, 2024'ün ilk yarısında personel maliyet baskısı ve yılın ikinci yarısında brüt marj baskısı nedeniyle 2024 yılının tamamında marjlarda hafif bir daralma bekliyoruz. Şirket, 2024 yılında %70 (+5%) satış büyümesi, TFRS 16 öncesi 20% (+50bps), TFRS 16 sonrası %23,5 (+50bps) FAVÖK marjı öngörüyor. Mevcut tahminlerimizi Şirket'in öngörülerimizden daha güçlü olan yeni beklentileri ve revize olan makro tahminlerimiz ışığında güncelleyeceğiz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

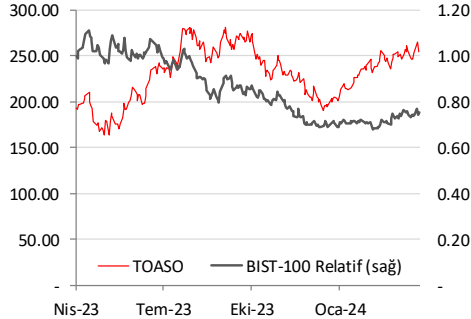
Risk algısında iyileşme/yabancı sermaye girişi en önemli katalizör olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

Mevcut hedef değerimiz 109TL'ye %50 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Tahminlerimizde olası yukarı yönlü revizyonun hedef değerimizi ve getiri potansiyeline yukarı çekeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, perakende evreninde en cazip değerlemeyi sunduğunu düşünüyoruz. MAVI, gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerinin 12,2x 2024T F/K ve 6,3x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarına kıyasla 6,6x 2024T F/K ve 3,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %45 iskontoya işaret etmektedir.

Tofaş

Bloomberg Kodu	TOASO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	440.00			
Güncel Fiyat, TL	255.00			
Getiri Potansiyeli	73%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	137,500			
Firma Değeri, mn TL	124,377			
Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	65,545	102,900	154,420	289,744
FAVÖK, mn TL	11,270	18,102	20,896	29,019
Net Kâr, mn TL	8,562	20,210	20,099	22,122
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-8,182	-13,025	-7,413	-2,632
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-0.7	-0.4	-0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	17.2%	17.6%	13.5%	10.0%
Net Marj	13.1%	19.6%	13.0%	7.6%
Temettü Verimi	7.1%	2.6%	7.3%	11.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	114.8%	57.0%	50.1%	87.6%
FAVÖK, y/y	94.5%	60.6%	15.4%	38.9%
Net Kâr, y/y	160.9%	136.0%	-0.5%	10.1%
Değerleme Verisi	2022	2023	2024T	2025T
F/K	5.3	5.6	6.8	6.2
FD/FAVÖK	3.3	5.6	6.2	4.6
FD/Ciro	0.6	1.0	0.8	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.4%	27.7%	46.0%	31.0%
BİST-100 Relatif	7.1%	5.8%	-21.0%	9.4%
AOİH, mn TL	1,138	1,121	1,284	1,110



Yatırım teması:

Otomotiv sektörü takip listemizde en çok beğendiğimiz şirketin Tofaş olmasının sebepleri şu değerlendirmelere dayanıyor: 1) 1Ç24'te rekor hafif araç satış performansı, 2) 2024'te daha iyi bulunabilirlik, Egea'nın daralan pazarlarda daha iyi performans göstermesi ve Stellantis Otomotiv'in satın alımı sonrası pazar payı artışı, 3) 2025'te ihracat hacmine potansiyel 100 bin adet ek araç sağlayabilecek elektrikli araç yatırımı (2024 ihracat beklentimiz 62 bin adet seviyesindedir) 4) Egea kontratının yenilenmesi veya yerine yeni bir kontrat alınmasına ilişkin duyurular ve 5) şirketi AB'deki potansiyel talep daralmasına karşı koruyacak al ya da öde anlaşmalarıdır.

Tofaş, Peugeot, Citroen, Opel ve DS'nin Türkiye distribütörlüğünü yapan Stellantis Otomotiv'in %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 yükseleceğini varsaydık. Yeni modellerin ağırlıklı olarak ihraç pazarlarına gönderileceğini varsaydık.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

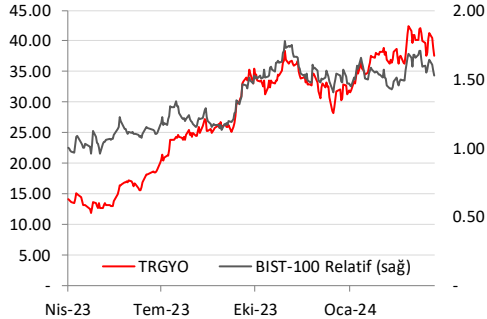
Elektrikli araçlara ilişkin yeni duyurular. Stellantis Otomotiv satın alımının beklenenden erken tamamlanması. (beklentimiz 3Ç24). İlerleyen çeyreklerde güçlü finansal sonuçlar açıklanması. Hafif araç pazarında güçlü performans. 2024'te sürpriz bir ikinci temettü ödemesi.

Değerleme:

Tofaş'ı değerlemek için İNA yöntemi kullanıyoruz.

Torunlar GYO

Bloomberg Kodu	TRGYO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	61.00			
Güncel Fiyat, TL	37.50			
Getiri Potansiyeli	63%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mn TL	37,500			
Firma Değeri, mn TL	40,980			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	2,662	3,754	6,749	12,031
FAVÖK, mn TL	1,818	2,721	4,862	8,569
Net Kâr, mn TL	18,436	29,858	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%	72.5%	72.0%	71.2%
Net Marj	692.6%	795.4%	379.1%	241.9%
Temettü Verimi	-	0.5%	2.8%	4.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	79.4%	41.0%	79.8%	78.3%
FAVÖK, y/y	70.9%	49.7%	78.7%	76.2%
Net Kâr, y/y	247.4%	61.9%	-14.3%	13.7%
Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	0.5	1.3	1.5	1.3
FD/FAVÖK	8.3	14.7	7.9	3.9
FD/Ciro	5.7	10.7	5.7	2.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-	23.8%	176.7%	18.3%
BİST-100 Relatif	1.7%	2.6%	49.7%	-1.2%
AOİH, mn TL	134	115	91	113



Yatırım teması:

Torunlar GYO'yu en çok tercih edilen hisseler listemizde tutuyoruz çünkü (i) Şirket'in gelir modeli konut piyasası talebindeki düşüş trendine karşı korunaklı, (ii) Şirket'in alışveriş merkezlerinden elde ettiği tekrarlayan gelirler, tarihsel olarak TÜFE enflasyonu ve USD/TL'deki artış oranının üzerinde seyreden perakende ticaret cirolarını takip ediyor ve (iii) Şirket 2023 sonunda net nakde geçmeyi bekliyor, (iv) 2024 için güçlü kazanç beklentileri var.

Şirket 2024 yılında; 4,8 milyar TL kira geliri ile 10,8 milyar TL ciro, 7,6 milyar TL FAVÖK ve yeniden değerlendirme kazançları hariç 9 milyar TL net kâr beklemektedir. TCMB'nin hedef enflasyonundaki yukarı yönlü riskler, Şirket'in kira gelirleri üzerinde de yukarı yönlü bir risk oluşturacaktır. Şirket, konut stoklarının ön satışlarından güçlü nakit girişi ve 2024-2025 yıllarında konut teslimlerinden güçlü bir gelir kaydetmeyi bekliyor. Uzun süredir beklenen Paşabahçe Projesi'ne ilişkin haber akışı 2024 yılında yatırımcılar tarafından memnuniyetle karşılanması muhtemel bir diğer konu olarak varlığını sürdürüyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

(i) Operasyonel varlıklardan elde edilen güçlü tekrarlayan gelir, (ii) AVM'lerde tüketici kredilerindeki artan faiz oranlarına karşı daha az kırılabilir defansif kiracı profili, (iii) Ofislerde kontrat yenilemeleri ile güçlü kira büyümesi, (iv) Borç azaltma sürecinin 2023 yıl sonu itibarıyla başarıyla tamamlanmış olması, (v) Önümüzdeki yıllarda güçlü nakit üretimi sayesinde temettü büyümesi ve özkaynak finansmanlı yatırımlar ve (vi) NAD hesaplamamıza göre derin iskonto.

Değerleme:

TRGYO hisselerine ilişkin hedef fiyatımız 61 TL'dir. Mevcut hisse fiyatı, NAD hesaplamamıza göre derin bir iskontoya işaret etmektedir (yaklaşık %45 iskonto).

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	212.00			
Güncel Fiyat, TL	162.80			
Getiri Potansiyeli	30%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	313,682			
Firma Değeri, mn TL	247,106			

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2022	2023	2024T	2025T
Ciro, mn TL	481,765	561,105	774,187	906,780
FAVÖK, mn TL	55,587	78,581	72,160	65,090
Net Kâr, mn TL	41,045	55,209	49,965	48,638

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-16,501	-62,697	-61,697	-50,945
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.8	-0.9	-0.8

Kârlılık

FAVÖK Marjı	11.5%	14.0%	9.3%	7.2%
Net Marj	8.5%	9.8%	6.5%	5.4%
Temettü Verimi	-	8.6%	12.9%	12.0%

Büyüme

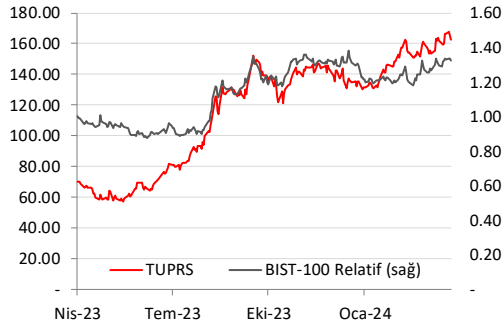
Ciro, y/y	215.9%	16.5%	38.0%	17.1%
FAVÖK, y/y	315.0%	41.4%	-8.2%	-9.8%
Net Kâr, y/y	1074.4%	34.5%	-9.5%	-2.7%

Değerleme Verisi

	2022	2023	2024T	2025T
F/K	1.9	5.7	6.3	6.4
FD/FAVÖK	1.0	3.1	3.4	3.9
FD/Ciro	0.1	0.4	0.3	0.3

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.0%	23.1%	124.9%	21.0%
BİST-100 Relatif	6.8%	2.0%	21.7%	1.0%
AOİH, mn TL	3,937	3,936	3,941	3,893



Yatırım teması:

Tüpraş'ın i) yüksek faiz ortamına uyumu ve defansif gelir yapısı, ii) 63 milyar TL'lik (2,1 milyar USD) net nakit pozisyonuyla güçlü bilançosu, iii) cazip değerlemesi ve 2Y24'te ikinci temettü ihtimali, iv) ürün marjlarında kuvvetli seyre karşın gerileyen doğalgaz maliyetleri ve v) stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle kısa vadede endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

Yurtiçi akaryakıt talebinde tarihi ortalamaların üzerinde büyüme... 2023'te yurtiçi dizel talebi %6,0 (2012-2022 YBBO: %4,6), benzin talebi ise %23,6 (2012-2022 YBBO: %5,9) büyüdü. Yüksek faiz ortamı ve ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya rağmen Ocak-24'te dizel ve benzin tüketimi sırasıyla %8,3 ve %39,9 seviyelerinde gerçekleşti.

2024'ün ikinci yarısında tekrar bir nakit temettü dağıtma ihtimali... Tüpraş Nisan-24'te hisse başına 10,37993TL nakit temettü dağıtırken yılın ikinci yarısında finansal koşullara bağlı olarak ek temettü dağıtma ihtimaline de işaret etti. Toplam dağıtılabılır kar 55 milyar TL iken 20 milyar TL'lik ilk temettü ödemesi düşünüldüğünde şirketin ikinci temettü için de imkanı bulunuyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

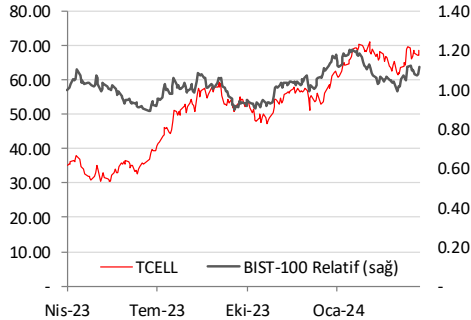
Orta-distilat ürün marjlarında yükseliş ve tahminlerimizden güçlü seyreden talep, ağır-hafif ham petrol makasının açılmasına sebep olabilecek herhangi bir gelişme (OPEC'in üretim kesintilerini azaltması ya da İran petrolünün piyasaya gelebilmesi gibi) ve devam eden lojistik problemler sebebiyle Avrupa'da ürün arzının azalarak marjları yukarı çekmesi tahminlerimize pozitif yönlü risk oluşturabilir.

Değerleme:

Tüpraş için 12 aylık hedef hisse fiyatımızı 212TL seviyesinde bulunuyor. Tüpraş uluslararası benzerlerine yaklaşık %30 iskontoyla işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	98.50
Güncel Fiyat, TL	68.50
Getiri Potansiyeli	44%
Halka Açıklık Oranı	54%
Piyasa Değeri, mn TL	150,700
Firma Değeri, mn TL	177,169

Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	53,878	93,968	150,978	199,046
FAVÖK, mn TL	22,160	40,300	62,354	83,002
Net Kâr, mn TL	11,053	18,245	27,084	35,768
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	23,110	25,236	42,209	50,417
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.6	0.7	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	41.1%	42.9%	41.3%	41.7%
Net Marj	20.5%	19.4%	17.9%	18.0%
Temettü Verimi	2.5%	2.3%	2.6%	4.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	50.0%	74.4%	60.7%	31.8%
FAVÖK, y/y	45.4%	81.9%	54.7%	33.1%
Net Kâr, y/y	119.7%	65.1%	48.4%	32.1%
Değerleme Verisi	2022	2023	2024T	2025T
F/K	4.5	5.3	5.6	4.2
FD/FAVÖK	3.3	3.1	3.1	2.4
FD/Ciro	1.4	1.3	1.3	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.3%	18.7%	112.1%	22.1%
BİST-100 Relatif	5.1%	-1.6%	14.7%	2.0%
AOİH, mn TL	1,954	2,066	1,843	2,056



Yatırım teması:

Turkcell için görüşümüz olumlu. Şirketi, i) mobil iş kolunda maliyet enflasyonunu yakalayan daha dinamik fiyatlandırma stratejisi, ii) sabit internet tarafında kısalan tüketici sözleşme süreleri (2 yıla kıyasla 1 yıl veya taahhütsüz sözleşmeler), iii) müşteri kazanımındaki güçlü ivme, iv) ihtiyatlı maliyet yönetimi ve v) geleneksel Telekom işine göre daha yüksek değerlendirme potansiyeline sahip olan stratejik iş kolları nedeniyle, beğeniyoruz. Buna ek olarak, Turkcell'in düşük kaldıraçlı güçlü bilançosu (2023T net borç/FAVÖK 0,7x), azalan işletme sermayesi ile iyileşen nakit akışı, çoğunlukla hedge edilmiş döviz pozisyonu da, olumlu görüşümüzü destekliyor ve net kar için öngörülebilirliği artırıyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Turkcell'in bünyesinde Süper Online (fiber), Global Tower, Paycell gibi çok sayıda değerli şirket var. Bu varlıkların halka arz veya başka bir stratejik ortaklık yoluyla değerlendirilmesinin Turkcell için değer yaratacağını düşünüyoruz. Dijital hizmetler ve tecfin iş kollarının Turkcell'in dönüşümünde stratejik alanlar olduğunu düşünüyoruz. Turkcell'in defansif iş modeli ve 2024'ün ilk yarısında beklediğimiz güçlü bilanço seyrinin, şirketi endeksten olumlu ayıracağını düşünüyoruz.

Değerleme:

Turkcell, 2024T 5.6x F/K ve 3.1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla gelişmekte olan ülkelerdeki benzerlerine göre sırasıyla %44 ve %37 iskonto ile işlem görüyor.

Yapı Kredi Bankası

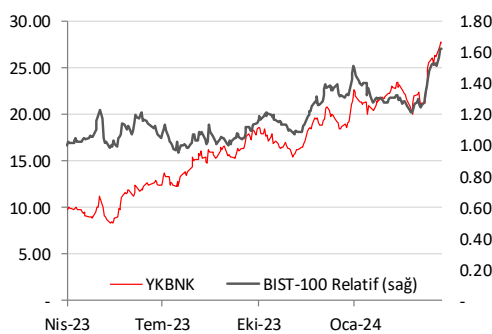
Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	31.30
Güncel Fiyat, TL	27.56
Getiri Potansiyeli	14%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	232,801

Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	85,936	92,813	128,389	205,966
Net Kâr, mn TL	52,745	68,009	82,200	131,300
Özkaynak, mn TL	126,256	178,852	251,301	370,871
Toplam Aktif, mn TL	1,108,094	1,738,651	2,384,925	3,075,647
Ort. FKA, mn TL	838,829	1,262,570	1,852,439	2,489,162

Kârlılık	2022	2023	2024T	2025T
Ort. Aktif Karlılığı	5.7%	4.8%	4.0%	4.8%
Ort. Özk. Karlılığı	55.6%	44.6%	38.2%	42.2%
Temettü Verimi	1.9%	6.8%	4.4%	5.3%

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T
Düz. NFK, y/y	275.7%	8.0%	38.3%	60.4%
Net Kâr, y/y	402.8%	28.9%	20.9%	59.7%
Özkaynak, y/y	98.9%	41.7%	40.5%	47.6%
Toplam Aktif, y/y	50.4%	56.9%	37.2%	29.0%
Ort. FKA, y/y	64.4%	50.5%	46.7%	34.4%

Değerleme Verisi	2022	2023	2024T	2025T
F/K	1.0	1.7	2.8	1.8
F/DD	0.4	0.7	0.9	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	27.8%	48.3%	197.4%	47.2%
BIST-100 Relatif	30.0%	22.9%	60.9%	22.9%
AOİH, mn TL	4,112	4,273	3,984	4,234



Yatırım teması:

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

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yapı Kredi 2024'te TL kredilerde reel artış ve YP kredilerde dipten dönüş bekliyor. Net faiz marjında azami 90 baz puan daralma, net komisyonlarda %80 üzeri, faaliyet giderlerinde %80 altında artış ve kredi risk maliyetinde 100 baz puan civarında normalleşme tahmin ediliyor. Enflasyona göre düzeltilmiş öz kaynak getirisinin de 2023'te hesaplanan %14,5'e göre artış göstermesi bekleniyor. Banka için biraz daha olumlu net faiz marjı ve kredi risk maliyeti ve %70 düzeyinde bir faaliyet gideri artışı varsayımıyla net kâr tahminlerini 2024 için 82,2 milyar TL (%5 artış) ve 2025 için 131,3 milyar TL (%4 artış) olarak koruyoruz.

Bununla birlikte BDDK verileri Ocak – Şubat döneminde özel sektör banka kârlarının yıllık kârında net faiz marjında daralma ve faaliyet gider artışına bağlı olarak %38 daralmaya işaret ediyor. Buna bağlı olarak Yapı Kredi'nin de 1Ç24 net kârının yıllık %25-30; önceki çeyreğe göre %40-50 azalabileceğini öngörüyoruz. Gerek kredi kartlarında daraltıcı düzenlemeler ve gerekse 1Ç24 bilanço sonuçlarının hissede kısa vadeli geri çekilme yaratabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme:

Yapı Kredi Bankası nominal bazda son bir ayda %28 ve YBG %47 getiri ile en yüksek getiri sağlayan banka hissesi oldu. %27 civarındaki öz kaynak maliyeti varsayımımız ile bankanın bir yıllık ileriye dönük adil F/DD'sini 1,1x civarında hesaplıyoruz. Banka modelimizi 1Ç24 finansal tahminleri ile birlikte güncelleyeceğiz. Azalan getiri potansiyeline olası yabancı girişinden olumlu etkileneceğini düşündüğümüz hisseler arasında olduğu için kısa vadeli katalizör beklentimiz paralelinde hisse öneri listemizde tutmaya devam ediyoruz.

İletişim Bilgileri

AK Yatırım Araştırma Ekibi

Hakan Aygün	Direktör	Bankalar, Strateji	hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90-212-334-9465
Mustafa Küçükmeral, CFA	Müdür	Gıda ve İçecek, Perakende, Enerji	mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr +90-212-334-9460
Ezgi Yılmaz	Müdür	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım, Cam, Madencilik	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90-212-334-9467
Aytunc Uz	Yönetici	Havacılık, Otomotiv, Sağlık ve İlaç	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90-212-334-9521
Ömer Faruk Yüksel	Yönetici Yardımcısı	Demir & Çelik, GYO, Çimento, İnşaat, Beyaz Eşya	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +90-212-334-9531
Yusuf Karagöz	Yönetici Yardımcısı	Savunma, TMT	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90-212-334-8816
Serbey Celep	Yetkili	Sigorta, Enerji	serbey.celep@akyatirim.com.tr +90-212-334-8824
Uraz Çay	Müdür	Stratejist - Uluslararası Piyasalar	uraz.cay@akyatirim.com.tr +90-212-334-9461
Göksel Şişmanlar	Müdür	Veritabanı, Teknik Analiz	goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr +90-212-334-9466

AKYatırım

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

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2023