

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Hisse senedine vergi beklentisi ve
yurt dışı ilginin azalması BİST’de ivmeyi zayıflattı

11 Haziran 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	10%	12%
KRDMD	44.00	57%	10%
KCHOL	252.00	20%	12%
LKMNH	125.00	19%	8%
MAVI	109.00	14%	10%
OTKAR	830.00	46%	10%
TRGYO	63.00	41%	9%
TCELL	144.00	45%	14%
THYAO	450.00	77%	15%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

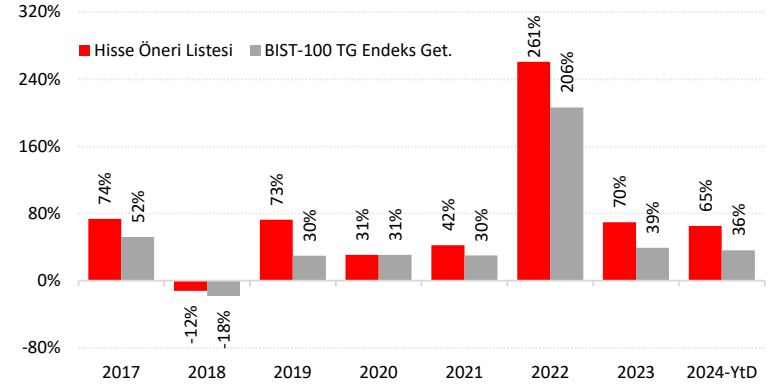
*Model portföy hisse önerileri çalışması, Ak Yatırım Araştırma ekibinin araştırma kapsamındaki hisselerden, takip eden bir aylık dönemde getiri açısından öne çıkmasını beklediklerine ilişkin görüşlerini paylaşma amacıyla yayınlanmaktadır. Öne çıkması beklenen hisseler zaman zaman hızlı yükselişe 12 aylık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

Endeks dolar bazında son 10 yılın zirve seviyelerinden geriledi. Son bir ayda hisse senedi getirileri gelişmekte olan ülkelerde zayıflarken, ABD borsalarında hafifçe arttı. BIST-100'ün dolar bazlı getirisi ise (kuvvetli geçen Nisan ayının ardından) son bir ayda -%3 oldu ve YBG getiri %22'ye geriledi. Mayıs içerisinde dolar bazlı BIST-100 endeksi 344 dolar seviyesine yükselerek, son on yılın zirvesine (364) yaklaştı ve ardından Yapı Kredi satış haberlerinin sonuçsuz kalması ve hisse senedi işlemlerine vergi haberleri ile %10'a yakın düşüş gösterdi. Hisse senetleri Mayıs'ta CDS priminin 30 baz puanına yakın gerileyerek 260 baz puan düzeyinde istikrar kazanmasından da olumlu etkilendi. Ancak CDS'in TÜFE enflasyonunun tek haneli ve ülke kredi notunun yatırım yapılabilir düzeyde olduğu 2015 – 2018 arası dönemin dibinin sadece 100 baz puan üzerine olduğu dikkate alınırsa, mevcut seviyelerde bir süre yatay seyretmesi makul görünüyor.

- TCMB rezervlerinin 2020 başından bu yana ilk kez artıya geçmesi TL aktiflerdeki risk iştahını güçlendiriyor. Ancak yurtdışı yerleşiklerin YBG 10 milyar dolara ulaşan tahvil alımlarına karşılık, Mayıs ayında 959 milyon dolar ve YBG göre 0,8 milyar dolar net hisse senedi satışı yatırım tercihlerindeki ayrışmayı ortaya koydu. Hisse tarafındaki görece zayıflığın banka çarpanlarının belirli doygunluğa ulaşması ve finans dışı sektörlerde enflasyon muhasebesinin yarattığı analiz zorluğundan kaynaklandığını düşünüyoruz. Ancak, muhasebe değerlendirmelerinin yılın ikinci yarısından itibaren daha sağlıklı bir zemine oturmasını bekleriz.

- **Mayıs'ta işlenmiş gıda ve hizmet enflasyonu tarafındaki katılıklar daha çok gündeme geldi.** Bununla birlikte önümüzdeki 1-3 aylık dönem için baz etkilerinin de katkısıyla manşet enflasyonda belirgin düşüşler göreceğimizi, yurt dışı kaynak girişleri ve yurt içi yerleşiklerin TL'ye yönelimi ile birlikte TL'de değerlenmenin ve olası not artışları ile ülke risk priminde düşüşün (yavaşlayarak da olsa) devam edeceği bir tablo öngörüyoruz. Ancak, küresel tarafta enflasyonist eğilimlerin tahmin edilenden uzun süreceği ve faizlerin bir süre daha yüksek kalacağı değerlendirmeleri GOÜ hisseleri için aşağı yönlü riskleri öne çıkarabilir. Bu varsayımlar altında sigorta, holding, gıda perakendeciliği, gıda/içecek, sağlık hizmetleri ve telekom sektörlerinin olumlu ayrışmaya devam etmesi beklenebilir. Mayıs ayındaki satışların ardından bankalarda da kısa vadede olumlu alım tepkisi görebiliriz. Bu değerlendirmeler ışığında portföyümüzde şimdilik değişiklikler yapmadık.

Model portföy performansı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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 (%)	
		07.05.24	10.06.24	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
BIMAS	13%	417.75	489.65	17.2%	21.0%	02/11/2021	731.6%	17.7%
KRDMD	9%	27.37	28.36	3.6%	7.0%	19/09/2023	10.8%	-15.6%
KCHOL	12%	234.62	210.92	-10.1%	-7.2%	16/03/2023	177.0%	39.3%
LKMNH	10%	84.58	103.73	22.6%	26.6%	04/04/2024	63.3%	48.0%
MAVI	10%	94.97	96.31	1.4%	4.7%	06/05/2022	914.5%	136.9%
OTKAR	10%	553.45	568.08	2.6%	6.0%	07/05/2024	2.6%	6.0%
TRGYO	9%	45.05	45.31	0.6%	3.8%	02/11/2023	30.1%	-2.1%
TCELL	13%	83.63	98.92	18.3%	22.1%	07/12/2022	200.7%	38.9%
THYAO	14%	328.36	300.78	-8.4%	-5.4%	07/05/2024	-8.4%	-5.4%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				5,3%	8,7%			
YBG Portföy Getirisi				65,2%	21,3%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

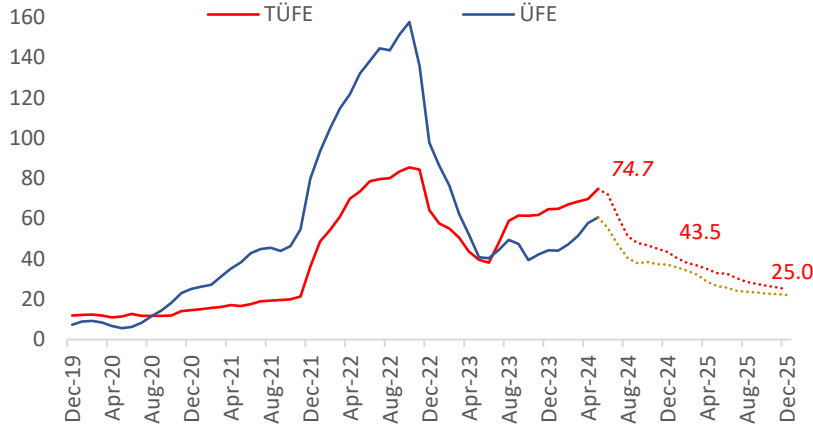
** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

• **Son bir ayda belirgin olumlu ayrıştık.** Öneri listemizin getirisi en son güncelleme yaptığımız 7 Mayıs'tan bu yana %5,3 ile BIST-100 toplam getiri endeksini %8,7 geçti. Böylece öneri listemizin YBG getirisi %65,2 oldu ve gösterge endeksin aynı dönemdeki %36,2'lik getirisini belirgin şekilde geçti. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkı **Lokman Hekim, Turkcell ve BIM'**den geldi. Buna karşılık **Koç Holding ve Türk Hava Yolları** BIST getirisinin altında kaldı.

• Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri ise dolar bazında 4,5 katına ulaşarak aynı dönemde dolar bazında yaklaşık %36 değer kazanan 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).

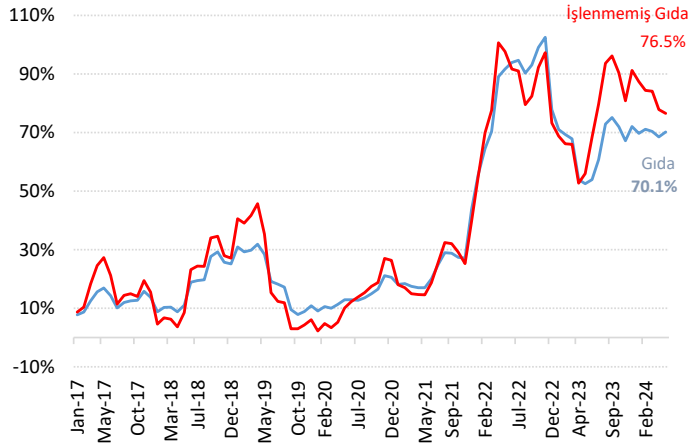
Strateji: Temmuz ayı ile birlikte baz etkisi enflasyonda belirgin düşüş sağlayacak

TÜFE'nin 2025 sonuna kadar %25'e gerilemesini bekliyoruz



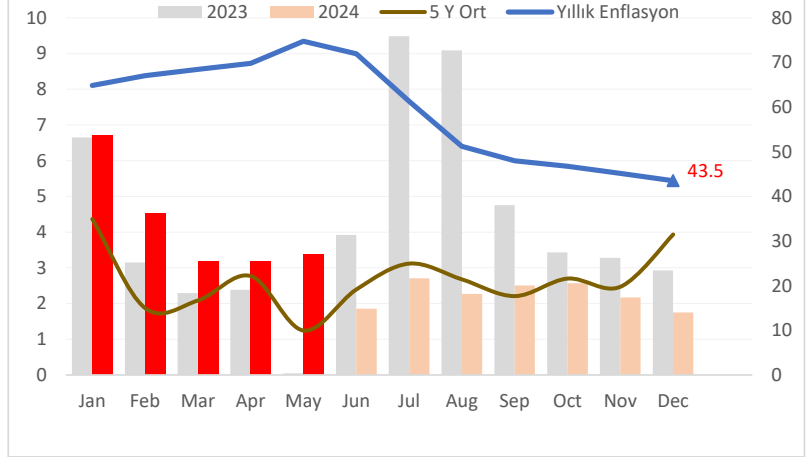
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Ancak gıda enflasyonu son altı aydır yatay seyrediyor



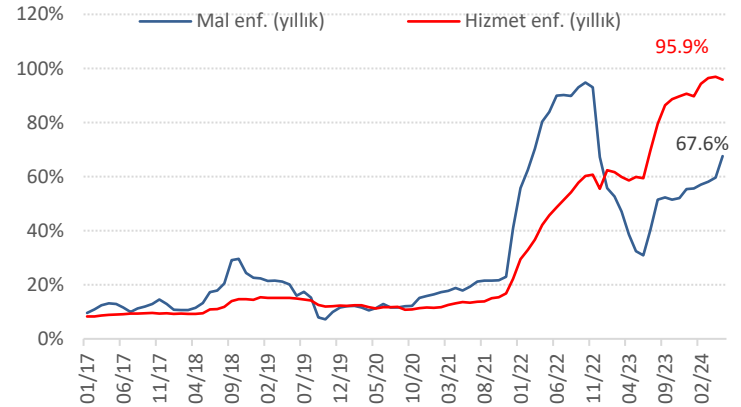
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Haziran'dan başlayarak aylık enflasyonu %2,0 civarında öngörüyoruz



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

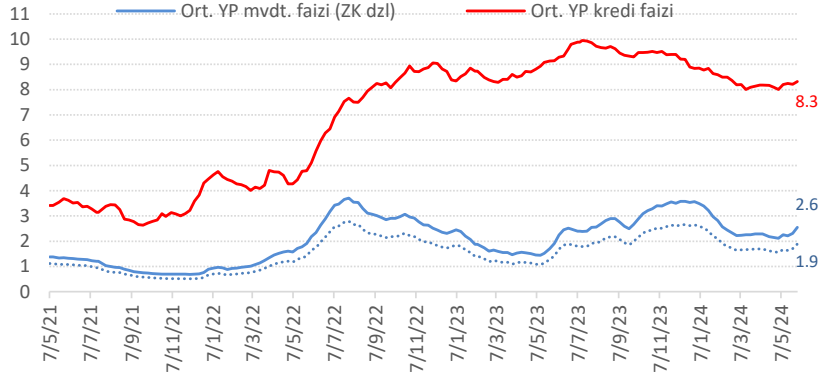
Konut, eğitim, sağlık fiyat artışlarında da katılık var



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

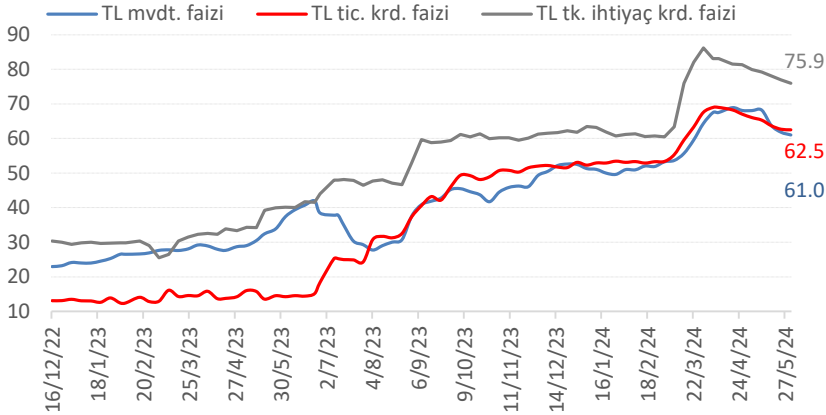
Strateji: TL faizlerde gevşeme banka faiz marjlarına henüz yansımadı

Bankalar genişleyen YP kredi-mevduat getiri makasından faydalaniyor



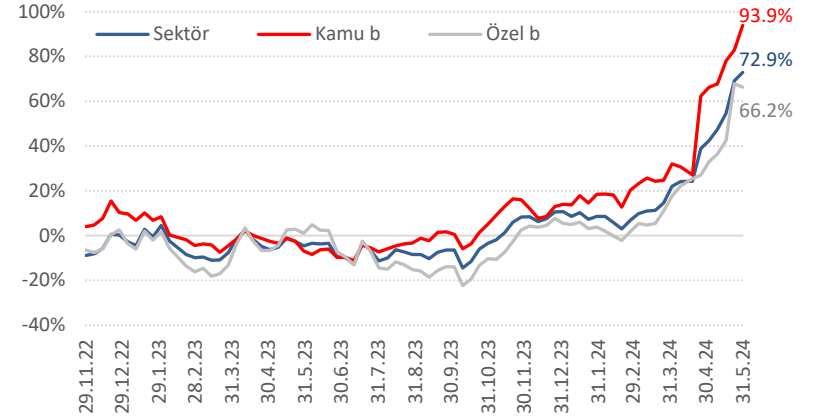
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

TL likiditesindeki artış son dönemde TL faizleri de biraz aşağı çektii



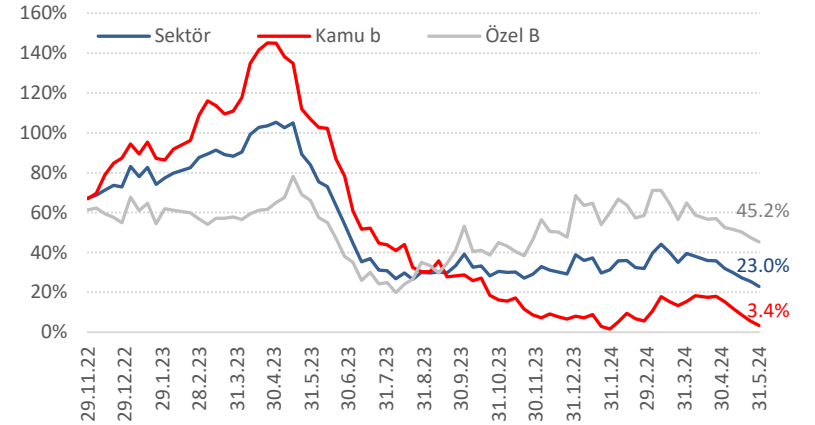
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Kurdaki istikrar döviz kredi artışını canlandırdı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

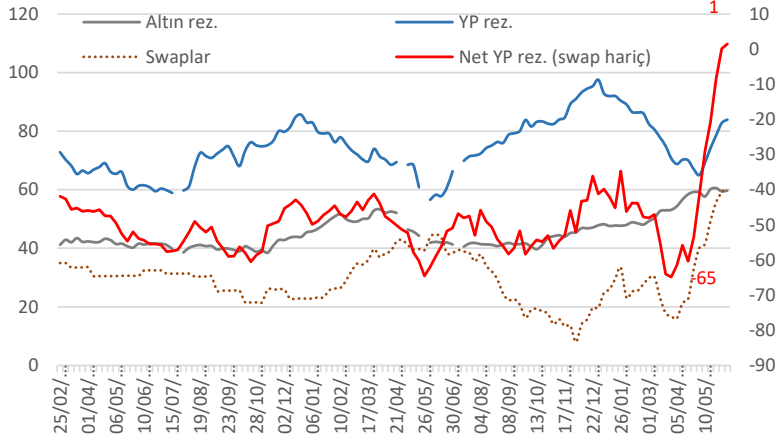
Ancak faizlerin yüksek seviyesi TL kredi artışını sınırlıyor.



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

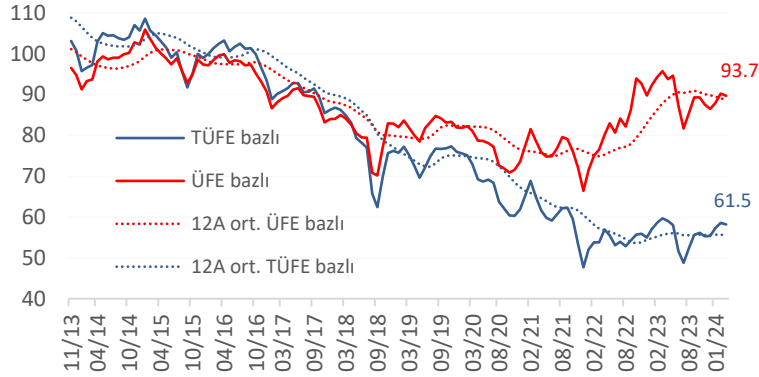
TL'de değerenleme ile birlikte ters dolarizasyon TCMB rezervlerini güçlendiriyor

Son iki ayda TCMB döviz rezervleri 70 milyar dolara yakın toparlandı



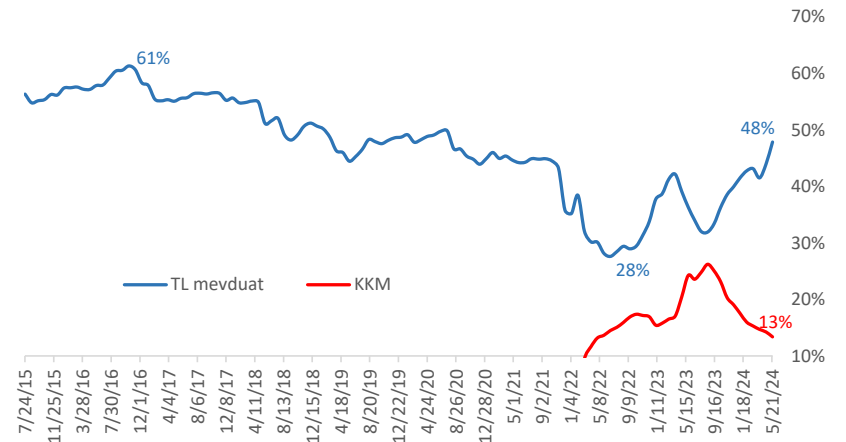
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Rezerv artışı sürerken reel efektif döviz kuru da son bir yılın zirvesinde



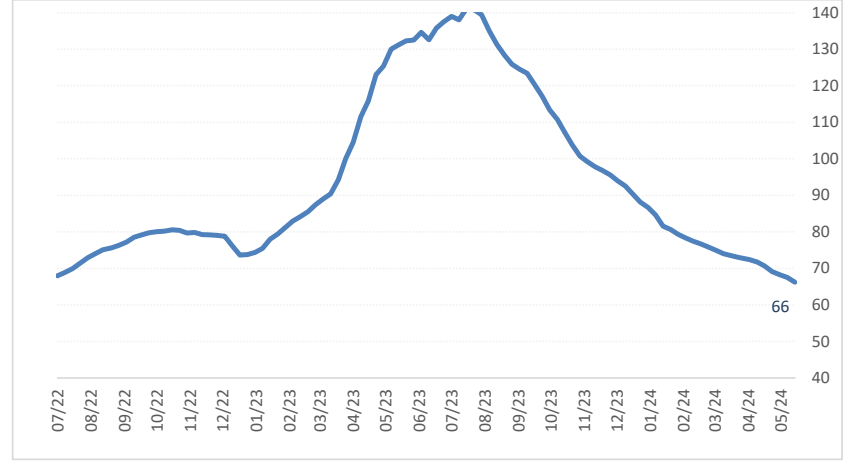
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

KKM'den TL mevduata geçişler devam ediyor



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

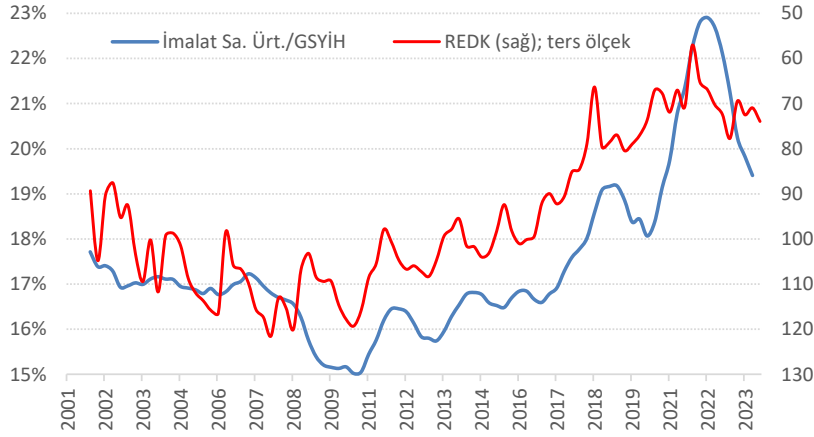
KKM tutarı 70 milyar doların üzerinde azaldı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

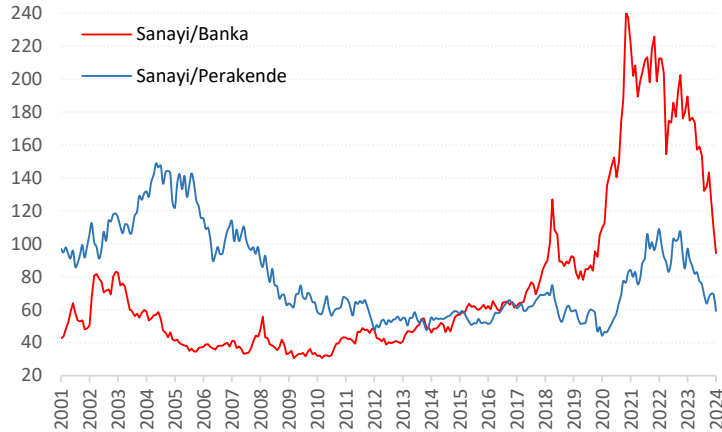
Ancak hisse senedine girişler sınırlı

TL'nin değer kazandığı dönemlerde imalat sektörünün payı azalıyor



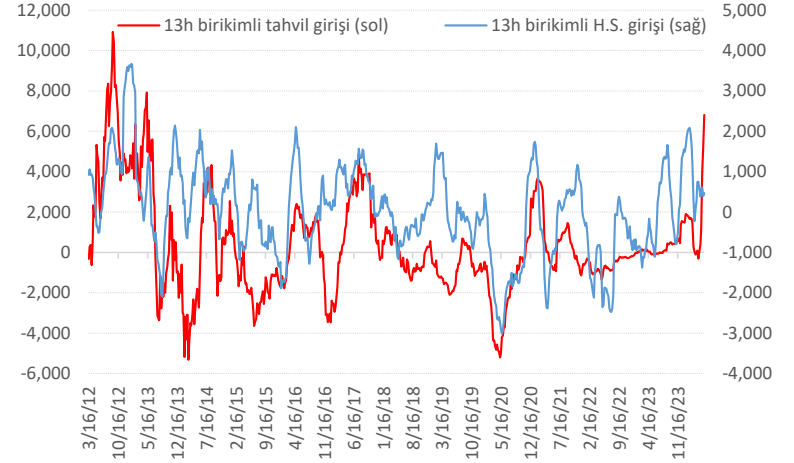
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

TL değer kazandığında banka ve perakende endeksleri güçlü seyrediyor



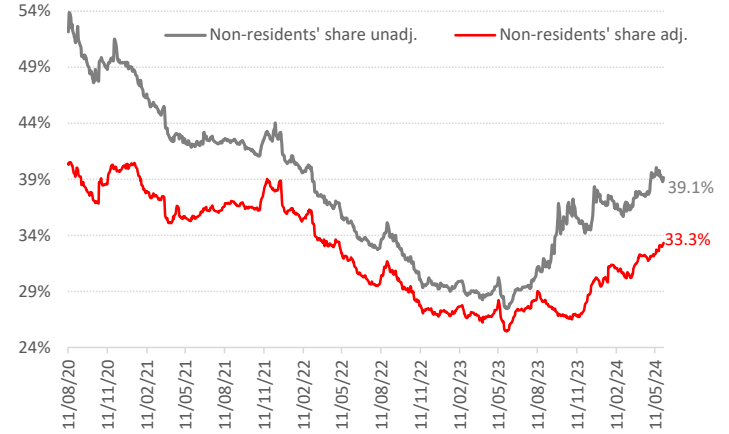
Kaynak: Ak Yatırım Arş., Matriks

Tahviller ile kıyaslandığında BIST'e yurtdışı portföy girişi sınırlı kaldı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

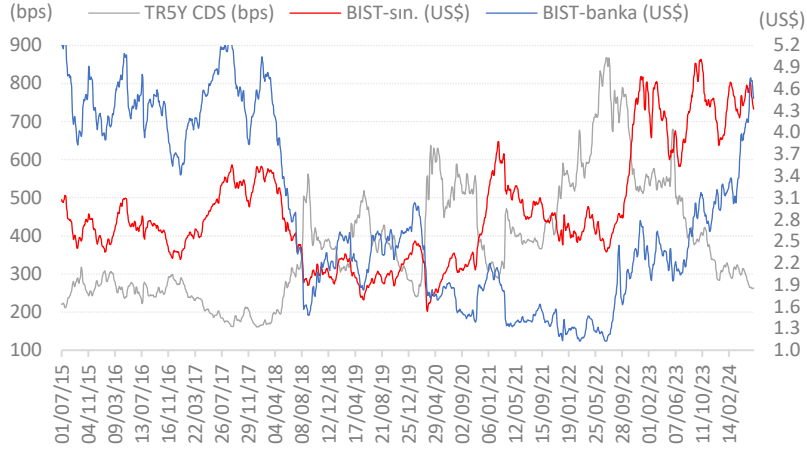
Yine de yabancı payı son iki yılın zirvesinde



Kaynak: Ak Yatırım Arş., Matriks

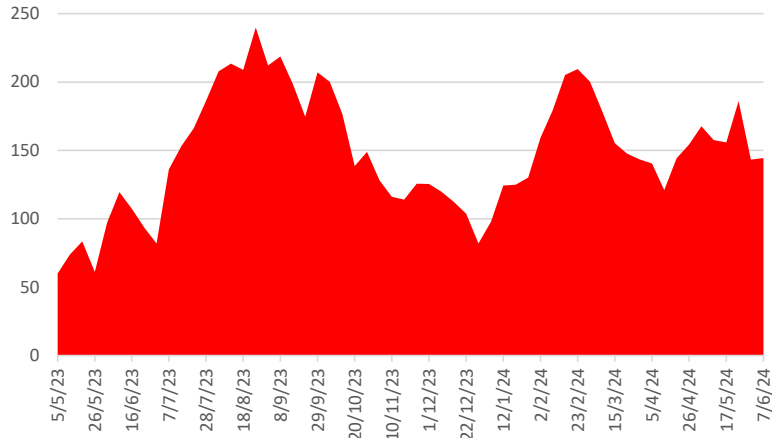
Piyasa Görünümü

CDS'deki düşüşle banka endeksi de dolar bazında son altı yılın zirvesinde



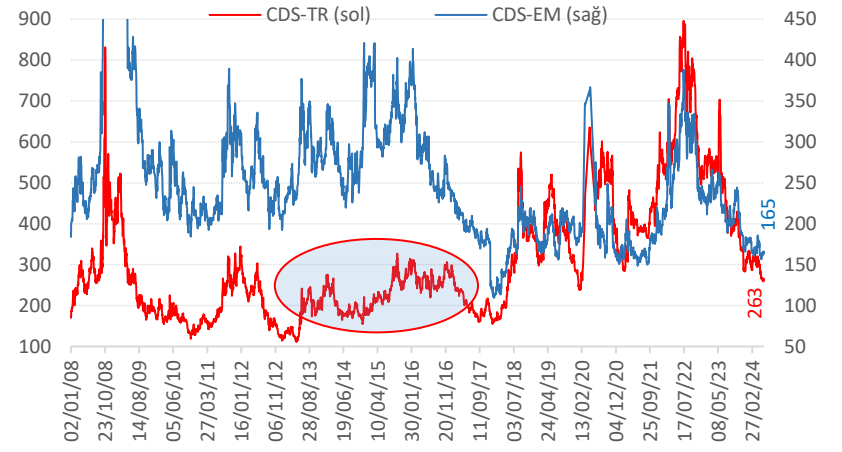
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Vergi sonrası günlük hacimlerde düşüş görebiliriz (haft ort.) (milyar TL)



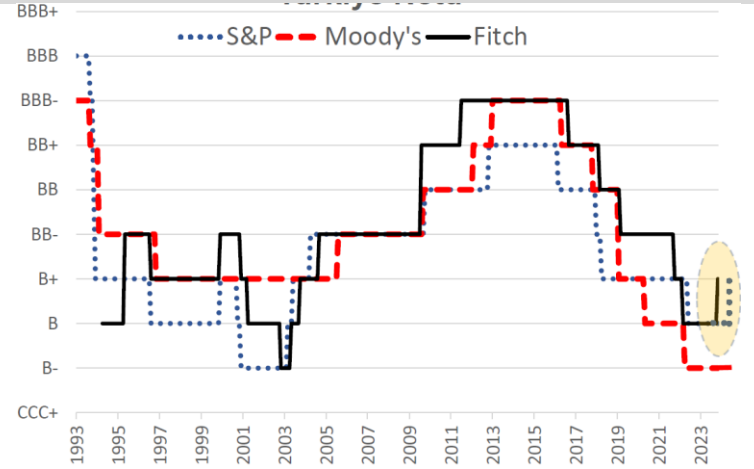
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

CDS «yatırım yapılabilir» seviyedeyken CDS 200-250 baz puanda seyretti



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

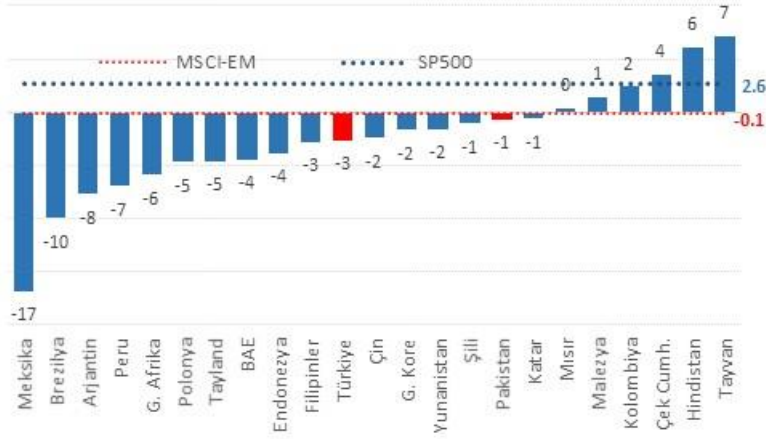
Türkiye'nin mevcut kredi notu yatırım seviyesinin dört basamak altında



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Dünya gazetesi

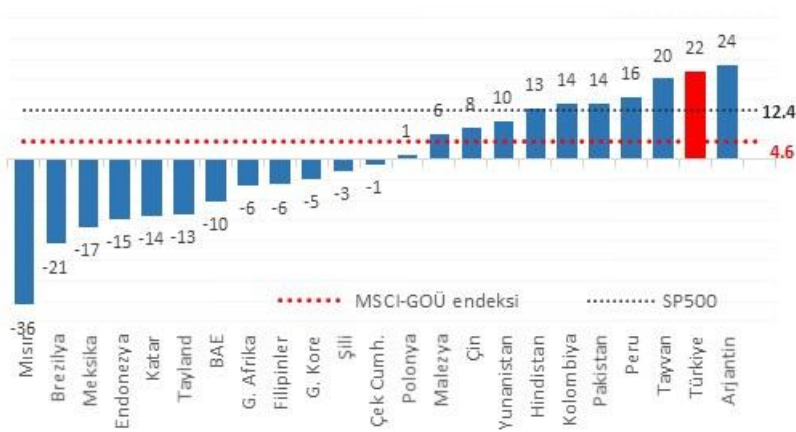
Piyasa Görünümü

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



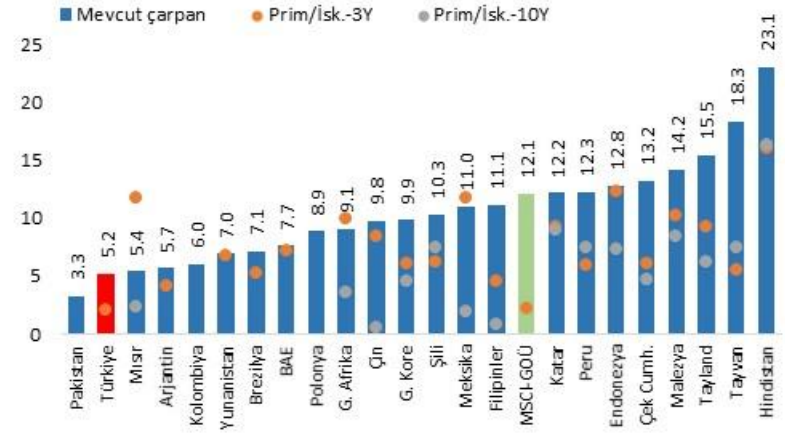
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



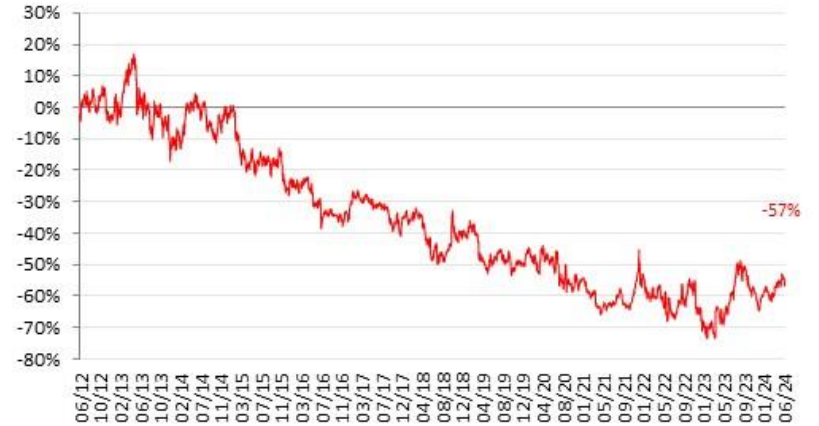
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

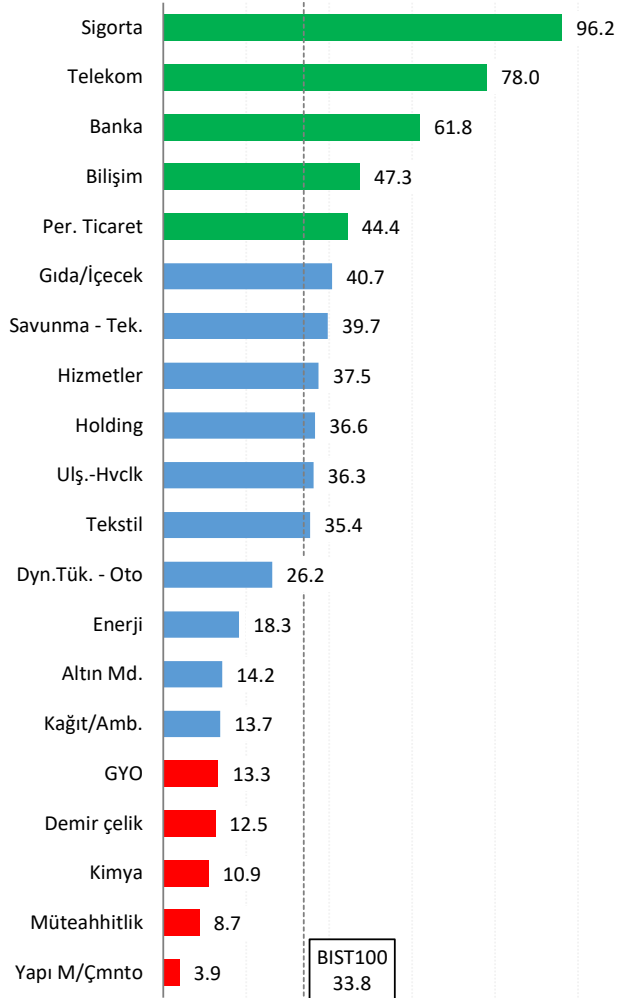
F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



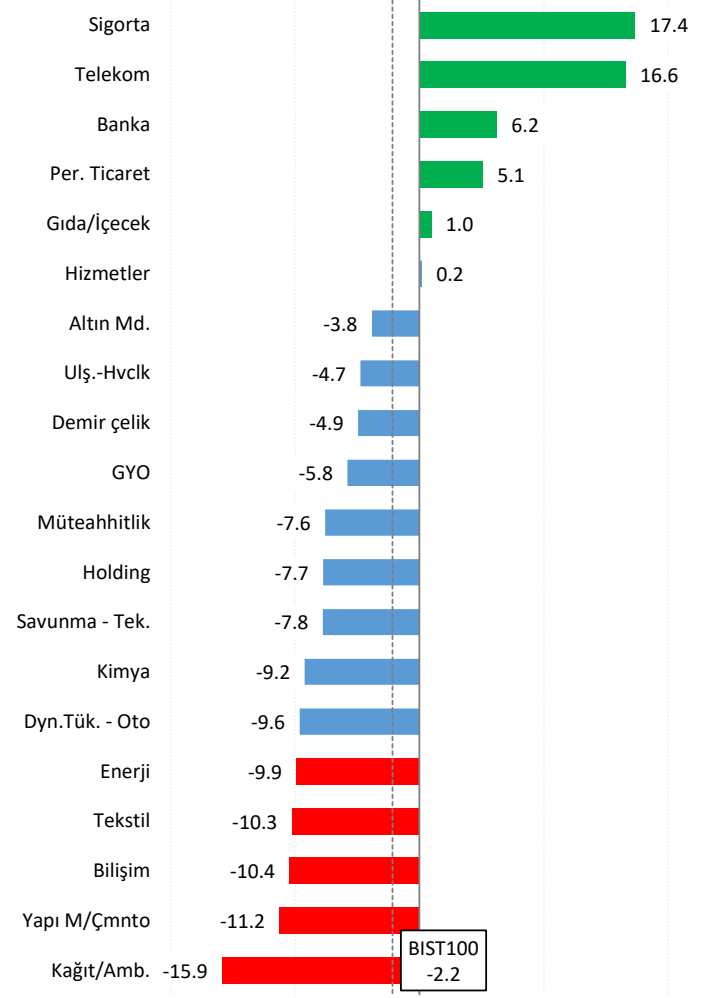
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Sektör Endekslerinde Görünüm

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Sektör endekslerinde son 1 aylık getiriler

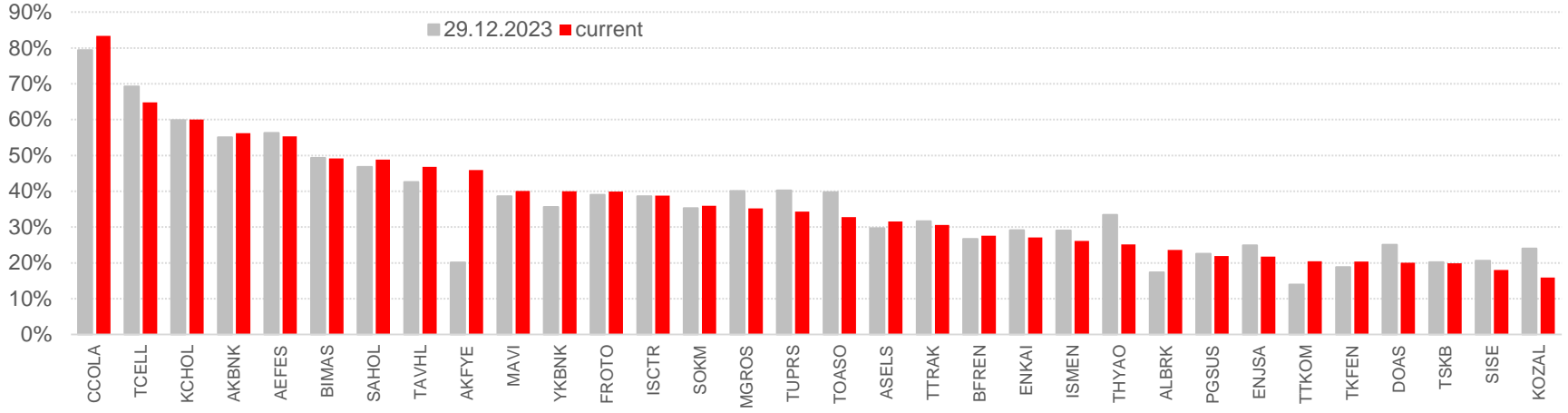


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

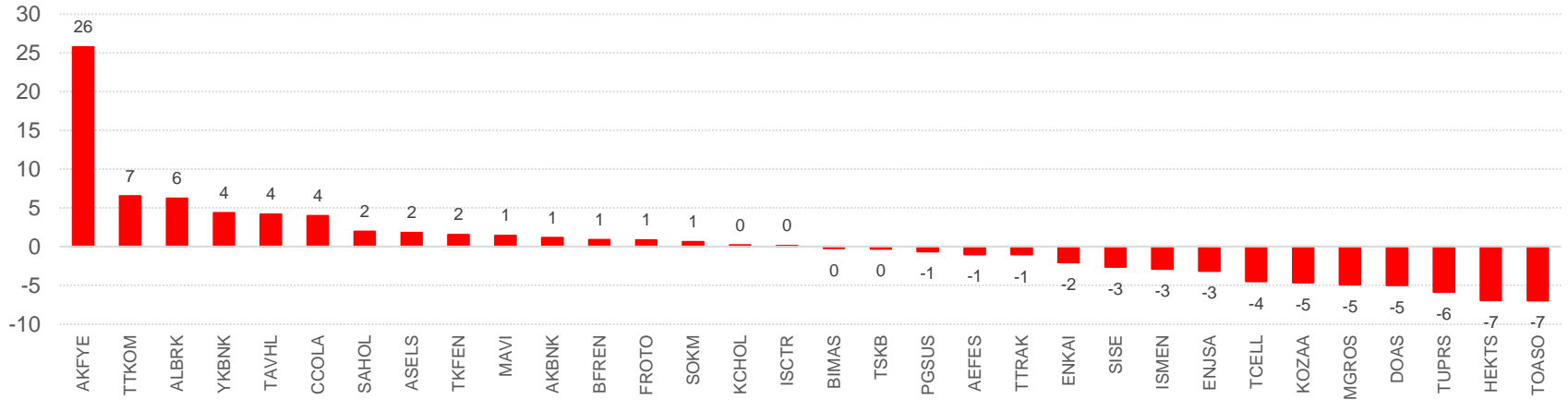
Yabancılar muhtemelen favori hisse senetlerine geri dönecek

Şirketlerde Yabancı Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

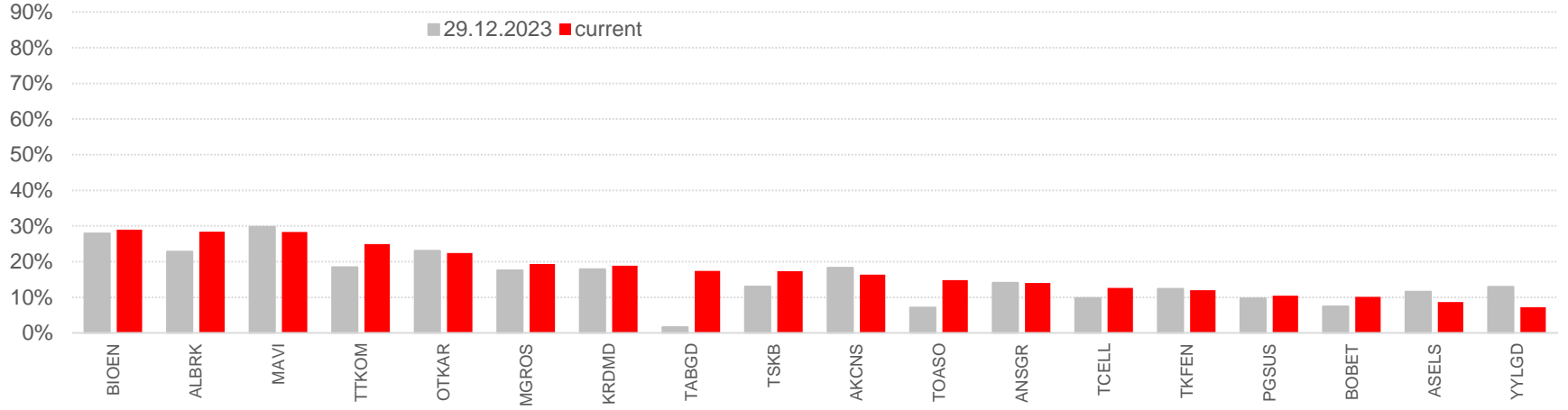
2023 Sonuna Göre Yabancı Paylarında Değişim (Puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

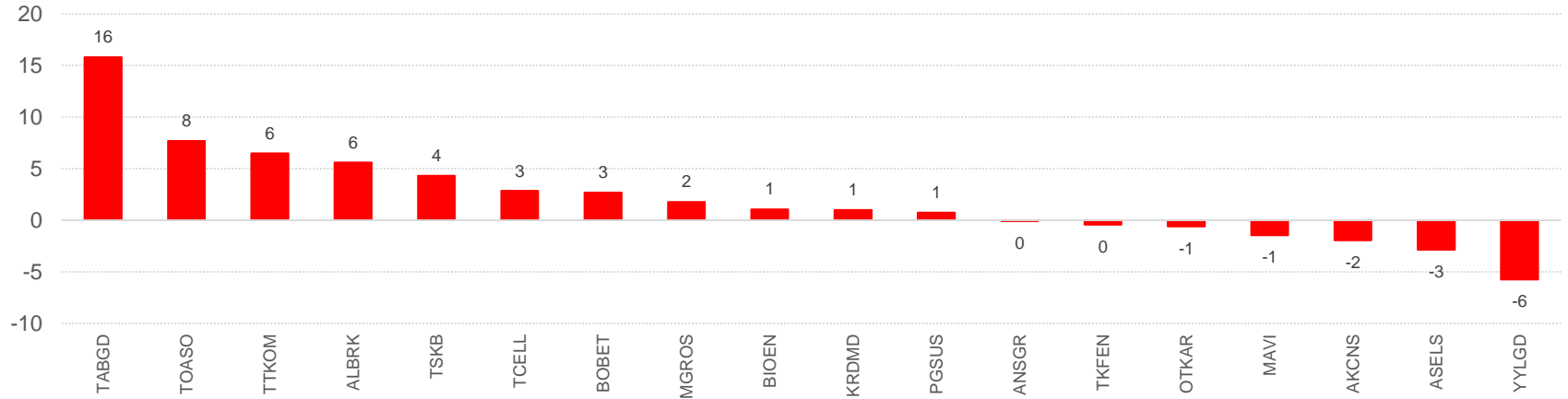
Emeklilik Fonlarının Favori Hisse Senetleri

Şirketlerde Emeklilik Fonlarının Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

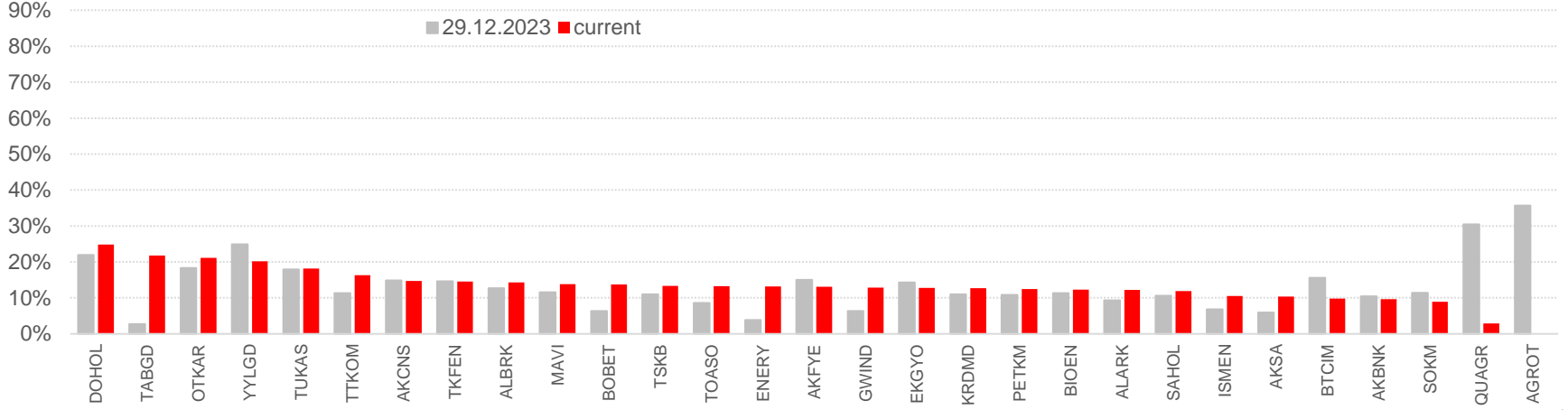
2023 Sonuna Göre Emeklilik Fonları Paylarında Değişim (Puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

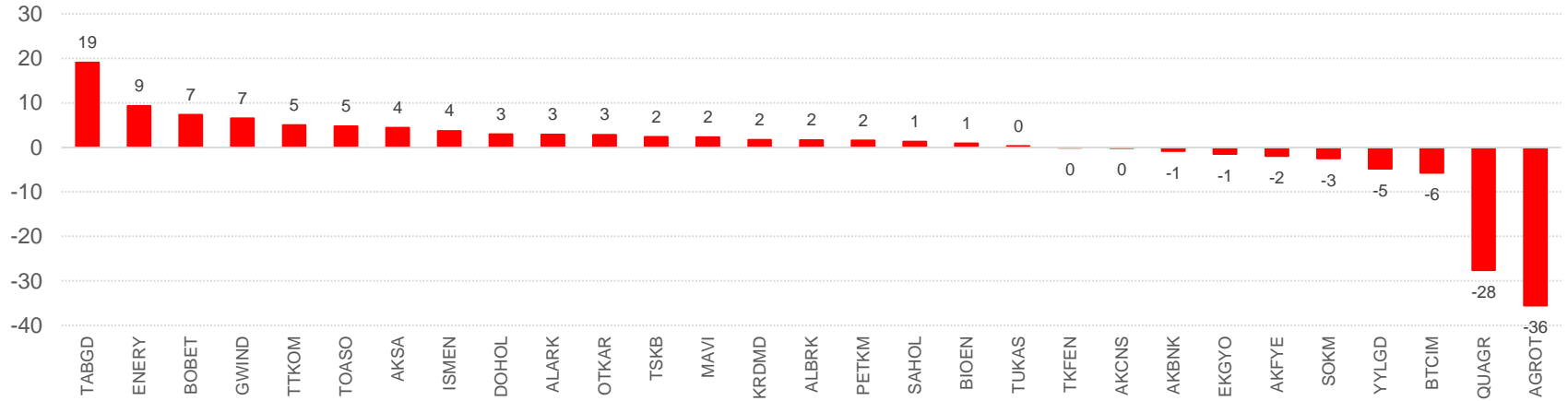
Yatırım Fonlarının Favori Hisse Senetleri

Şirketlerde Yatırım Fonlarının Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

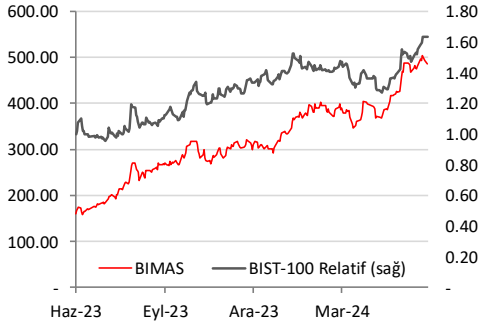
2023 Sonuna Göre Yatırım Fonları Paylarında Değişim (Puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

Hisse Önerileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	535.00			
Güncel Fiyat, TL	486.00			
Getiri Potansiyeli	10%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	295,099			
Firma Değeri, mn TL	310,449			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	267,036	461,955	648,052	814,124
FAVÖK, mn TL	20,985	34,492	48,318	59,397
Net Kâr, mn TL	12,283	21,339	28,758	33,769
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	15,350	16,898	24,714	32,765
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.5	0.5	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.9%	7.5%	7.5%	7.3%
Net Marj	4.6%	4.6%	4.4%	4.1%
Temettü Verimi	2.4%	2.0%	4.1%	5.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	80.8%	73.0%	40.3%	25.6%
FAVÖK, y/y	76.8%	64.4%	40.1%	22.9%
Net Kâr, y/y	50.6%	73.7%	34.8%	17.4%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	10.4	13.8	10.3	8.7
FD/FAVÖK	6.8	9.0	6.6	5.5
FD/Ciro	0.5	0.7	0.5	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	14.4%	25.1%	203.7%	61.6%
BİST-100 Relatif	16.9%	14.6%	70.9%	20.7%
AOİH, mn TL	1,692	1,521	1,468	1,406



Yatırım teması:

Yılın geri kalanında makro koşulların hızlı tüketim sektörleri için dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla daha destekleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Mevcut makroda tüketimin geleneksel kanaldan modern kanala hızlanarak kaymaya devam etmesini ve indirimli zincirlerin bu trendlerden en büyük payı 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'te sektörde en yüksek satış büyümesi ve en düşük marj daralmasıyla 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 3 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 yarıyıldaki düşük baz etkisi sayesinde Bim'in 2024 yılında yıllık %73 ciro büyümesi göstermesini bekliyoruz. Tahminlerimiz 1Y24'te yıllık bazda %90 ve 2Y24'te yıllık bazda +%60 büyümeye işaret ediyor. Yılın ilk yarısında personel maliyetinde ciddi baskıya rağmen, 2024 yılında FAVÖK marjında 35 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 işaret ediyor. Yılın ilk yarısındaki düşük FAVÖK marjına rağmen, güçlü satış büyümesi ve marj tarafında düşük baz etkisi nedeniyle (düşük brüt kar marjı ve deprem etkisi) FAVÖK'ün (UFRS 16 ve IAS 29 etkisi hariç) 1Y24'te yıllık bazda %90, 2024'ün tamamında ise %64 büyüme göstermesini öngörüyoruz. Şirket, 1Ç24 finansallarını 12 Haziran'da açıklayacak. Bilanço sonrası büyüme ve karlılık beklentilerimizi hafif yukarı yönlü revize edeceğimizi öngörüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

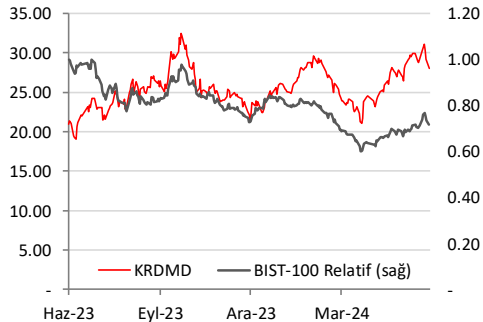
Türkiye'ye ilişkin risk algısının düzelmesi/yabancı sermaye girişi en önemli olumlu katalizör olarak görünüyor.

Değerleme:

Bim 2023 yılı başından beri güçlü performans ile (endeks rölatif +100%) çarpanları genişlemeye devam ediyor. Hisse 13,8x 2024T F/K ile uluslararası benzerlerine ve kendi 7 yıllık tarihsel ortalamalarına göre yaklaşık %15 iskontolu işlem görüyor. Bilanço sonrası yukarı yönlü revize etmeyi öngördüğümüz mevcut hedef değerimiz 535TL'ye sınırlı getiri potansiyeli sunan hisse için EÜG tavsiyemizi yineliyoruz.

Kardemir

Bloomberg Kodu	KRDMD TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	44.00			
Güncel Fiyat, TL	27.98			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mın TL	21,831			
Firma Değeri, mın TL	20,082			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mın TL	51,621	60,281	65,182	70,166
FAVÖK, mın TL	3,210	9,335	11,354	13,037
Net Kâr, mın TL	1,588	4,048	6,307	8,117
Borçluluk				
Net Borç, mın TL	-2,555	3,075	1,623	513
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.3	0.1	0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.2%	15.5%	17.4%	18.6%
Net Marj	3.1%	6.7%	9.7%	11.6%
Temettü Verimi	1.0%	-	5.1%	8.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.4%	16.8%	8.1%	7.6%
FAVÖK, y/y	-25.8%	190.8%	21.6%	14.8%
Net Kâr, y/y	-27.0%	154.9%	55.8%	28.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	15.9	7.9	5.1	3.9
FD/FAVÖK	7.0	3.7	3.0	2.5
FD/Ciro	0.4	0.6	0.5	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.6%	7.9%	27.5%	17.8%
BİST-100 Relatif	2.9%	-1.1%	-28.2%	-12.0%
AOİH, mın TL	1,666	1,415	1,994	1,516



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 2,3 milyon ton seviyesinde gerçekleşmesini ve enerji maliyetlerindeki düşüş ve nihai mamul fiyatlarındaki toparlanma sayesinde 2024 yılında 120 ABD\$/t (y/y: +%7) ton başına nominal 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. Jeopolitik gerilimler hammadde teslimat süreleri, girdi maliyetleri ve nihai çelik mamul fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı 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 konumdadır.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

(i) İyileşen çelik marjları, (ii) güçlü konut inşaatı faaliyetlerine bağlı olarak güçlü seyreden satış hacimleri, (iii) kilit ekonomilerde iyileşen piyasa algısına bağlı olarak çelik fiyatlarının artması, (iv) önemli pazarlarda talebin toparlanması ve (v) 16 Şubat'ta açıklanan stratejik yatırımların dönüş oranlarının piyasanın ilk algıladığından daha yüksek olması ihtimali başlıca katalizörlerdir.

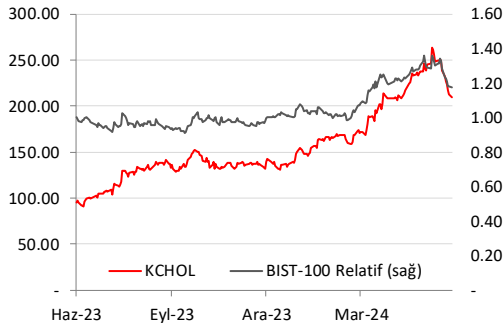
Değerleme:

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	209.40
Getiri Potansiyeli	20%
Halka Açıklık Oranı	22%
Piyasa Değeri, mn TL	531,017
Firma Değeri, mn TL	626,923

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%	2.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	-30.6%	-0.4%	-6.9%	-2.4%
FAVÖK, y/y	-26.9%	15.0%	-0.4%	2.2%
Net Kâr, y/y	-63.8%	25.0%	4.3%	26.5%
Değerleme Verisi				
F/K	1.6	4.7	4.5	3.5
FD/FAVÖK	1.4	n.a.	2.6	2.0
FD/Ciro	0.3	n.a.	0.4	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BIST-100 Relatif	-11.7%	24.5%	109.9%	53.4%
AOİH, mn TL	3,984	3,463	2,787	3,001



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 seviyesinde yaklaşık 760 milyon USD'lik güçlü nakit pozisyonu.

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. Bu arada, Koç Holding YKB hisselerini satmak üzere Firt Abu Dhabi Bank ile yaptığı görüşmeleri sonlandırdığını açıkladı.

Güçlü solo net nakit pozisyonu... Koç Holding'in 760 milyon USD'lik solo net nakdi bulunuyor. Holding'in 2022'de iştiraklerden topladığı temettü 6 milyar TL seviyesindeyken 2023'te 24 milyar TL'ye ulaşmıştı. İştiraklerin 2024'te ödenen temettü miktarlarından Koç Holding'in payına düşen miktarı 23,6 milyar TL oldu. Ayrıca, Tüpraş ve Ford Otosan'ın 2Y24'te ek temettü dağıtma ihtimali de bulunduğu Koç Holding'in 2024'te toplayacağı temettünün 35-40 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

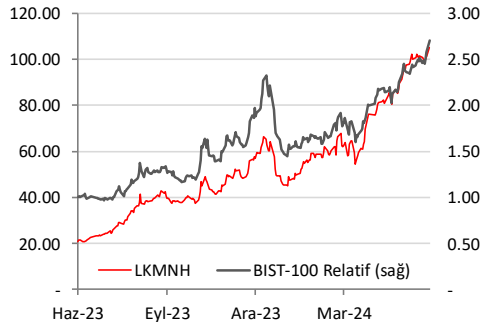
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşma sonrası yaratılacak sinerji, akaryakıt ürün marjlarının beklenenden uzun süre yüksek seviyede kalması ve yüksek net nakit pozisyonu göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde Koç Holding bünyesinde açıklanabilecek yeni yatırım planları hisse performansını olumlu etkileyebilir. Ayrıca, BIST'te yabancı ilgisinin artması halinde Koç Holding'in en olumlu etkilenebilecek şirketlerden birisi olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme:

Koç Holding cari net aktif değerine göre %21 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %30, son 5 yıllık ortalama ise %24 seviyesindedir. Değerlememizde hedef holding iskontosunu %20 olarak uyguluyoruz. Ancak, yabancı yatırımcı ilgisinin yüksek olduğu dönemlerde Koç Holding'in NAD'e daha düşük iskonto ya da primle işlem gördüğü zamanlar olmuştur. Değerlememizi iştiraklerdeki revizyonlar sonrasında gözden geçireceğiz.

Bloomberg Kodu	LKMNH TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	125.00			
Güncel Fiyat, TL	104.90			
Getiri Potansiyeli	19%			
Halka Açıklık Oranı	66%			
Piyasa Değeri, mn TL	3,776			
Firma Değeri, mn TL	4,329			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,896	3,401	4,636	5,536
FAVÖK, mn TL	359	679	974	1,163
Net Kâr, mn TL	322	534	542	597
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	490	724	583	240
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.1	0.6	0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%
Net Marj	17.0%	15.7%	11.7%	10.8%
Temettü Verimi	1.4%	1.3%	1.9%	2.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	124.3%	79.4%	36.3%	19.4%
FAVÖK, y/y	107.7%	89.1%	43.3%	19.4%
Net Kâr, y/y	174.0%	65.6%	1.6%	10.0%
Değerleme Verisi				
F/K	3.7	7.1	7.0	6.3
FD/FAVÖK	4.8	6.7	4.5	3.5
FD/Ciro	0.9	1.3	1.0	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	17.4%	58.1%	387.1%	63.4%
AOİH, mn TL	20.0%	44.7%	174.1%	22.1%
AOİH, mn TL	44	52	37	46



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 afiliasyon statüsü alma potansiyelidir.

Yönetim, 2024'te enflasyon düzeltilmesi olmadan %20 FAVÖK marjı ile 2,85 milyar TL net satış beklemektedir (2023 net satışlar: 1,55 milyar TL, FAVÖK marjı 19%). Bu beklenti nominal olarak %84'lük güçlü bir büyüme anlamına gelmektedir. TMS-29 enflasyon muhasebesi düzeltilmesiyle, yönetim %20 FAVÖK marjı 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:

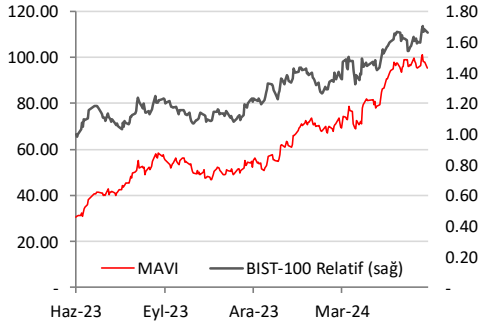
Afiliasyon potansiyeli. Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için afiliasyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

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.

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	95.20			
Getiri Potansiyeli	14%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	37,819			
Firma Değeri, mn TL	35,572			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	20,209	32,915	44,271	54,119
FAVÖK, mn TL	4,870	7,354	9,579	11,531
Net Kâr, mn TL	2,887	4,358	5,835	6,932
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,586	-3,126	-5,494	-7,385
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.1%	22.3%	21.6%	21.3%
Net Marj	14.3%	13.2%	13.2%	12.8%
Temettü Verimi	2.7%	2.2%	3.5%	7.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	90.8%	62.9%	34.5%	22.2%
FAVÖK, y/y	96.3%	51.0%	30.3%	20.4%
Net Kâr, y/y	100.6%	51.0%	33.9%	18.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.5	8.7	6.5	5.5
FD/FAVÖK	2.8	4.7	3.4	2.7
FD/Ciro	0.7	1.1	0.7	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-2.5%	34.0%	203.3%	67.1%
BİST-100 Relatif	-0.3%	22.7%	70.7%	24.9%
AOİH, mn TL	317	350	282	311



Yatırım teması:

Mavi son 2 yılda perakende sektöründe (gıda perakende dahil) 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 ve güçlü satış büyümesi göstereceğini öngörüyoruz. Geçen sene marj daralması yaşayan perakende oyuncularının aksine, Mavi'nin FAVÖK marjı 2023 yılında yıllık 60 baz puan artışla %24,1 gibi rekor bir seviyeye ulaştı. 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 sonrası %23,5 (+50bps) FAVÖK marjı öngörüyor. Şirket, 1Ç24 finansallarını 13 Haziran'da açıklayacak. Satışlarını yılın ilk çeyreğinde geçen sene ilk çeyreğe göre yaklaşık ikiye katlayacağını ve FAVÖK marjını brüt marj kaynaklı 400 baz puan genişleteceğini öngörüyoruz. Şirket'in 2024 öngörülerine hafif yukarı yönlü potansiyel olduğunu düşünüyoruz. Bilanço sonrası büyüme ve karlılık öngörülerimizde yukarı yönlü revizyonu olası görüyoruz.

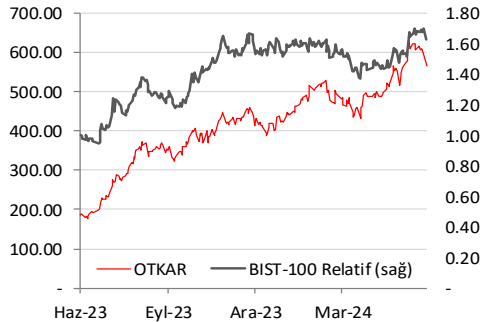
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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

Değerleme:

Mevcut hedef değerimiz 109TL'ye sınırlı getiri potansiyeli sunmasına rağmen, hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Bilanço sonrası tahminlerimizde yukarı yönlü revizyonun getiri potansiyelini yukarı çekeceğini öngörüyoruz. MAVI, gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerinin 12,5x 2024T F/K ve 6,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarına kıyasla 8,7x 2024T F/K ve 4,7x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %30 iskontoya işaret etmektedir.

Bloomberg Kodu	OTKAR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	830.00			
Güncel Fiyat, TL	567.00			
Getiri Potansiyeli	46%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	68,040			
Firma Değeri, mn TL	81,376			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	23,010	35,764	46,875	57,832
FAVÖK, mn TL	3,750	6,880	10,109	12,729
Net Kâr, mn TL	2,108	5,471	8,801	12,115
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	7,845	8,932	10,100
Net Borç/FAVÖK	2.5	1.1	0.9	0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.3%	19.2%	21.6%	22.0%
Net Marj	9.2%	15.3%	18.8%	20.9%
Temettü Verimi	-	1.1%	4.0%	7.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	139.6%	55.4%	31.1%	23.4%
FAVÖK, y/y	201.6%	83.5%	46.9%	25.9%
Net Kâr, y/y	70.1%	159.5%	60.9%	37.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	16.0	12.4	7.7	5.6
FD/FAVÖK	11.5	11.0	7.6	6.1
FD/Ciro	1.9	2.1	1.6	1.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.3%	14.5%	186.0%	35.1%
BİST-100 Relatif	4.6%	4.9%	61.0%	0.9%
AOİH, mn TL	237	227	229	196



Yatırım teması:

Otokar'ı; (i) artan ve genişleyen jeopolitik endişelerin Şirket'in coğrafi genişlemesini hızlandırdığı, (ii) güçlenen bayi ağı ile CV segmentinde büyüme vaat ettiği, (iii) atıl kapasitenin daha fazla büyüme için alan sunduğu (iv) TL'nin güçlenmesiyle işletme sermayesi baskılarının yumuşadığı, (v) vergi avantajları ile sağlam nakit yaratma kabiliyeti (vi) hissenin YTD %10'a yakın düşük performansı, (vii) çarpanlardaki gizli iskonto sebebiyle beğeniyoruz.

Jeopolitik risklerin daha fazla çatışma etrafında daha geniş bir coğrafyaya yayıldığını ve savunma sanayi büyümesinin ana itici gücü olan uluslararası gerilimi derinleştirdiğini gözlemliyoruz. Küresel Zırhlı Araçlar segmentinin 2024 yılında USD bazında %10,6 oranında büyümesi beklenmektedir. Otokar'ın ihalelerdeki atıl kapasite avantajı, daha önce geliştirdiği 6x6 ve 8x8 hatta paletli araçların satışlardaki payının daha yüksek olması ve ürünlerinin rakiplerine kıyasla üstün kabiliyetleri ile pazarı geride bırakmasını bekliyoruz.

Otokar'ın 5 yılda 5.000 adetlik üretimine ilişkin IVECO anlaşması CV segmentinde önemli bir dönüm noktası oldu. Daha iyi bayi ağı, AB'deki karbonsuzlaşma eğilimi ve AB'de finansman maliyetlerinin iyileşeceğine dair beklentiler ile 2024 yılında USD bazında %10 otobüs ve midibüs gelir büyümesi öngörüyoruz. 1Ç24'teki satış adetleri yıllık bazda beklentilerimizin üzerinde %16'lık bir büyümeye işaret ediyor. 1Ç24'te üretim adetleri %66 arttı ve bunu gelecek satış rakamları için indikatör görüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

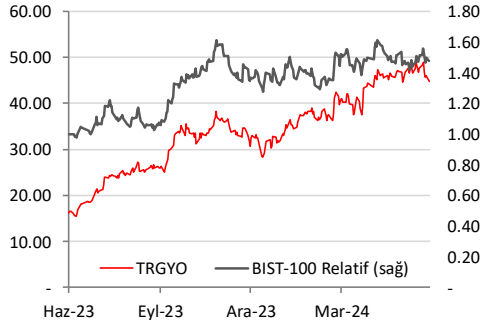
Yeni proje eklemeleri ve/veya aylık OSD verileri hisse senedi için bir katalizör olabilir.

Değerleme:

Otokar'ı değerlemek için USD bazlı bir İNA modeli kullanıyoruz. Hesaplamalarımıza göre, Otokar hisseleri USD bazında 2023 15,0x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir ve bu da sadece %13 prime işaret etmektedir. Ancak, Otokar'ın güçlü büyüme ve marj genişletme potansiyeli ve vergi avantajlarıyla daha yüksek nakit yaratma kabiliyeti nedeniyle daha fazla primi hak ettiğine inanıyoruz.

Torunlar GYO

Bloomberg Kodu				TRGYO TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				63.00
Güncel Fiyat, TL				44.70
Getiri Potansiyeli				41%
Halka Açıklık Oranı				21%
Piyasa Değeri, mn TL				44,700
Firma Değeri, mn TL				48,954
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,971	6,749	12,031	15,275
FAVÖK, mn TL	3,371	4,862	8,569	10,992
Net Kâr, mn TL	12,639	25,583	29,096	28,876
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	91	-1,500	-7,000	-15,000
Net Borç/FAVÖK	0.0	-0.3	-0.8	-1.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	67.8%	72.0%	71.2%	72.0%
Net Marj	254.3%	379.1%	241.9%	189.0%
Temettü Verimi	0.9%	5.3%	4.1%	5.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	86.7%	35.8%	78.3%	27.0%
FAVÖK, y/y	85.4%	44.2%	76.2%	28.3%
Net Kâr, y/y	-31.4%	102.4%	13.7%	-0.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	1.8	1.7	1.5	1.5
FD/FAVÖK	8.0	9.7	4.9	2.7
FD/Ciro	5.4	7.0	3.5	1.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.9%	5.4%	159.1%	41.0%
BİST-100 Relatif	-2.8%	-3.5%	45.8%	5.4%
AOİH, mn TL	130	137	106	124



Yatırım teması:

Torunlar GYO'yu en çok tercih edilen hisseler listemizde tutuyoruz çünkü (i) Şirket'in gelir modeli konut piyasası talebindeki düşüş trendine karşı korunaklıdır, (ii) Şirket'in alışveriş merkezlerinden elde ettiği tekrarlayan gelirler, tarihsel olarak TÜFE enflasyonu ve ABD\$/TL'deki artış oranının üzerinde seyreden perakende ticaret cirolarını takip etmektedir ve (iii) Şirket 2024 itibarıyla güçlü nakit pozisyonuna sahiptir, (iv) Şirket'in 2024 yılı beklentileri güçlü karlılığın ve nakit yaratımının devamını işaret etmektedir.

Şirket 2024 yılında; 4,6 milyar TL kira geliri ile 10,6 milyar TL ciro ve 7,2 milyar TL FAVÖK beklemektedir. TCMB'nin hedef enflasyonundaki yukarı yönlü riskler, Şirket'in kira gelirleri üzerinde de yukarı yönlü etkiye sahiptir. Şirket, konut stoklarının ön satışlarından güçlü nakit girişi ve 2024-2025 yıllarında konut teslimlerinden güçlü ciro kaydetmeyi beklemektedir. Torun Tower'ın satışından elde edilen 11,58 milyar TL'lik nakit girişinin, satın alma için kullanılana kadar geçecek süre boyunca 2024 yılı net faiz gelirlerine ve net kara güçlü katkı sunacağına inanıyoruz. Uzun süredir beklenen Paşabahçe Projesi'ne ilişkin haber akışı 2024 yılında yatırımcılar tarafından memnuniyetle karşılanması muhtemel bir diğer konu olarak varlığını sürdürmektedir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

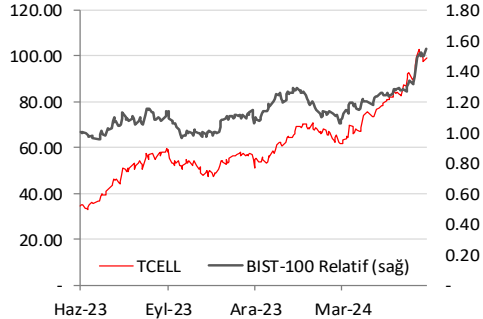
(i) Operasyonel varlıklardan elde edilen güçlü tekrarlayan gelir, (ii) AVM'lerde tüketici kredilerindeki artan faiz oranlarına karşı görece defansif kiracı profili, (iii) Torun Tower satışından elde edilen nakdin daha yüksek kira getirili varlıklara yönlendirilmesi, (iv) Borç azaltma sürecinin 2024 itibarıyla başarıyla tamamlanmış olması, (v) Önümüzdeki yıllarda güçlü nakit üretimi sayesinde temettü büyümesi ve özkaynak finansmanlı yatırımlar hisse performansını etkileyecek temel faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Değerleme:

Değerlememizde kullandığımız hedef NAD iskontosunu %30'da tutarken; kaldıraçsız bilanço, güçlü tekrarlayan gelir tabanı ve birinci sınıf varlık portföyünün daha düşük bir iskontoyu hak ettiğine inanıyor ve Torun Tower satışının ekspertiz değerinin yalnızca %6,5 altında bir değere gerçekleşmiş olmasının bu inancımızı desteklediğini düşünüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 63 TL, tavsiyemiz "Endeks Üzerinde Getiri"dir.

Turkcell

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	144.00			
Güncel Fiyat, TL	99.00			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	217,800			
Firma Değeri, mn TL	258,575			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	107,116	170,451	225,749	272,700
FAVÖK, mn TL	47,053	74,079	96,832	112,337
Net Kâr, mn TL	12,554	24,894	42,366	58,184
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	25,236	42,209	50,417	56,884
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.6	0.5	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	43.9%	43.5%	42.9%	41.2%
Net Marj	11.7%	14.6%	18.8%	21.3%
Temettü Verimi	2.3%	2.9%	5.3%	8.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	14.6%	59.1%	32.4%	20.8%
FAVÖK, y/y	18.1%	57.4%	30.7%	16.0%
Net Kâr, y/y	82.5%	98.3%	70.2%	37.3%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	7.7	8.7	5.1	3.7
FD/FAVÖK	2.6	3.5	2.8	2.5
FD/Ciro	1.2	1.5	1.2	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.9%	51.1%	170.2%	76.5%
BİST-100 Relatif	20.5%	38.4%	52.1%	31.9%
AÖİH, mn TL	2,752	2,345	2,126	2,207



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) güçlenen TL'nin ağırlıklı USD bazlı sermaye harcamaları ve borçluluk üzerindeki etkisi vi) geleneksel Telekom işine göre daha yüksek değerlendirme potansiyeline sahip olan stratejik iş kolları nedeniyle, beğeniyoruz. Buna ek olarak, Turkcell'in düşük kaldıraçlı güçlü bilançosu (2024T net borç/FAVÖK 0,3x), azalan işletme sermayesi ile iyileşen nakit akışı, çoğunlukla hedge edilmiş döviz pozisyonu da, olumlu görüşümüzü destekliyor ve net kar için öngörüülebilirliği 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 ayırıştıracağını düşünüyoruz.

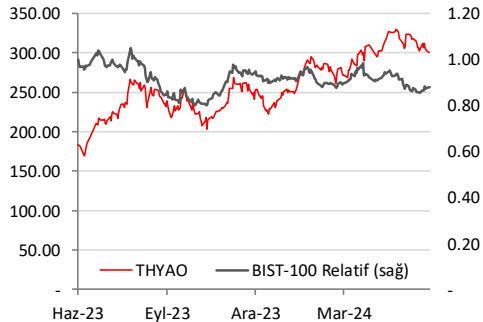
Değerleme:

Turkcell, 2024T 4.3x FD/FAVÖK yaklaşık %30 iskonto ile işlem görüyor.

Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	530.00
Güncel Fiyat, TL	299.75
Getiri Potansiyeli	77%
Halka Açıklık Oranı	50%
Piyasa Değeri, mn TL	413,655
Firma Değeri, mn TL	622,486

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	504,398	786,398	1,013,407	1,253,668
FAVÖK, mn TL	115,397	151,297	193,870	237,780
Net Kâr, mn TL	163,003	85,557	101,974	122,578
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	242,746	382,354	409,904	432,392
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.5	2.1	1.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	22.9%	19.2%	19.1%	19.0%
Net Marj	32.3%	10.9%	10.1%	9.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	62.1%	55.9%	28.9%	23.7%
FAVÖK, y/y	46.7%	31.1%	28.1%	22.6%
Net Kâr, y/y	243.7%	-47.5%	19.2%	20.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	1.6	4.8	4.1	3.4
FD/FAVÖK	4.0	5.0	4.0	3.4
FD/Ciro	0.9	1.0	0.8	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.7%	7.3%	69.4%	31.1%
BİST-100 Relatif	-3.7%	-1.7%	-4.6%	-2.0%
AOİH, mn TL	10,592	10,996	9,923	10,460



Yatırım teması:

THY'yi beğenmemizin sebepleri: 1) 2024'te güçlü turizm beklentileri, 2) tedarik zinciri sorunları nedeniyle kargo gelirleri ve marjları üzerinde yukarı yönlü riskler, 3) GTF motor sorunları nedeniyle bilet fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskler, 4) beklenenden daha yüksek Asya riskinden kaynaklanan yukarı yönlü riskler, 5) THY'nin güçlü filo genişleme planlarından kaynaklanan uzun vadeli büyüme beklentileri.

2023'te birim gelirler güçlü bir yılın ardından yıllık %4 arttı. Birim gelirler 9A23'te olumlu rota bileşimi ve güçlü talep ile yüksek seyretti. 4Ç23'te, pandemide gerçekleştirilemeyen seyahatlerinin azalmasıyla birim gelirler yıllık %4 daraldı. 2024'te birim gelirlerin yıllık %4 daralacağını öngörüyoruz. 2023'te, bazı havayolları GTF motor sorunları nedeniyle filolarının önemli bir kısmını yere indirme kararı aldı. Bu sorunun 2024 yılında da devam etmesi bekleniyor. 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.

Personel maliyetlerindeki baskıya rağmen yakıt maliyetlerindeki düşüşle birim giderler 2023'te yıllık yatay kaldı. 2024'te, ağırlıklı olarak yükselen personel giderlerindeki artış sebebiyle birim giderlerin yıllık %2 artmasını bekliyoruz. 2024'te personel giderlerinin TL'nin reel olarak değer kazanması, asgari ücretteki son artış ve Orta Doğu bölgesinden kokpit personeli için artan rekabet ile yükselmesini bekliyoruz. 2024'te FAVÖK marjının 3.5 puan gerilemesini bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Beklenenden iyi çeyreklik sonuçlar.

Beklenenden daha güçlü bir turizm sezonu.

Değerleme:

THY'yi değerlemek için 1 yıl ileri 5.0x FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

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

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2024