

**AKYatırım**

# Hisse Senetlerinde Öneriler

Portföy tercihlerinde belirgin değişim için erken

10 Temmuz 2024

**AK YATIRIM ARASTIRMA**

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

**AKYatırım**

# Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

## Model portföy hisse seçimleri\*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	676.00	22%	12%
KRDMD	44.00	43%	10%
KCHOL	252.00	11%	12%
LKMNH	125.00	35%	8%
MAVI	143.00	13%	10%
OTKAR	830.00	36%	10%
TRGYO	76.00	45%	9%
TCELL	144.00	32%	14%
THYAO	530.00	71%	15%

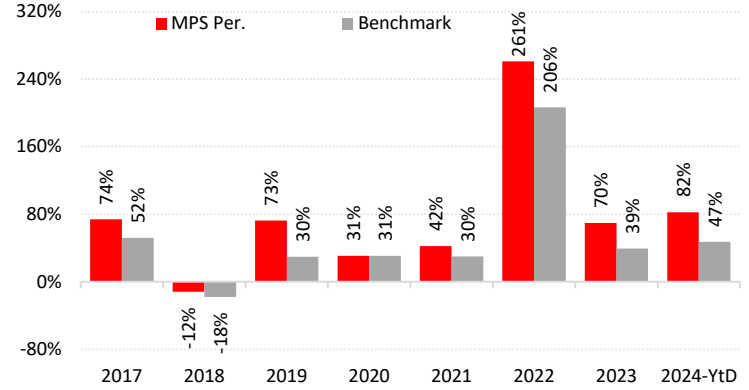
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

\*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 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 değerlendirilmesinde maddi önem taşıyan gelişmelerin gerçekleşme tarihi de dikkate alınmakta ve bu açıklamaya kadar model güncellemesi ertelenebilmektedir.

**Endeks yeni zirve bulmakta zorlanıyor.** BIST-100 endeksi, 2024'e dolar bazında %30 yükselerek başladı; ancak sonrasında 21 Mayıs'ta gördüğü dolar bazlı zirveyi aşamadı. Türkiye'nin FATF'nin gri listesinden çıkması ve Haziran enflasyonunun piyasa beklentilerinin altında gelmesi piyasa için olumlu olmasına rağmen etkileri nispeten mütevazı kaldı. Öte yandan hisse senetlerine vergilendirme haberlerinin satış baskısı da kısa sürdü. Mevcut çarpanların bir miktar doymuş olması ve kısa/orta vadeli şirket kârlarına ilişkin beklentinin zayıf kalması BIST'e orta vadede yükseliş için ihtiyaç duyacağı katalizörü sağlamıyor. Yurt dışı yerleşiklerin Mayıs ortasından bu yana üst üste son 5 haftada 2,16 milyar dolar ve yılbaşından bu yana 1,25 milyar dolar net satış yapması da piyasayı olumsuz etkiledi. Yurt içi kurumsal yatırımcılar ise TL'nin güçlenmesine ve ekonomideki normalleşmeye olan güvenin tazelenmesiyle bu boşluğu doldurdu. Ayın geri kalanında olası bir Moody's not artışı ve yurtdışı doğrudan yatırımlarda canlanma haberleri (Çinli üreticilerin Türk otomobil endüstrisine yatırımları gibi) piyasalar için moral artırıcı olacaktır. Öte yandan, Temmuz enflasyonuna ve/veya 2Ç24 şirket karlarına (Temmuz sonundan itibaren bankalarla başlayacak) ilişkin görünüm temkinli bir durumu beraberinde getirebilir.

**Yatırım temasında değişimin zamana yayılacağını düşünüyoruz.** Perakende ticaret, banka/sigorta, telekom ve sağlık hizmetleri gibi TL'nin güçlenmesinden olumlu etkilenen, talebin güçlü kalmaya devam ettiği sektörler yılbaşından bu yana beklenti mize paralel olarak ön plana çıktı. Yılın ikinci yarısında dezenflasyon sürecinin güçlenmesi ve bunu takiben faiz indirimini beklentilerinin fiyatlanmaya başlaması ile portföy içeriklerinde değişim arayışına girilmesini olası görüyoruz. Ancak piyasanın bu değişikliği yapmakta acele etmeyeceğini düşünüyoruz: Öncelikle önümüzdeki birkaç ayda TÜFE'nin Haziran ayına göre bir miktar daha yüksek olacağını ve politika faizinin erken indirimine ilişkin beklentilerin yatışacağını düşünüyoruz. Ayrıca, yatırımcıların, büyük bir portföy değişikliği öncesinde pozitif ayrışma yaşayan şirketlerin (perakende ticaret, telekom, sağlık hizmetleri) görece güçlü gelmesi beklenen ikinci çeyrek sonuçlarını da görmek isteyeceklerini düşünüyoruz. Bu beklentilerle Temmuz ayı raporumuzda öneri listemizi değiştirmeden koruyoruz.

## 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 (%)	
		11.06.24	09.07.24	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
BIMAS	12%	498.54	558.96	12.1%	4.4%	02/11/2021	849.3%	24.4%
KRDMD	10%	28.08	31.22	11.2%	3.5%	19/09/2023	22.0%	-14.0%
KCHOL	12%	211.57	227.67	7.6%	0.2%	16/03/2023	199.0%	39.2%
LKMNH	8%	104.89	92.23	-12.1%	-18.2%	04/04/2024	45.2%	21.8%
MAVI	10%	95.06	127.03	33.6%	24.4%	06/05/2022	1238.2%	189.3%
OTKAR	10%	567.25	613.40	8.1%	0.7%	07/05/2024	10.8%	5.9%
TRGYO	9%	44.98	52.72	17.2%	9.1%	02/11/2023	51.4%	5.5%
TCELL	14%	98.60	109.46	11.0%	3.3%	07/12/2022	232.7%	42.3%
THYAO	15%	302.97	309.60	2.2%	-4.9%	07/05/2024	-5.7%	-9.9%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				10.1%	2.5%			
YBG Portföy Getirisi				82.2%	23.9%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

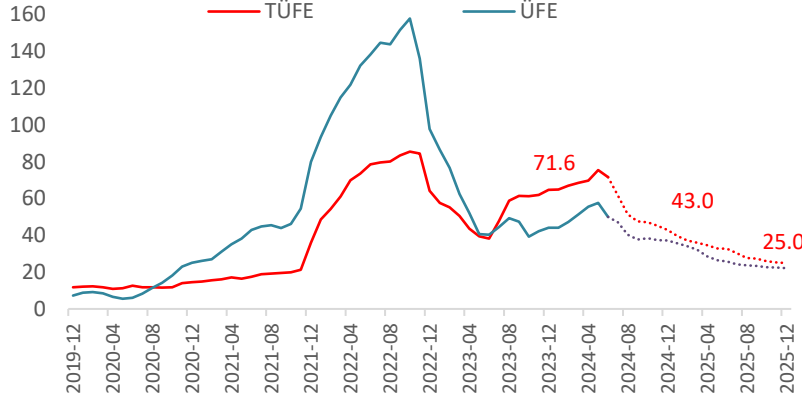
\*\* BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

• **Olumlu ayrışmayı sürdürdük.** Öneri listemizin getirisi en son güncelleme yaptığımız 11 Haziran'dan bu yana %10,1 ile BIST-100 toplam getiri endeksini %2,5 geçti. Böylece öneri listemizin YBG getirisi %82,2 oldu ve gösterge endeksin aynı dönemdeki %47,1'lik getirisini belirgin şekilde geçti. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkı **Mavi, Torunlar GYO** ve **BİM**'den geldi. Buna karşılık **Lokman Hekim ve Türk Hava Yolları** BIST-100 getirisinin altında kaldı.

• Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri ise dolar bazında yaklaşık 5 katına ulaşarak aynı dönemde dolar bazında yaklaşık %37 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).

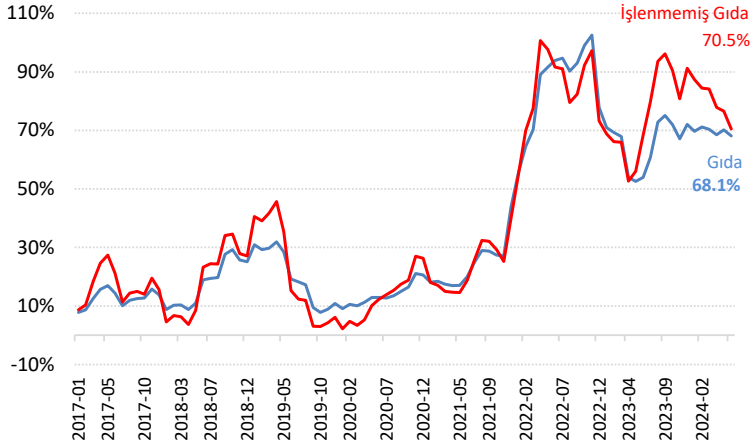
# Strateji: Haziran'daki düşüş sonrası aylık enflasyon bir miktar artabilir

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



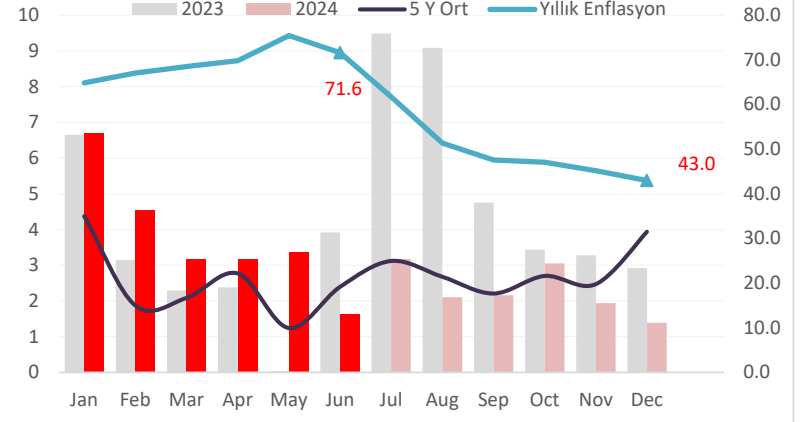
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

## Ancak gıda enflasyonu son altı aydır yatay seyrediyor



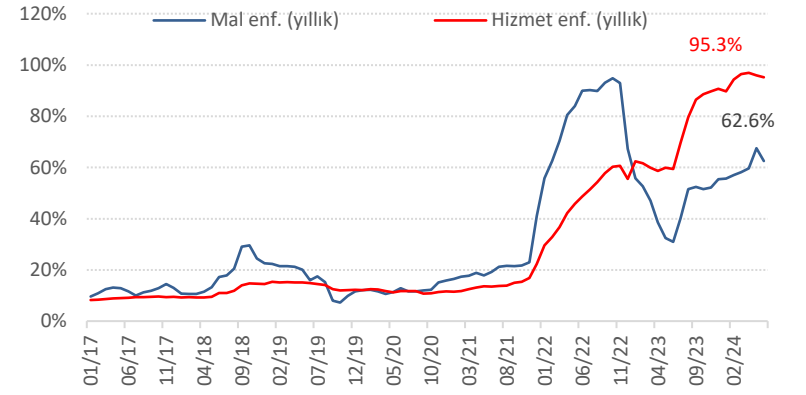
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

## Önümüzdeki aylarda aylık enflasyonu %2-3 aralığında öngörüyoruz



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

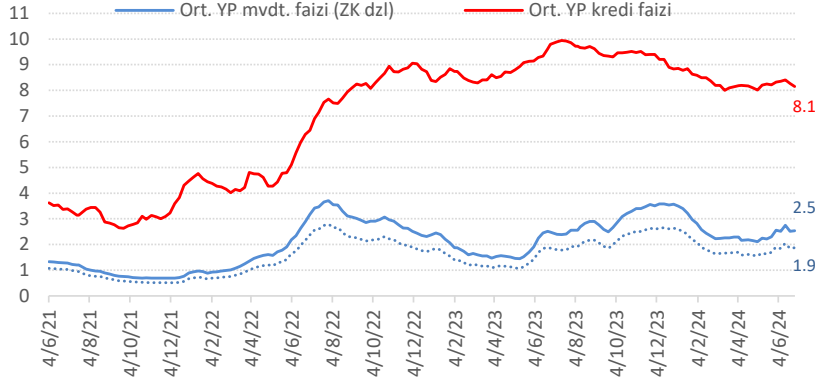
## Konut, eğitim, sağlık fiyat artışlarında da katılık var



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

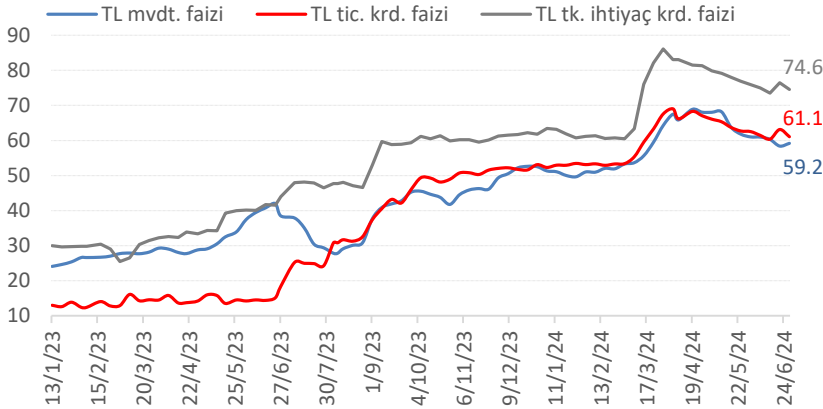
# Strateji: TL faizlerde gevşeme banka faiz marjlarına üçüncü çeyrekte yansıtacak

## Bankalar genişleyen YP kredi-mevduat getiri makasından faydalanıyor



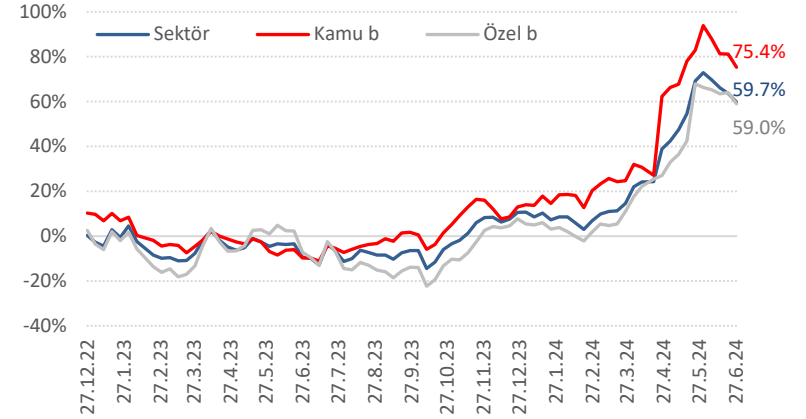
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

## TL likiditesindeki artış son dönemde TL faizleri de biraz aşağı çekti



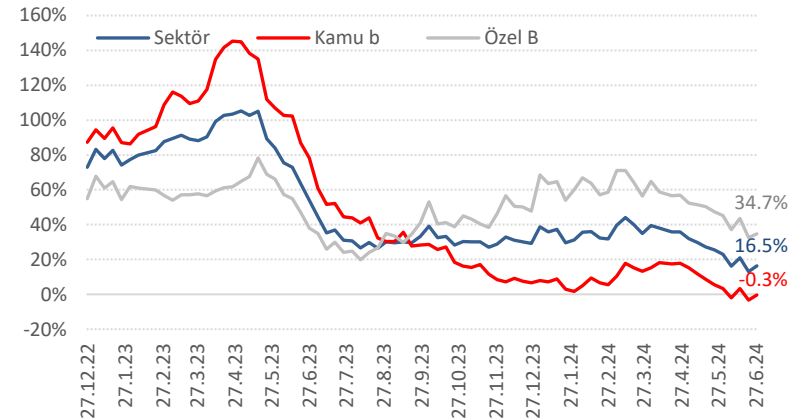
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

## Düzenleme sonrası YP kredi artışında yavaşlama



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

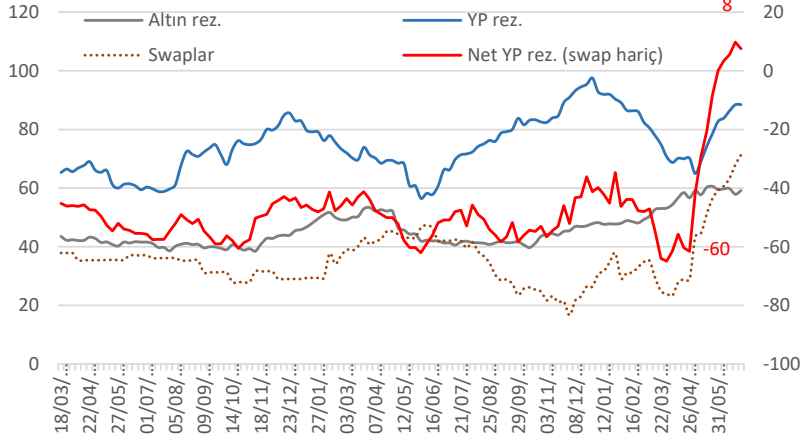
## Yüksek faiz ve düzenlemeler TL kredi artışını sınırlıyor.



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

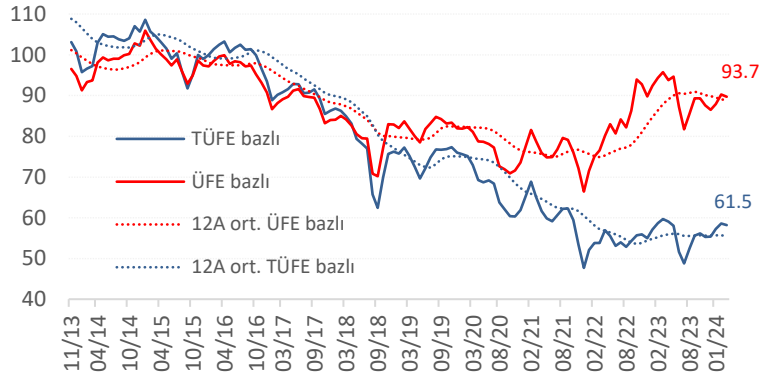
# TL'de değeriyle birlikte ters dolarizasyon TCMB rezervlerini güçlendiriyor

## Son iki ayda TCMB döviz rezervleri 70 milyar dolara yakın toparlandı



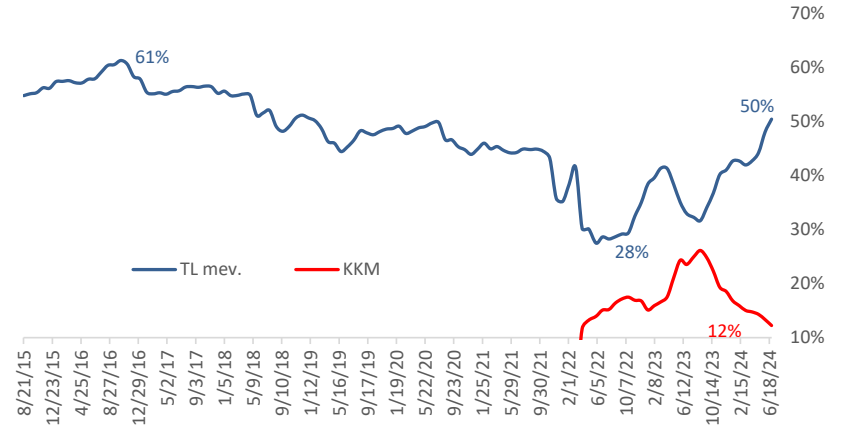
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

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



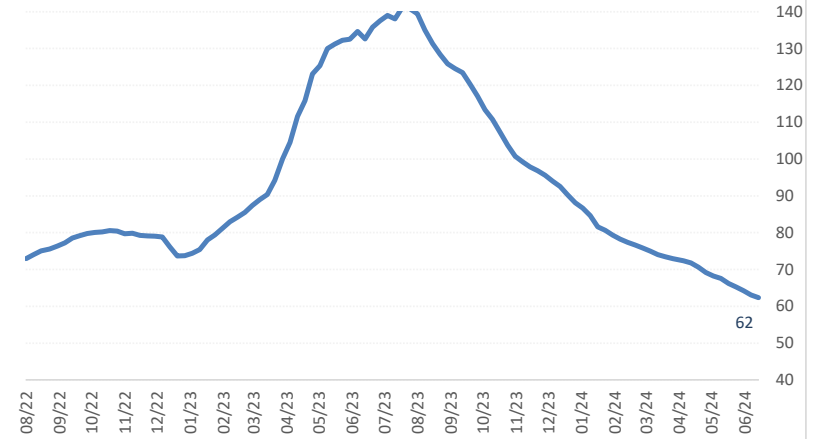
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

## KKM'den TL mevduata geçişler devam ediyor



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

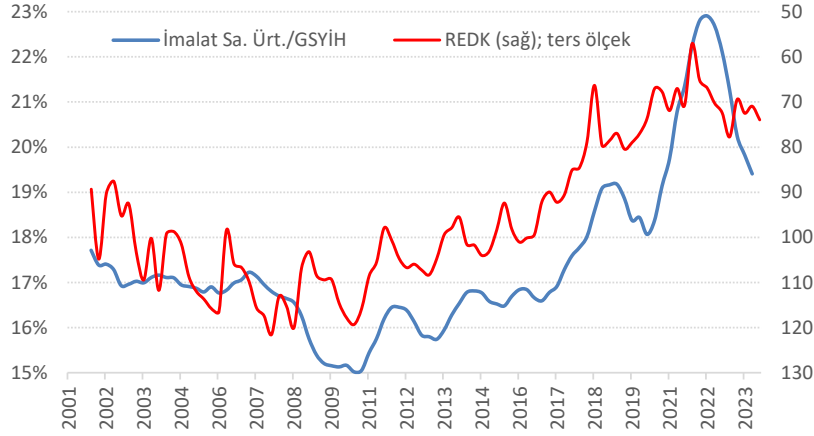
## KKM tutarı 70 milyar doların üzerinde azaldı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

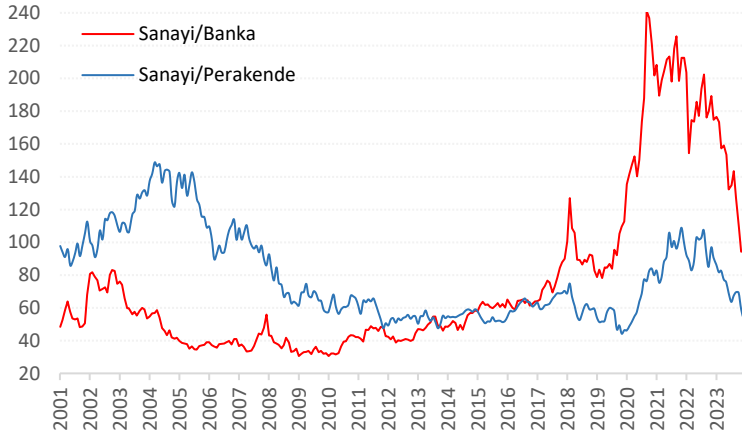
# Mayıs ve Haziran aylarında yurtdışı yerleşikler hisse senedinde satış yaptı

## TL'nin değer kazandığı dönemlerde imalat sektörünün payı azalıyor



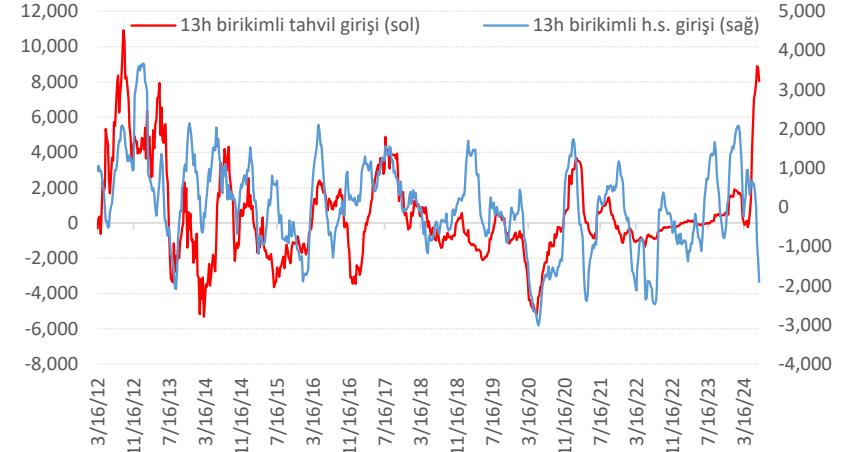
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

## TL değer kazandığında banka ve perakende endeksleri güçlü seyrediyor



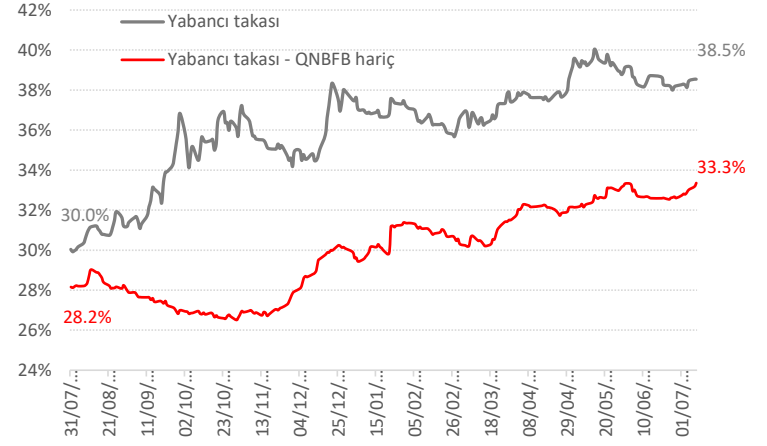
Kaynak: Ak Yatırım Arş., Matrics

## Son yedi haftada yurtdışı yerleşikler net 2.1 milyar dolar hisse senedi sattı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

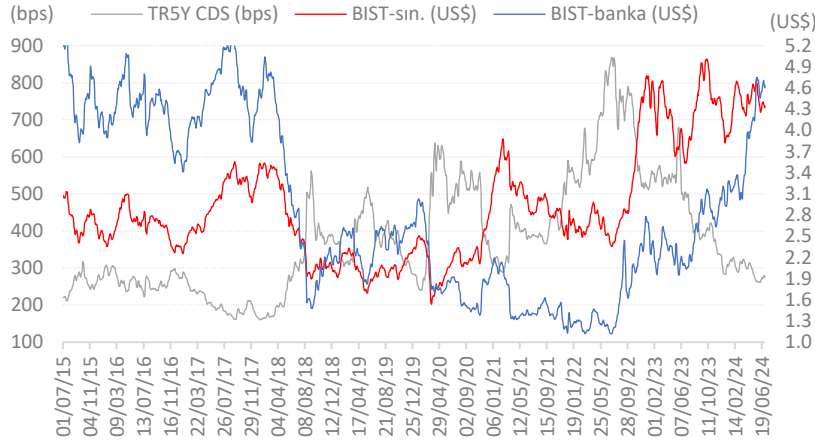
## Yabancı payı 1/3 seviyesinde dengelendi



Kaynak: Ak Yatırım Arş., Matrics

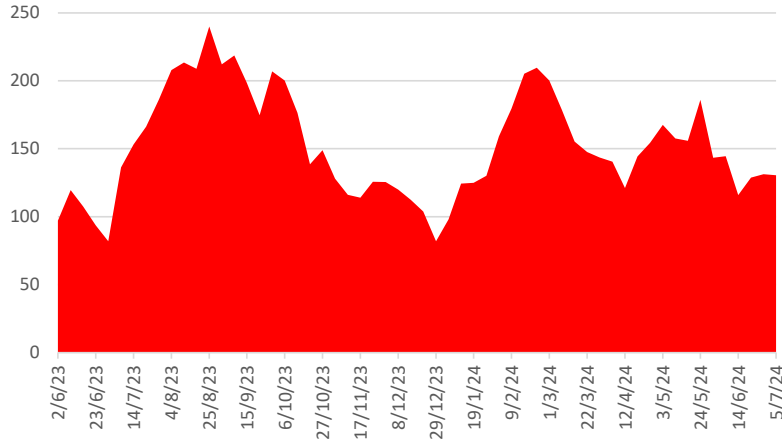
# Piyasa Görünümü

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



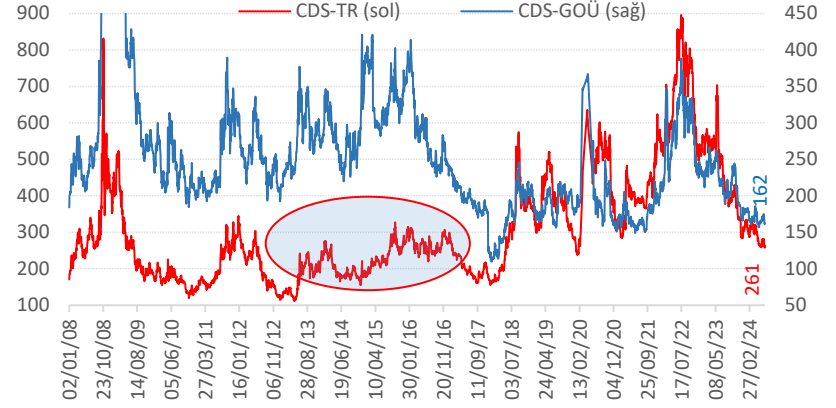
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



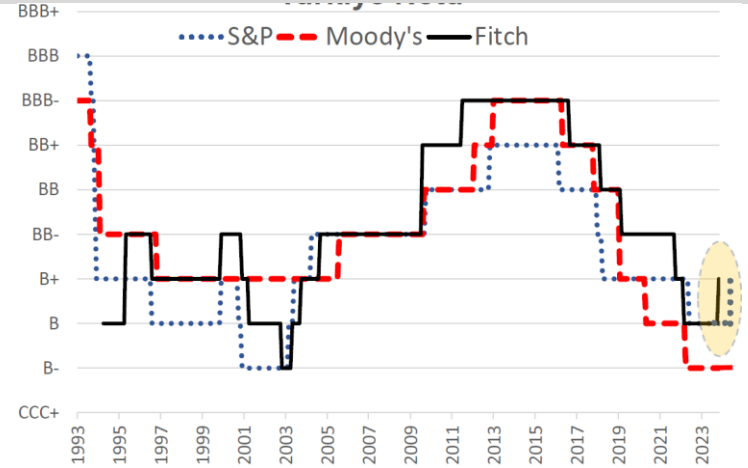
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

## «Yatırım yapılabilir» kredi notu varken CDS 200-250 baz puanda seyretti



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Türkiye'nin mevcut kredi notu yatırım seviyesinin dört basamak altında

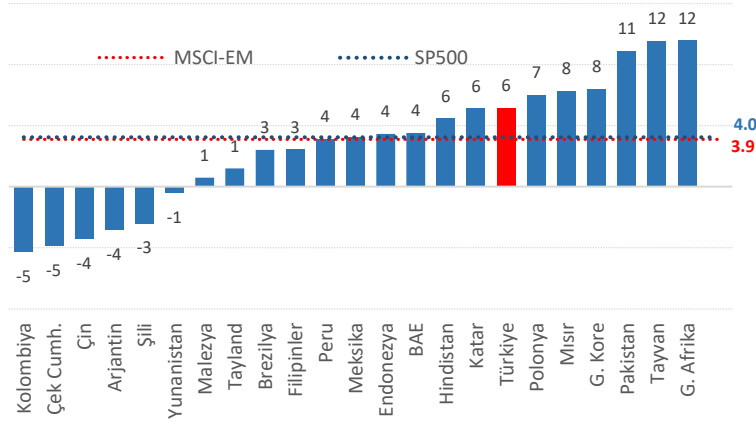


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Dünya gazetesi



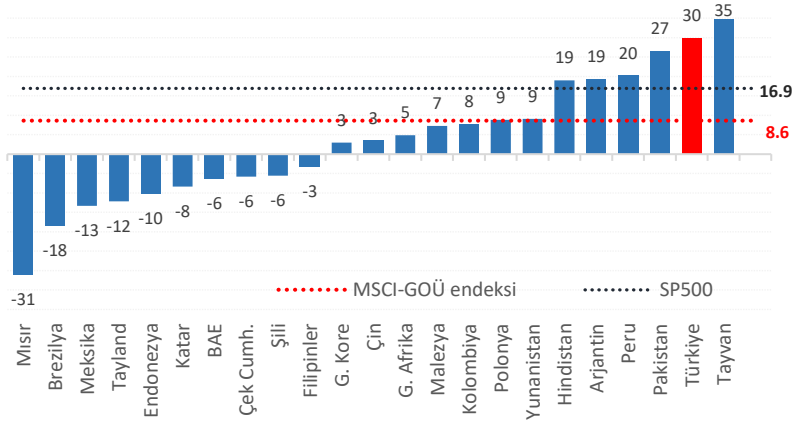
# Piyasa Görünümü

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



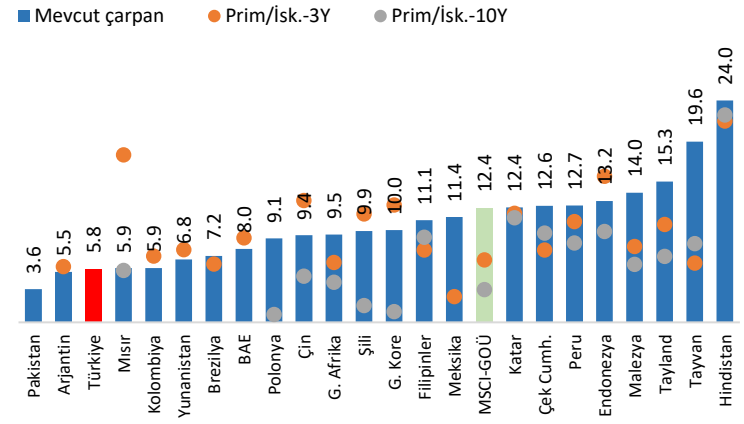
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Yılıbaşına göre MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (USD bazında)



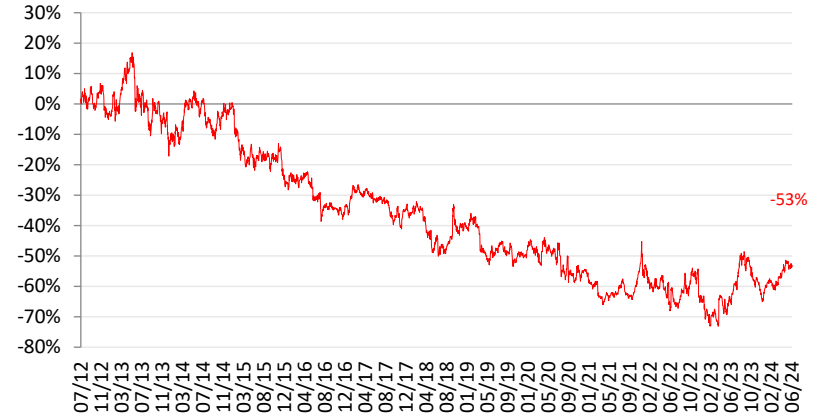
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## F/K oranı önceki ay ki 5,2x'den 5,7x'e geldi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

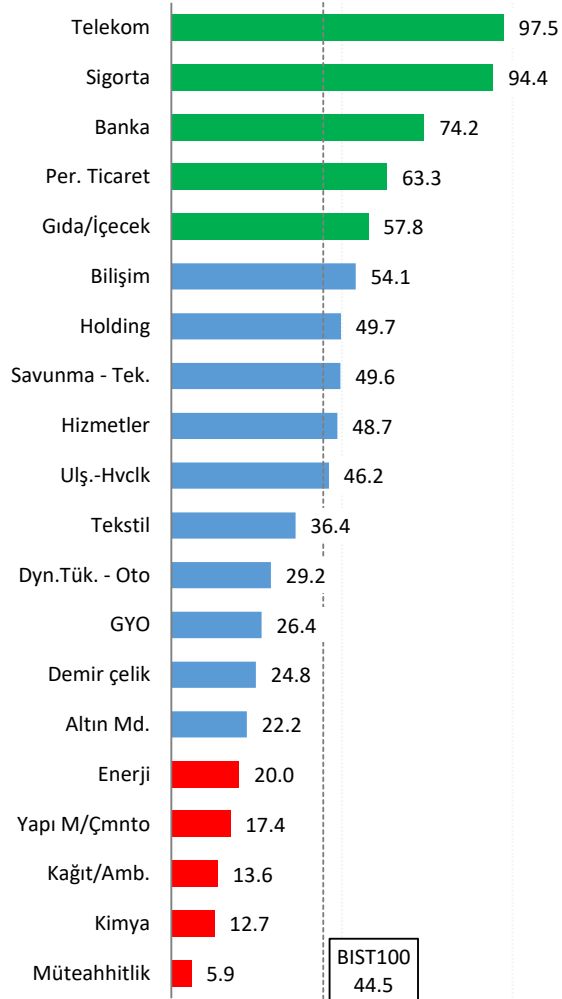
## F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) %50'ye geriliyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

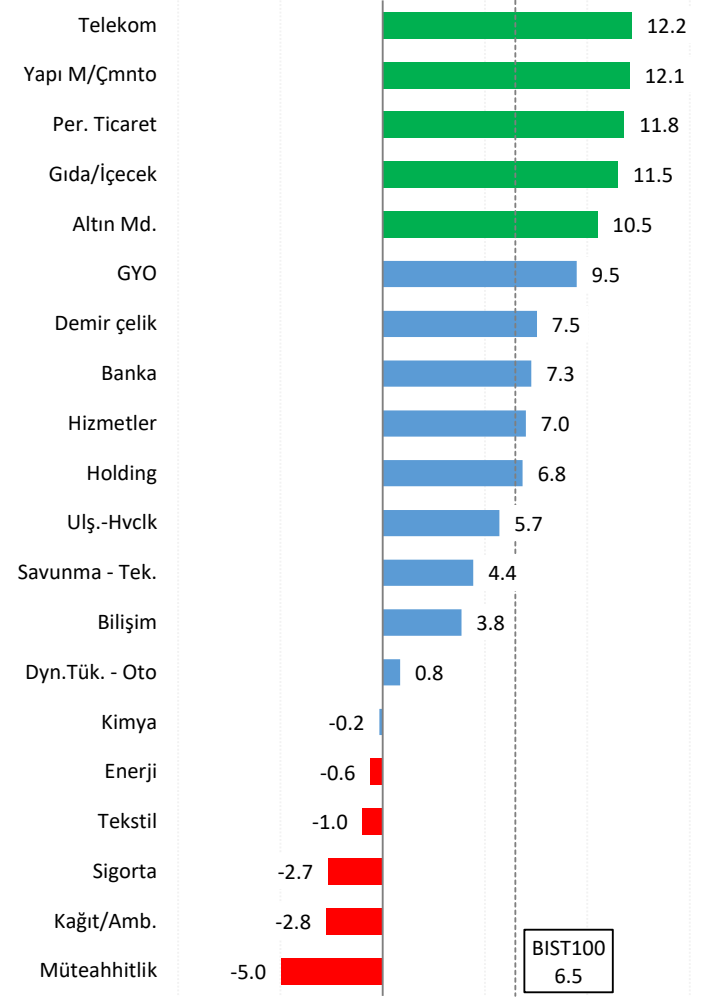
# Sektör Endekslerinde Görünüm

## Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

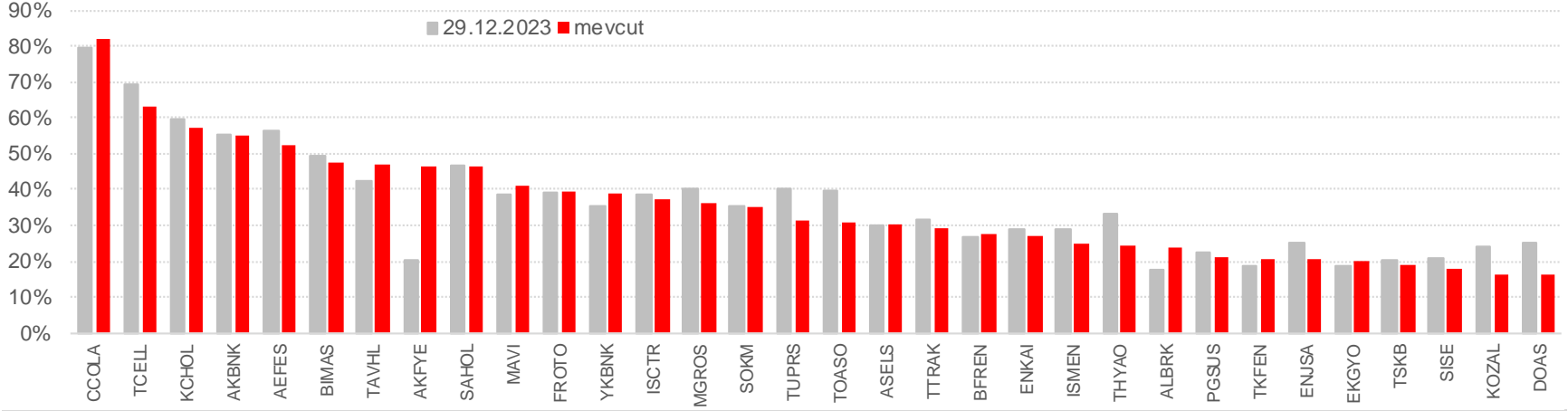
## Sektör endekslerinde son 1 aylık getiriler



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

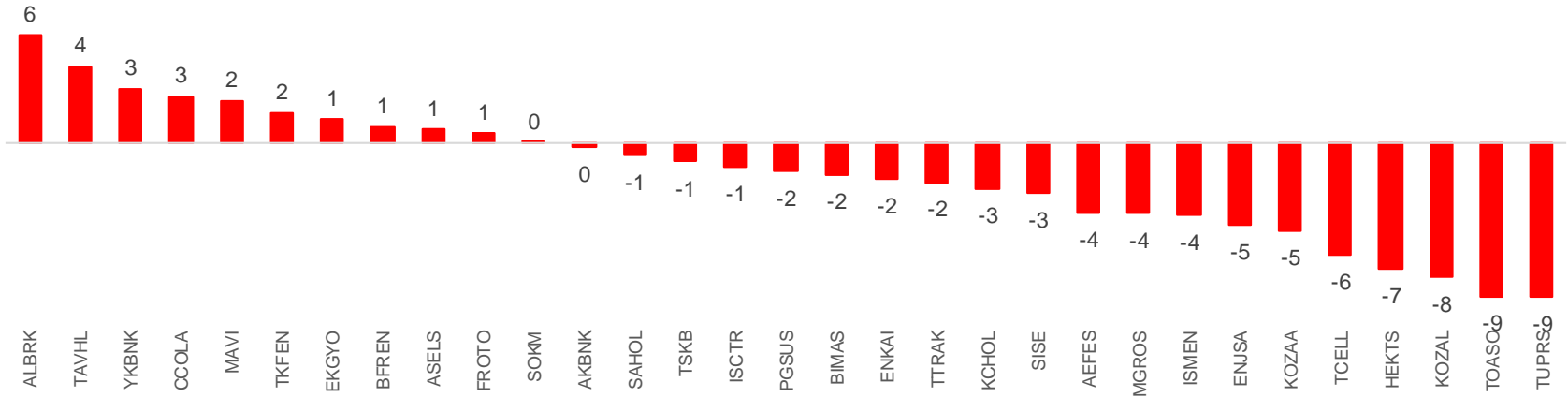
# Yabancı Yatırımcıların Favori Hisse Senetleri

## Şirketlerde Yabancı Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

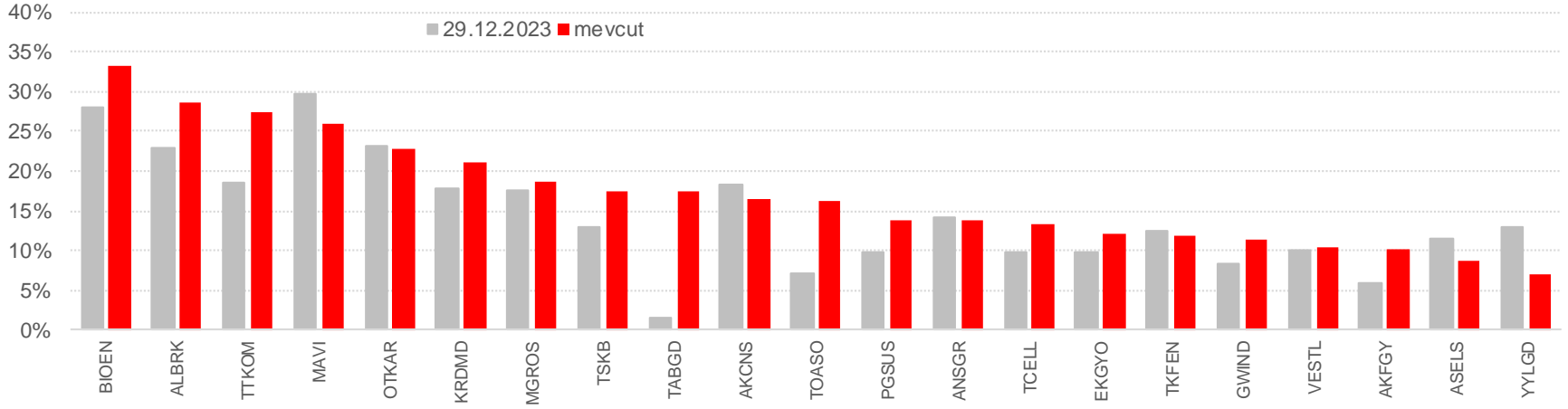
## 2023 Sonuna Göre Yabancı Paylarında Değişim (Puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

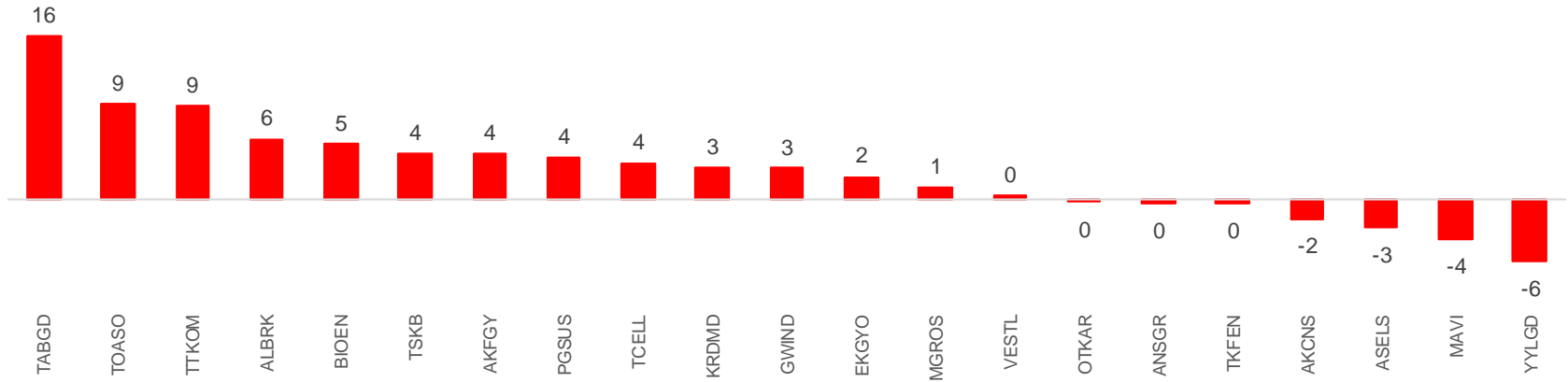
# Emeklilik Fonlarının Favori Hisse Senetleri

## Şirketlerde Emeklilik Fonlarının Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matris

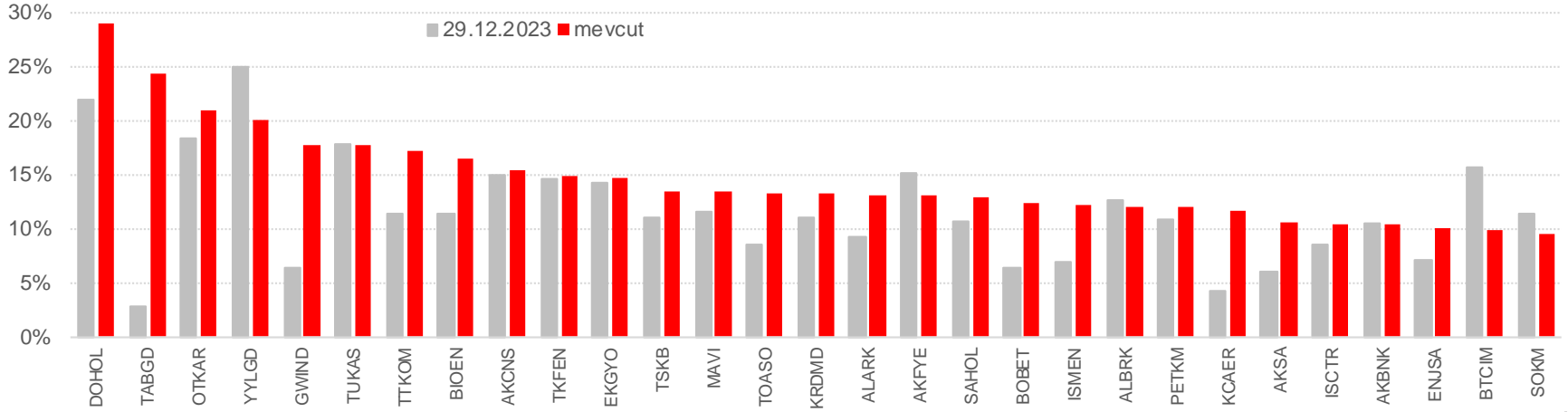
## 2023 Sonuna Göre Emeklilik Fonları Paylarında Değişim (Puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matris

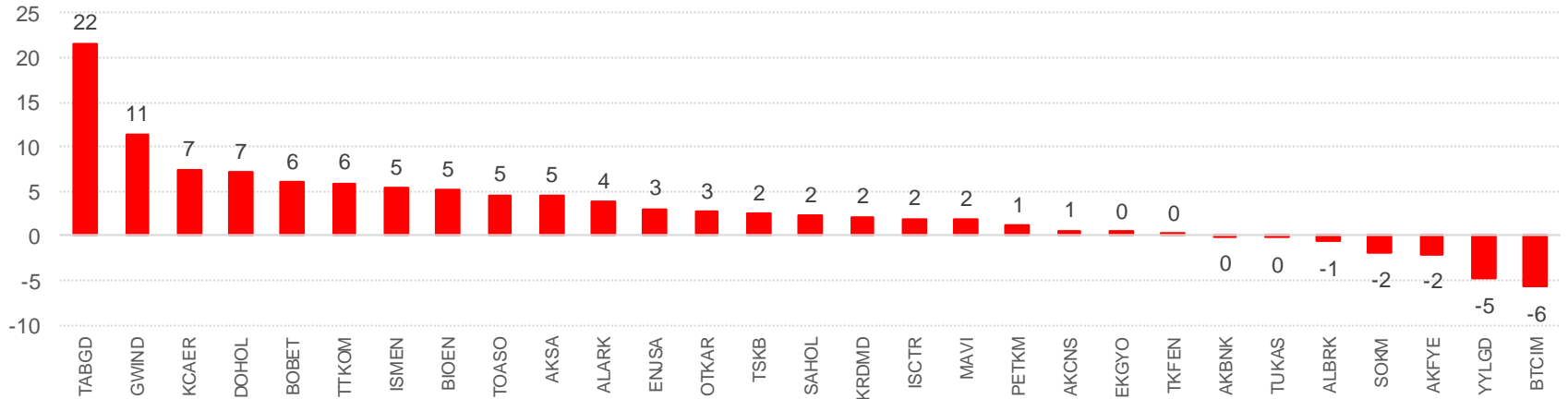
# Yatırım Fonlarının Favori Hisse Senetleri

## Şirketlerde Yatırım Fonlarının Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matris

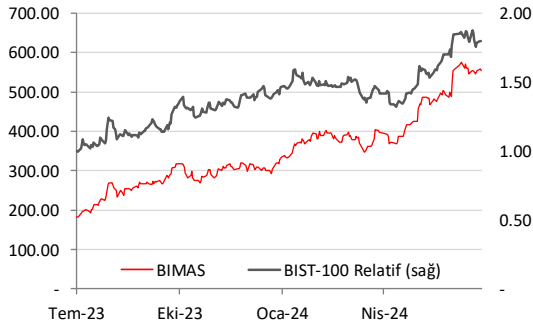
## 2023 Sonuna Göre Yatırım Fonları Paylarında Değişim (Puan)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matris

# Hisse Önerileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	676.00			
Güncel Fiyat, TL	554.00			
Getiri Potansiyeli	22%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	336,389			
Firma Değeri, mn TL	353,938			
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	267,036	475,874	676,309	859,962
FAVÖK, mn TL	20,985	37,596	52,267	64,451
Net Kâr, mn TL	12,283	22,914	31,215	36,612
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	15,349	17,603	23,866	26,077
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.5	0.5	0.4
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	7.9%	7.9%	7.7%	7.5%
Net Marj	4.6%	4.8%	4.6%	4.3%
Temettü Verimi	2.4%	1.8%	3.7%	5.6%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	80.8%	78.2%	42.1%	27.2%
FAVÖK, y/y	76.8%	79.2%	39.0%	23.3%
Net Kâr, y/y	50.6%	86.5%	36.2%	17.3%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
F/K	10.4	14.7	10.8	9.2
FD/FAVÖK	6.8	9.4	6.9	5.6
FD/Ciro	0.5	0.7	0.5	0.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	12.3%	39.0%	208.8%	84.2%
BİST-100 Relatif	5.4%	26.4%	76.9%	27.5%
AOİH, mn TL	2,063	1,750	1,536	1,514



## Yatırım teması:

Yılın geri kalanında makro koşulların hızlı tüketim sektörleri için dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla halen 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 pazar payı kazanmaya devam etmesini ve 2024'te sektörde en yüksek satış büyümesi ve 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 %78 ciro büyümesi göstermesini bekliyoruz. TL'de reel değer kazancı beklentimiz dolar bazında %27 büyümeye işaret ediyor. Özellikle yılın ilk yarısında, en büyük maliyet kalemi olan personel maliyetinde ciddi baskıya rağmen, FAVÖK marjında 2024 yılında daralma öngörmüyoruz. Personel giderleri üzerindeki baskı, operasyonel kaldıraçla iyileşmesiyle birlikte her çeyrekte azalarak yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha güçlü bir FAVÖK marjına işaret ediyor.

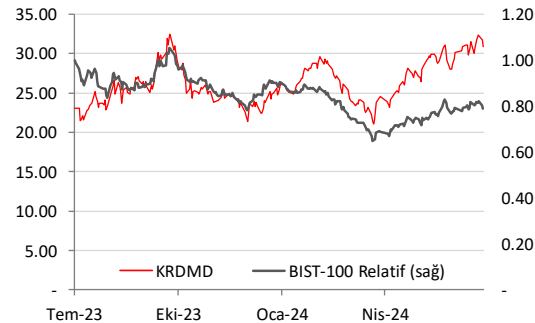
## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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

## Değerleme:

Bim'in 2023 yılı başından beri güçlü hisse performansı (endeks rölatif +110%) çarpanları genişlemeye devam ediyor. Hisse 14,7x 2024T ve 10,8x 2025T F/K ile uluslararası benzerlerine ve kendi 7 yıllık tarihsel ortalamalarına göre yaklaşık +%20 iskontolu işlem görüyor. Mevcut hedef değerimiz 676 TL'ye sınırlı getiri potansiyeli sunmasına rağmen, risksiz getiri oranı varsayımında önümüzdeki dönemde yapmayı planladığımız aşağı yönlü revizyon ile getiri potansiyelinin artacağını öngördüğümüz hisse için EÜG tavsiyemizi yineliyoruz.

Bloomberg Kodu				KRDMD TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				44.00
Güncel Fiyat, TL				30.82
Getiri Potansiyeli				43%
Halka Açıklık Oranı				89%
Piyasa Değeri, mn TL				24,047
Firma Değeri, mn TL				21,679
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	51,621	60,281	65,182	70,166
FAVÖK, mn TL	3,210	9,335	11,354	13,037
Net Kâr, mn TL	1,588	4,048	6,307	8,117
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-2,555	3,075	1,623	513
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.3	0.1	0.0
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	6.2%	15.5%	17.4%	18.6%
Net Marj	3.1%	6.7%	9.7%	11.6%
Temettü Verimi	1.0%	-	4.6%	8.1%
<b>Büyüme</b>				
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%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
F/K	15.9	8.7	5.6	4.3
FD/FAVÖK	7.0	4.1	3.2	2.7
FD/Ciro	0.4	0.6	0.6	0.5
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	5.8%	25.7%	27.3%	29.7%
BİST-100 Relatif	-0.6%	14.3%	-27.1%	-10.3%
AOİH, mn TL	1,834	1,696	1,973	1,571



## 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 çeliktalebi beklentimize istinaden en çok tercih edilen hisseler listemizde tutuyoruz.

Hammadde maliyetlerindeki düşüşle birlikte 2024 yılında toplam çelik sevkiyatının 2,3 milyon ton ve ton başına nominal FAVÖK'ün 120 ABD\$/t (y/y: +%7) olmasını bekliyoruz. Çin ve Avrupa çelik talebindeki potansiyel toparlanmanın ve 2024 yılında çelik ithalatına yönelik koruma önlemlerinin Türkiye çelik piyasasındaki fiyat baskılarını hafifletmesini bekliyoruz. Jeopolitik gerilimler teslimat sürelerini uzamasına ve nakliye maliyetlerinin artmasına yol açarak tedarik maliyetleri ve nihai çelik fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabileceğinden, tedarik güvenliği önemli bir sorun olabilir. Kardemir, 2022 rakamlarına göre cevher tedarikinin %65'ini ve kömür tedarikinin yaklaşık %10'unu yurt içinden karşılayarak hammadde tedarik güvenliği açısından rekabet avantajına sahiptir.

## 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

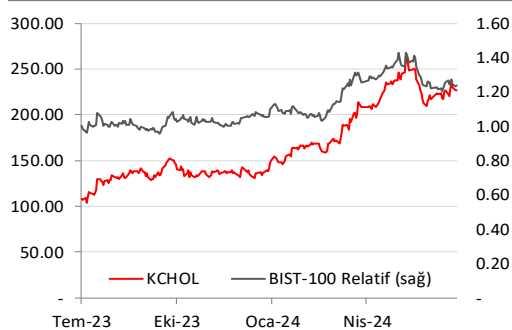
Bloomberg Kodu	KCHOL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	252.00			
Güncel Fiyat, TL	226.80			
Getiri Potansiyeli	11%			
Halka Açıklık Oranı	22%			
Piyasa Değeri, mn TL	575,142			
Firma Değeri, mn TL	671,048			

## Finansal Veriler

	2022	2023	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	901,857	1,149,932	1,806,956	2,259,612
FAVÖK, mn TL	166,227	188,304	268,400	363,002
Net Kâr, mn TL	69,806	112,226	116,985	153,839
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	45,164	11,567	-32,166	-103,878
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.1	-0.1	-0.3
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	18.4%	16.4%	14.9%	16.1%
Net Marj	7.7%	9.8%	6.5%	6.8%
Temettü Verimi	2.0%	1.6%	3.5%	2.3%

<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	160.1%	27.5%	57.1%	25.1%
FAVÖK, y/y	218.5%	13.3%	42.5%	35.2%
Net Kâr, y/y	359.5%	60.8%	4.2%	31.5%

Değerleme Verisi	2022	2023	2024T	2025T
F/K	1.6	2.5	4.9	3.7
FD/FAVÖK	1.4	2.2	2.8	2.1
FD/Ciro	0.3	0.4	0.4	0.3
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	6.5%	8.5%	115.5%	66.1%
BİST-100 Relatif	-0.0%	-1.3%	23.5%	14.9%
AOİH, mn TL	3,730	3,671	2,882	3,123



## 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 nedeniyle Koç Holding'i model portföyde tutmaya devam ediyoruz.

Son dönemdeki satın alma ve varlık satışları... Şubat-24'te, Koç Holding, Tat Gıda'nın %43,65'ini 72 milyon USD bedelle Memişoğlu Tarım'a sattı. Nisan-24'te ise 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. Bu arada, Mayıs-24'te Koç Holding YKB hisselerini satmak üzere First 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'i 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 bulunduğundan Koç Holding'in 2024'te toplayacağı temettünün 35-40 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

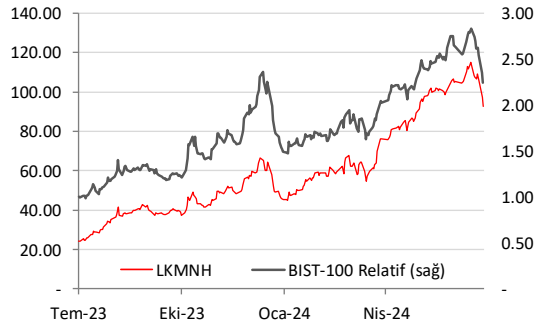
## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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, BİST'te yabancı ilgisinin artması halinde Koç Holding'in en olumlu etkilenebilecek şirketlerden birisi olduğunu düşünüyoruz.

## Değerleme:

Koç Holding cari net aktif değerine göre %16 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	92.60			
Getiri Potansiyeli	35%			
Halka Açıklık Oranı	66%			
Piyasa Değeri, mn TL	3,334			
Firma Değeri, mn TL	3,964			
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%	1.5%	2.2%	2.9%
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	6.2	6.1	5.6
FD/FAVÖK	4.8	6.1	4.1	3.1
FD/Ciro	0.9	1.2	0.9	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-8.8%	21.8%	294.1%	44.3%
AOİH, mn TL	-14.3%	10.7%	125.8%	-0.2%
AOİH, mn TL	50	47	40	47



## 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 afiliyon 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 yata y veya hafif düşüş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Lokman Hekim'in 2024'te daha iyi bir kar momentumu yakalayabileceğini düşünüyoruz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

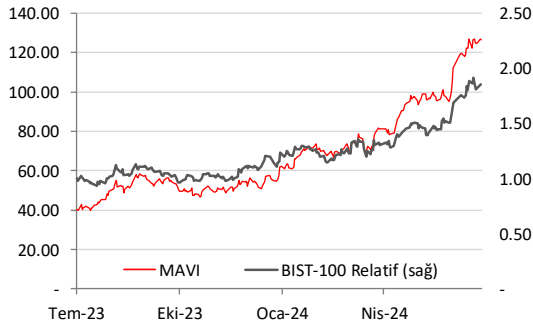
Afilasyon potansiyeli. Yönetim, Etik ve Akay Hastaneleri için afiliyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

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	143.00			
Güncel Fiyat, TL	126.50			
Getiri Potansiyeli	13%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mın TL	50,253			
Firma Değeri, mın TL	46,573			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mın TL	20,209	35,394	49,488	61,749
FAVÖK, mın TL	4,870	8,609	10,914	13,184
Net Kâr, mın TL	2,887	5,326	6,594	7,699
Borçluluk				
Net Borç, mın TL	-2,586	-4,213	-6,894	-9,007
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.1%	24.3%	22.1%	21.4%
Net Marj	14.3%	15.0%	13.3%	12.5%
Temettü Verimi	2.7%	1.7%	3.2%	6.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	90.8%	75.1%	39.8%	24.8%
FAVÖK, y/y	96.3%	76.8%	26.8%	20.8%
Net Kâr, y/y	100.6%	84.5%	23.8%	16.8%
Değerleme Verisi				
	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.5	9.4	7.6	6.5
FD/FAVÖK	2.8	5.4	4.0	3.2
FD/Ciro	0.7	1.3	0.9	0.7
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	29.3%	56.1%	205.6%	122.1%
BİST-100 Relatif	21.5%	41.9%	75.1%	53.6%
AOİH, mın TL	460	379	298	337



## Yatırım teması:

Mavi son 2 yılda perakende sektöründe (gıda perakende dahil) en yüksek satış büyümesini yanı sıra en yüksek marj genişlemesi ile rekor yüksek tarihsel marjlara ulaştı. Yüksek talep sayesinde güçlü hacim büyümeleri ve güçlü fiyatlama, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların büyümeye devam etmesi ana itici güçler oldu. 2024 yılında, makro sıkılaşma nedeniyle tüketimin yavaşlamasına rağmen, özellikle yılın ilk yarısında ücret artışlarıyla desteklenen güçlü talebin desteğiyle görece güçlü bir satış büyümesi bekliyoruz. Makro koşulların dayanaklı 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 düzeltilmiş FAVÖK'te (TFRS 15&16 etkileri düzeltilmiş) hafif bir daralma bekliyoruz. Şirket, 2024 yılında %70 (+5%) satış büyümesi, TFRS 16 sonrası %23,5 (+50bps) FAVÖK marjı öngörüyor. Tahminlerimiz, Şirket'in 2024 öngörülerine hem büyüme hem de karlılıkta hafif yukarı yönlü potansiyel olduğuna işaret ediyor.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

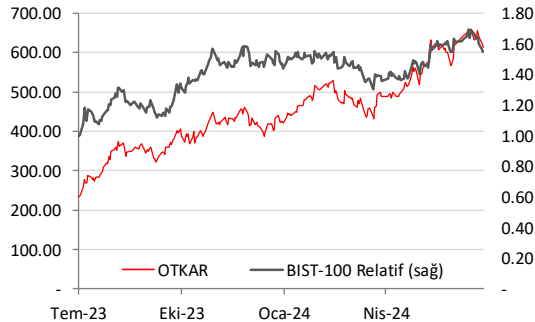
Güçlü finansal sonuçların açıklanması, risk algısında iyileşme/yabancı sermaye girişi en önemli katalizörler olarak öne çıkıyor.

## Değerleme:

Mevcut hedef değerimiz 143TL'ye sınırlı getiri potansiyeli sunmasına rağmen, risksiz getiri oranı varsayımında yakın vadede yapmayı öngördüğümüz olası aşağı yönlü revizyon ile getiri potansiyelinin artacağını öngördüğümüz hisse için EÜG tavsiyemizi yineliyoruz. MAVI, 9,4x 2024T, 7,6x 2025T F/K çarpanlarıyla gelişmekte olan piyasalardaki uluslararası benzerlerine göre %30 iskontolu işlem görmektedir.

# Otokar

Bloomberg Kodu				OTKAR TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				830.00
Güncel Fiyat, TL				612.00
Getiri Potansiyeli				36%
Halka Açıklık Oranı				27%
Piyasa Değeri, mn TL				73,440
Firma Değeri, mn TL				86,776
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
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
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	9,297	7,845	8,932	10,100
Net Borç/FAVÖK	2.5	1.1	0.9	0.8
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	16.3%	19.2%	21.6%	22.0%
Net Marj	9.2%	15.3%	18.8%	20.9%
Temettü Verimi	-	1.0%	3.7%	7.2%
<b>Büyüme</b>				
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%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
F/K	16.0	13.4	8.3	6.1
FD/FAVÖK	11.5	11.8	8.1	6.6
FD/Ciro	1.9	2.3	1.8	1.4
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	1.8%	25.5%	172.1%	45.8%
BİST-100 Relatif	-4.4%	14.1%	56.0%	0.9%
AOİH, mn TL	212	214	231	198



## Yatırım teması:

Otokar'ı; (i) artan ve genişleyen jeopolitik endişelerin Şirket'in coğrafi genişlemesini hızlandırdığı, (ii) güçlenen bayi ağı ve stratejik ilişkiler ile TA 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 Zırlı 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. 2024'te üretim adetleri %16 arttı ve bunu gelecek satış rakamları için indikatör görüyoruz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

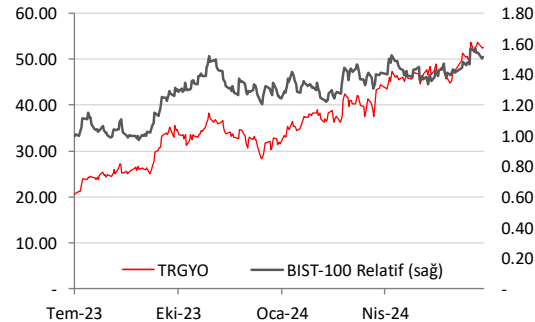
Yeni proje eklemeleri ve/veya aylık OSD verileri hisse senedi için bir katalizör olabilir.

## Değerleme:

Otokar'ı değerlemek için USD bazlı bir İNA modeli kullanıyoruz. Hesaplamalarımıza göre, Otokar hisseleri USD bazında 2023 15,5x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir ve bu da sadece %15 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				76.00
Güncel Fiyat, TL				52.50
Getiri Potansiyeli				45%
Halka Açıklık Oranı				21%
Piyasa Değeri, mn TL				52,500
Firma Değeri, mn TL				44,967
<b>Finansal Veriler</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	4,971	9,814	17,544	24,687
FAVÖK, mn TL	3,371	6,287	10,683	14,741
Net Kâr, mn TL	12,639	18,855	24,834	31,159
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	91	-10,838	-15,521	-23,261
Net Borç/FAVÖK	0.0	-1.7	-1.5	-1.6
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	67.8%	64.1%	60.9%	59.7%
Net Marj	254.3%	192.1%	141.6%	126.2%
Temettü Verimi	0.9%	4.5%	6.7%	8.6%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	86.7%	97.4%	78.8%	40.7%
FAVÖK, y/y	85.4%	86.5%	69.9%	38.0%
Net Kâr, y/y	-31.4%	49.2%	31.7%	25.5%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
F/K	1.8	2.8	2.1	1.7
FD/FAVÖK	4.9	5.6	2.9	1.5
FD/Ciro	3.3	3.6	1.7	0.9
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	14.2%	18.0%	177.8%	65.6%
BİST-100 Relatif	7.3%	7.3%	59.2%	14.6%
AOİH, mn TL	79	123	108	118



## 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 1Ç24'te 1,11 milyar TL net nakit bildirdi. Torun Tower'ın 2Ç24'te 11,58 milyar TL'ye satılmasıyla birlikte, 2Ç24 nakit akışları olmasaydı net nakit 12,7 milyar TL'ye ulaşıyor. Bu durumun daha yüksek getirili varlıkların satın alınmasının önünü açacağına inanıyoruz. Torun Tower'ın AVM'lere göre nispeten daha düşük bir kira getirisine sahip olduğunu hatırlatmak isteriz, öyle ki son değerlendirme raporlarına göre Torun Tower 2024T kira getirisi %5,4 iken, MOI 2024T kira getirisi %10 seviyesindeydi. Perakende piyasasında daha karlı yatırım fırsatları olduğuna ve karar verme sürecinde nakdi park etmek için cazip mevduat oranlarının mevcut olduğuna inanıyoruz. Faiz geliri 2024 yılında net kârı destekleyecektir. Mevcut piyasa mevduat oranları, mevcut ortamda şirketin banka kredileri üzerindeki efektif faiz oranlarından daha yüksektir. Torun Tower'ın satışından elde edilen 11,58 milyar TL'lik nakit gelirin, bir satın alma için kullanılana kadar, 2024 yılında net faiz gelirin güçlü bir katkı yapmasını bekliyoruz.

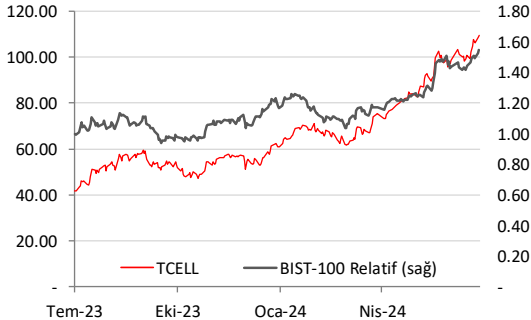
## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

(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 öz kaynak finansmanlı yatırımlar hisse performansını etkileyecek temel faktörler olarak öne çıkmaktadır.

## Değerleme:

TRGYO hisselerini 12A HF 76 TL olarak değerlendiriyor, tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak sürdürüyoruz. Hisse şu anda 0,61x PD/NAD ve 0,62x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	144.00			
Güncel Fiyat, TL	109.40			
Getiri Potansiyeli	32%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	240,680			
Firma Değeri, mn TL	281,642			
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	23,968	99,793	111,769
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.3	1.0	1.0
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%	2.6%	4.8%	7.4%
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				
F/K	7.7	9.7	5.7	4.1
FD/FAVÖK	2.6	3.6	3.5	3.2
FD/Ciro	1.2	1.6	1.5	1.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	12.1%	45.0%	179.0%	95.0%
AOİH, mn TL	5.3%	31.8%	59.9%	34.9%
	2,254	2,357	2,142	2,198



## Yatırım teması:

Turkcell için görüşümüz olumlu. Şirketi, i) mobil iş kolunda maliyet enflasyonunu yakalayan daha dinamik fiyatlama 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 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 ayırtıracacağını düşünüyoruz.

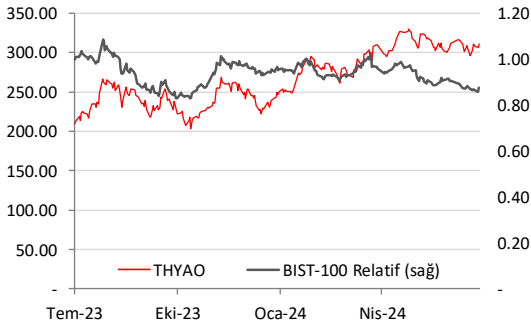
## Değerleme:

Turkcell, 2024T 4.4x FD/FAVÖK yaklaşık %16 iskonto ile işlem görüyor.

# Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu				THYAO TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				530.00
Güncel Fiyat, TL				310.75
Getiri Potansiyeli				71%
Halka Açıklık Oranı				50%
Piyasa Değeri, mn TL				428,835
Firma Değeri, mn TL				637,666

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
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
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	242,746	382,354	409,904	432,392
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.5	2.1	1.8
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	22.9%	19.2%	19.1%	19.0%
Net Marj	32.3%	10.9%	10.1%	9.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
<b>Büyüme</b>				
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%
<b>Değerleme Verisi</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>
F/K	1.6	5.0	4.2	3.5
FD/FAVÖK	4.0	5.1	4.1	3.5
FD/Ciro	0.9	1.0	0.8	0.7
<b>Hisse Verileri</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>12A</b>	<b>YBG</b>
Nominal Getiri	2.7%	0.5%	44.4%	35.9%
BİST-100 Relatif	-3.5%	-8.7%	-17.2%	-5.9%
AOİH, mn TL	9,236	10,469	9,926	10,339



## 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. THY filosunda yer alan PW1100G-JM tipi motora sahip A320/321NEO uçaklarındaki motor kaynaklı operasyonel sorunların etkisini azaltmak amacıyla International Aero Engines (IAE) ile olan anlaşmalarının revize edilerek oluşan zararların tazmin edilmesine yönelik uzlaşmaya vardı. Beklenenden daha yüksek yakıt fiyatları, Asya'ya beklenenden daha fazla uçuş (IATA 2024 yılında Asya trafiğinde yıllık ~%20 artış bekliyor) ve raikplerin kapasite artırılmaması 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 5.0xFD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

# İletişim Bilgileri



# AK Yatırım Araştırma Ekibi

---

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

# AKYatırım

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

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2024