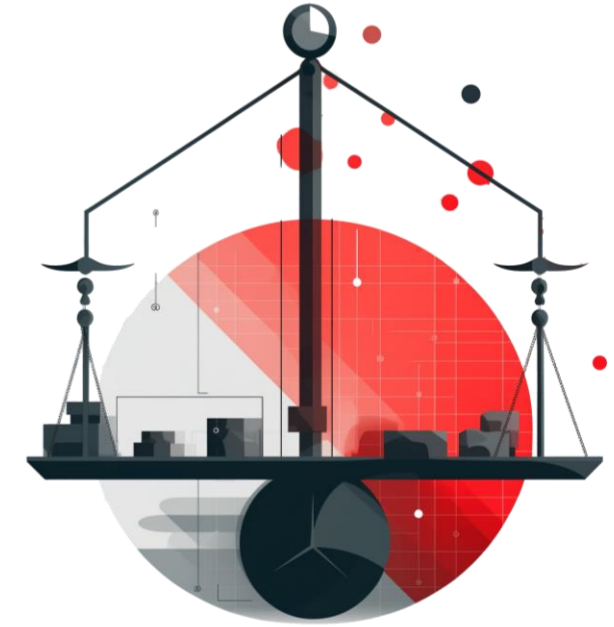


Makro Dengelenmenin Yeni Aşamasında Favori Sektörler ve Hisse Senetleri

TÜRKİYE | Strateji
3 Eylül, 2024

AK Yatırım



İçerikler

<u>Hisse Stratejisi</u>	<u>3</u>
<u>Tercih Edilen Hisseler</u>	<u>5</u>
<u>Kapsam Listesi Genel Bakış</u>	<u>20</u>
<u>Küresel Pazarlar</u>	<u>23</u>
<u>Bankalar</u>	<u>28</u>
<u>Banka Dışı Sektörler</u>	<u>45</u>

Alfabetik Sırayla Şirket Kapsamı

	Sayfa		Sayfa		Sayfa		Sayfa
<u>ALBRK</u>	<u>38</u>	<u>AKSA</u>	<u>46</u>	<u>INDES</u>	<u>57</u>	<u>PGSUS</u>	<u>68</u>
<u>GARAN</u>	<u>39</u>	<u>AEFES</u>	<u>47</u>	<u>KLKIM</u>	<u>58</u>	<u>PETKM</u>	<u>69</u>
<u>HALKB</u>	<u>40</u>	<u>ARCLK</u>	<u>48</u>	<u>KRDMD</u>	<u>59</u>	<u>SELEC</u>	<u>70</u>
<u>ISCTR</u>	<u>41</u>	<u>ASELS</u>	<u>49</u>	<u>KCHOL</u>	<u>60</u>	<u>TAVHL</u>	<u>71</u>
<u>TSKB</u>	<u>42</u>	<u>AVPGY</u>	<u>50</u>	<u>LOGO</u>	<u>61</u>	<u>TOASO</u>	<u>72</u>
<u>VAKBN</u>	<u>43</u>	<u>AYGAZ</u>	<u>51</u>	<u>LKMNH</u>	<u>62</u>	<u>TRGYO</u>	<u>73</u>
<u>YKBNK</u>	<u>44</u>	<u>BIMAS</u>	<u>52</u>	<u>MAVI</u>	<u>63</u>	<u>TCELL</u>	<u>74</u>
		<u>CCOLA</u>	<u>53</u>	<u>MPARK</u>	<u>64</u>	<u>TUPRS</u>	<u>75</u>
		<u>DOAS</u>	<u>54</u>	<u>MEDTR</u>	<u>65</u>	<u>THYAO</u>	<u>76</u>
		<u>EREGL</u>	<u>55</u>	<u>MGROS</u>	<u>66</u>	<u>TTRAK</u>	<u>77</u>
		<u>FROTO</u>	<u>56</u>	<u>OTKAR</u>	<u>67</u>	<u>VESBE</u>	<u>78</u>

Piyasalar kritik dönemde, doğru hisse seçmek güçleşiyor

Yeni endeks hedefimizde getiri potansiyeli %45 oldu. Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin model güncellemeleri sonrası 12 aylık BIST-100 endeks hedefimizi %45 getiri potansiyeli ile 14.600'e yükselttik. Değerleme modellerimizde risksiz faiz oranı (RfR) varsayımını 100 baz puan aşağı çekerek %20'ye düşürdük. Bu durumda hisse risk primi %5,5 olmak üzere piyasa öz sermaye maliyetini (CoE) %25,5 varsaydık. BIST-100 endeksinin Temmuz ortasındaki 11.250 zirvesinden gerilemesi getiri potansiyelini artırdı. Son dönemde BIST'teki satış eğilimi yurt içi talepte yavaşlama sinyallerinin artması ve şirket kârlarına dair beklentilerin zayıflamasıyla güçlendi.

Makro görünümde istikrar uzun vadede getiri potansiyelini destekliyor. Nisan'dan bu yana makro iyileşme genel olarak tahminlerimiz doğrultusunda gerçekleşti. Piyasa iyimserliğindeki geçici dalgalanmalara rağmen, enflasyonda düşüş ve ekonomide büyümenin makul düzeylerde korunduğu baz senaryomuzu koruyoruz. Buna göre (i) TÜFE enflasyonunun 2024 sonunda %43 ve 2025 sonunda %25 olmasını, (ii) faiz indirim sürecinin Aralık ayında 500 baz puan ile başlamasını; ve politika faizinin daha sonraki indirimlerle 2025 sonunda %27'ye gerilemesini, (iii) GSYİH büyümesinin hem 2024 hem de 2025 için %3,5 olmasını, (iv) cari işlemler açığının 2023'teki GSYH'nin yaklaşık %4,0'ı seviyesinden 2024 ve 2025 yıllarında GSYH'nin %2'sinin altına düşmesini, ve (v) TL'deki değerlenmenin, 2025'te USD/TRY kurunda yaklaşık %20 artışla (ters dolarizasyonun katkısıyla), daha ılımlı şekilde sürmesini bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm zorlayıcı olabilir. Ancak tüketici talebindeki yavaşlama işaretleri, yüksek TL faizler ve değerlenen TL'nin kâr marjları üzerindeki olumsuz etkileriyle birlikte, bazı sektörlerde şirket kârları önümüzdeki dönemde bir miktar zorlanabilir. Öte yandan, enflasyondaki kalıcı düşüşle birlikte güvenin artması durumunda, özellikle yurt dışı yerleşiklerin artan risk iştahının etkisiyle piyasada muhtemelen yeni bir yükseliş görebiliriz. Fiyat oynaklığı risklerinin hakim olması nedeniyle, mevcut makro ortamda daha istikrarlı bir görünüme sahip olan şirketleri tercih etmeye devam ederken, uzun vadede daha büyük yükseliş potansiyeline sahip olabilecek bazı isimleri ise göz ardı ediyoruz.

Bu raporla Migros, İş Bankası C ve MPL Care hisselerini eklerken, Lokman Hekim ve Logo'yu model portföyden çıkardık. Öneri listemizdeki diğer hisseleri tutmaya devam ediyoruz. Bu kapsamda BİM, Ford Otosan, İş Bankası, Koç Holding, Mavi, MLP Care, Migros, Otokar, Turkcell, Türk Havayolları ve Yapı Kredi Bankası en çok tercih edilen hisse senetleri listemizde yer alıyor.

Hisse seçimleri daha kritik olacak. Geçen yılın ortasından bu yana, makro istikrar programının etkilerini tahmin edip buna uygun hisse seçimleri yapmak nispeten kolaydı. Bu senaryoda bankacılık, telekom, perakende ticaret ve sağlık hizmetleri gibi sektörleri doğru bir şekilde önerdik. Böylece hisse senedi öneri listemiz yılbaşından bu yana %69 oranında getiri elde ederek BIST-100 toplam getiri endeksi getirisinin %23 geçti. Ancak enflasyondaki baz etkilerinin ortadan kalkması, TL'nin reel olarak değer kazanması ve yüksek reel faizlerin şirketlerin faaliyet performansı üzerinde bir miktar baskı oluşturması nedeniyle program tahmin edilmesi daha zor bir süreçte devam edecek gibi görünüyor.

Banka, telekomünikasyon ve perakende sektörlerinde olumlu ayrışma beklentimiz devam ediyor. 2024'teki zayıf sonuçların ardından, bankacılık sektöründe toparlanmanın yılın ikinci yarısında başlayacağı konusunda iyimseriz. Telekomünikasyon sektöründe de abonelik ücretlerinde yapılan fiyat artışlarının gecikmeli etkilerinin birkaç çeyrek daha sürmesini bekliyoruz. Ayrıca hane halkı talebinin baskılanmaya devam edeceği bu süreçte temel tüketime yönelik talebin ihtiyari tüketime göre gücünü koruyacağını düşünüyoruz. Öte yandan TL'de değerlenmenin ivme kaybetse de süreceğini, kredi koşullarının bir süre daha sıkı kalacağını ve hane halkı borçlanmasının ertelenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bu beklentiler ve zayıf küresel talep koşulları nedeniyle faize duyarlı sektörler (gayrimenkul, otomobil, dayanıklı tüketim malları ve mobilya), ihracatçı sektörler ve dış talep koşullarına bağlı sektörlerde orta vadede önemli bir ivmelenme beklemiyoruz.

Piyasalar kritik dönemeçte, doğru hisse seçmek güçleşiyor

Kur konusunda TCMB'nin eli oldukça rahatladı. Son bir yılda, TCMB'nin güçlü rezerv birikimi ve döviz korumalı mevduatın 110 milyar doların üzerinde daralması sayesinde döviz üzerindeki baskı önemli ölçüde azaldı. Her ne kadar son dönemde döviz korumalı mevduatın bir kısmının döviz depolarına dönüştürülmesi döviz kurları üzerinde ılımlı bir baskı yaratsa da TCMB, güçlenen rezervleri sayesinde oynaklığı kontrol etmede zorlanmadı. Ayrıca, ticaret dengesinin güçlenmesi de (geçici ve mevsimsel faktörler ile enerji ve altına göre düzeltilmiş) gelecekteki döviz talep koşullarında bir iyileşmeyi destekliyor. Son aylarda öncü ihracat göstergelerinde bazı zayıflama işaretleri olsa da küresel bazda faizlerin gevşeme sürecinin hem Türkiye'nin ihracatına hem de dış finansman koşullarına olumlu katkı sağlayacağına inanıyoruz.

Hane halkının geçmiş tecrübeleri enflasyonla mücadeleyi olumsuz etkiliyor. Makro görünümdeki toparlanmaya rağmen önümüzdeki 12 aya ilişkin TÜFE beklentisi son iki yılda hane halkında %70-80 aralığında neredeyse sabit kalırken, finansal olmayan kesimde %55 civarında seyrediyor. Enflasyonla mücadele programına kamuoyunu kısa sürede ikna etmek kuşkusuz zor ve bu durum özellikle 2025 yılı başında yapılacak asgari ücret ayarlaması sırasında gerginlik yaratabilecek. Özellikle hizmet enflasyonundaki katılık devam ediyor. Ancak önümüzdeki aylarda mevsimsellikten arındırılmış aylık TÜFE'nin %2'nin altına düşmesi kamuoyunu olumlu etkileyerek BİST'te risk iştahını destekleyebilir.

Ölçülü not artışları gelebilir. Temmuz ayından bu yana üç büyük kurum tarafından Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin 4 kademe altında tutuluyor. Fitch'in Eylül ayında yapacağı gözden geçirmenin ardından önümüzdeki yıl üç kurum tarafından beş gözden geçirme daha gerçekleştirilecek. Mali görünüm ve döviz rezervlerindeki olumlu seyre bağlı olarak bu incelemelerin iki not artışı daha getirmesi olasılığı var. Hatırlanacağı üzere 2010'lu yılların ortalarında kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altı basamak altından yatırım yapılabilir seviyeye ulaşması altı yıl sürmüştü ve bu dönemde enflasyonun tek haneli düzeylerde kalıcılığı sağlanmıştı. Dolayısıyla gelecekte daha iyi kredi notları için benzer bir enflasyon görünümü görmemiz gerekebilir.

CDS risk priminde bir miktar aşağı yönlü potansiyel var. Türkiye'nin CDS risk primi geçtiğimiz yıl 150 baz puan düşerek 260 - 270 baz puan aralığında istikrar sağladı. Böylece GOÜ endeksine göre fark 200 baz puandan 100 baz puana geriledi. Geçmiş yıllardaki CDS seviyelerine bakıldığında orta vadede CDS'deki düşüş potansiyelinin bir miktar sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Ancak olası not artışlarıyla birlikte CDS faizinin 220 - 250 baz puan aralığına gerilemesinin risk iştahını olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

Orta Vadeli Program Eylül ayında piyasa için yön çizecek. Orta vadeli programın güncellenmesine ilişkin piyasalar (i) büyüme / enflasyonda düşüş denkleminin nasıl planlanacağı, (ii) yeni bir kalkınma atılımı için öncelikli sektörlerin hangileri olacağı ve teşvik mekanizmasının nasıl işleyeceği, (iii) reel sektörün krediye erişim sorununun nasıl cevaplanacağı, ve (iv) mali disiplin kapsamında vergi tabanının genişletilmesi ve vergi etkinliğinin artırılması hedeflerinin nasıl uygulanacağı konularına odaklanacaklardır. Bu bağlamda özellikle konut ve hisse senedi yatırımlarının vergilendirilmesi konularının da gündeme gelmesi söz konusu olabilir. Hatırlayacağınız gibi hisse senetlerine vergi konusu Mayıs ayında ilk gündeme geldiğinde BİST'de bir miktar satışa neden olmuştu. Öte yandan, yurt içi konut üretiminde yavaşlama ve Türk vatandaşlarının yurt dışından konut alımlarında hızlanma dikkate alındığında konuta vergi hassas bir konu olma özelliği taşıyor.

En Çok Beğenilen Hisseler

Hisse öneri listemize İş Bankası, Migros ve Medical Park'ı ekleyip, listeden Lokman Hekim ve Logo'yu çıkarıyoruz

İş Bankası, 2024 yılında tüm iştiraklerini holding yapısı altında toplama planının şimdilik başarısız olması, Şişe Cam iştirakinin cam sektörünün küresel zayıflığından etkilenmesi ve devam eden marj baskısı nedeniyle banka endeksinden yılbaşından bu yana %9 daha düşük performans gösterdi. Ancak benzer banka ortalamasına göre %20 iskonto taşıyan ve 0,7x'lik F/DD bu fiyatlamayı fazlasıyla yansıtıyor. Operasyonlarda iyileşme ve enflasyon muhasebesine geçiş (İş Bankası'nın duran varlık portföyünün büyüklüğü dikkate alındığında) hissede güçlü bir toparlanma sağlayabilir.

Migros yönetimi 2Ç24 finansalları sonrası 2Y24'te brüt marjların 1Y24'e göre daha iyi olmasını beklediklerini paylaştı. Ek olarak yılın ikinci yarısında personel maliyet baskısının da ortadan kalkacak olması nedeniyle opex marjında da iyileşme olacağını öngörüyoruz. 2Y24'te marjların hem 1Y24'e göre (+100bps) hem de 2Y23'e göre (+20bps) iyileşeceğini öngörüyoruz. Buna göre 2Y24'te yıllık bazda FAVÖK büyümesinin (TAS 29 ve TFRS 15&16 öncesi) %80'i açacağını öngörüyoruz. Hedef değerimiz 748 TL 'ye %50 getiri potansiyeli sunan hisse, 12,5x / 9,5x 2024T/2025T F/K çarpanları ile Bim'e %20 iskontolu işlem görüyor.

Hisse öneri listemize sağlık sektörünü temsilen MLP Sağlık'ı Lokman Hekim'in yerine dahil ediyoruz. Lokman Hekim listeye aldığımızdan beri gösterge endeksin %37 üzerinde getiri sağlayarak başarılı oldu. Ancak hisse fiyatındaki yaklaşık %15'lik geri çekilmeden sonra MLP'yi, 1) göreceli olarak daha güçlü işletme nakit akışı performansı, 2) son 2 yılda sektördeki fiyat artışlarına rağmen hasta hacmini sürdürebilme yeteneğine ve (3) daha düşük kaldıraç (net borç/FAVÖK) nedeniyle tercih ediyoruz.

Logo'yu faturalanan gelir artışının sınırlı kalması ve Romanya operasyonlarının %65'inin satışının İNA tahminlerimiz üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle listeden çıkarıyoruz.

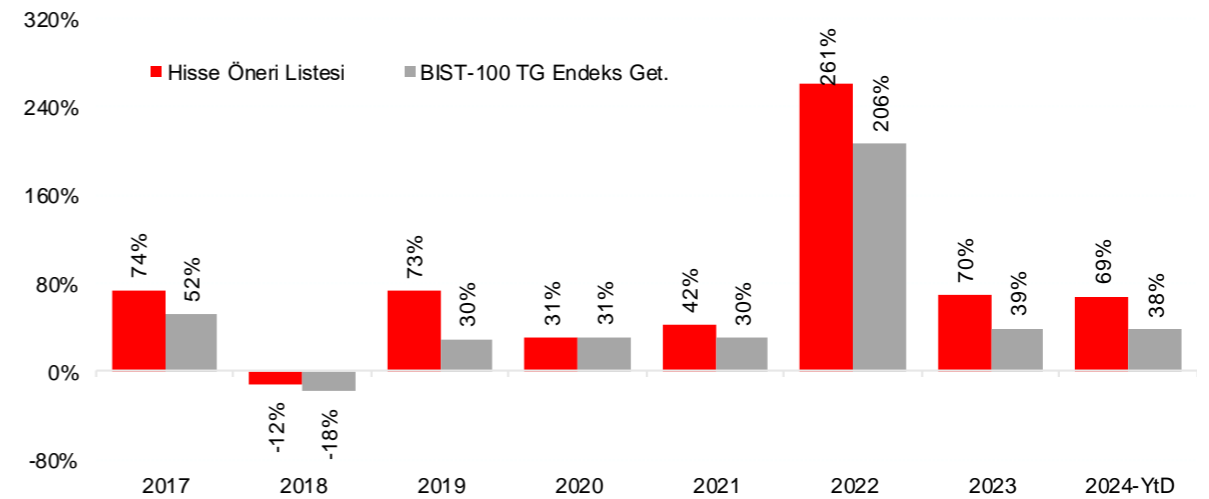
Hisse öneri listemiz yılbaşına göre %66 getiri sağlayarak BIST-100 toplam getiri endeksini %24 yenme başarısı gösterdi.

Hisse Öneri Listesi

Hisse Senedi	12A HF (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	795.00	41%	8%
FROTO	1,505.00	57%	11%
ISCTR	20.00	46%	10%
KCHOL	315.00	63%	10%
MAVI	157.00	46%	9%
MPARK	450.00	33%	7%
MGROS	748.00	50%	10%
OTKAR	830.00	76%	8%
TCELL	157.00	57%	9%
THYAO	515.00	67%	10%
YKBNK	40.40	22%	8%

Kaynak: AK Yatırım Arş.

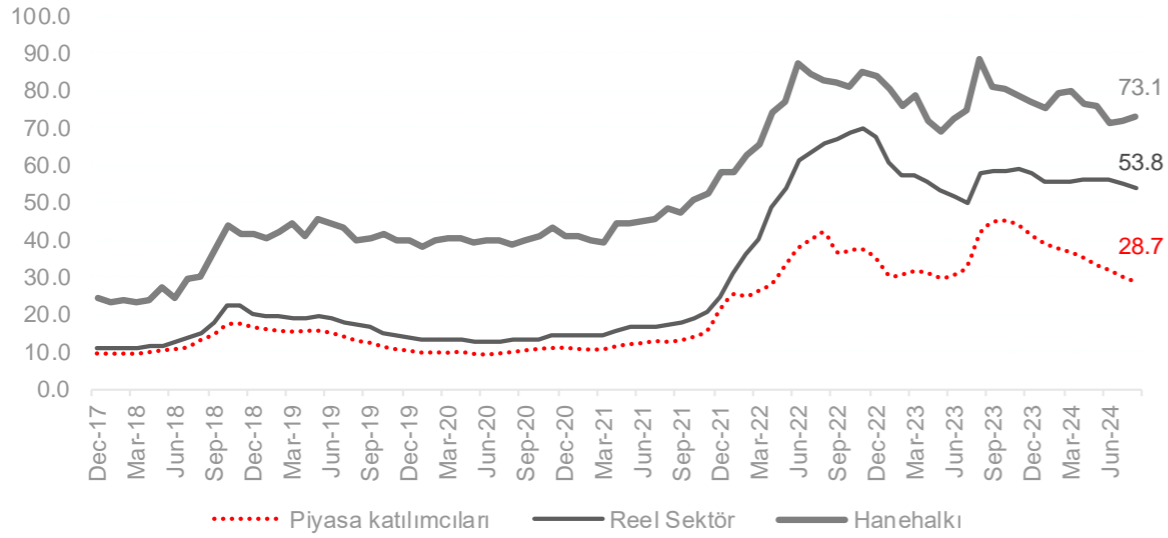
Model Portföy Yıllık Getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş.

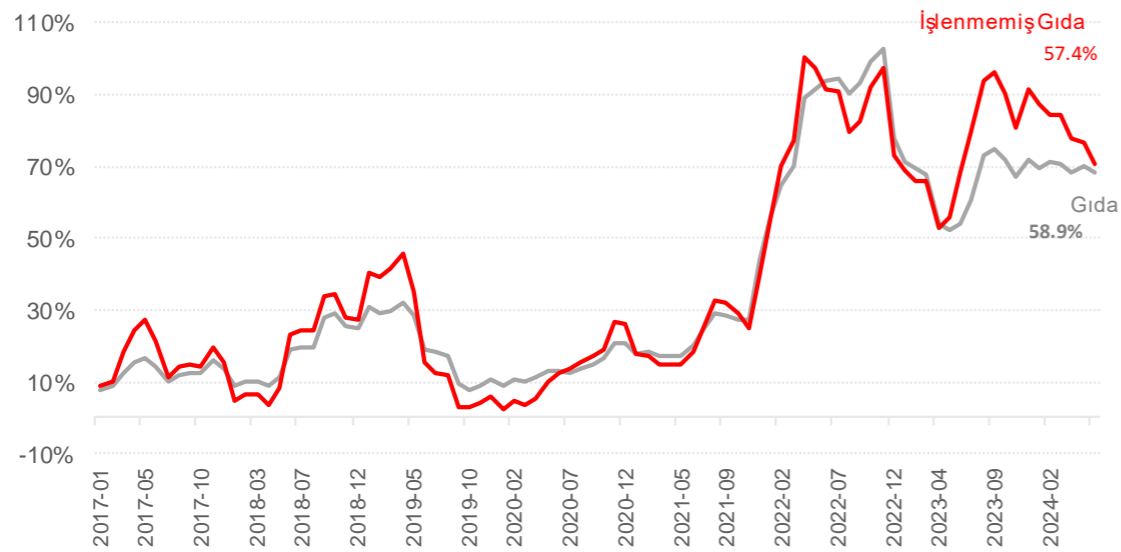
Enflasyondaki düşüş süreci için yeni aşamaya geçiliyor

Ekonomik birimlerin gelecek 12 aya ilişkin enflasyon beklentileri



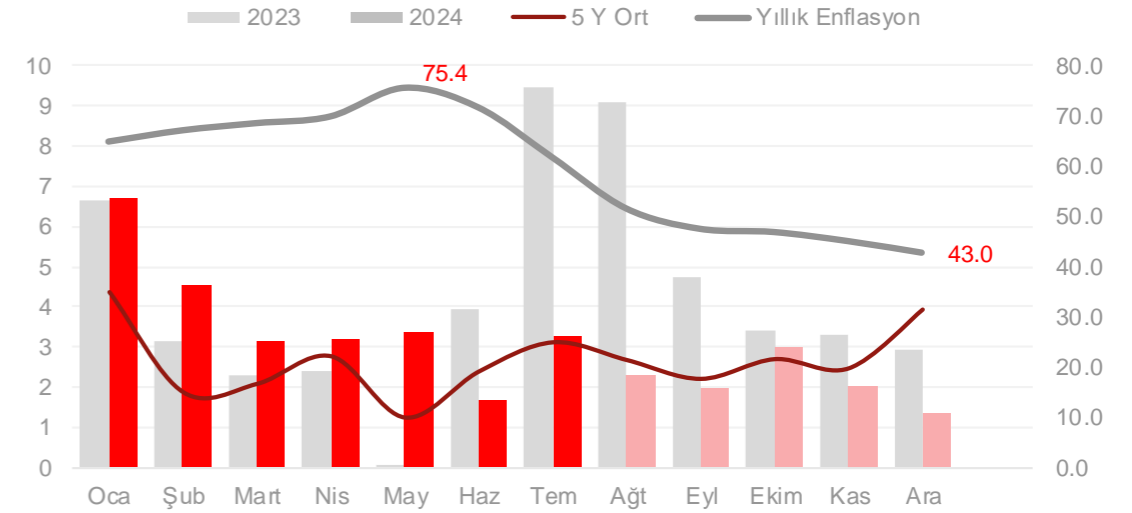
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

İşlenmemiş gıda gerilerken, manşet gıda enflasyonu yatay kaldı



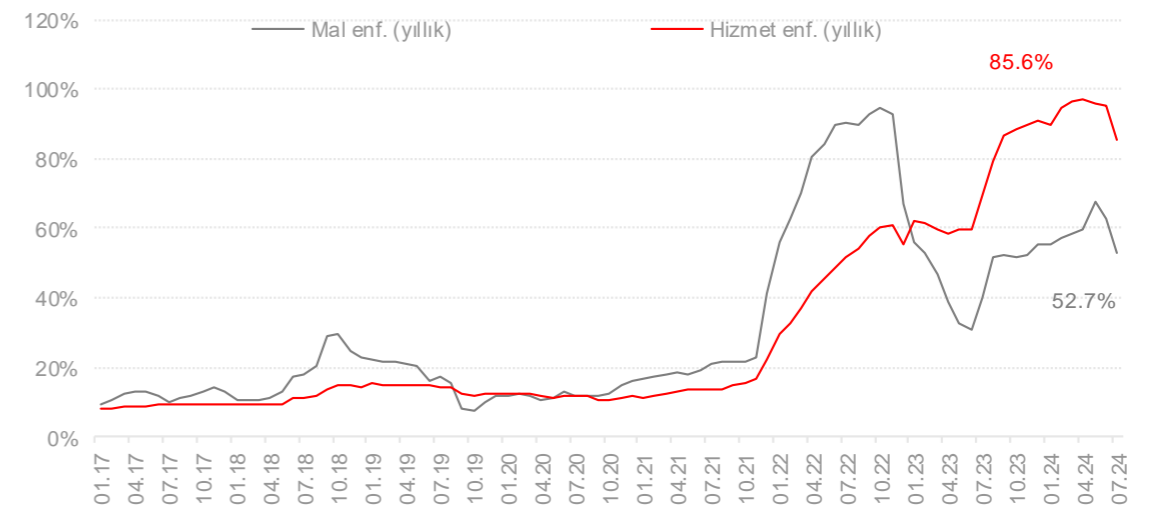
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

Ağustos'tan sonra aylık TÜFE yüzde iki düzeyinde istikrar kazanır



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

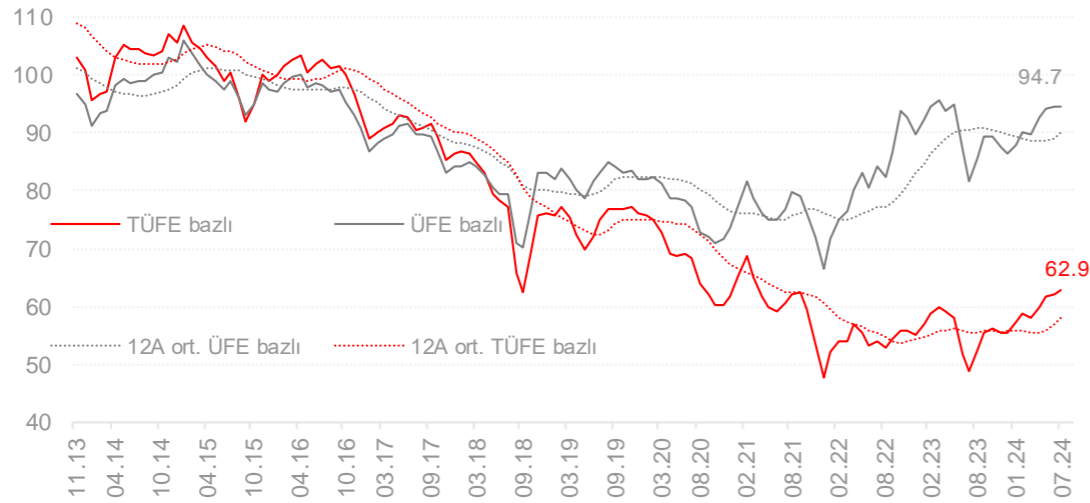
Hizmet enflasyonu manşetin oldukça üzerinde seyrediyor



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

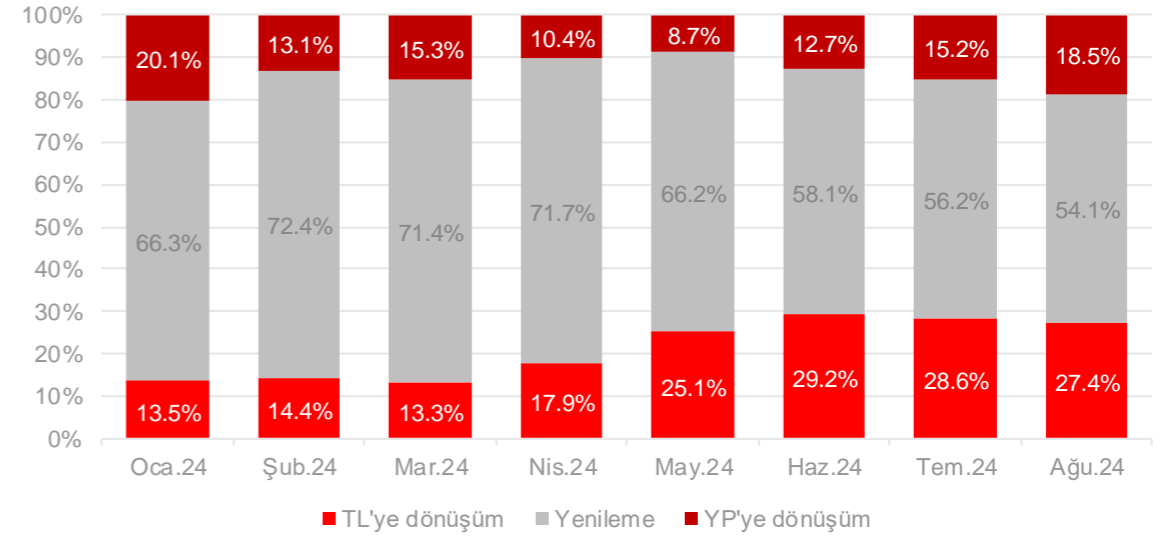
Yerleşiklerin TL'ye geçişleri ile birlikte TCMB'nin rezerv yönetiminde eli rahatladı

TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru Mart 2021 sonrası zirvesinde



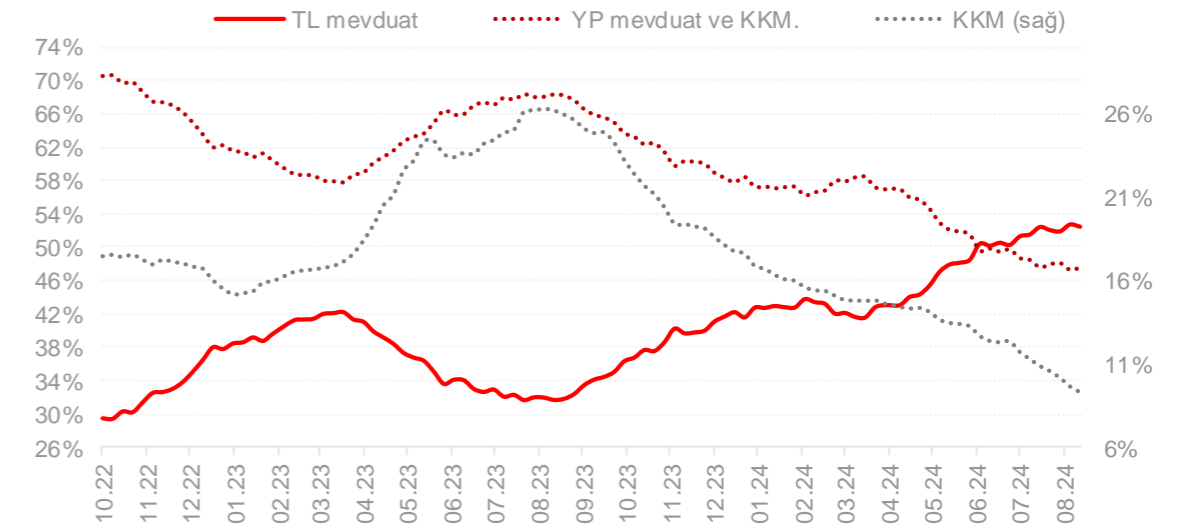
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

YP'ye dönüşümün son dönemde artması kurda baskı oluşturdu

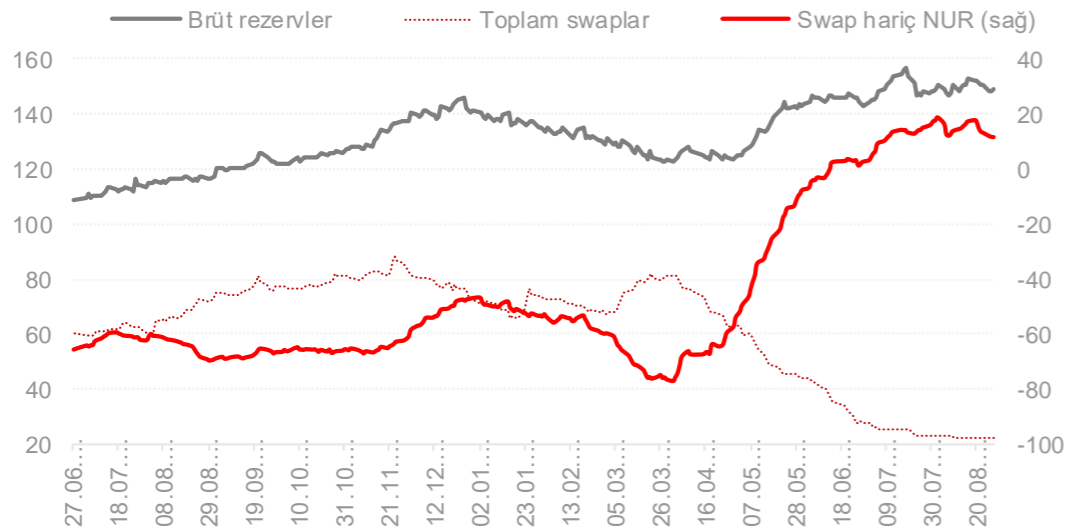


Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

TL mevduat payı Nisan 2018'den beri en yüksek değerinde



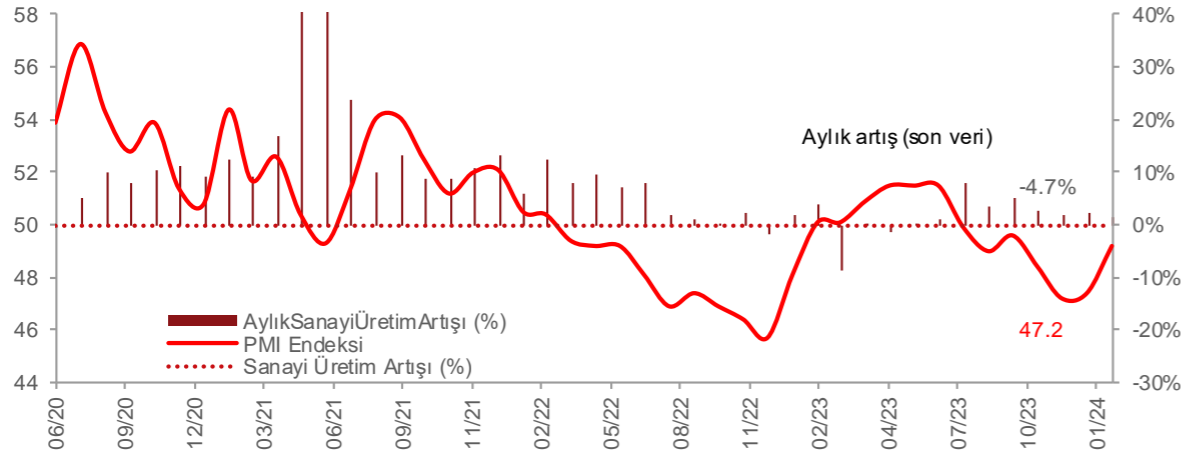
Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Arş.



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

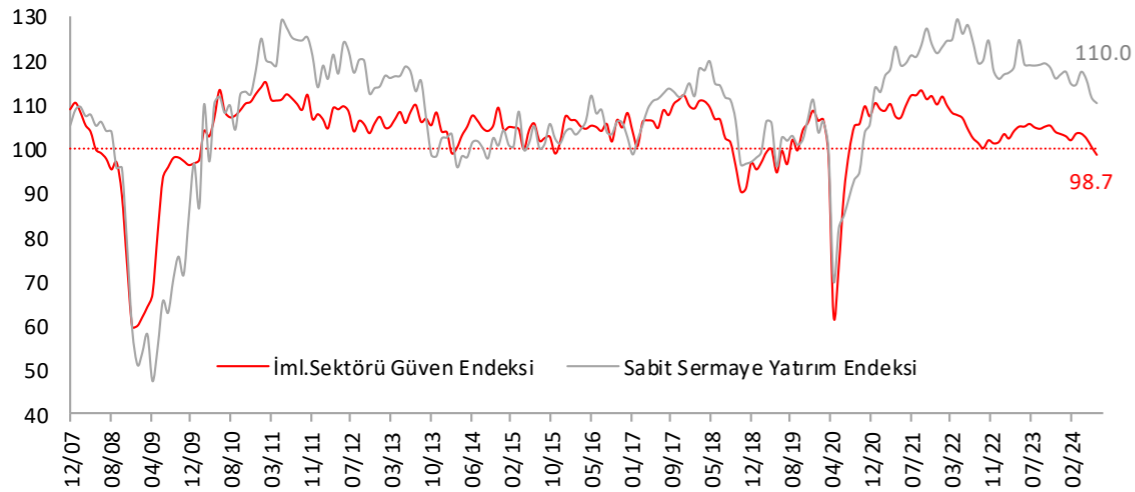
Öncü göstergeler ekonomide soğumaya işaret ediyor

PMI endeksi son iki yılın dip seviyelerine geri döndü

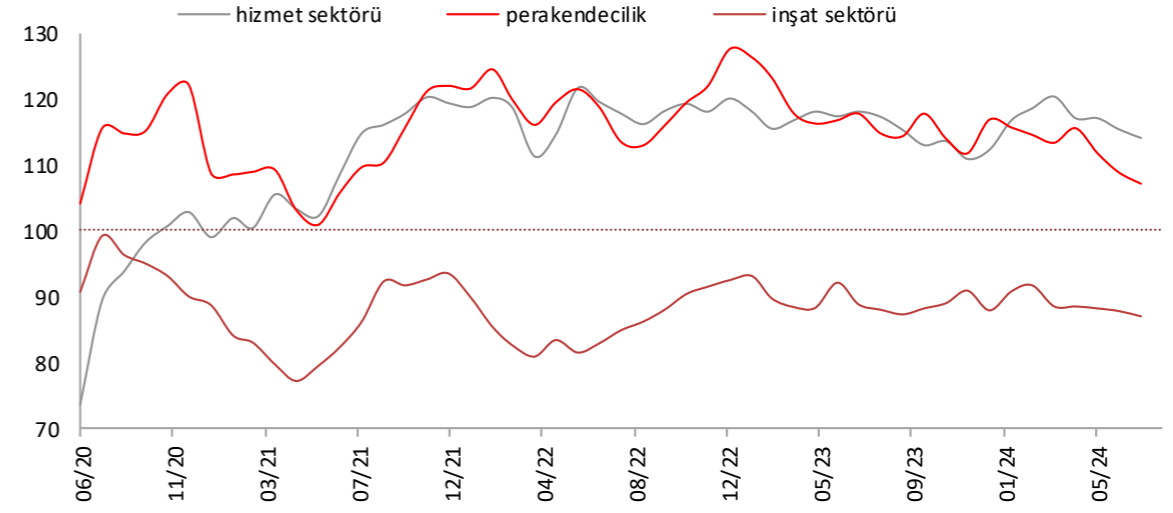


. Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş

Reel Sektör Güven Endeksi (mevsimsel düzeltilmiş)

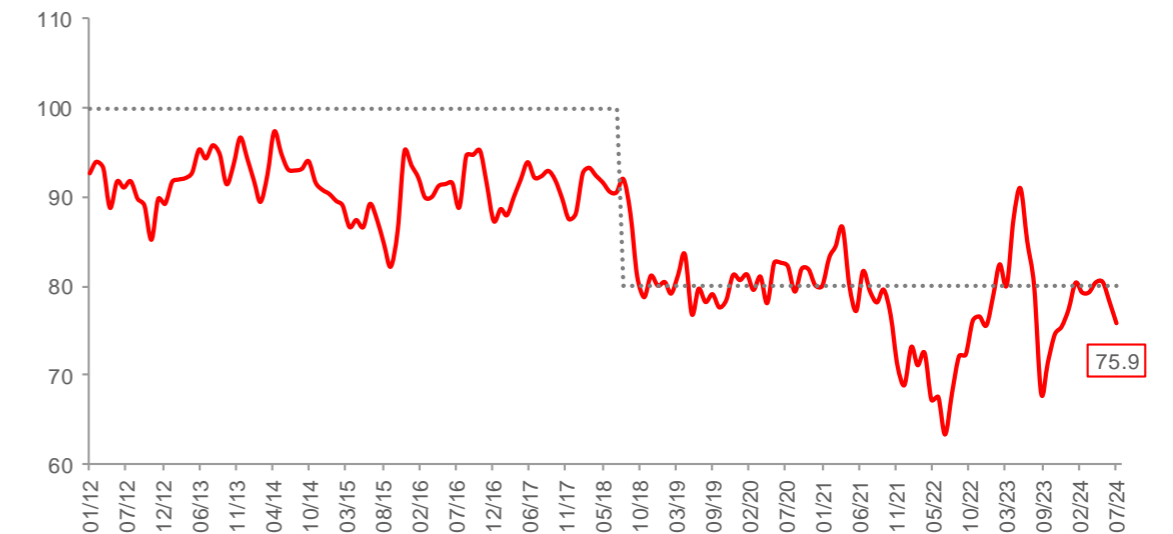


Sektörel Güven Endeksleri



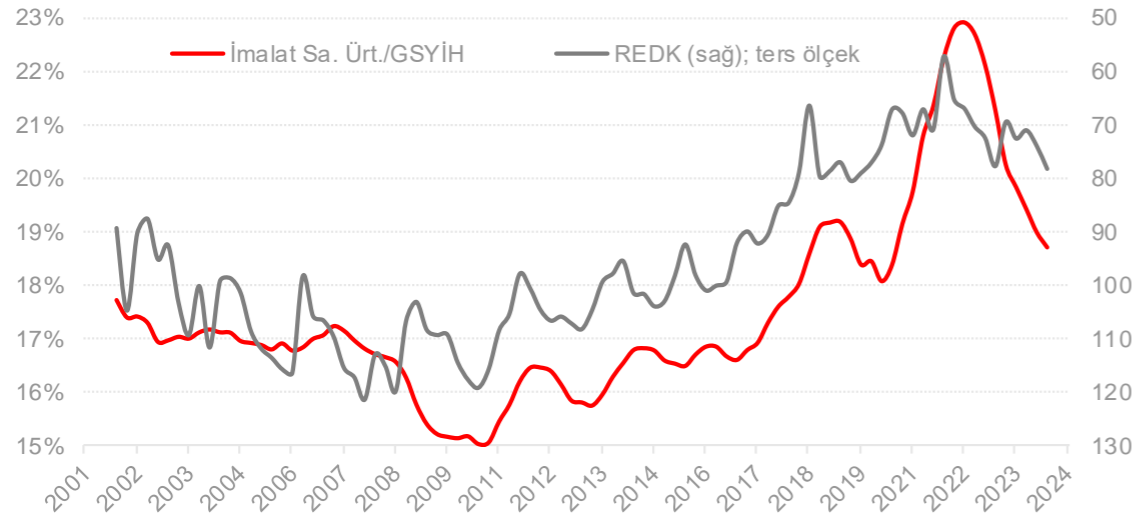
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş

Tüketici Güven Endeksi (mevsimsel düzeltilmiş)



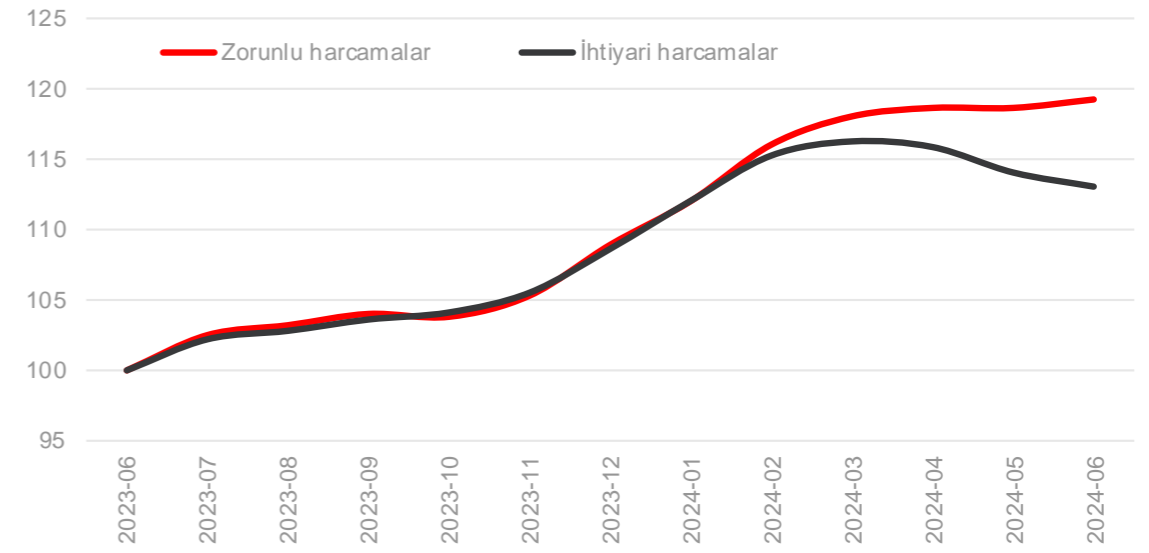
TL'nin değerlenmesi ve faize duyarlı sektörlerde talebin gerilemesi imalat sektörünü etkileyecek

İmalat Sanayi'nin payı TL'deki değerlenme ile azalıyor



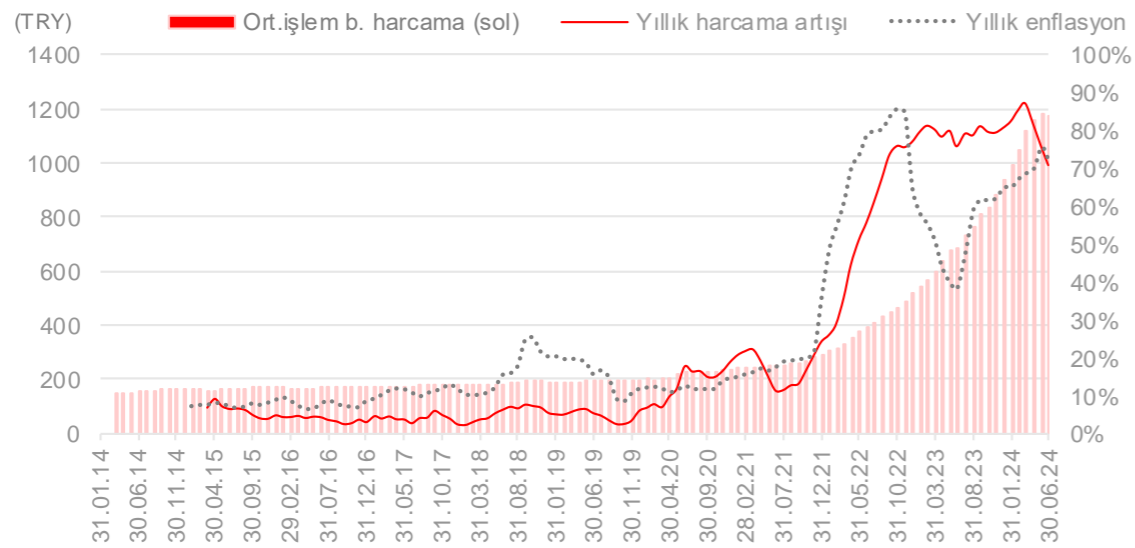
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

Aylık kredi kartı harcamaları (TÜFE'ye göre düzeltilmiş, Haz.'23: 100)



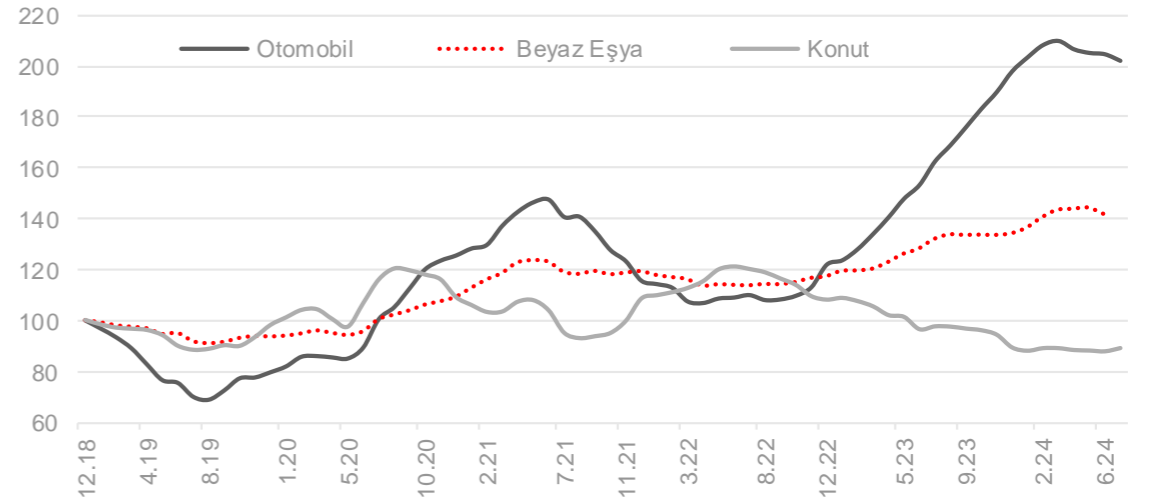
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

Kredi kartı işlemleri



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

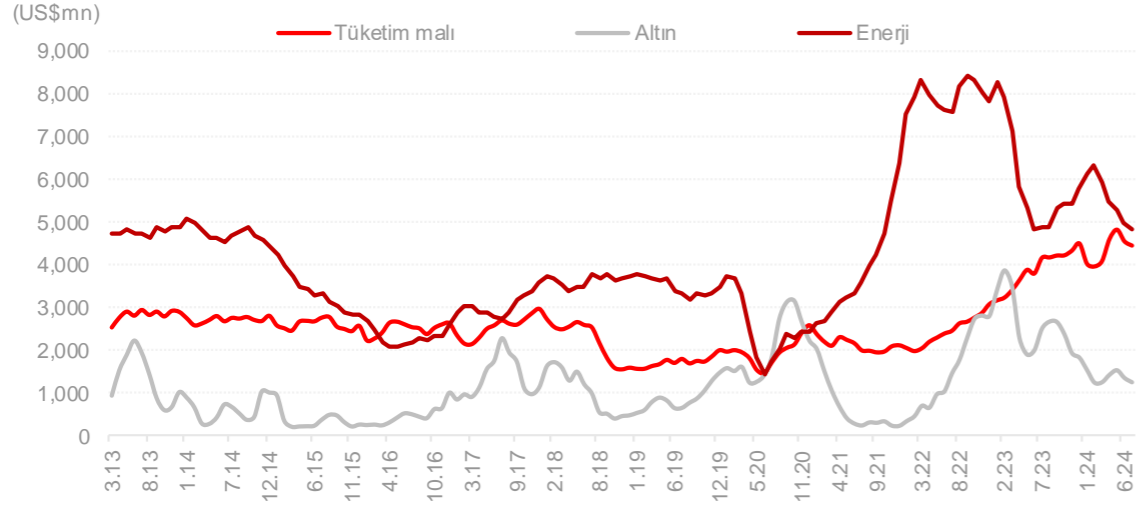
Faize duyarlı sektörlerde yurt içi satışlar (Haz.'18: 100)



Kaynak: HMB, Ak Yatırım Arş.

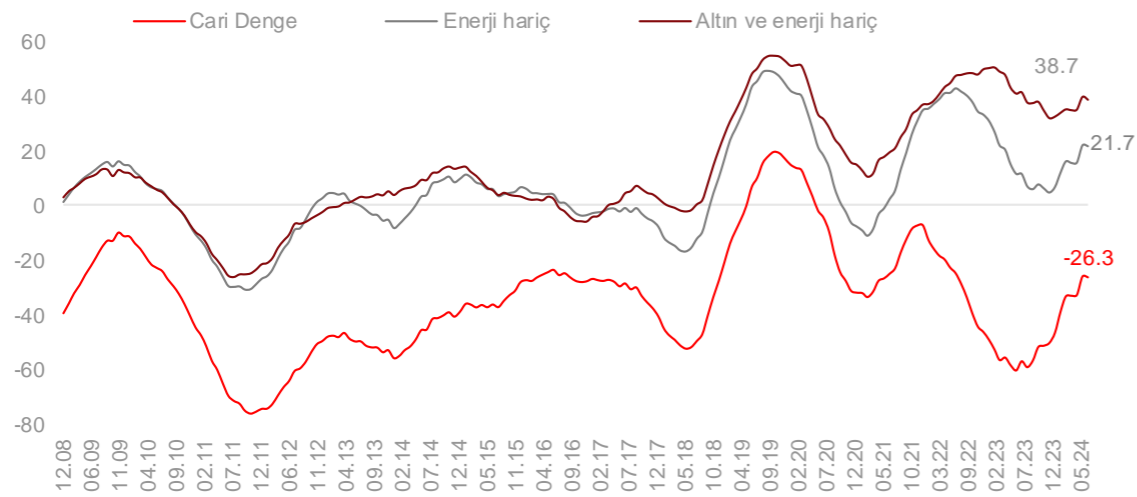
Cari dengede olumlu eğilim kur tarafında yardımcı olacak

Seçili ürünlerde aylık ithalat (3ay ortalaması)



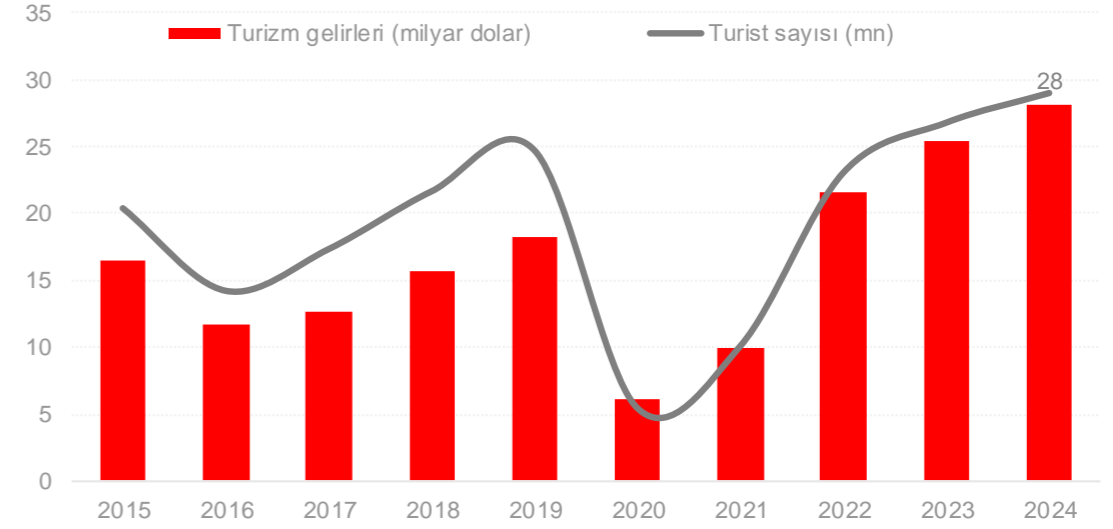
Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Arş.

Düşen altın ve enerji ithalatı cari dengede toparlanma sağladı



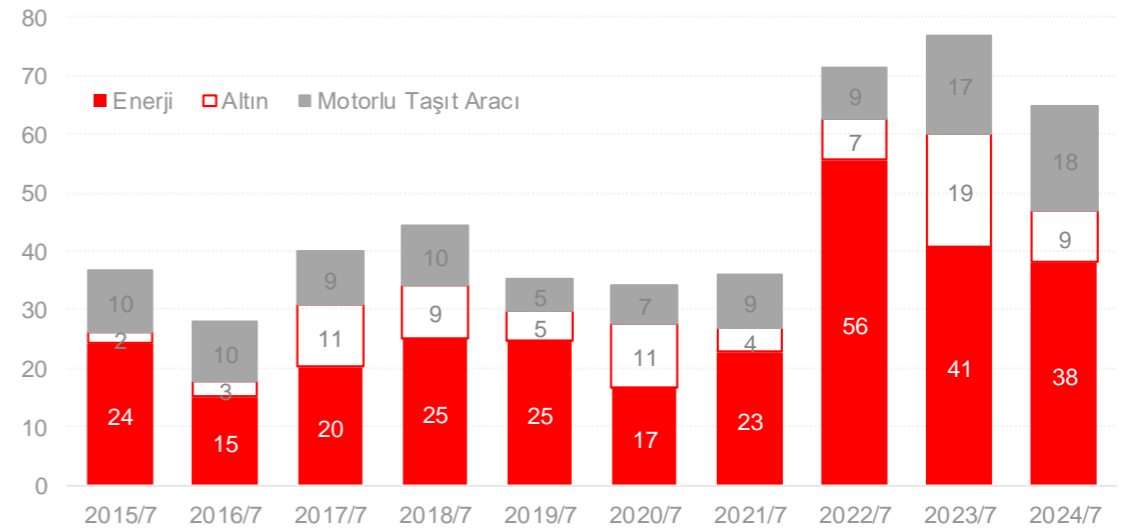
Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Arş.

Yılın ilk yedi ayında turizm geliri %10 arttı



Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Arş.

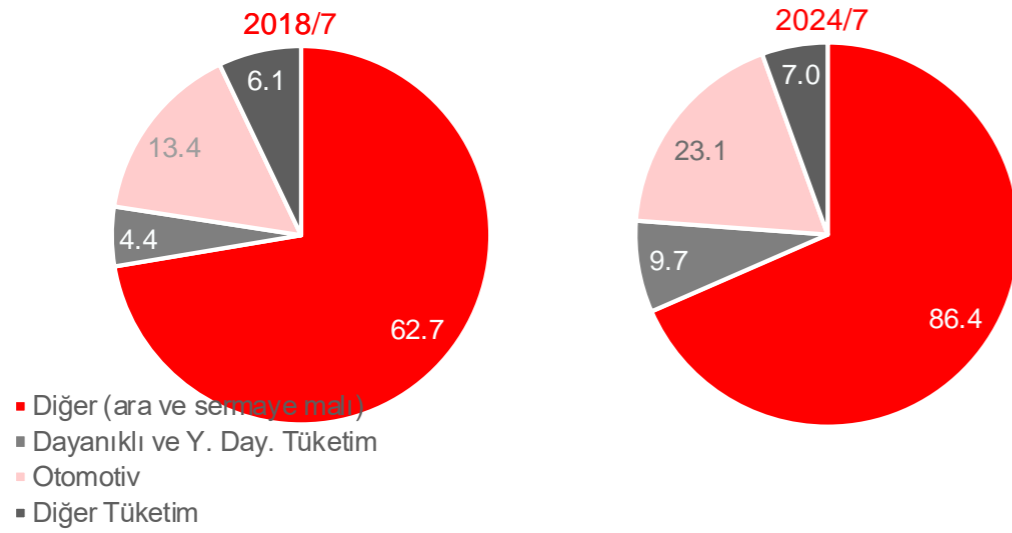
Seçili ürün gruplarında ithalat (milyar dolar, 2024/7)



Kaynak: TÜİK; Ak Yatırım Arş.

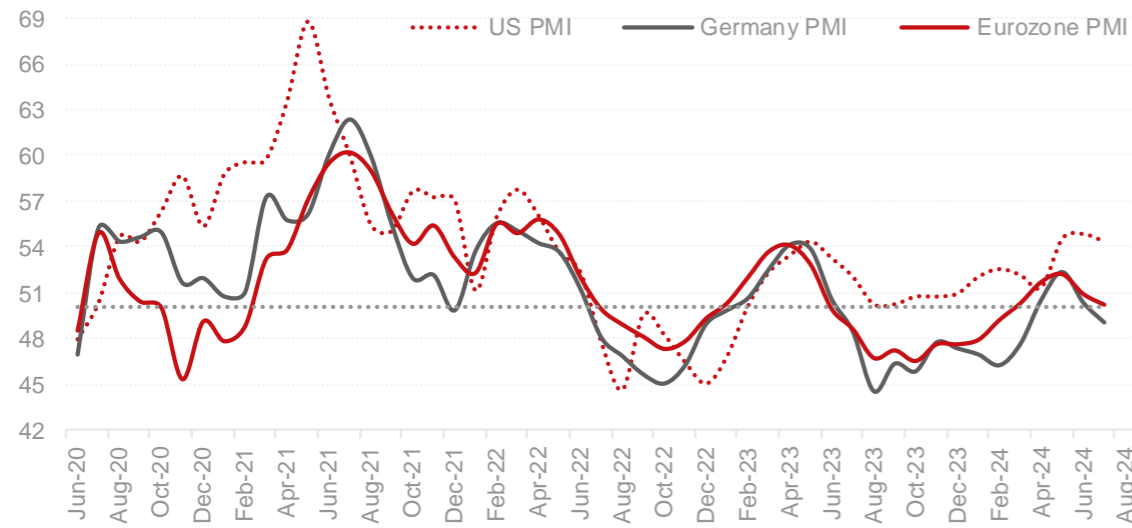
İhracat pazarlarında güçlü bir toparlanma gözlenmiyor

İhracatın en hızlı arttığı kalem dayanıklı/yarı dayanıklı tüketim oldu



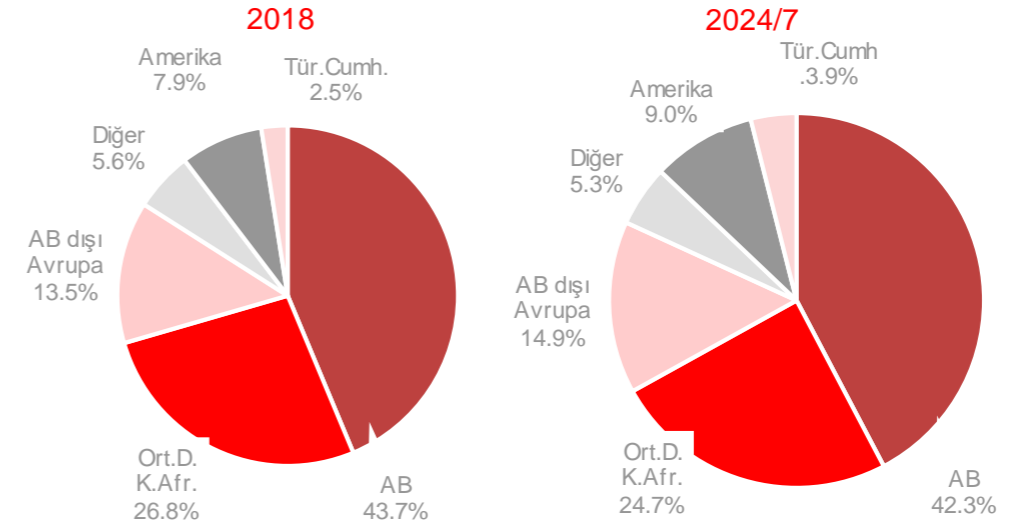
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

Ana ihracat pazarlarında PMI'lardaki toparlanma durdu



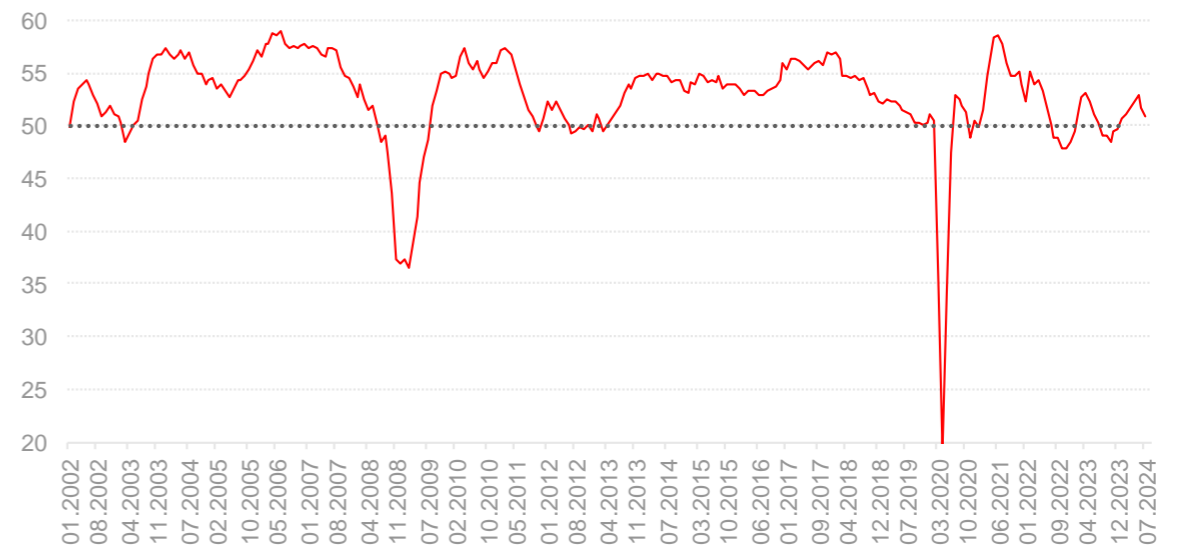
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

İhracat pazarlarında sınırlı bir çeşitlenme gözledek



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

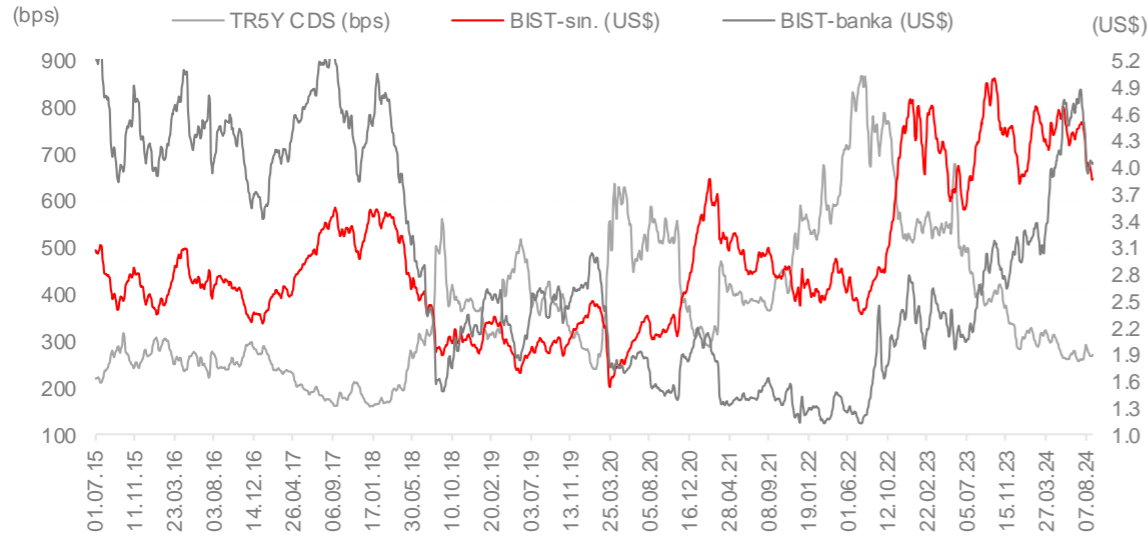
ISO ihracat iklim endeksi son iki yıldır yatay bir seyir izliyor.



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Arş.

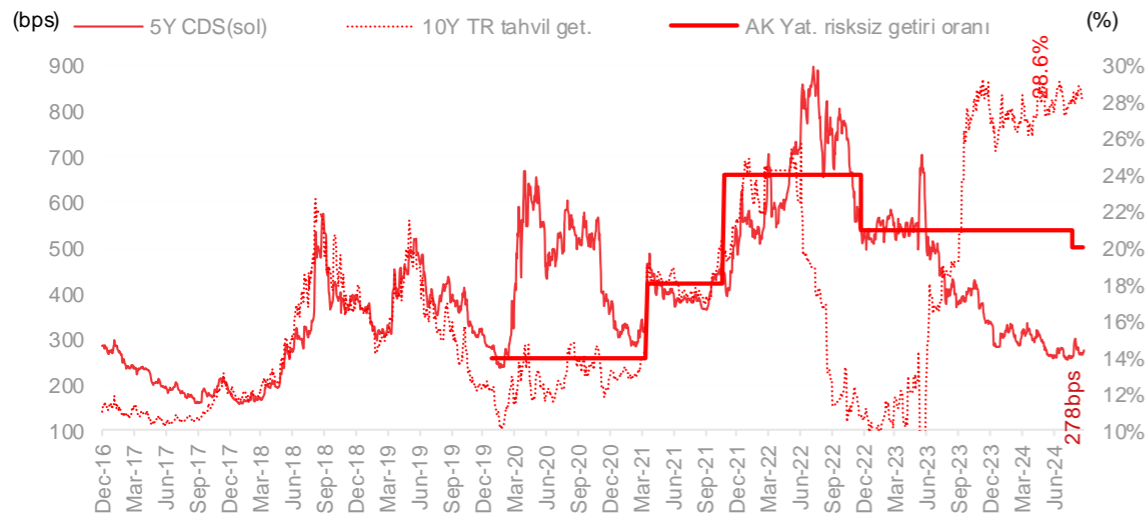
2023 başından bu yana risk priminde önemli gelişme sağlandı

Geçtiğimiz ay BIST-banka ve sanayi endeksleri geriledi



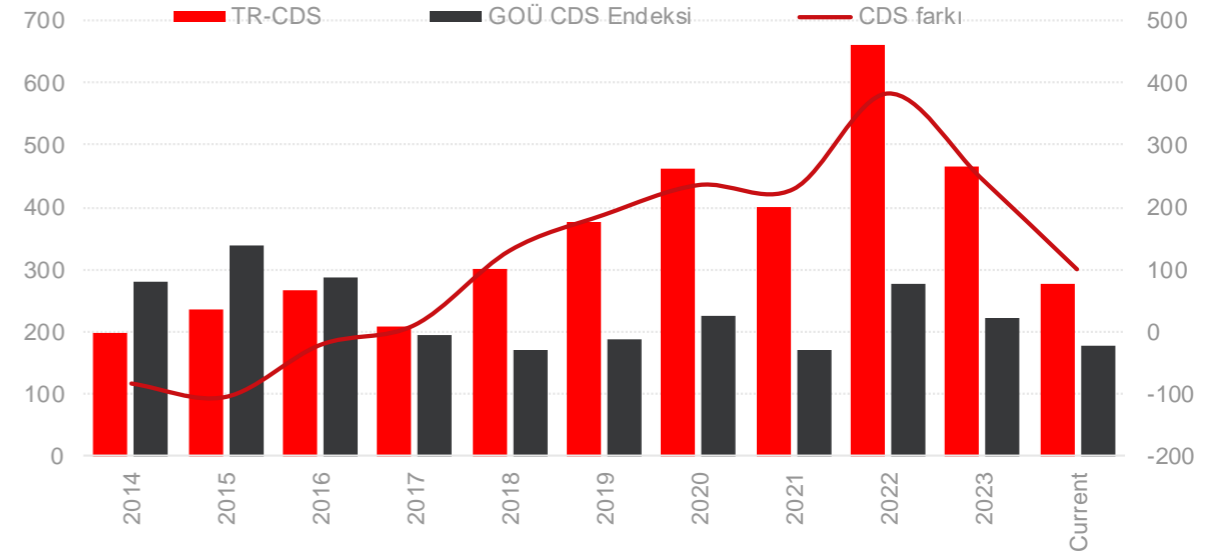
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Arş.

Riskless getiri beklentisini 100 baz puan indirdik



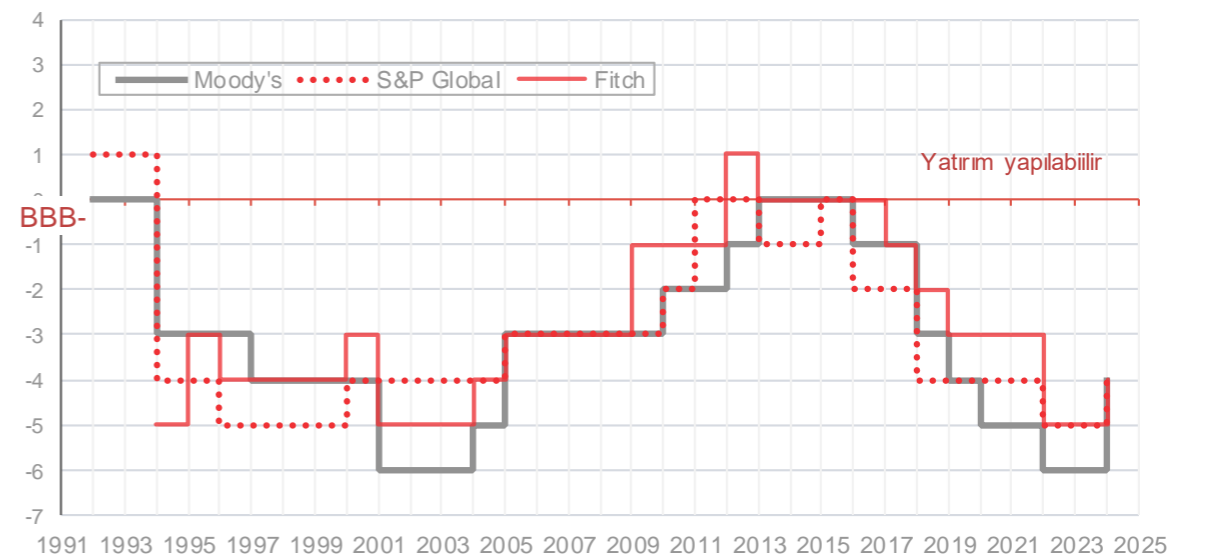
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Arş.

TR-CDS ve GOÜ göstergesi arasındaki fark 2018 sonrası en düşüğe



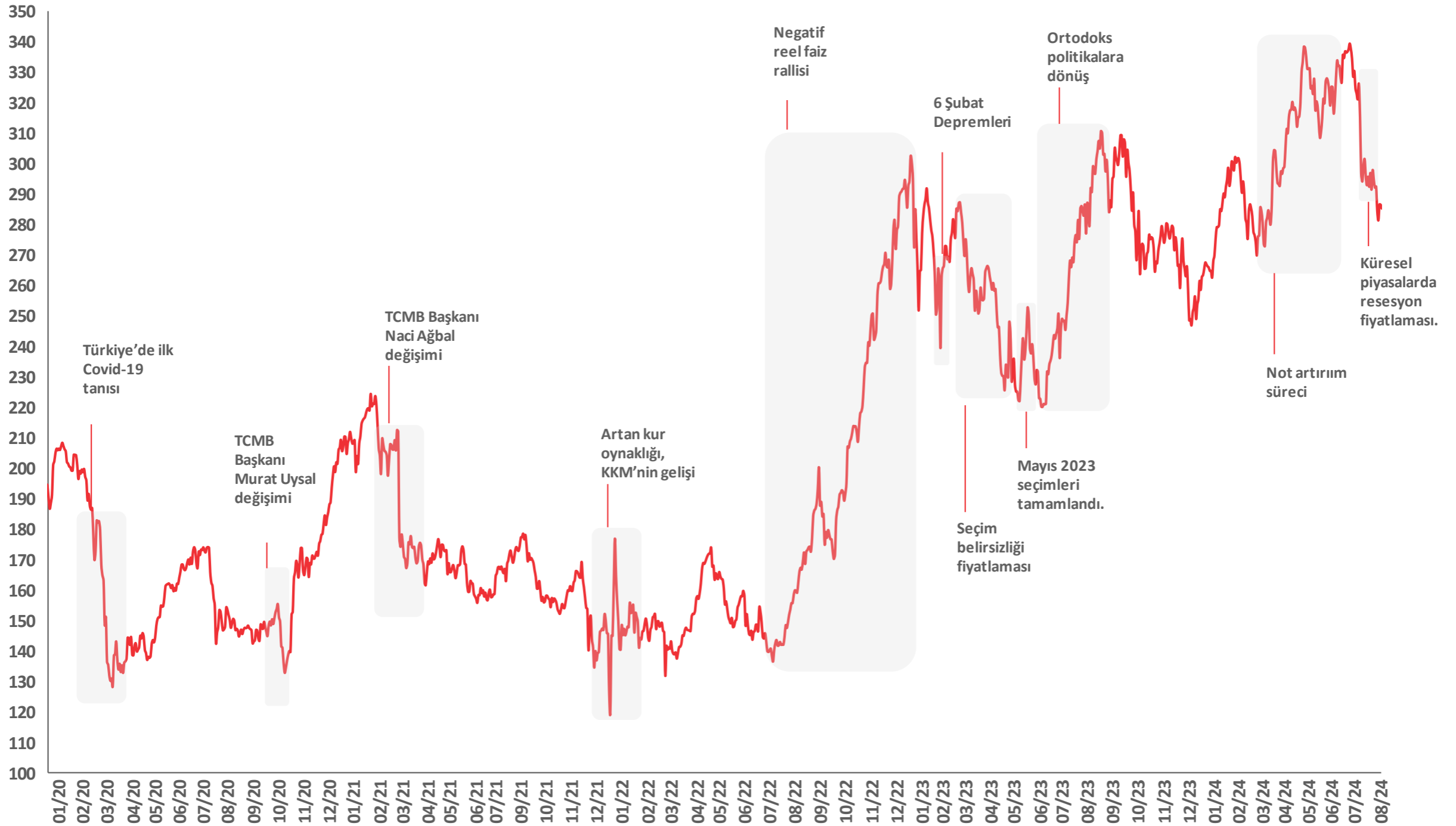
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Arş.

Türkiye'nin kredi notu yatırım seviyesinin dört basamak altında



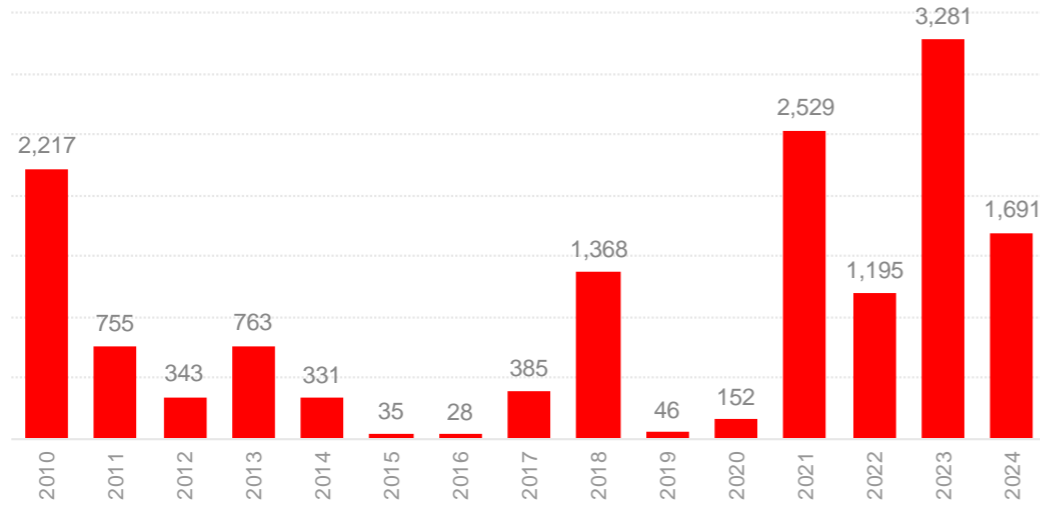
Kaynak: Şirket web sayfası, Ak Yatırım Arş.

BIST-100 Endeksinde Önemli Tarihler



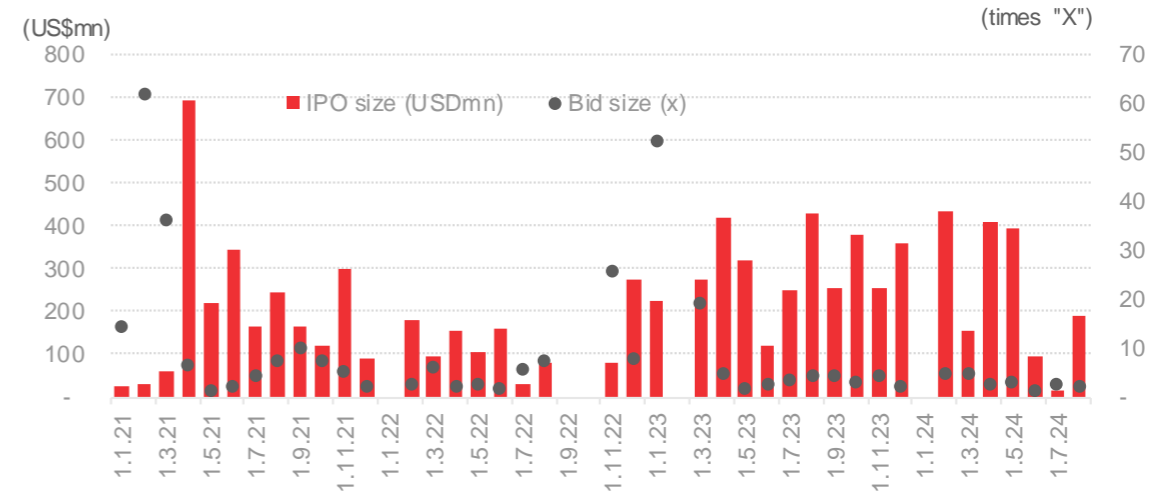
Düşen getiri ile birlikte yerli yatırımcı sayısı yatay seyir izledi

2024'te yapılan halka arzların hacmi önceki yıla göre biraz azaldı.



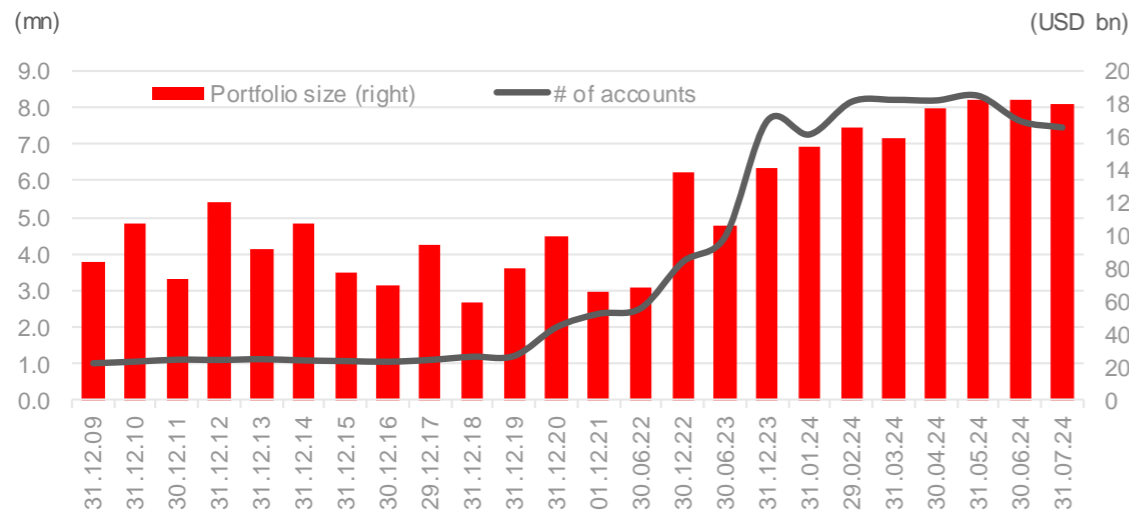
Kaynak: SPK, Ak Yatırım Arş.

Halka arzlarla piyasadan çekilen likidite (ay bazında)



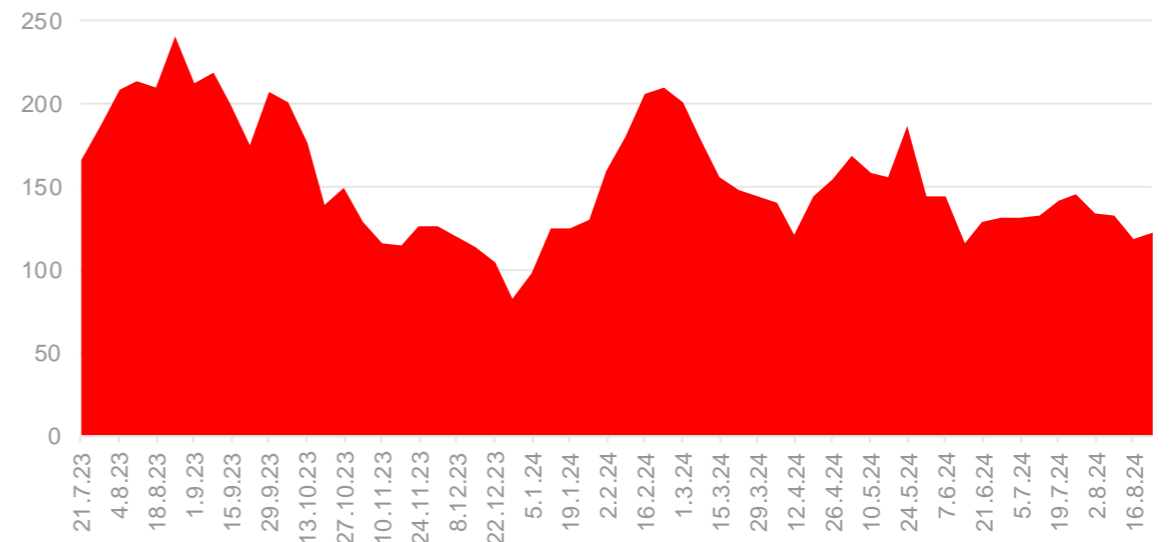
Kaynak: SPK, Ak Yatırım Arş.

Yatırımcı sayısı son dönemde yatay seyrediyor



Kaynak: MKK, Ak Yatırım Arş.

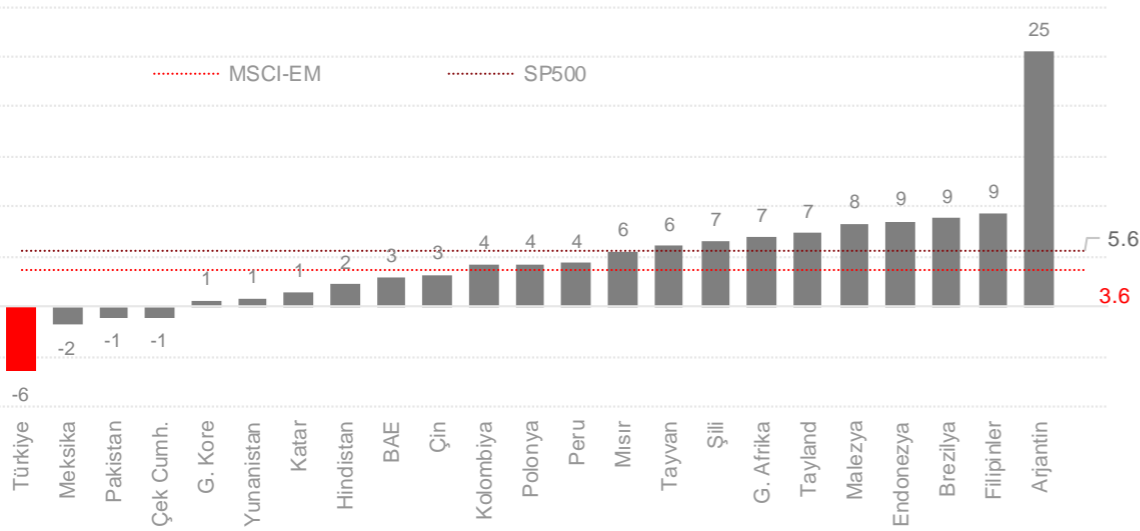
Borsa işlem hacmi önceki yılın altında seyrediyor



Kaynak: Matriks, Ak Yatırım Arş.

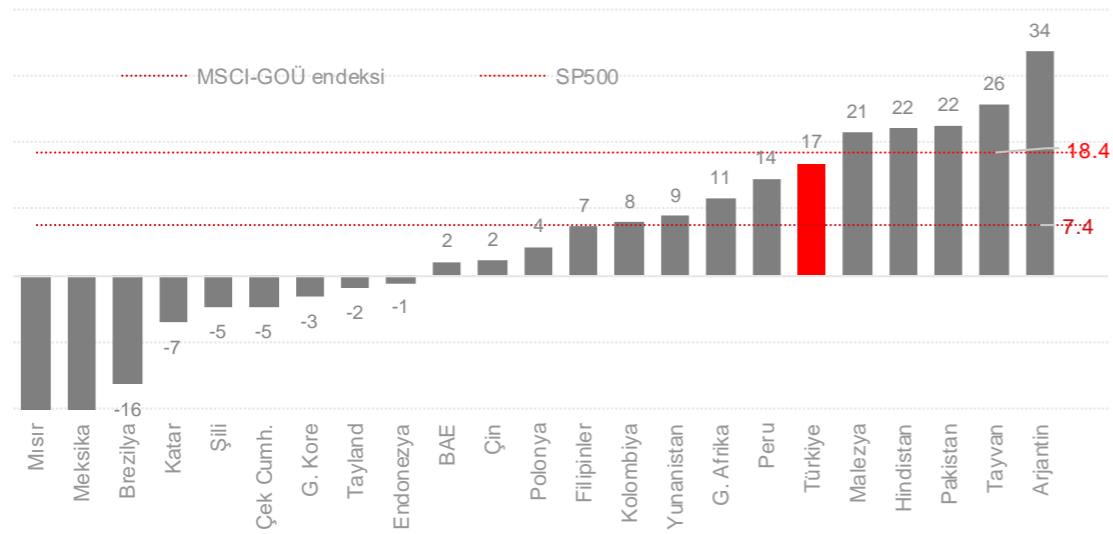
Yılbaşına göre getirilerde BIST halen önde gelen GOÜ borsaları arasında yer alıyor

MSCI-GOÜ endekslerinde aylık getiriler



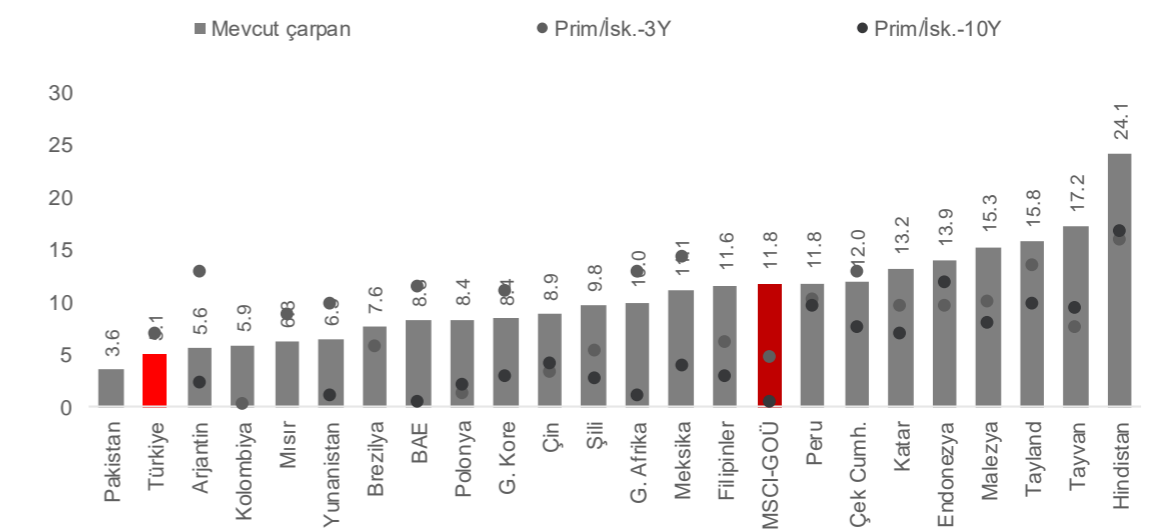
Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Arş.

MSCI-GOÜ endekslerinde YbG getiriler



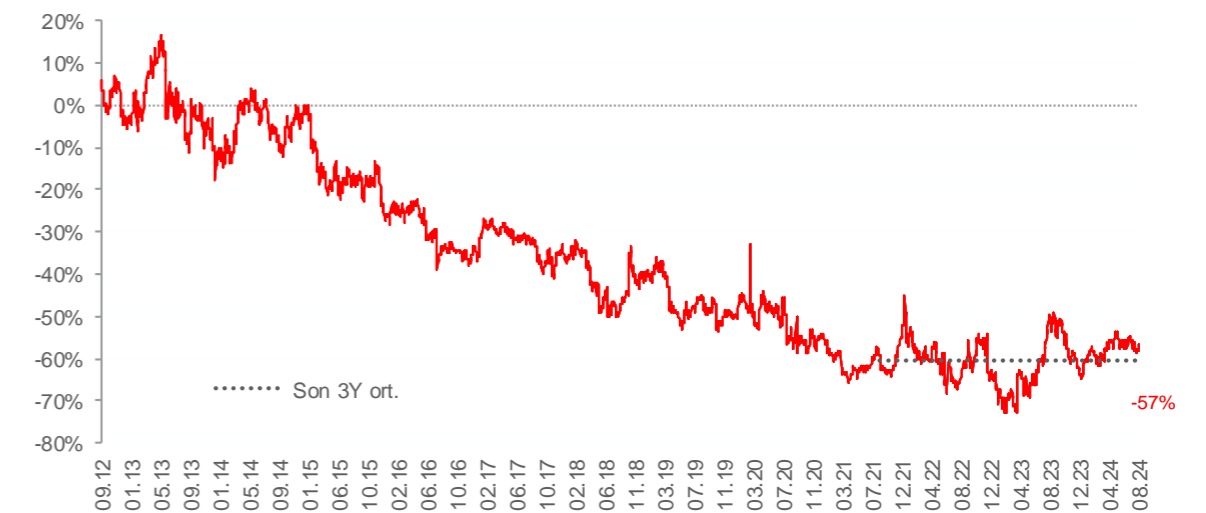
Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Arş.

Türkiye'nin MSCI-GOÜ piyasaları ile F/K karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Arş.

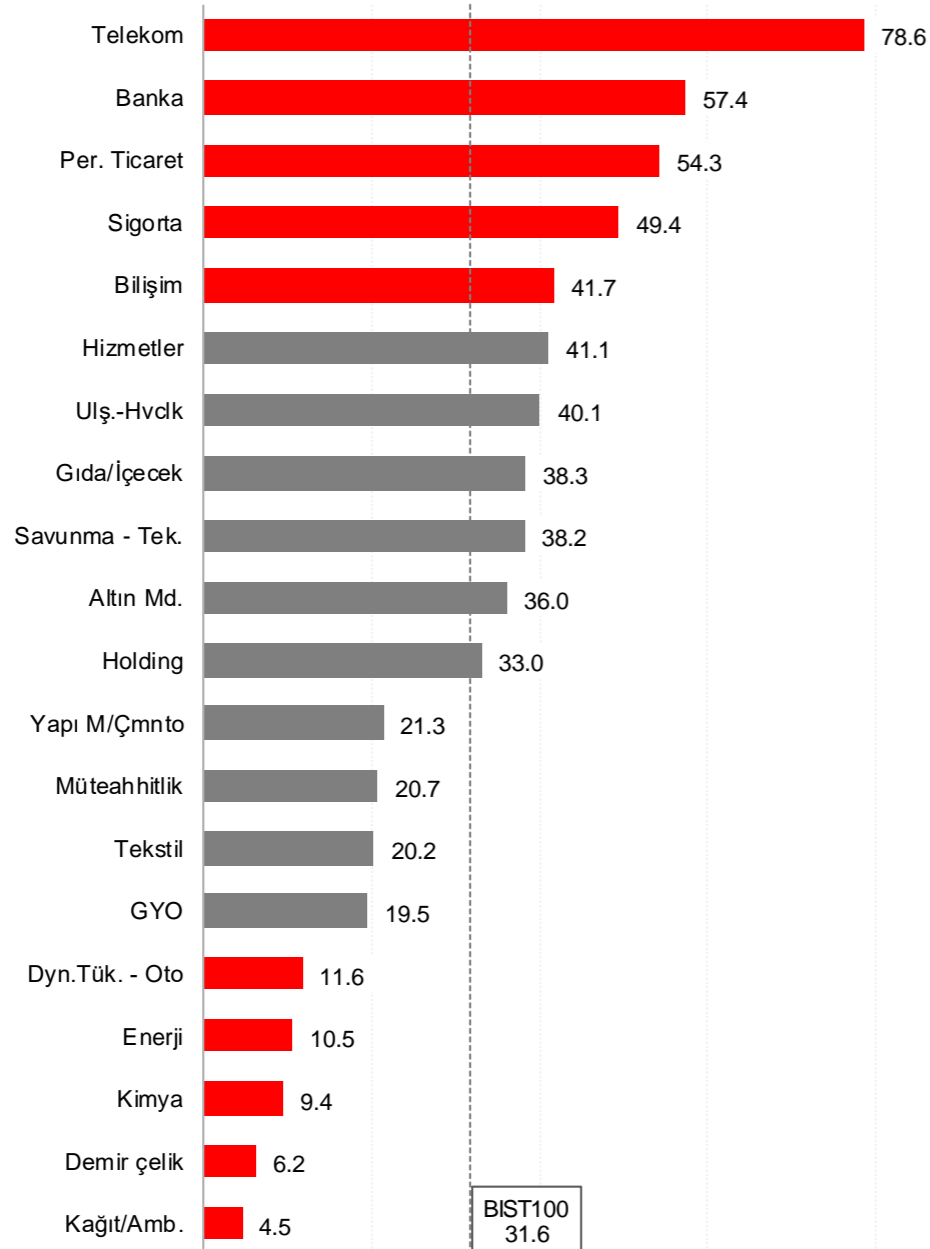
Türkiye'nin MSCI-GOÜ ortalamasına göre tarihsel F/K istontosu



Kaynak: Bloomberg; Ak Yatırım Arş.

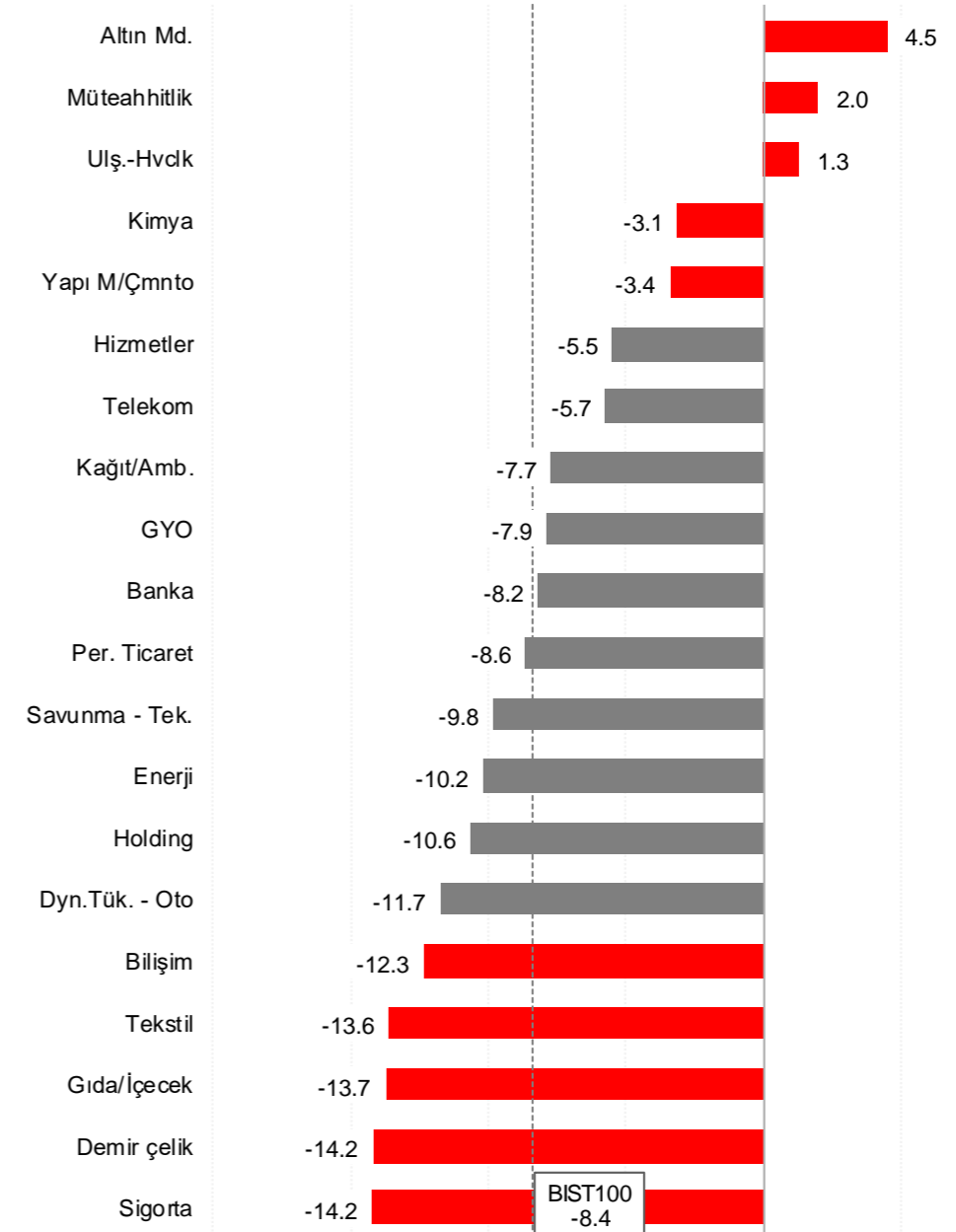
2024'te telekom, bankacılık ve perakende ticaret en iyi performans gösteren sektörler oldu

BIST sektör endekslerinde YbG getiriler



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Arş.

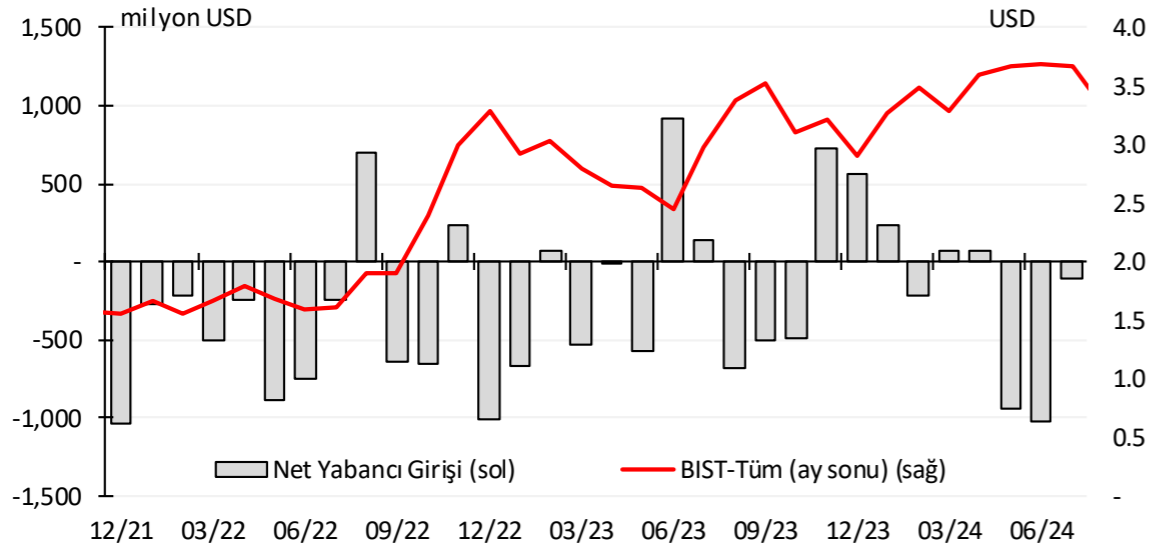
BIST sektör endekslerinde aylık getiriler



Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Arş.

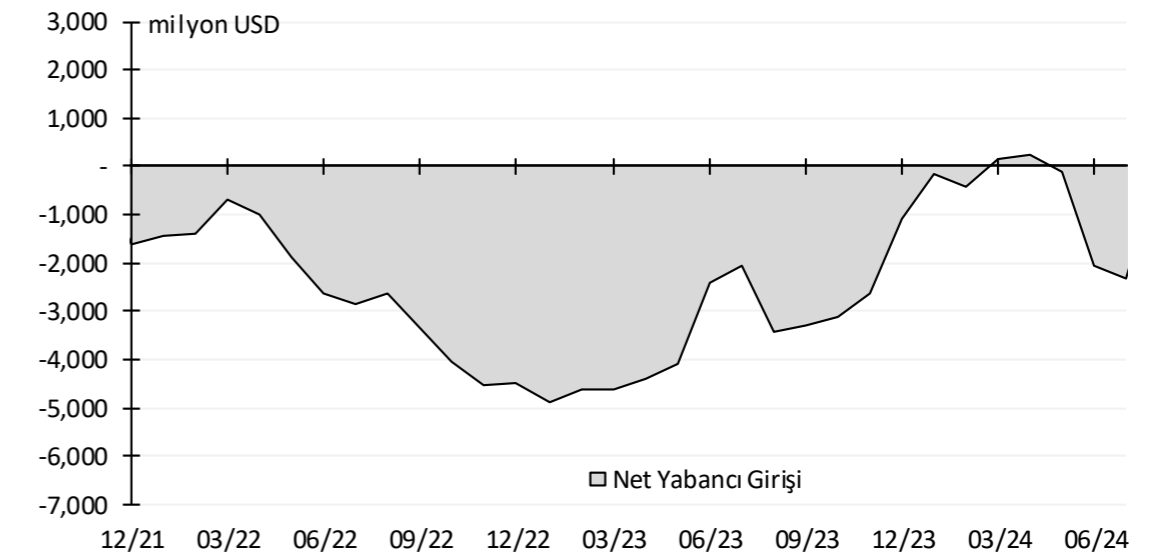
Yurt Dışı Yerleşik İşlemleri

Net Yurt Dışı Yerleşik Girişi ve BIST-TÜM



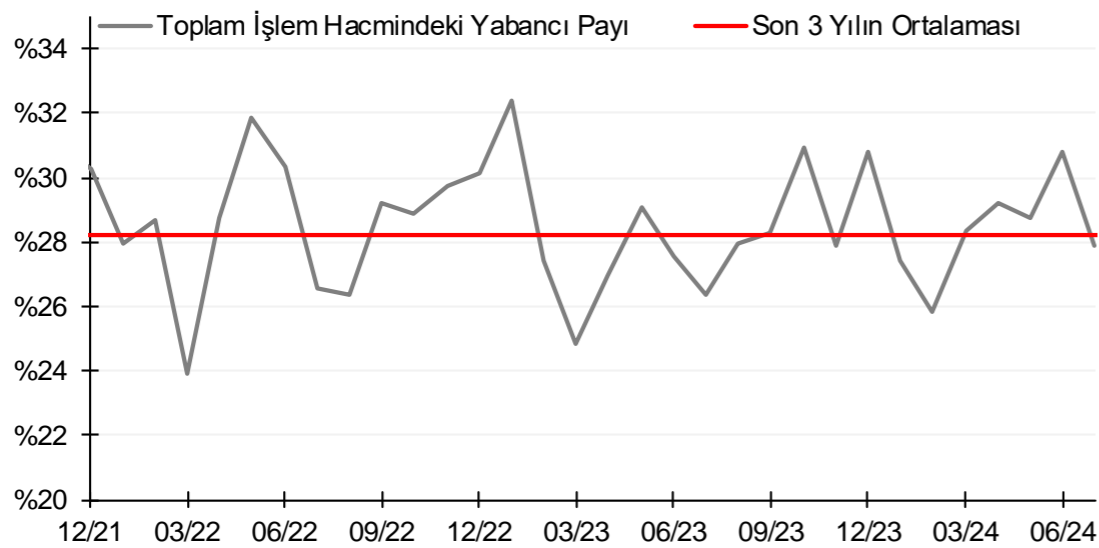
Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Arş.

Net Yurt Dışı Yerleşik Akışı, S12A



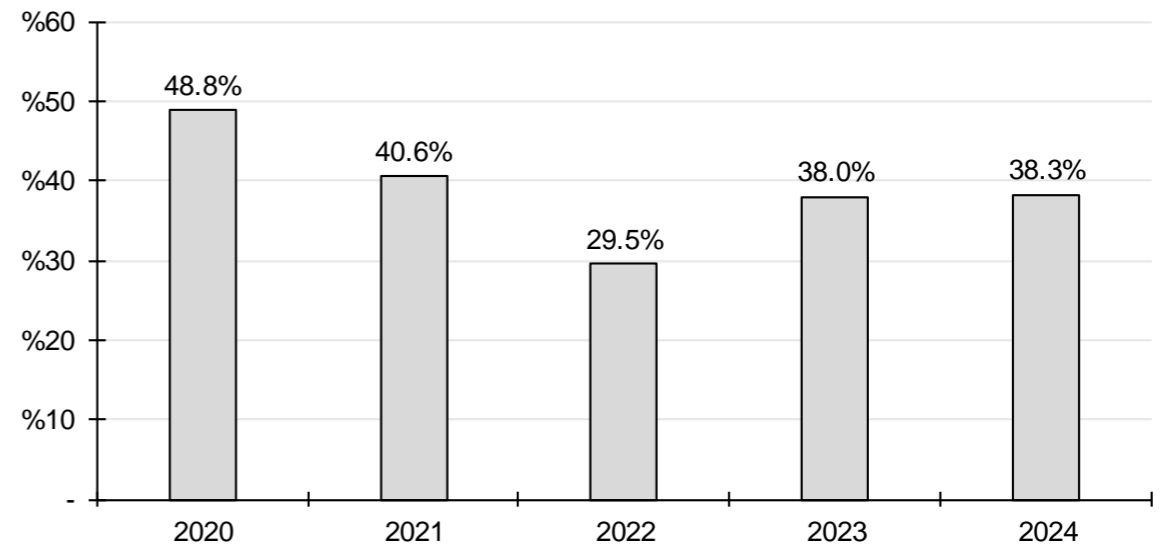
Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Arş.

Yurt Dışı Yerleşiklerin Toplam İşlem Hacmindeki Payı



Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Arş.

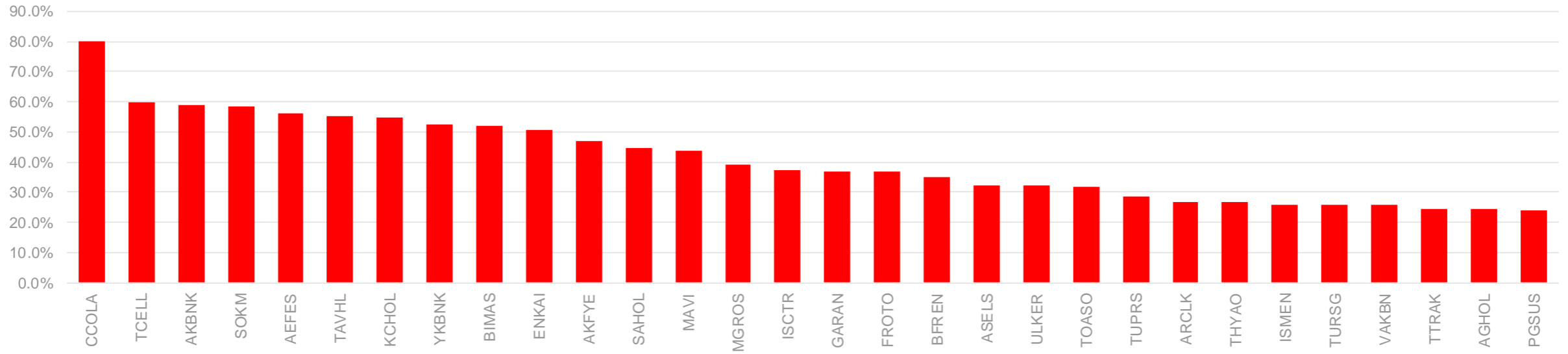
Yabancı Takas Oranı



Kaynak: Rasyonet; Ak Yatırım Arş.

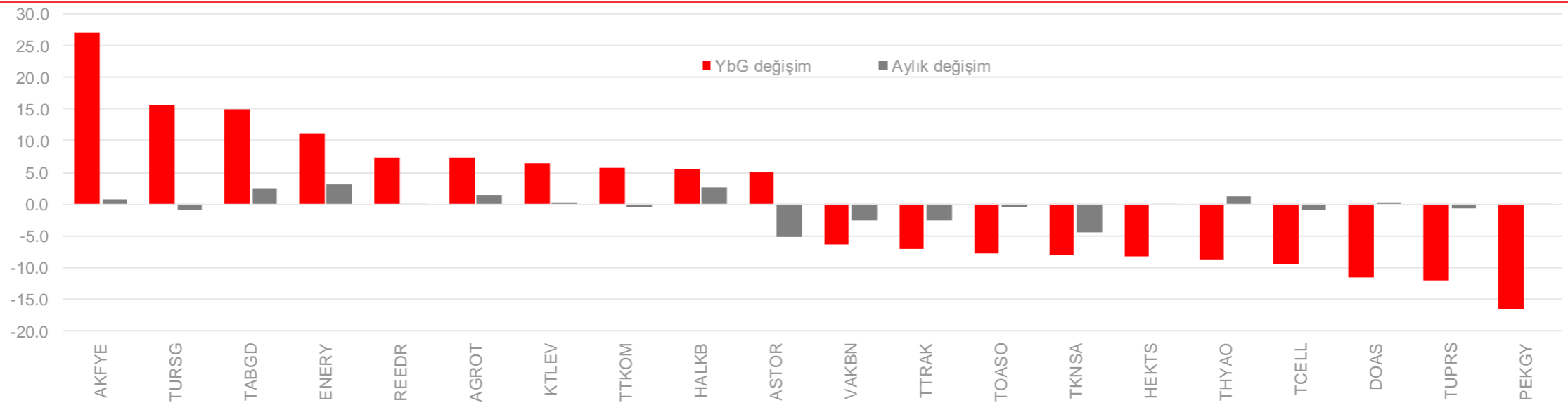
Yurt dışı yerleşiklerin hisse tercihleri

Yurt dışı yerleşiklerin en yüksek oranda pay sahibi olduğu hisse senetleri (fiili dolaşım)



Kaynak: Matriks; Ak Yatırım Arş.

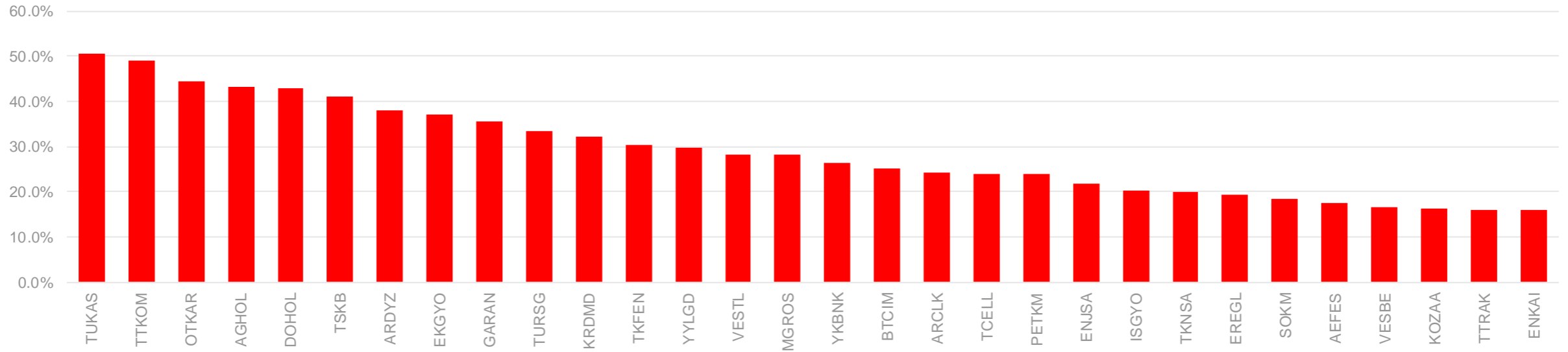
Yurt dışı yerleşiklerin en yüksek oranda aldığı ve sattığı hisseler (yıllık değişim / aylık değişim) – (fiili dolaşım)



Kaynak: Matriks; Ak Yatırım Arş.

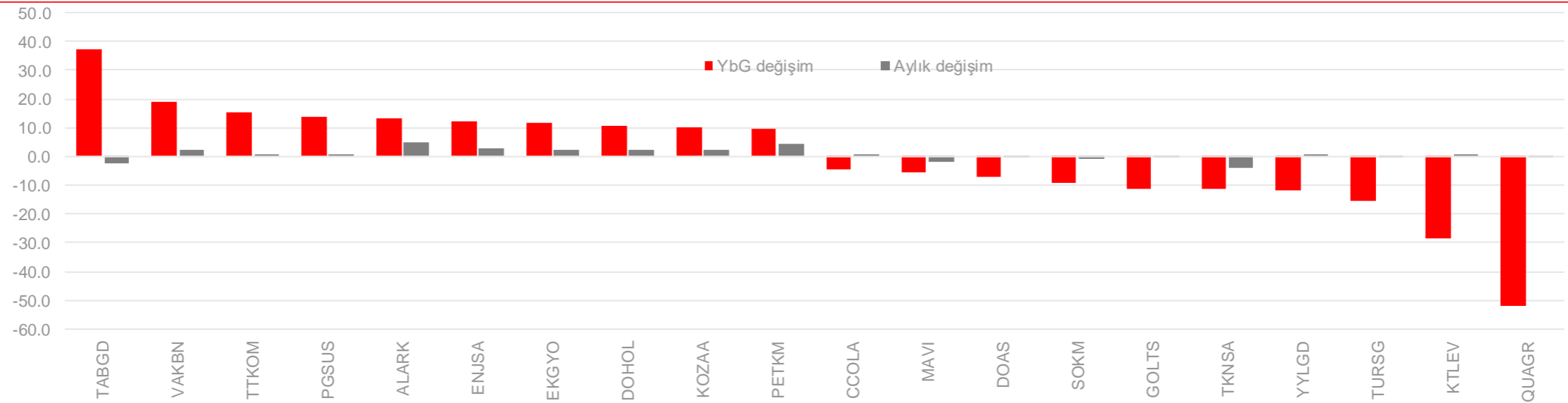
Yerli kurumsal yatırımcının hisse tercihleri

Yerli kurumsal yatırımcıların en yüksek oranda pay sahibi olduğu hisse senetleri – (fiili dolaşım)



Kaynak: Matriks; Ak Yatırım Arş.

Yerli kurumsal yatırımcıların en yüksek oranda aldığı ve sattığı hisseler (yıllık değişim / aylık değişim) – (fiili dolaşım)



Kaynak: Matriks; Ak Yatırım Arş.

Öneri Revizyonları ve Enflasyon Muhasebeli Tahminler (1/2)

Hisse Kodu	PD	SDO	Güncel Fiyat	Pay Adedi	REVİZYONLAR						KAR TAHMİNLERİ									DEĞERLEME ÇARPANLARI						
					12A HF			ÖNERİ			2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)			
					Güncel	Önceki	Değ.	Güncel	Önceki	Değ.	NS	FAVÖK	NK	NS	FAVÖK	NK	NS	FAVÖK	NK	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	
Banka	1,472,547			60,048								332,670				591,801				808,299	4.2	2.6	2.0	1.0	0.7	0.5
ALBRK	15,300	38%	6.12	2,500	8.00	5.60	43%	O.P.	N.	↑	n.a.	n.a.	4,500	n.a.	n.a.	5,500	n.a.	n.a.	7,000	3.4	2.8	2.2	0.9	0.7	0.5	
GARAN	484,680	14%	115.40	4,200	156.50	100.30	56%	O.P.	N.	↑	n.a.	n.a.	111,250	n.a.	n.a.	177,500	n.a.	n.a.	245,000	4.4	2.7	2.0	1.4	0.9	0.7	
HALKB	117,687	9%	16.38	7,185	17.60	14.00	26%	N.	U.P.	↑	n.a.	n.a.	16,300	n.a.	n.a.	33,000	n.a.	n.a.	63,000	7.2	3.6	1.9	0.8	0.6	0.5	
ISCTR	343,250	31%	13.73	25,000	20.00	20.00	0%	O.P.	O.P.	↔	n.a.	n.a.	82,000	n.a.	n.a.	158,700	n.a.	n.a.	210,000	4.2	2.2	1.6	1.0	0.7	0.5	
TSKB	33,656	39%	12.02	2,800	16.20	12.80	27%	O.P.	U.R.	n.m.	n.a.	n.a.	10,320	n.a.	n.a.	13,600	n.a.	n.a.	16,300	3.3	2.5	2.1	1.0	0.7	0.5	
VAKBN	198,715	6%	20.04	9,916	25.20	25.20	0%	O.P.	O.P.	↔	n.a.	n.a.	53,500	n.a.	n.a.	97,000	n.a.	n.a.	130,000	3.7	2.0	1.5	0.9	0.6	0.4	
YKBNK	279,260	39%	33.06	8,447	40.40	35.00	15%	O.P.	N.	↑	n.a.	n.a.	54,800	n.a.	n.a.	106,500	n.a.	n.a.	137,000	5.1	2.6	2.0	1.3	0.9	0.6	
Banka Dışı (1/2)	4,087,382			36,591								5,636,190	704,880	455,734	7,316,582	956,477	636,834	8,849,199	1,200,470	831,293	10.4	7.5	6.3	6.0	4.3	3.7
AEFES	133,520	32%	225.50	592	319.00	245.00	30%	O.P.	O.P.	↔	250,599	44,015	24,576	318,479	58,263	27,925	382,159	72,706	33,653	5.4	4.8	4.0	6.4	5.4	4.7	
AKSA	34,810	37%	8.96	3,885	13.90	13.92	0%	O.P.	O.P.	↔	33,959	6,555	2,175	38,867	7,997	2,594	44,514	9,284	3,996	16.0	13.4	8.7	5.3	4.2	3.3	
ARCLK	99,129	15%	146.70	676	212.00	235.00	-10%	O.P.	N.	↑	436,447	28,369	5,583	583,444	40,841	13,120	688,851	51,664	17,357	17.8	7.6	5.7	6.2	4.6	3.7	
ASELS	270,180	26%	59.25	4,560	75.00	75.00	0%	O.P.	O.P.	↔	104,135	21,468	11,087	131,987	30,831	17,124	168,471	42,125	29,901	24.4	15.8	9.0	13.0	9.5	7.3	
AVPGY	18,120	25%	45.30	400	70.00	n.a.	n.m.	O.P.	n.a.	n.m.	7,201	5,669	14,379	6,543	4,332	12,842	7,834	5,356	11,169	1.3	1.4	1.6	2.8	3.5	2.4	
AYGAZ	33,322	24%	151.60	220	221.00	205.00	8%	O.P.	O.P.	↔	78,623	1,731	3,233	102,124	1,810	2,950	120,680	1,483	3,792	10.3	11.3	8.8	n.a.	n.a.	n.a.	
BIMAS	341,550	60%	562.50	607	795.00	676.00	18%	O.P.	O.P.	↔	531,967	24,988	25,664	727,336	47,096	30,563	923,539	67,328	36,292	13.3	11.2	9.4	14.5	7.9	5.7	
CCOLA	182,435	25%	65.20	2,798	90.00	93.19	-4%	O.P.	O.P.	↔	157,043	29,165	19,058	202,178	38,923	23,035	245,681	48,705	28,583	9.6	7.9	6.4	7.3	5.4	4.2	
DOAS	51,260	34%	233.00	220	340.00	552.00	-38%	O.P.	O.P.	↔	151,697	17,295	10,418	147,678	9,247	5,714	171,831	10,744	7,057	4.9	9.0	7.3	1.9	4.0	3.8	
EREGL	172,550	48%	49.30	3,500	51.00	55.32	-8%	N.	N.	↔	207,021	25,662	15,907	269,065	43,371	21,312	337,726	61,805	31,899	10.8	8.1	5.4	9.5	5.7	4.1	
FROTO	335,996	18%	957.50	351	1,505.00	1,505.00	0%	O.P.	O.P.	↔	563,390	45,050	35,876	762,996	64,830	47,104	946,193	82,808	52,344	9.4	7.1	6.4	10.5	8.5	6.8	
INDES	5,415	61%	7.22	750	10.30	10.80	-5%	N.	N.	↔	62,439	3,058	516	75,044	3,565	1,294	84,677	3,882	2,099	10.5	4.2	2.6	1.9	1.7	1.5	
KCHOL	488,668	22%	192.70	2,536	315.00	252.00	25%	O.P.	O.P.	↔	n.a.	n.a.	35,533	n.a.	n.a.	81,673	n.a.	n.a.	123,157	13.8	6.0	4.0	n.a.	n.a.	n.a.	
KLKIM	12,457	30%	27.08	460	37.00	35.00	6%	O.P.	O.P.	↔	6,469	1,553	601	8,367	1,924	1,150	10,970	2,523	1,709	20.7	10.8	7.3	7.6	5.6	3.8	
KRDMD	18,288	89%	23.44	780	34.00	44.00	-23%	O.P.	O.P.	↔	58,829	4,667	-2,621	72,106	8,021	1,263	83,161	10,625	2,658	n.a.	21.2	10.1	5.5	3.0	2.1	

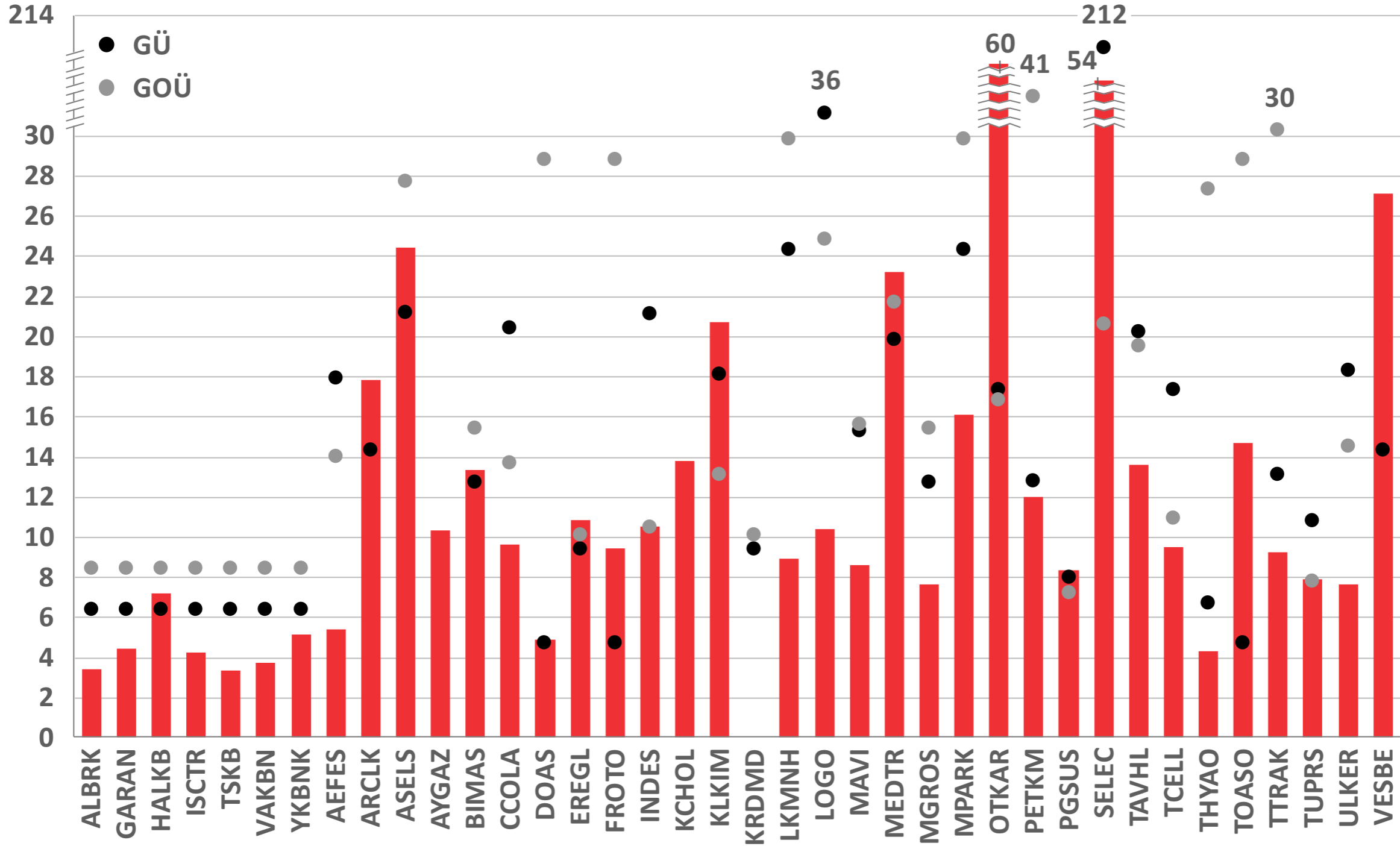
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Öneri Revizyonları ve Enflasyon Muhasebeli Tahminler (2/2)

Hisse Kodu	PD	SDO	Güncel Fiyat	Pay Adedi	REVİZYONLAR						KAR TAHMİNLERİ									DEĞERLEME ÇARPANLARI					
					12A HF			ÖNERİ			2024T			2025T			2026T			F/K			FD/FAVÖK (Banka: PD/DD)		
					Güncel	Önceki	Değ.	Güncel	Önceki	Değ.	NS	FAVÖK	NK	NS	FAVÖK	NK	NS	FAVÖK	NK	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Banka Dışı (2/2)	4,087,382			36,591							5,636,190	704,880	455,734	7,316,582	956,477	636,834	8,849,199	1,200,470	831,293	10.4	7.5	6.3	6.0	4.3	3.7
LKMNH	3,416	66%	94.90	36	127.00	125.00	2%	O.P.	O.P.	↔	3,397	681	385	4,647	977	421	5,495	1,156	377	8.9	8.1	9.1	6.0	4.1	3.2
LOGO	10,630	65%	106.30	100	158.00	158.00	0%	O.P.	O.P.	↔	5,099	1,336	1,023	7,250	2,023	1,917	8,786	2,563	2,342	10.4	5.5	4.5	7.9	5.2	4.2
MAVI	42,705	73%	107.50	397	157.00	143.00	10%	O.P.	O.P.	↔	38,508	7,969	4,971	51,905	10,373	5,791	64,636	12,740	6,726	8.6	7.4	6.3	4.9	3.5	2.7
MEDTR	5,115	21%	42.98	119	65.00	50.00	30%	O.P.	O.P.	↔	2,070	484	221	3,099	789	398	4,043	1,133	650	23.2	12.9	7.9	9.6	5.8	4.0
MGROS	90,074	51%	497.50	181	748.00	676.00	11%	O.P.	O.P.	↔	286,567	14,885	11,789	390,049	23,435	13,926	490,008	32,914	16,226	7.6	6.5	5.6	5.5	3.5	2.5
MPARK	70,317	35%	338.00	208	450.00	450.00	0%	O.P.	N.	↑	40,588	10,551	4,360	52,842	13,717	6,380	62,453	16,212	7,811	16.1	11.0	9.0	6.1	4.4	3.3
OTKAR	56,610	27%	471.75	120	830.00	830.00	0%	O.P.	O.P.	↔	38,519	1,821	942	48,239	5,812	5,551	60,530	10,543	10,614	60.1	10.2	5.3	38.6	12.5	7.1
PETKM	59,406	47%	23.44	2,534	28.56	25.30	13%	N.	N.	↔	79,368	2,204	4,939	111,391	9,411	7,723	121,238	9,811	8,650	12.0	7.7	6.9	29.1	6.5	5.7
PGSUS	118,500	43%	237.00	500	320.00	320.00	0%	O.P.	O.P.	↔	108,872	33,992	14,337	137,667	41,573	17,677	168,215	50,471	19,152	8.3	6.7	6.2	6.5	5.7	4.9
SELEC	35,770	15%	57.60	621	84.00	84.00	0%	O.P.	O.P.	↔	129,041	5,403	661	158,198	6,358	2,267	185,567	7,476	4,732	54.1	15.8	7.6	5.3	3.4	1.7
TAVHL	93,454	48%	257.25	363	313.00	313.00	0%	N.	N.	↔	58,068	17,195	6,867	75,462	26,401	12,827	94,339	33,013	17,398	13.6	7.3	5.4	8.0	5.3	4.3
TCELL	220,000	54%	100.00	2,200	157.00	149.00	5%	O.P.	O.P.	↔	169,873	75,547	23,230	225,045	98,873	44,194	271,842	114,789	60,134	9.5	5.0	3.7	3.2	3.2	2.9
THYAO	425,730	50%	308.50	1,380	515.00	530.00	-3%	O.P.	O.P.	↔	764,926	141,568	98,306	968,556	180,685	103,603	1,196,175	220,730	121,472	4.3	4.1	3.5	5.0	4.1	3.4
TOASO	121,850	24%	243.70	500	440.00	440.00	0%	O.P.	O.P.	↔	126,377	13,860	8,286	320,423	36,328	29,882	434,776	49,139	42,517	14.7	4.1	2.9	9.9	3.7	2.6
TRGYO	48,040	21%	48.04	1,000	79.00	76.00	4%	O.P.	O.P.	↔	8,987	6,101	15,491	17,969	11,478	28,610	25,270	15,927	33,981	3.1	1.7	1.4	3.6	1.4	0.5
TTRAK	74,300	24%	742.50	100	1,230.00	960.00	28%	O.P.	N.	↑	68,643	12,672	8,094	88,185	15,136	10,002	109,391	18,776	11,621	9.2	7.4	6.4	5.6	4.7	3.8
TUPRS	328,711	49%	170.60	1,927	260.00	244.00	7%	O.P.	O.P.	↔	894,429	76,201	41,373	1,003,385	81,849	44,109	1,085,571	95,483	67,681	7.9	7.5	4.9	3.5	2.9	2.2
ULKER	56,462	39%	152.90	369	206.00	137.50	50%	O.P.	O.P.	↔	84,766	15,731	7,418	106,398	19,249	9,448	122,939	21,958	9,465	7.6	6.0	6.0	5.2	4.2	4.1
VESBE	28,592	19%	17.87	1,600	33.00	29.50	12%	O.P.	O.P.	↔	78,272	7,436	1,055	99,658	10,962	2,447	121,638	14,597	4,074	27.1	11.7	7.0	4.5	3.2	2.5

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Öneri Listesindeki Hisse Senetleri ve Küresel Benzerlerinin Piyasa Çarpanları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Uluslararası Piyasalar

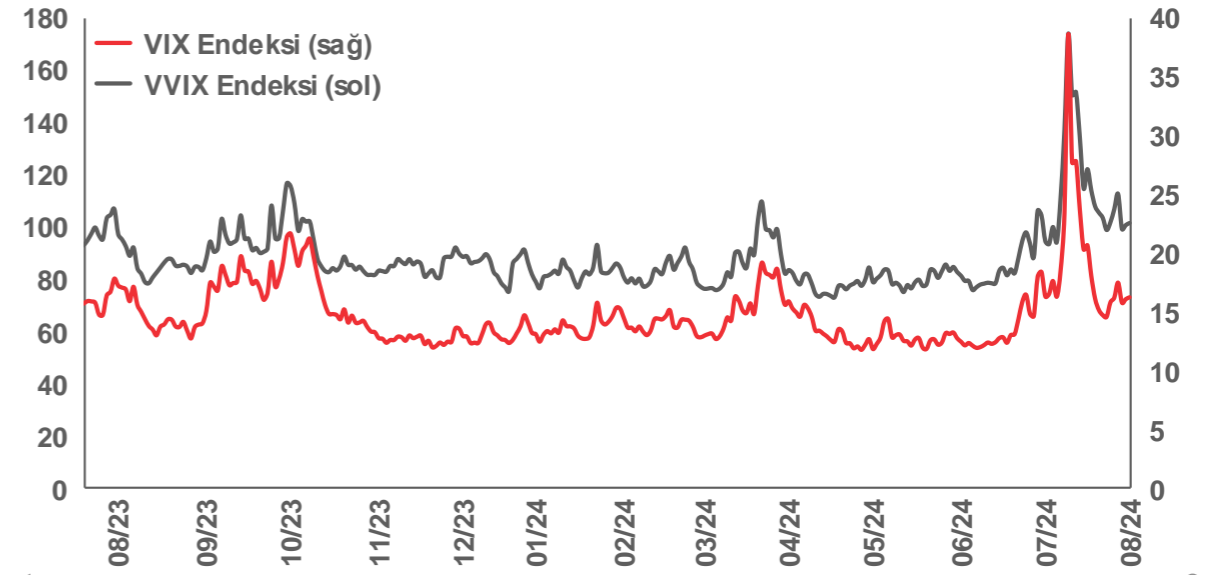
Global piyasalarda fiyat oynaklığı arttı.

Oynaklık endeksi pandemi sonrası en yüksek seviyesinde. Global tarafta hisse senedi endeksleri, 2024 yılının ilk yarısını oldukça iyi geçirdi. Yılın ilk yarısında MSCI Dünya Endeksi %10'un üzerinde prim yaparken özellikle ABD endekslerinde yapay zeka & muhteşem yedili hisseleri öne çıkmıştı. Borsalar üçüncü çeyrekte ise risk iştahının seyri ve veri bazlı olarak yön bulmaya çalışıyor: Hisse senedi piyasa oynaklığını ölçen VIX endeksi ağustos ayı başında 65 seviyesinin üzerine çıkarak pandemi dönemi hariç 2008 finansal krizi sonrası en yüksek seviyeleri gördü. Temmuz ayında ABD endekslerinde rotasyon yaşanırken istihdam ve büyüme riskleri Ağustos ayı başında hisse piyasalarında satış getirdi. Ancak, ay ortasında açıklanan enflasyon verileri ve perakende satışlar verisi ile aylık bazlı kayıplar toparlandı.

Fed'in yumuşak iniş baz senaryosu hala geçerli. Endekslerdeki toparlanmaya rağmen ABD'de resesyon risklerine dair görüşler halen güçlü: 2025'te resesyon olasılığını J.P. Morgan %45 ve Goldman Sachs %20 olarak hesaplıyor. Özellikle ABD verim eğrisinde 2-10 yıllık getiri makasının yaklaşık iki yıldır eksi bölgede kalması resesyon risklerine işaret ederken, ABD GSYİH verisinin yılın ilk yarısında resesyona uzak bir noktada olması karşıt görüşü güçlendiriyor. Yılın geri kalanında büyüme ve istihdam piyasası bazlı verilerin, enflasyon verilerine kıyasla fiyatlamalarda daha etkili olmasını bekliyoruz. Fed'in dezenflasyon sürecinde elinin artık daha güçlü olduğunu düşünüyoruz. Enflasyon mücadelesinin son düzlüğünde maaş bazlı enflasyon riskleri (Süper çekirdek etkisi) ile barınma maliyetlerinde gecikmeli etkiyi takip edeceğiz.

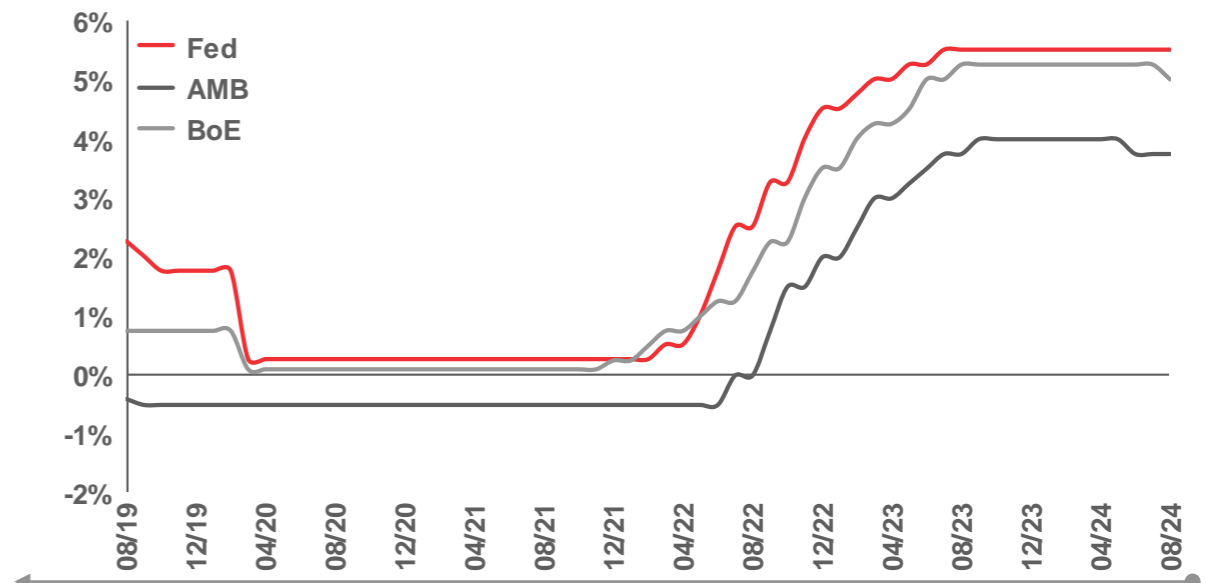
Faiz indirim döngüsü oynaklığı daha da artırabilir: Avrupa Merkez Bankası Haziran ayında ve İngiltere Merkez Bankası Ağustos ayında politika faizlerinde indirim gerçekleştirirken Fed tarafında da indirim beklentilerinde (fiyatlamalarda) artış yaşandı. Diğer taraftan Japonya Merkez Bankasının Mart'ın ardından Temmuz'da da faiz artırması carry trade piyasasını bozdu. 'Yen ile ucuza borçlan ve en kalabalık işlemlere gir' stratejisinin terse dönmesiyle global piyasalarda fiyat oynaklığı arttı.

VIX Endeksi ve VVIX Grafikleri



Kaynak: Bloomberg VVIX: VIX'in volatilitesi

FED, AMB ve BoE Politika Faizleri



Kaynak: Bloomberg

Global piyasalarda fiyat oynaklığı arttı.

Küresel hisse senedi tarafında aşağı yönlü riskler sınırlı. Büyüme ve istihdam riskleri, ekonomik veri akışı ile daha net anlaşılınca kadar global piyasalarda fiyat oynaklığının devam etmesini bekliyoruz. Yıl sonuna kadar boğa piyasası eğiliminin korunacağını, satışların ana eğilimde düzeltme olarak kalacağını ve ayı piyasasına geçilmeyeceğini düşünüyoruz. Bloomberg'e göre S&P 500 endeksinin yıl sonu seviyesi için global yatırım bankalarının tahminlerinin medyanı 5.565'in biraz üzerinde, en yüksek tahmin ise 6.000'de bulunuyor.

ABD 10 yıllık vadeli tahvillerde %3,30-%3,50 öngörümüzü koruyoruz. Tahvil piyasası için yılın son çeyreğinde olumlu görüşümüz devam ediyor. ABD 10 yıllık getirilerinde yılbaşında ilan ettiğimiz %3,30-%3,50 bölgesini hedeflemeye devam ediyoruz. ABD 10 yıllık reel getirilerin 2023 başına döneceği ve dezenflasyon sürecinin devam edeceği varsayımları altında yılın son çeyreğinde 10 yıllık getirilerde geri çekilmenin hızlanmasını bekliyoruz. Ayrıca yatırım yapılabilir şirket tahvillerinde de olumluuz.

Altın ve gümüş için beklentimiz yukarı yönlü güncellendi. Bir yıllık zaman diliminde değerli metaller için pozitif görüşümüzü korumakla beraber 2024 yılı içinde görülen hedeflerimizi, 2025 ilk yarı sonu için altın tarafında \$2.650 ons ve gümüş tarafında \$33-\$35 ons olarak güncelliyoruz.

Petrol ve endüstriyel metallerde aşağı yönlü riskler var. Petrol ve endüstriyel metaller tarafında yıl sonuna kadar Çin talebinin seyri ve global büyüme riskleri belirleyici olacak. Çin'in %5 büyüme hedefini yakalamada zorluk yaşamayı bekleniyor. Hem OPEC hem Uluslararası Enerji Ajansı Çin tarafındaki risklerin global petrol talebine etkilerini aylık raporlarında vurguluyor. Bu durum, petrol ve endüstriyel metaller fiyatlarında yukarı yönlü olası hareketlerin yıl sonuna kadar sınırlı olacağına işaret ediyor. Piyasa yükselişleri daha çok satış fırsatı olarak değerlendiriyor. Hatta Çin risklerine ek olarak eğer ABD ve Avrupa'da büyüme riskleri artarsa petrol ve endüstriyel metallerde aşağı yönlü risklerin arttığını görürüz.

Altın Günlük Grafik (\$/ons)



Kaynak: Bloomberg

Brent Petrol Günlük Grafik (\$)



Kaynak: Bloomberg

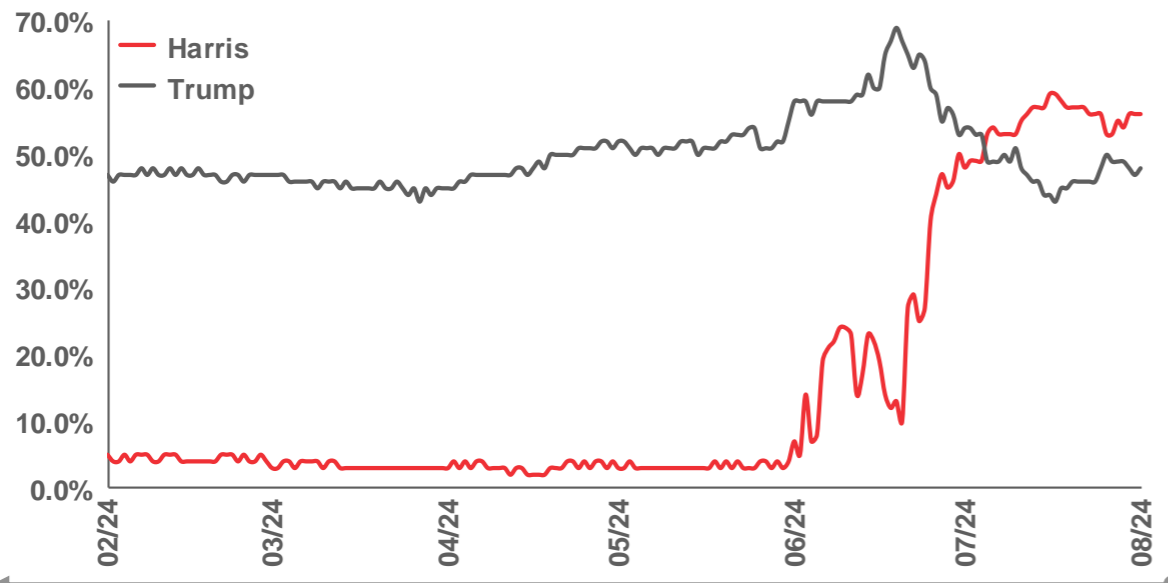
ABD Bilanço Sezonu, Jeopolitik gelişmeler ve Makro Gidişat...

Global tarafta artan fiyat oynaklığının yanı sıra çoklu varlık fiyatlama dinamiklerini yıl sonuna kadar etkilemesini beklediğimiz üç ana değişken; 1. ABD bilanço sezonu 2. Jeopolitik riskler ve 3. Makro veri takvimi ve para politikaları olarak özetlenebilir:

1. Kârlarda toparlanma genele yayılıyor. ABD tarafında ikinci çeyrek bilanço sezonunda en dikkat çeken nokta muhteşem yedili dışındaki S&P 500 hisselerinin (493 şirket) iki sene sonra yıllık bazda kâr büyümesine tekrardan geçmesi oldu. Son iki yıldır endekste yaşanan kar büyümesinin ana nedeni muhteşem yedili şirketleriydi (Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Nvidia & Tesla). 2Ç24 ile birlikte yoğunlaşma risklerinin azaldığını görüyoruz. Ağustos ortasından sonra S&P 500'de muhteşem yedili dışı endeksin yeni bir tarihi rekor yaşaması da bu görüşü destekledi. ABD ekonomisinin resesyona girmediği senaryoda bu durum boğa piyasasının devamını destekleyecektir. 2Ç24'de S&P 500 endeksinin kar büyümesi 4Ç21'den beri en iyi seviyeye çıkarken beklentilere kıyasla pozitif sürprizlerin oranı geçmiş ortalamaların aşağısında kaldı. Beklentilere kıyasla olumsuz kar rakamı açıklayan şirketlerin hisse fiyatları cezalandırıldı. Örneğin; Ford ve Intel piyasa beklentilerini karşılayamadığı için bilanço sonrası ilk işlem gününde sırasıyla %18 ve %26 düşüş yaşadılar. 2Q24 bilançoları boğa piyasasını desteklese de 2024 yılında 38 adet rekor kapanış sonrası piyasada kâr realizasyonu risklerinin oluştuğu da bir gerçek.

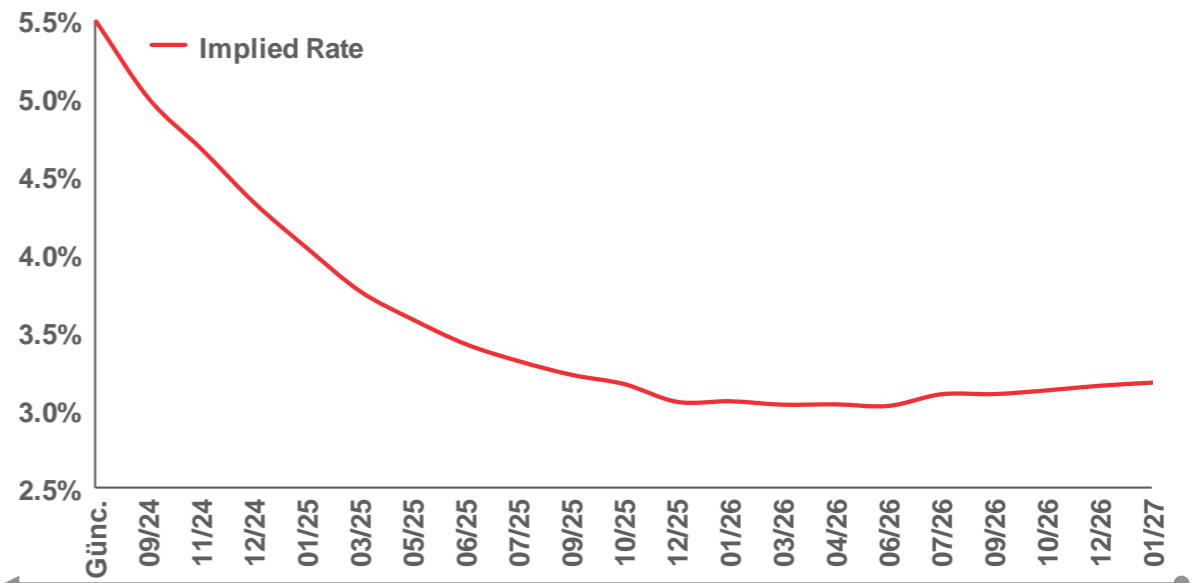
2. Jeopolitik riskler hep masada. Rusya-Ukrayna & İsrail-Hamas çatışmalarına ilişkin haber akışları günlük bazda devam ediyor. Yılın son çeyreğinde gerçekleşecek ABD başkanlık seçimi ise tek seferde yaşansa da fiyatlama etkisi orta/uzun vadeye yayılacak bir risk faktörü. Başkan adaylarından Trump'a suikast girişimi sonrası, Biden'ın yarıştan çekilip adaylığı Harris'e devretmesiyle demokratların rüzgarı arkalarına aldığı söylenebilir. En güncel anketlerin ortalamaları Harris'in oy desteğini Trump'ın 2 puan önünde gösteriyor (Kaynak: [Link](#)).

Kamala Harris ve Donald Trump Olasılıkları



Kaynak: Predictit, Bloomberg

Fed Politika Faizi Fiyatlaması



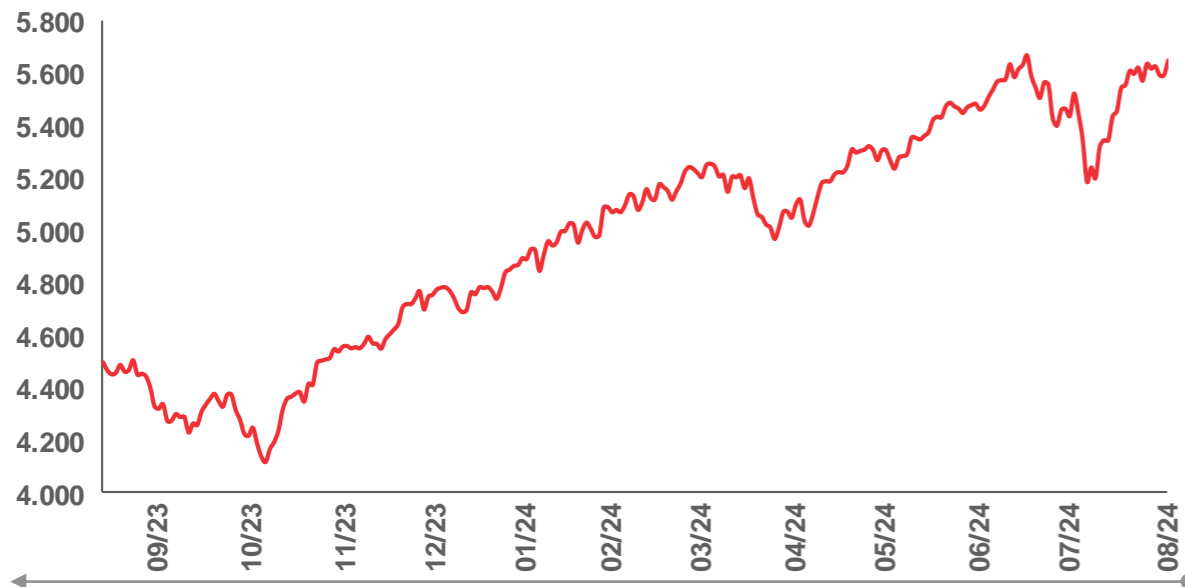
Kaynak: Bloomberg

ABD Bilanço Sezonu, Jeopolitik gelişmeler ve Makro Gidişat...

1. Yarışın yakın geçmesini beklemekle birlikte anketler ve bahis olasılıkları demokratların adayına daha çok şans veriyor. Başkanlık seçiminin etkileri global ekonomi açısından da gümrük vergileri, savunma ve enerji politikaları açısından önemli olacak. Demokratların kazandığı bir yarışta gümrük vergileri açısından ekstra riskleri azalması beklenir. Diğer taraftan cumhuriyetçi adayın kazanması veya Harris'in başkanlığında kongrede Cumhuriyetçi çoğunluğun sağlanması ABD'li şirketlerin vergi oranında yukarı yönlü riskleri azaltır.

2. **Küresel likidite koşulları piyasalar açısından olumlu:** Makro tarafta en kritik noktalar ABD büyümesi ve istihdam piyasası riskleri olacaktır. Enflasyon verilerinde daha çok gecikmeli etkiler takip edilecek. Piyasalar Fed'den ilk faiz indirimini Eylül ayında bekliyor. AMB ve İngiltere MB'ye kıyasla Fed geç bir başlangıç yapacak olsa da senkronize indirim sürecine (Boj hariç) giriyor olmamız global likidite açısından olumlu bir değişken olacaktır. Fed'in politika faizine dair piyasa fiyatlamasına baktığımızda 2025 sonuna kadar sekiz indirimin (200 baz puan) fiyatlandığını söylemek mümkün görünüyor.

S&P 500 Günlük Grafik



Kaynak: Bloomberg

Dolar Endeksi Günlük Grafik



Kaynak: Bloomberg

Banka

Banka kârlarında çeyrek bazlı toparlanma bekliyoruz

Banka hisse getirilerinin net faiz marjında toparlanma teması ile gösterge endeksi birkaç çeyrek daha geçeceğini tahmin ediyoruz. Bankaların net faiz marjı TCMB'nin Mart ayındaki sürpriz faiz artırımını sonrası 2Ç24'de tarihi düşük seviyeye geldi. Diğer taraftan özellikle döviz korumalı mevduattan çıkışlarla bollaşan TL likiditesi fonlama maliyetini Nisan ortasından itibaren düşürdü. Bu düşüşün 3Ç24'te bankaların net faiz marjına yansımalarını bekliyoruz. Ayrıca, TCMB'nin yılın sonlarında faiz indireceği beklentisi bu eğilimi daha da güçlendirecektir. Yakın gelecekte banka karları üzerinde en ciddi aşağı yönlü risk, aktif kalitesinde bozulmadan kaynaklanabilir. Ancak karşılıklarda olası artışa rağmen banka kâr artış ivmesinin birkaç çeyrek daha korunacağını düşünüyoruz. . Buna karşılık banka dışı sektörlerin çoğunda ekonomide yavaşlama, yüksek finansman maliyetleri ve ciro ve/veya kârları olumsuz etkileyen TL'de değerlenme dinamikleri nedeniyle risk iştahı bir süre daha zayıf seyredebilir.

Bankalar için, gelecekteki ekonomik gelirlerin hisse senedi değeri üzerindeki etkisini yansıtmak amacıyla artık gelir değerlemesi modelini kullanıyoruz. Bu modelde 2Ç24 finansallarının ardından risksiz getiri beklentisini 7 yıllık tahmin ufku için 100 baz puan düşürerek %20 yaptık ve tahmin ufku sonrası için %12 olarak aldık. Ayrıca hisse senedi risk primini tahmin ufku için %5,5, nihai dönem için %5,0 olarak belirledik. Son olarak her banka için son beş yılın haftalık getirilerine göre beta hesapladık. Buna göre bankalar için özsermaye maliyeti tahmin ufku için %25,0 – %26,5 aralığında ve nihai dönem için %17,0 (beta @1,0x ile) olmaktadır.

Dokuz yıl zayıf performansın ardından, BIST-bankacılık endeksi sanayi endeksini 2023'te %20,5, 2023'te %33,9 ve 2024'te yılbaşından bu yana %40 geçti. Büyük bankaların 12 ay sonrası için tahmini F/DD çarpanı ortalaması Temmuz'da 1,2x'e kadar yükseldi ve ardından yakın zamanda 0,9x'e geriledi (2021'de tarihi düşük 0,2x seviyesindeydi). Bankaların tarihi 12 ay ileri F/DD rasyosu ekonomi politikalarında önemli değişikliklerin yaşandığı 2018'den önce yaklaşık 0,8 çarpanında istikrar kazanmıştı. Kanaatimizce mevcut F/D seviyeleri, orta vadede ekonomik istikrar görünümü dikkate alındığında makul düzeyde olup, bankaların gelecek kazanç beklentilerine bağlı olarak makul getiri potansiyeli sunmaktadır.

Banka Özet Değerlemeleri

	Kapanış Fiyatı	12 aylık hedef		Getiri Potansiyeli	Öneri		P.Değ. mn TL	F/K			F/DD			Özkaynak Kârlılığı		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni		2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Albaraka Türk	6.12	5.60	8.00	31%	Outperform	Neutral	15,300	3.3	2.7	2.1	0.9	0.6	0.5	29.9%	27.7%	25.6%
Garanti Bank	115.40	100.30	156.50	36%	Outperform	Outperform	484,680	4.2	2.7	1.9	1.3	0.9	0.6	38.6%	42.5%	39.5%
Halkbank	16.38	14.00	17.60	7%	Neutral	Neutral	117,687	6.9	3.4	1.8	0.8	0.6	0.5	11.9%	20.3%	29.0%
Isbank	13.73	20.00*	20.00	46%	Outperform	Outperform	343,250	4.0	2.1	1.6	1.0	0.6	0.5	27.6%	37.1%	34.6%
TSKB	12.02	12.80	16.20	35%	Outperform	Outperform	33,656	3.1	2.4	2.0	1.0	0.7	0.5	38.3%	34.7%	30.3%
Vakıfbank	20.04	25.20*	25.20	26%	Outperform	Outperform	198,715	3.5	1.9	1.4	0.8	0.6	0.4	27.5%	36.3%	33.5%
Yapı Kredi Bank	33.06	40.40*	40.40	22%	Outperform	Outperform	279,260	4.8	2.5	1.9	1.2	0.8	0.6	28.6%	40.4%	36.2%

Bankalarda öz kaynak getirisini 2025'te %35-40 aralığında öngörüyoruz

İncelediğimiz büyük özel bankaların ortalama öz sermaye getirisi 2023'teki %40,0'dan 2024/6'da %25'in biraz altına düştü. Öz kaynak getirisindeki düşüş, TCMB'nin son faiz artırımıyla fonlama maliyetlerinde yaşanan ani artıştan kaynaklandı ve bu swap dahil net faiz gelirini yıllık bazda yaklaşık %63 gerilettili. Böylece bankaların net faiz marjı 2024/6'da 2023'e kıyasla 350 baz puana yakın azaldı. Piyasa faizlerinin Nisan ortasından itibaren düşmesiyle birlikte, net faiz marjının 2024'ün ikinci yarısında toparlanacağını ve daralmanın 2024'ün tamamında 175 baz olacağını öngörüyoruz. Net faiz marjının 2025'te yaklaşık 300 baz puan ve 2026'da da 75 baz puan artmasını bekliyoruz.

Temmuz'da hızlandığını gözlediğimiz sorunlu kredi artışlarının ekonomideki yavaşlama ve işsizliğin artışına paralel olarak önümüzdeki aylarda da devam etmesini bekliyoruz. BDDK verisine göre, mevduat bankalarının tahsili geciken alacakları (TGA) yılın ilk altı ayında (silinen 17 milyar TL hariç) yaklaşık 42 milyar TL arttı. Yılın üçüncü çeyreğinde ise Ağustos itibarıyla net artışın 40 milyar TL'ye yaklaştığını tahmin ediyoruz. Bu eğilime göre yılın ikinci yarısında net artışın 110 milyar TL civarında olmasını, TGA'nın yıl sonunda 315 milyar TL'ye ulaşmasını ve TGA oranının %2,0 olmasını bekliyoruz (Ağustos'ta %1,7; Haziran'da %1,5). Buna paralel olarak incelediğimiz benzer bankalar için net kredi risk maliyetinin de ikinci yarıda ilk altı aydaki ortalama 50 baz puanın üç katına çıkmasını bekliyoruz. Bu öngörümüz bankaların 100 baz puanlık 2024 yılı kredi risk maliyeti öngörülerine yakın seyrediyor. Kredi risk maliyetindeki artışa rağmen bankaların ortalama öz kaynak getirisinin 2024 yılında %31 civarında ve 2025 yılında %35-%40 aralığında olacağını öngörüyoruz.

Bankalar için enflasyon muhasebesine uygun finansal raporlama 2025'te başlayacak, enflasyona göre düzeltilmiş vergilendirme ise bir yıl sonra 2026'da uygulanacak. Son dönemde medyada ekonomi yönetiminin enflasyon muhasebesinin sektörlere ve banka sermayelerine etkisini incelediğine dair haberler yer aldı. Enflasyondaki gerileme eğilimi ve bankalarda vergi uygulamasının takvimi dikkate alındığında bu geçişten vazgeçilmesi söz konusu olabilir. Diğer taraftan uygulamaya geçilmesi halinde bankaların enflasyon muhasebesi altında (vergiye uygulanmadan)öz kaynak kârlarının 2025'te %10-%20 aralığında oluşması muhtemel görünüyor.

Banka Net Kâr Güncellemeleri (milyon TL)

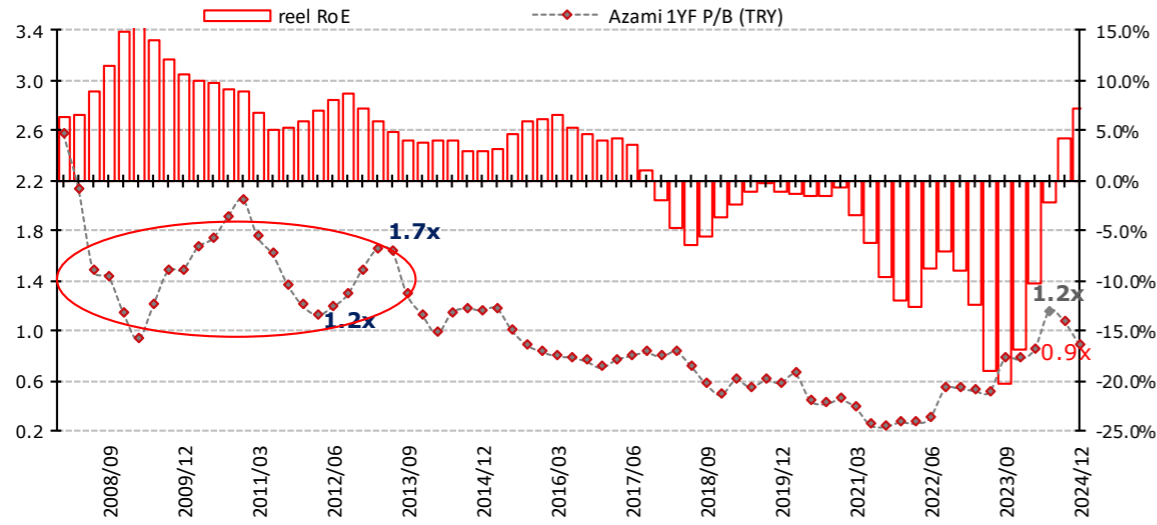
	2024F		2025		2026		2022	2023T	2024T	2025T	2026T
	eski	yeni	eski	yeni	eski	yeni					
GARAN	108,000	111,250	153,500	177,500	245,000	348%	49%	27%	60%	38%	
ISCTR*	90,500	82,000	135,500	158,700	210,000	357%	17%	13%	94%	32%	
YKBNK*	80,000	54,800	114,000	106,500	137,000	403%	29%	-19%	94%	29%	
HALKB	14,600	16,300	31,000	33,000	63,000	879%	-31%	61%	102%	91%	
VAKBN	53,500	53,500	66,500	97,000	130,000	475%	4%	114%	81%	34%	
TSKB	10,800	10,320	12,900	13,600	16,300	272%	74%	47%	32%	20%	
ALBRK	4,100	4,500	5,100	5,500	7,000	1208%	151%	31%	22%	27%	
Toplam	361,500	332,670	518,499	591,801	808,299	394%	26%	22%	78%	37%	

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* Ağustos ayı içerisinde önceden değişti

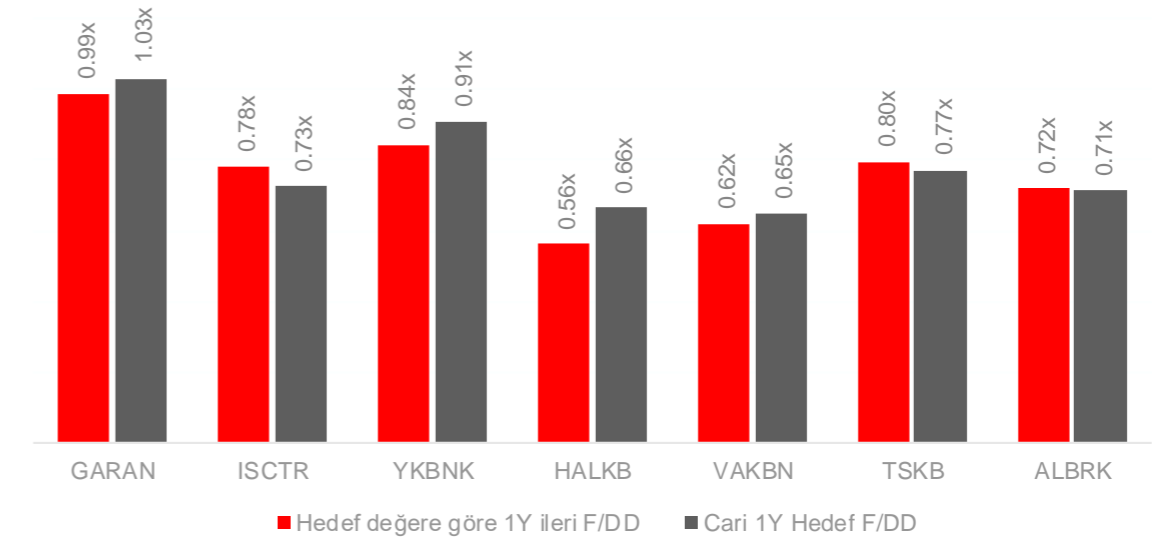
Banka Değerlemeleri

Özel bankaların 12 ay ilerisi için tarihsel F/DD çarpanı

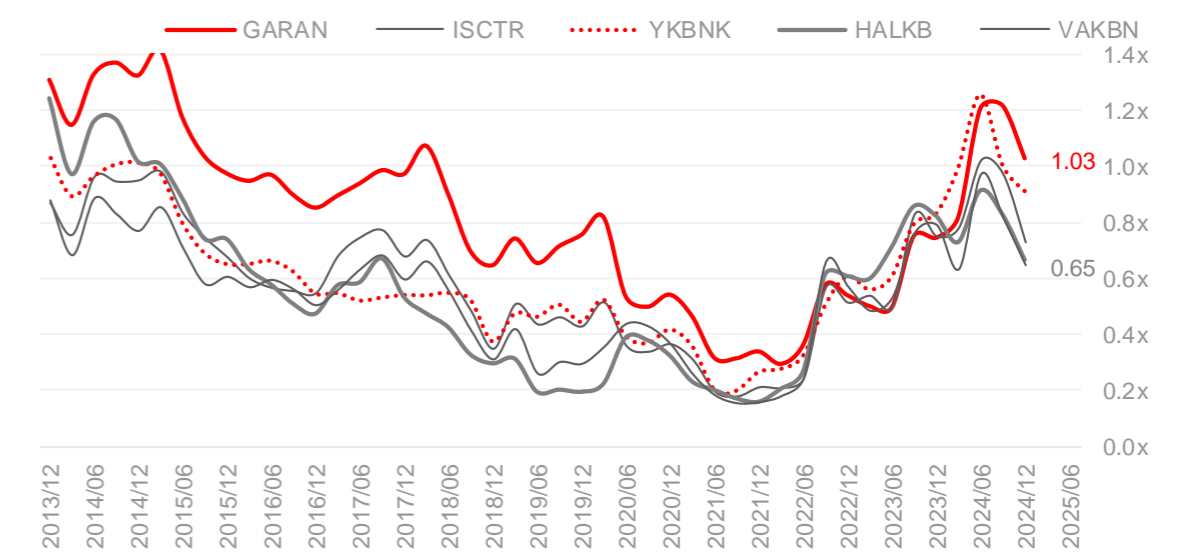
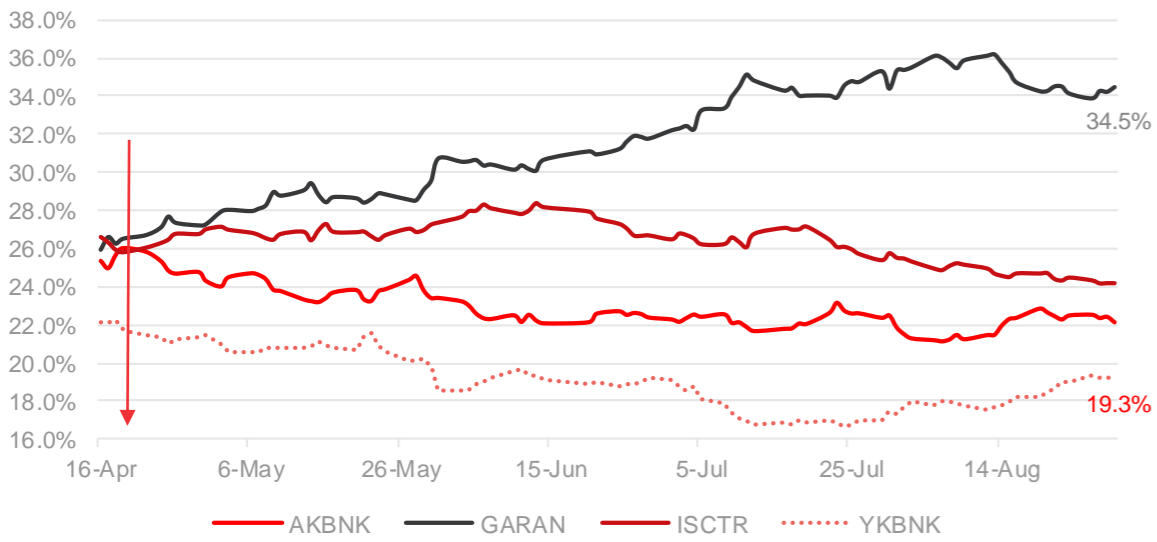


Kaynak: Rasyonet, şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Banka bazında cari ve 12 aylık hedef fiyatın ima ettiği ileri F/DD



Kaynak: Rasyonet, şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.



Net faiz marjında güçlenmenin miktarı faiz indirimlerine bağlı olacak

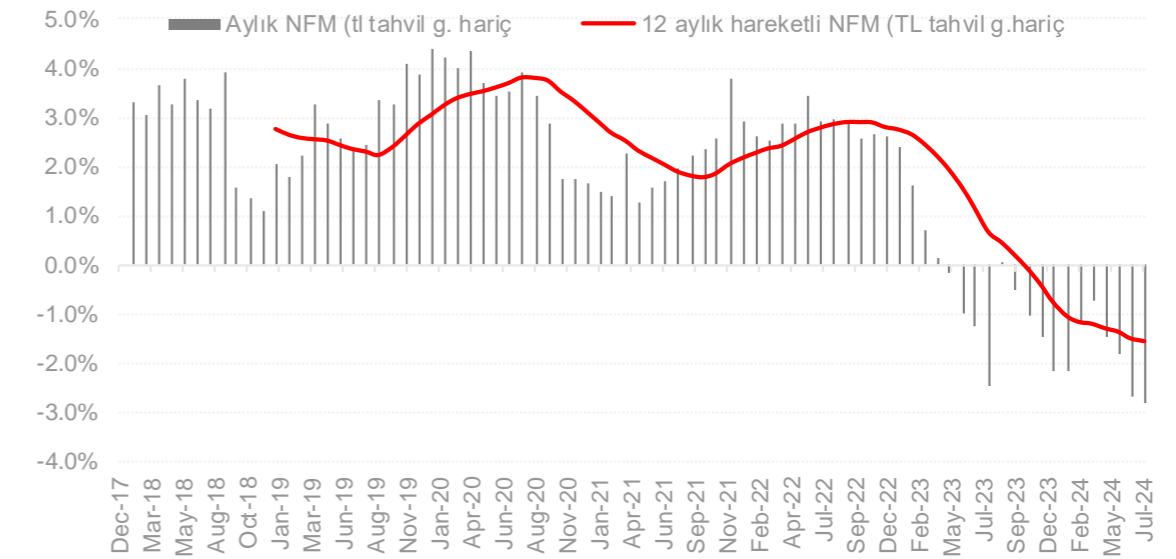
En kötüsü bitti mi? TCMB'nin Mart ayındaki son faiz artırımını pek çok bankanın sene başı planlarında yer almadığından net faiz gelirinde toparlanma beklentilerini en az bir çeyrek ötelemiş oldu. BDDK aylık verilerine göre net faiz marjı yerli özel ve kamu bankalarında Temmuz ayında da gerilemeye devam etti, yabancı bankalarda ise ilk çeyrekte başlayan toparlanma Temmuz'da sürdü. Bununla birlikte Ağustos ve Eylül rakamları ile birlikte tüm banka gruplarında net faiz marjının 3Ç24'te önceki çeyreğe göre sınırlı artmasını bekliyoruz. İncelediğimiz bankalar içinde Garanti, net faiz marjının seyri açısından olumlu ayrılmıştı. Bu avantajın 3Ç24'te de sürmesini bekliyoruz.

Bankalar artık 2024 NFM'de 350 baza varan daralmalar bekliyor. İncelediğimiz bankaların NFM'ı 2Ç24'te önceki çeyreğe göre ortalama 100 baz puan ve 2024/6'da önceki yıla göre yaklaşık ortalama 350 baz puan azaldı. Özellikle NFM'ı daha zayıf bankalar, yıl sonu NFM tahminlerini 100 baz puan - 250 baz puan düşürdü. Mevcut durumda Garanti ve kamu bankaları yatay NFM tahminlerini korurken, diğer bankalar NFM'de yıllık 150 - 350 baz puan daralma öngörüyor.

NFM'de güçlü toparlanma 2025'te olur. Nisan ayının ilk yarısında en yüksek seviyeleri gören TL mevduat ve kredi faizleri, özellikle KKM'den çıkışların sağladığı likidite sayesinde o tarihten bu yana neredeyse 10 puan geriledi ve Mart faiz artırımını öncesi seviyelere geldi. Bu eğilim ve faiz indirim döngüsüne geçiş beklentileri ile paralel olarak mevcut banka bilançolarında ekside seyreden kredi-mevduat getiri makasının tedricen pozitif bölgeye doğru güçleneceğini öngörüyoruz. Banka tahminleri ve hesaplamalarımıza göre, 2024'te net NFM'nin 180 baz puan gerileyip 2025'te 300 baz puan ve 2026'da 75 baz puan artmasını bekliyoruz.

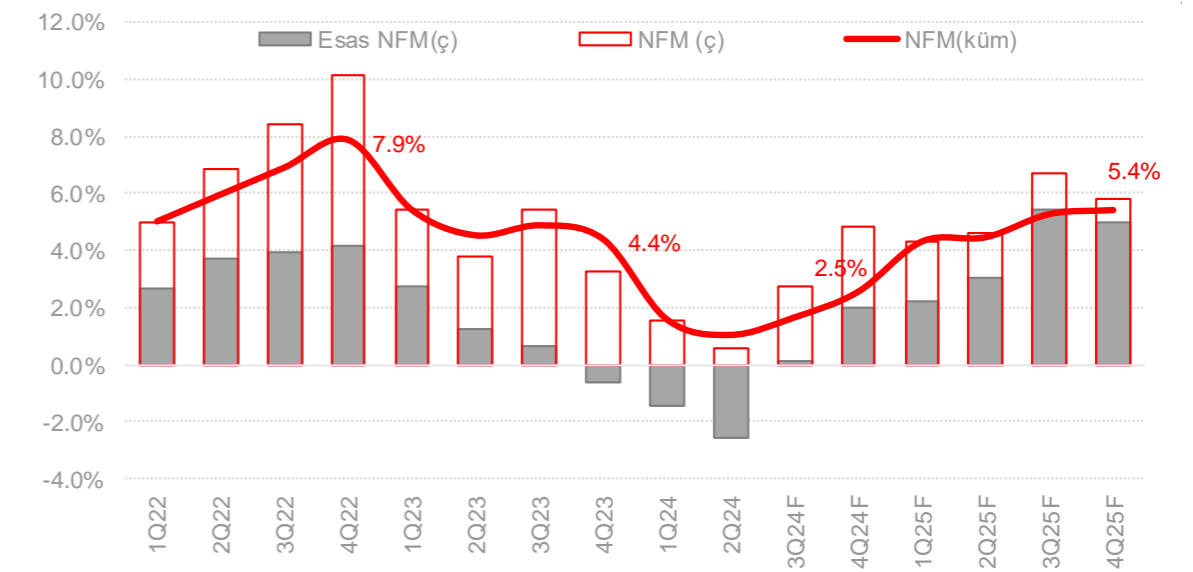
Kısa vadeli fonlamanın payı, aktif/pasif vade uyumsuzluğunun ölçüsü, TÜFE'ye endeksli tahvillerin payı yılın ikinci yarısındaki NFM artışında belirleyici olacaktır. TCMB bankalarla swap işlemlerini Temmuz ayında sonlandırdı. Diğer taraftan mevduat maliyetindeki düşüş sürerken, zorunlu karşılıklar önemli bir maliyet unsuru oluşturmaya devam ediyor. Ayrıca kredilerde aylık %1,5 olarak uygulanan büyüme sınırlamasının da NFM'nin yavaş toparlanmasına etkisi bulunuyor.

Mevduat Bankaları Net Faiz Marjının Aylık Gelişimi



Kaynak: BDDK, Rasyonet, Ak Yatırım Arş.

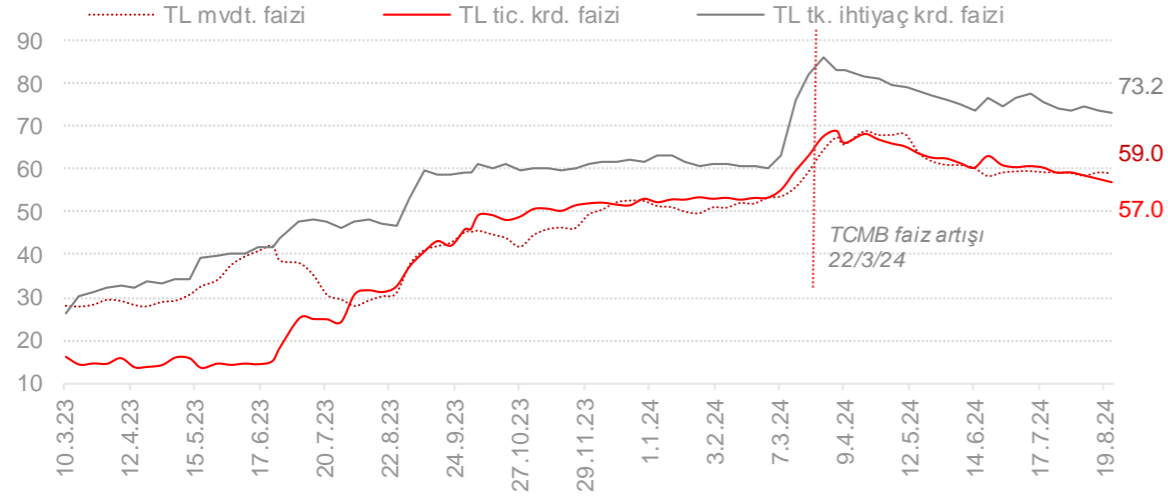
Özel bankalarda çeyresel net faiz marjı gelişimi



Kaynak: Şirket finansallar, Ak Yatırım Arş.

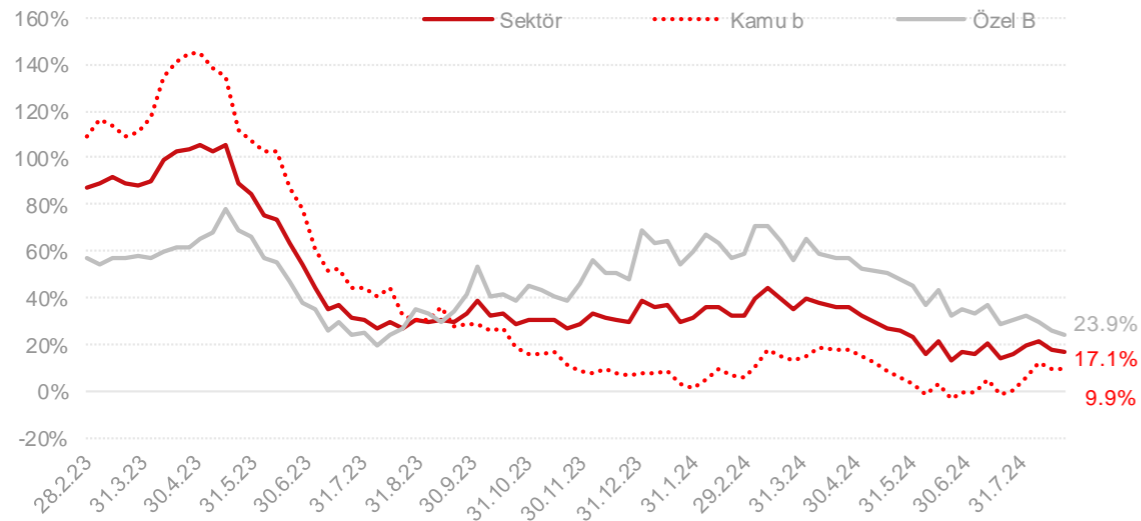
Bankacılık Sektörü Göstergeleri

TL mevduat ve kredi faizleri Nisan ayından bu yana düşüş eğiliminde



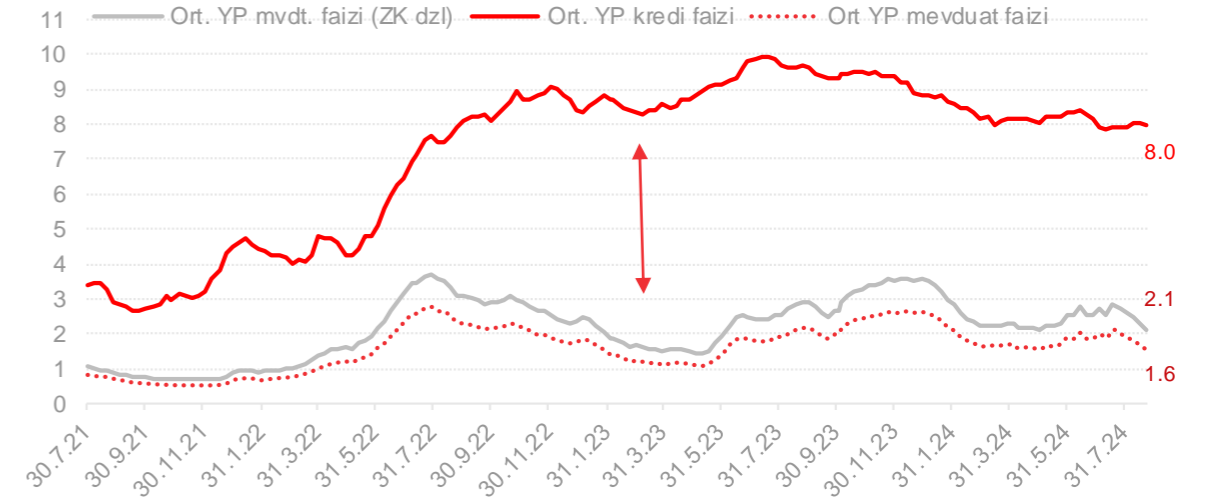
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

13 haftalık yıllıklandırılmış TL kredi artış eğilimi



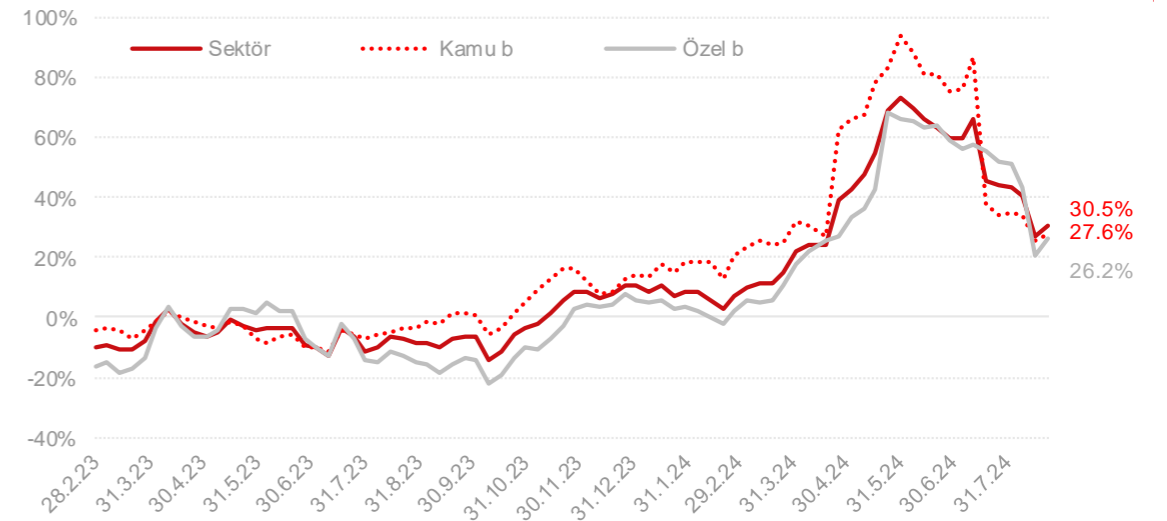
Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Arş.

Yabancı para kredi – mevduat getiri makası iki yıldır çok güçlü seyrediyor



Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

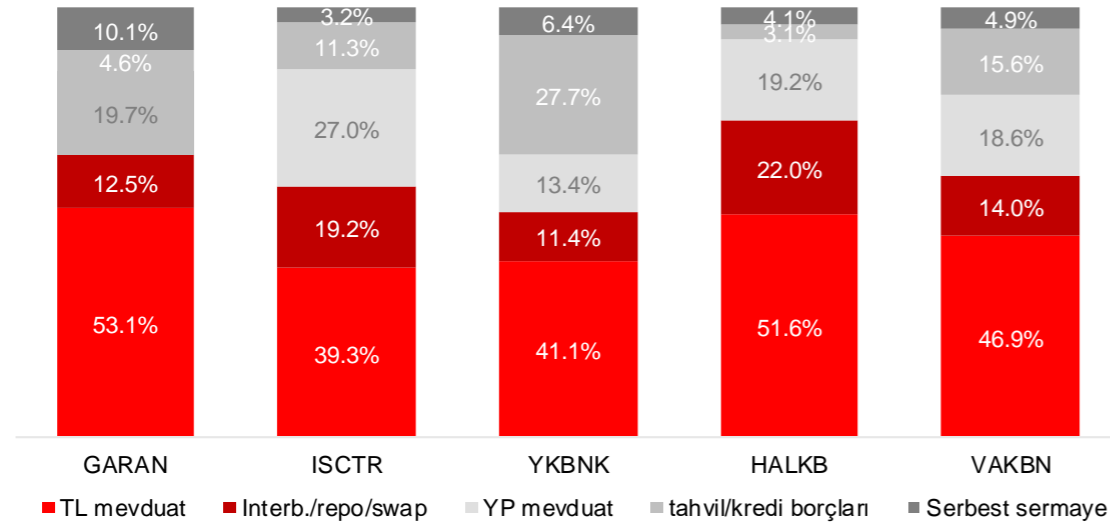
Miktar sınırlaması ile kârlı YP kredilerde büyüme yavaşladı (13 h., yıl)



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Arş.

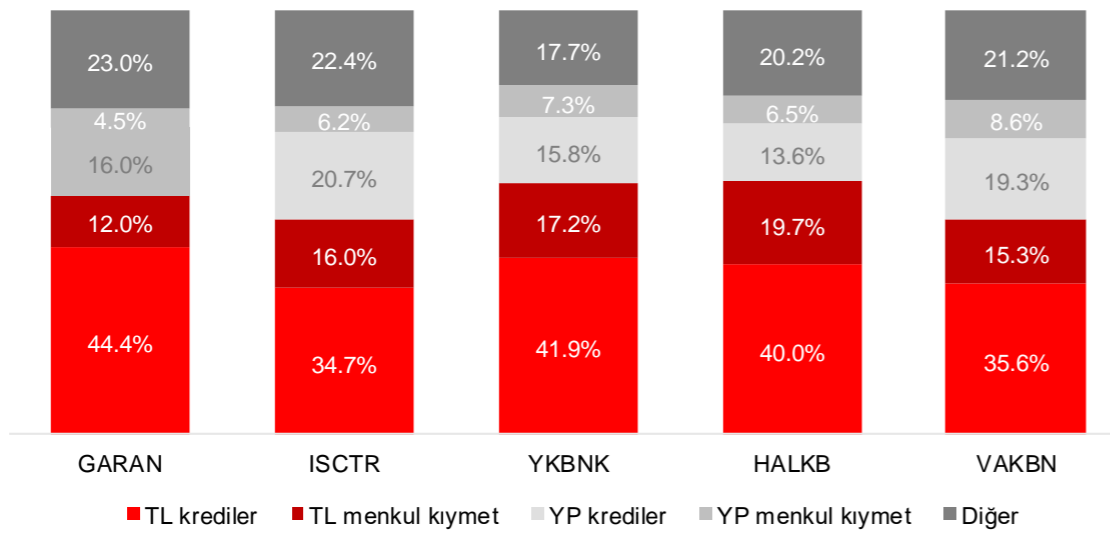
Bankacılık Sektörü Göstergeleri

Bankaların pasif yapısı



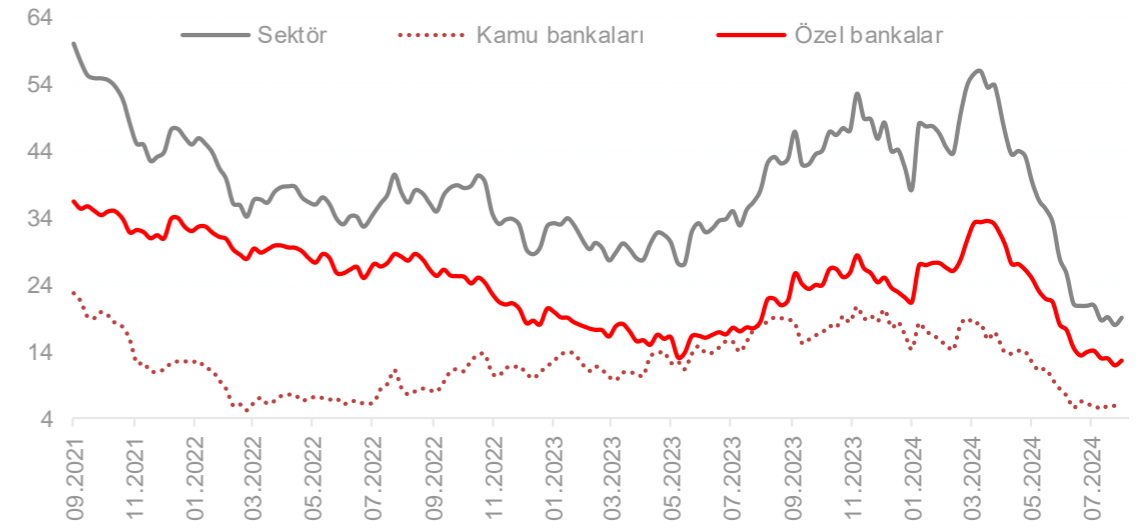
Kaynak: TCMB, Ak Yatırım Arş.

Bankaların aktif yapısı (faiz getirili aktifler)



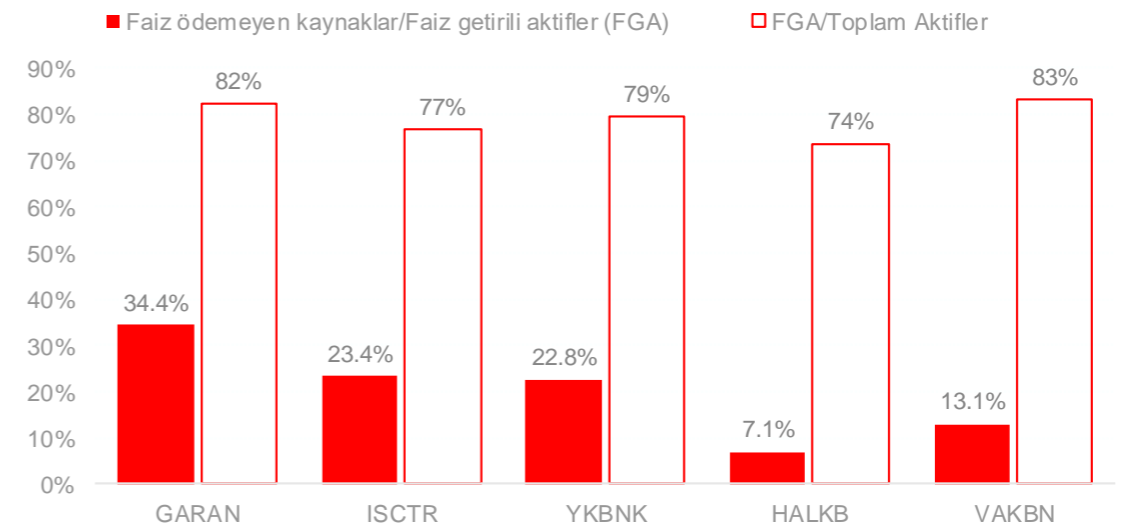
Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Bankaların swap fonlaması son üç yılın en düşük seviyesinde



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Arş.

Faizsiz fonlama imkanı net faiz marjı için kritik



Kaynak: Şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Aktif kalitesinde bozulma 2025'te daha belirgin hissedilir

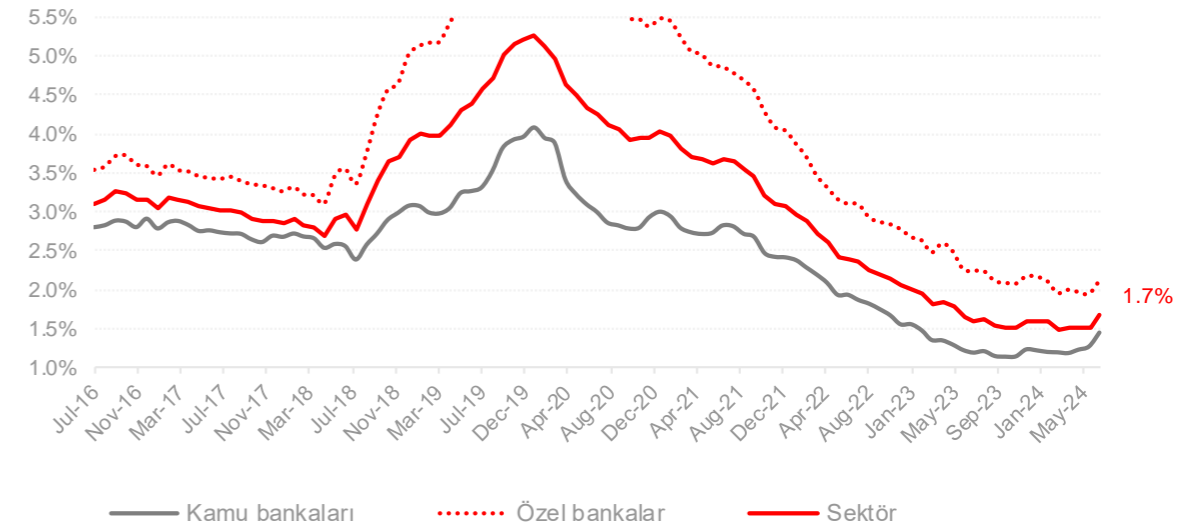
Kredi risk maliyeti rekor düşük seviyelerinden yükselecek. Pandemi sonrası dönemde, zaman zaman döviz şokları yaşanmasına rağmen Türk bankaları provizyon maliyetlerinde ciddi bir rahatlama yaşadı ve net kredi risk maliyeti 2021'den sonra yıllık 65 baz puan ile 80 baz puan arasında dalgalandı. Bunda esas olarak genişlemedi kredi politikalarının, 2020'den 2023 ortasına kadar süren negatif reel faiz oranlarının, sektörel kredi yapılandırılmalarının ve hatta son yıllarda halka arz imkanlarının artmasının etkisi oldu. Sektörün Temmuz ayı verileri ise TGA artış hızında bir hızlanmaya işaret ediyor.

BDDK ve TBB verilerine göre 2022 ve 2023 yıllarında 50 milyar TL'nin altında kalan net TGA intikalinin 2023'ün ilk altı ayında 40 milyar TL'nin üzerinde olduğunu ve Temmuz-Ağustos aylarında da 40 milyar TL'ye yaklaştığını hesaplıyoruz. Kredi koşullarının sıkılaşması ve ekonomik aktivitede soğuma ile birlikte intikallerin 2024 yılında 150 milyar TL'yi bulmasını ve yıl sonunda toplam TGA'nın 260 milyar TL'yi, 2025 sonunda da net 215 milyar TL artışla 465 milyar TL'yi geçmesini bekliyoruz.. Buna göre TGA oranının 2024 sonunda %2,5 ve 2026 sonunda %2,7 olmasını bekleriz.

BDDK verilerine göre 2023 yılında ve bu yılın ilk altı ayında en hızlı büyümeyi gösteren kredi kartı borçları aktif kalitesinde bozulmanın en erken başladığı segment oldu. KOBİ ve kısmen ticari kredi segmentlerinde de TGA girişlerinin 2025'te hızlanmasını bekleriz. Bireysel dışı kredilerde III. Aşama kredilerin %38'i enerji ve inşaat sektörlerinden gelmektedir ve bu sektörlerde TGA oranı %3,5 ve %4,0 ile ortalamanın üzerindedir. Emlak komisyonculuğu segmenti de III. Aşama kredilerin yaklaşık %6'sını oluştururken, tüketici dışı segmentte %6,1 ile en yüksek TGA oranına sahiptir.

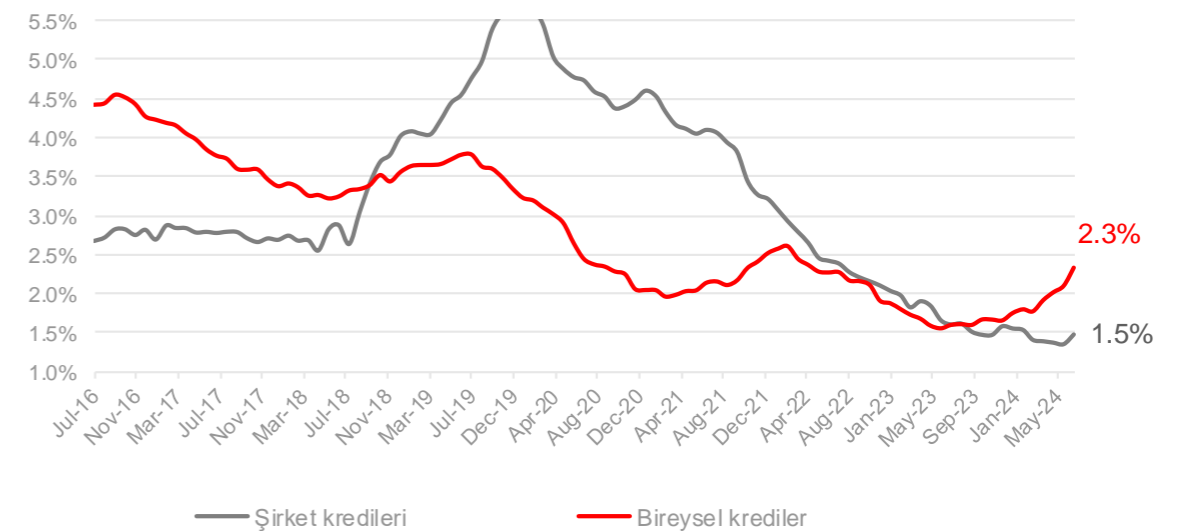
Banka beklentileri ve tahminlerimize göre, sektörün net kredi risk maliyetinin 2025'te tedricen 125-150 baz puan civarında normalleşeceğini, ancak pandemi öncesi gözlenen 300 baz puana kadar kötüleşmeyeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, önceki iki yıl ve 2024/6'da kamu bankaları, kârı desteklemek üzere model güncellemeleri yapıp karşılık rezervlerinden bir miktarını serbest bıraktılar. Tahsilatlar da dikkate alındığında kamu bankalarında net kredi risk maliyeti 2024/6'da -50/-75 baz puan düzeyinde oldu. Baz etkisinin bir sonucu olarak, kamu bankalarında net kredi risk maliyetinin özel bankalara göre biraz daha yüksek olacağını öngörüyoruz.

Banka grupları bazında tahsili gecikmiş alacak oranı



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Arş.

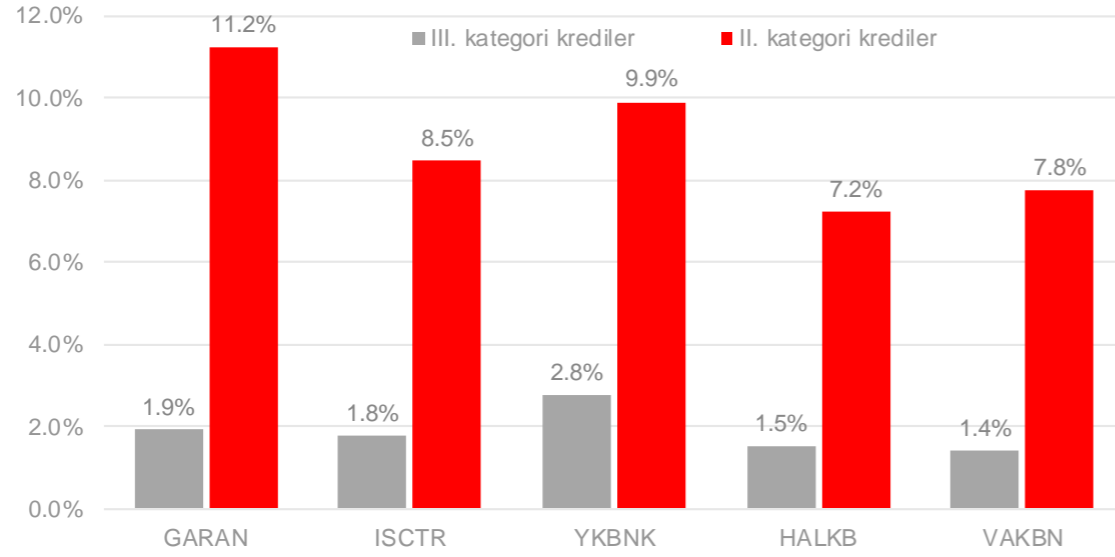
Kredi grubu bazında tahsili gecikmiş alacak oranı



Kaynak: BDDK, Ak Yatırım Arş.

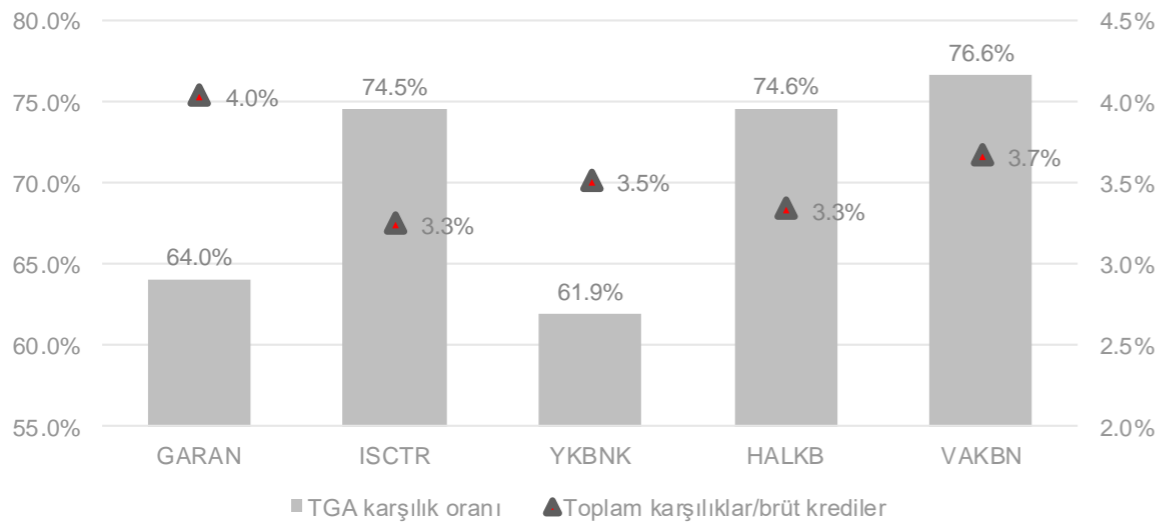
Bankacılık Sektörü Göstergeleri

Riskli kredilerin toplam portföye oranı



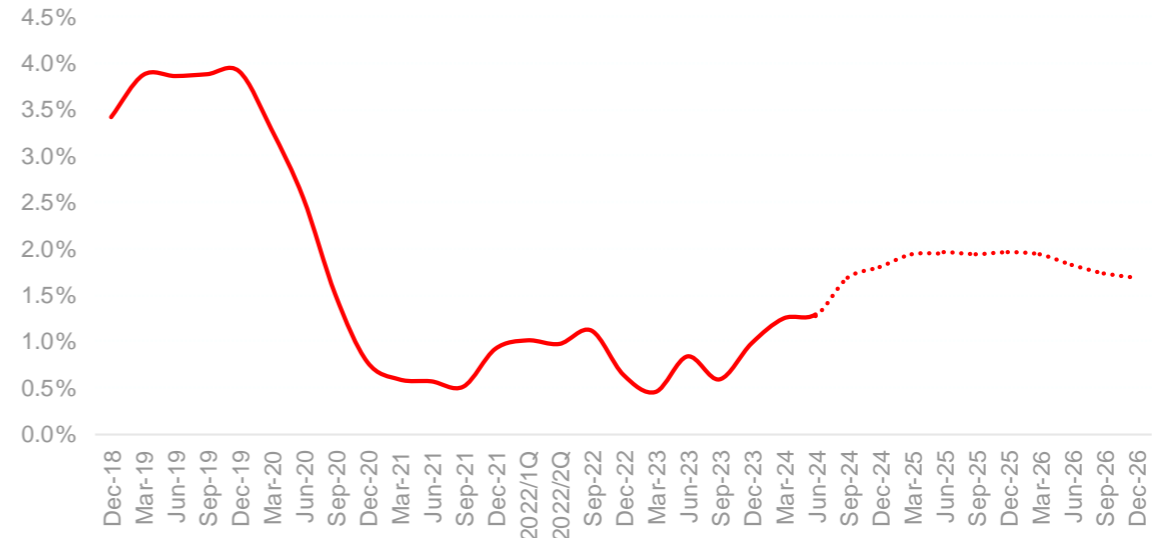
Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Mevduat bankalarında ayrılan karşılıkların kredilere oranı



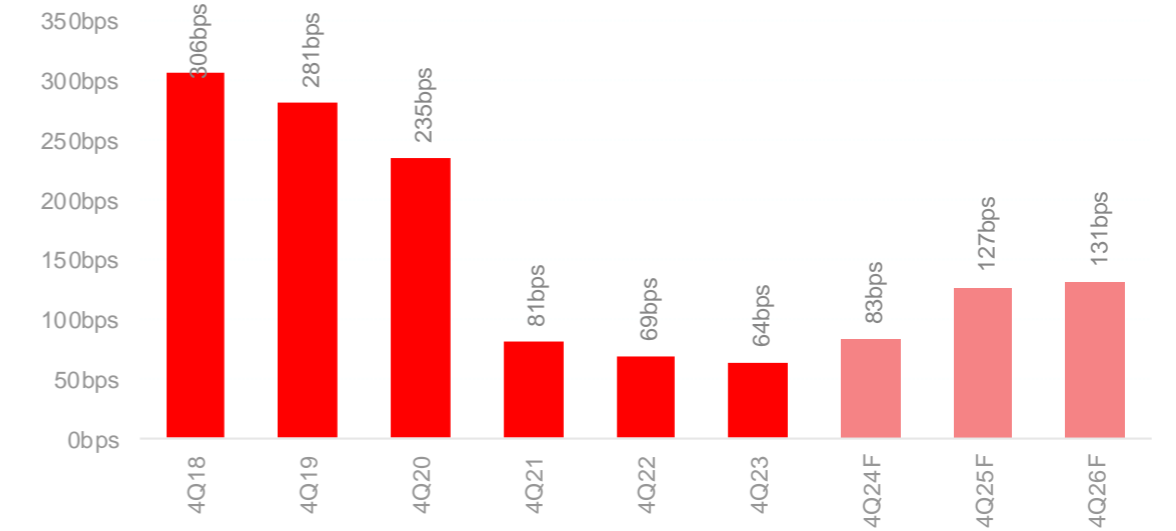
Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Dönem içi takibi gecikmiş kredi girişi / 1 yıl önceki brüt krediler



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Takip edilen bankalarda net kredi risk maliyeti



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

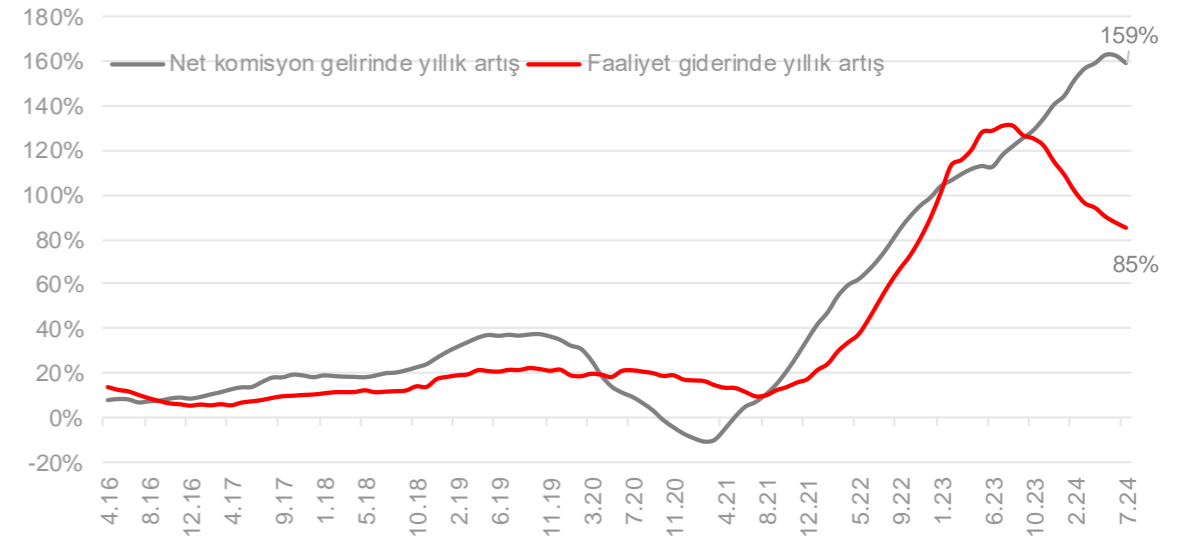
Enflasyonda gerileme ve faizlerde düşüş faaliyet gideri / komisyon geliri artışını sınırlar

Geride kalan iki yılda ve 2024'ün ilk yedi ayında sektörün net komisyon geliri artışı TÜFE enflasyonunun üzerinde seyrederek kredi-mevduat farkındaki daralmayı kısmen telafi etti. Net ücret ve komisyonlara en güçlü destek kredi kartlarından geldi. Bu grupta, gerek enflasyonun etkisiyle artan harcama tutarları, gerekse 2023 ortasından itibaren politika faizindeki artışa bağlı olarak birim ücretlendirmenin artışı büyümeyi destekledi.

Benzer şekilde bankaların işletme giderleri de son birkaç çeyrekte enflasyonun oldukça üzerinde arttı. Özellikle 2023'ün ilk yarısındaki deprem bağışları kamu bankalarının işletme giderlerinde daha belirgin artış yaptı. O tarihten bu yana, kısmen kamu bankalarındaki tasarruf çabalarının da etkisiyle sektörün işletme maliyeti büyümesinde bir yavaşlamavar.

Faaliyet giderlerindeki artış 2023 son çeyrekte komisyon gelirlerinin altında kaldığından, komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı da sektör genelinde %80'e özel bankalar arasında da %100'e yaklaşmış oldu. Bu oran pandemi öncesi %60-%65 düzeylerinde kalırken, pandemi ile birlikte çok sert gerilemişti. Bankalar açısından mevcut seviyeleri korumak bir güçlük yaratabilir. Ancak modellerimizde komisyon gelirleri ve faaliyet giderlerinin paralel artış göstereceğini varsaydık.

Parasal sıkılaşma sonrası komisyon gelir artışı faaliyet giderinin üzerinde



Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Bankalarda komisyon gelirlerinin faaliyet giderine oranı tarihi zirvede

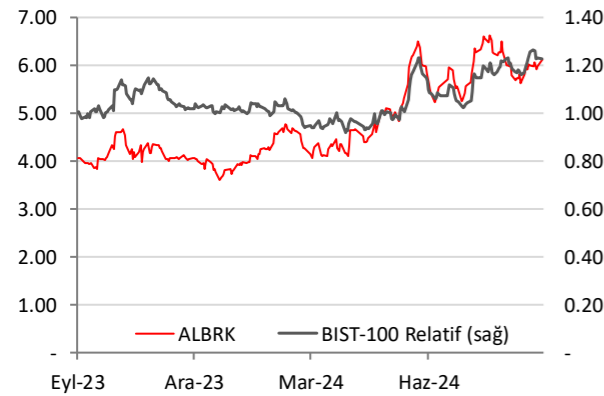


Kaynak: şirket finansalları, Ak Yatırım Arş.

Albaraka Türk

Bloomberg Kodu	ALBRK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	8.00
Güncel Fiyat, TL	6.12
Getiri Potansiyeli	31%
Halka Açıklık Oranı	38%
Piyasa Değeri, mn TL	15,300

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	13,413	9,431	14,281	18,026
Net Kâr, mn TL	3,429	4,500	5,500	7,000
Özkaynak, mn TL	13,387	16,395	23,393	31,224
Toplam Aktif, mn TL	232,169	289,858	368,947	447,695
Ort. FKA, mn TL	180,538	255,725	317,926	395,417
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
Ort. Özk. Karlılığı	31.9%	30.2%	27.6%	25.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	62.3%	-29.7%	51.4%	26.2%
Net Kâr, y/y	151.1%	31.3%	22.2%	27.3%
Özkaynak, y/y	64.9%	22.5%	42.7%	33.5%
Toplam Aktif, y/y	58.7%	24.8%	27.3%	21.3%
Ort. FKA, y/y	42.8%	41.6%	24.3%	24.4%
Değerleme Verisi				
F/K	2.5	3.4	2.8	2.2
F/DD	0.6	0.9	0.7	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-2.7%	2.2%	50.7%	60.2%
BİST-100 Relatif	0.8%	5.1%	20.1%	18.4%
AOİH, mn TL	87	117	168	131



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyla.

Albaraka Türk, 2023 yılında 2,4 milyar TL (önceki yıldaki 1,0 milyar TL'ye ek olarak) tutarında serbest karşılık ayırmasına rağmen öz kaynak kârlılığını %33,4 düzeyinde tutarak bankacılık sektörü ortalamasının üzerinde kaldı. Albaraka Türk'ün önceki yıllarda öz kaynak getirisi sektörün oldukça gerisindeydi. Bu başarı öncelikle konut ve ofis yatırımları ile işlenmiş gıda sektöründe faaliyet gösteren iştirakinin enflasyona bağlı olarak sağladığı değer artışlarından geldi.

Bu varlıklar ve TÜFE'ye bağlantılı sukuk sertifikalarının toplam gelirini 2024 için (büyük ölçüde dördüncü çeyrekte yansıyacak şekilde) 7 milyar TL civarında öngörüyoruz. Banka 2023'te bu kalemlerden 8,5 milyar TL gelir elde etmiş, buna karşılık 2,4 milyar TL karşılık ayırmıştı. 2024 için serbest karşılık ön görmediğimiz için net kârın da bir önceki yıla göre %31 artarak 4,5 milyar TL'ye çıkmasını ve özkaynak kârlılığının da %30 ile yine sektör ortalamasının biraz üzerinde olmasını öngörüyoruz.

Diğer taraftan toplam bilanço değeri yaklaşık 11,5 milyar TL olan (bir kısmı tam konsolide edilen varlık yönetimi şirketi üzerinde) bankacılık dışı varlıkların enflasyondan çıkışla birlikte daha düşük gelir yaratması beklenebilir. Dolayısıyla bankanın özsermaye getirisinin 2025'ten itibaren sektör ortalamasının altında kalacağını öngörüyoruz. Albaraka Türk için 2025'te 5,5 milyar TL (%22 yıllık artış) ve 2026'da 7,0 milyar TL (%27 yıllık artış) net kâr öngördük. Buna göre özsermaye getirisini de sırasıyla %28 ve %26 olarak hesaplıyoruz.

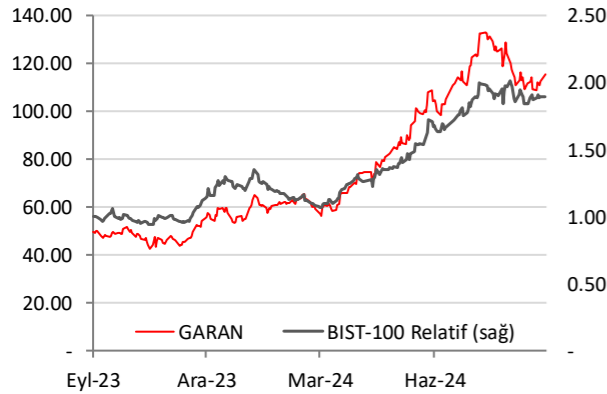
Hisse senedi endeks ağırlığı düşük kalsa da Albaraka Türk BIST30 katılım endeksinde yer alan tek finans şirketi olma özelliği ile kurumsal yatırımcıların yakından takip ettiği hisseler arasında yer alıyor. Hissede kurumsal yatırımcı payı 2019 sonunda %30'dan 2024 başında %55'e ve Ağustos itibarıyla %70'e yükseldi. Bununla birlikte, nispeten küçük halka açık piyasa değeri (165 milyon dolar) ve işlem hacmi (3 aylık dönemin günlük ortalaması 5 milyon doların altında) ile fiyatta dalgalanma riski taşıyor.

Hisse için 12 aylık fiyat hedefimizi %32 artışla 8,00 TL seviyesine yükselttik. Hisse YbG getiride banka sektör endeksinin hafif altında %60 oranında getiri sağladı. 12 aylık fiyat hedefimiz için ima edilen 1 yıllık F/DD oranı 0.7 seviyesinde bulunuyor. Hissenin mevcut 1 yıllık F/DD oranı da yaklaşık bu seviyelerde bulunuyor.

Garanti Bankası

Bloomberg Kodu	GARAN TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	156.50
Güncel Fiyat, TL	115.40
Getiri Potansiyeli	36%
Halka Açıklık Oranı	14%
Piyasa Değeri, mn TL	484,680

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	102,633	128,818	231,896	328,355
Net Kâr, mn TL	87,332	111,250	177,500	245,000
Özkaynak, mn TL	244,797	350,940	511,625	728,885
Toplam Aktif, mn TL	1,930,055	2,706,691	3,536,383	4,387,385
Ort. FKA, mn TL	1,415,117	2,110,354	2,814,298	3,597,846
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	5.7%	4.8%	5.7%	6.2%
Ort. Özk. Karlılığı	43.9%	37.3%	41.2%	39.5%
Temettü Verimi	5.4%	2.7%	3.4%	6.4%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	11.7%	25.5%	80.0%	41.6%
Net Kâr, y/y	49.3%	27.4%	59.6%	38.0%
Özkaynak, y/y	60.3%	43.4%	45.8%	42.5%
Toplam Aktif, y/y	67.5%	40.2%	30.7%	24.1%
Ort. FKA, y/y	57.8%	49.1%	33.4%	27.8%
Değerleme Verisi				
F/K	1.9	4.4	2.7	2.0
F/DD	0.7	1.4	0.9	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-7.1%	7.1%	137.3%	106.8%
BİST-100 Relatif	-3.7%	10.1%	89.1%	52.8%
AOİH, mn TL	2,399	2,479	2,230	2,298



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyla.

Garanti Bankası için 12 aylık fiyat hedefimiz hisse başına 156.50 TL düzeyinde bulunuyor ve %36 getiri sunuyor. Hissede yatırım görüşümüzü 'Endeksin Üzerinde Getiri olarak' güncelliyoruz. Banka için öngördüğümüz 12 aylık fiyat hedefinin ima ettiği 1 yıllık F/DD çarpanı 1,0x seviyesinde bulunuyor. Bankanın cari fiyat üzerinden hesaplanan 1 yıllık F/DD oranı da geçtiğimiz çeyrek en yüksek 1,2x'yi gördü ve şu an 1,0x seviyesinde bulunuyor. Bankanın ilk altı aylık finansal sonuçlarının olumlu ayrışması hisse performansına olumlu etki etti.

Garanti hissesi özellikle Mart ayından sonra diğer banka hisselerinden belirgin ayrıştı ve yılbaşına göre %101 getiri ile BIST-100 endeksinin %31'lik getirisini ve bankacılık endeksinin %59'luk getirisini geride bıraktı. Garanti'nin 2024'te net kârını 111,3 milyar TL ve öz sermaye getirisini %38 ile rakiplerin 8-9 puan üzerinde hesaplıyoruz. Banka için 2025'te 177,5 milyar TL (%42,5 öz kaynak getirisi) ve 2026 yılı için 245 milyar TL net kâr (%39,5 öz kaynak getirisi) öngörüyoruz.

Rakiplerin net faiz marjı önceki çeyreğe göre gerilerken, Garanti'nin net faiz marjında artış 2Ç24'te başladı. Böylece bankanın 2024/6 döneminde net faiz marjı 2023'e göre 220 baz puan daralırken, emsal bankalar grubunda net faiz marjı daralması 350 baz puan oldu. Ayrıca Garanti TÜFE'ye endeksli tahvillerin değerlemesini rakiplerin yaklaşık 5 puan altında bir enflasyon varsayımı ile yaptığından yılın son çeyreğinde TÜFE düzeltmesi net faiz marjına daha yüksek oranda katkı sağlayacak. Garanti, 2Ç24 sonucunun ardından yatay net net faiz tahminini yinelerken, benzer bankalar net faiz marjında 150-350 baz puan aralığında daralmalar öngörüyoruz.

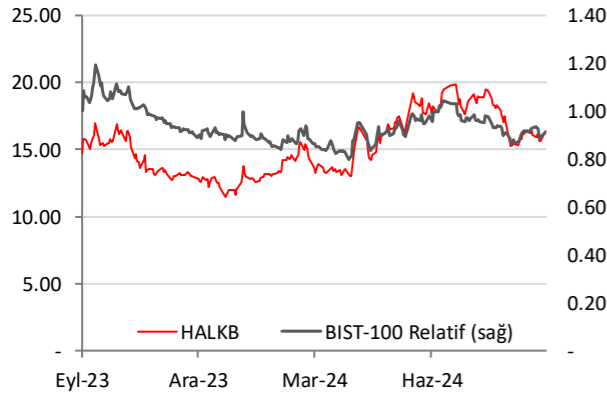
Garanti'nin 2024/6'daki başarılı sonucu (i) maliyetsiz kaynağın (serbest sermaye + vadesiz mevduat) payının emsallerine göre daha yüksek olması, (ii) faiz artırım döngüsü döneminde krediler ile mevduat arasındaki vade süresinin kısılması, (iii) faiz yükü daha hafif olan döviz korumalı mevduatın payının artması rakiplere göre daha yüksek olması (döviz korumalı mevduatlar 2024/6 sonu itibarıyla Garanti'de %22,6 pay ile emsallerinin 6 puan üzerindeydi ve (iv) enflasyon önceki yıla göre gerilerken TÜFE'ye endeksli tahvillerin payının nispeten düşük olmasından kaynaklandı.

Garanti Bankası ayrıca 2024/6'da rakip bankalara göre daha yüksek oranda karşılık ayırdı ve net kredi risk maliyeti 74 baz puan ile 2023'ün hafif üzerinde gerçekleşti. Böylece bankanın toplam karşılık / kredi oranı %3,9 ile diğer mevduat bankalarının üzerinde kaldı. Banka 2024 yılı için kredi risk maliyetini 125 baz puan olarak öngörüyoruz. Bizim kredi risk maliyeti tahminlerimiz ise 2024,2025 ve 2026 için sırasıyla 90, 125 ve 125 baz puan düzeyinde bulunuyor.

Halkbank

Bloomberg Kodu	HALKB TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	17.60
Güncel Fiyat, TL	16.38
Getiri Potansiyeli	7%
Halka Açıklık Oranı	9%
Piyasa Değeri, mn TL	117,687

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	25,174	23,523	84,363	144,672
Net Kâr, mn TL	10,112	16,300	33,000	63,000
Özkaynak, mn TL	128,406	147,395	185,995	248,995
Toplam Aktif, mn TL	2,195,287	2,835,990	3,499,101	4,236,036
Ort. FKA, mn TL	1,801,659	2,428,027	2,995,577	3,682,923
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	0.6%	0.6%	1.0%	1.6%
Ort. Özk. Karlılığı	9.3%	11.8%	19.8%	29.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	-59.6%	-6.6%	258.6%	71.5%
Net Kâr, y/y	-31.5%	61.2%	102.5%	90.9%
Özkaynak, y/y	42.9%	14.8%	26.2%	33.9%
Toplam Aktif, y/y	57.7%	29.2%	23.4%	21.1%
Ort. FKA, y/y	67.5%	34.8%	23.4%	22.9%
Değerleme Verisi				
F/K	8.5	7.2	3.6	1.9
F/DD	0.7	0.8	0.6	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-3.8%	-7.1%	21.5%	36.7%
BİST-100 Relatif	-0.3%	-4.5%	-3.2%	1.0%
AOİH, mn TL	577	856	1,033	1,056



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır.

Halkbank için 12 aylık fiyat hedefini 17,60 TL olarak güncelledik ve yatırım görüşümüzü 'Endeksin Altında Getiri'den 'Nötr'e yükselttik. Hissede hedef değer in ima ettiği 1 yıllık F/DD çarpanı 0,6x düzeyinde ve hisselerin mevcut 1 yıllık F/DD çarpanı 0,7x düzeyinde bulunuyor. Halkbank için özkaynak getirisinin 2024-2025 yıllarında %15-%25 aralığında, incelediğimiz bankaların gerisinde olacağını ve 2026'da diğer bankaların özkaynak getirisine biraz daha yaklaşacağını öngörüyoruz. Halkbank, son bir yıllık getiri de BIST-100 endeksinin yaklaşık %3 altında bir performans sergiledi. Sermaye artıları sonrası halka açıklık oranı azaldığından hissede işlem gören piyasa değeri 300 milyon dolar kadar bir seviyede bulunuyor.

Halkbank incelediğimiz bankalar arasında fiyatlamaya kalan gün sayısı açısından en uzun vade uyumsuzluğuna sahip banka olarak öne çıkıyor. Ayrıca diğer bankalara kıyasla bankanın maliyetsiz finansman kaynakları faiz getirili aktiflerine kıyasla daha düşük oranda seyrediyor. Bu nedenle faizlerin arttığı dönemde bankanın net faiz marjında hızlı bir daralma gördük.

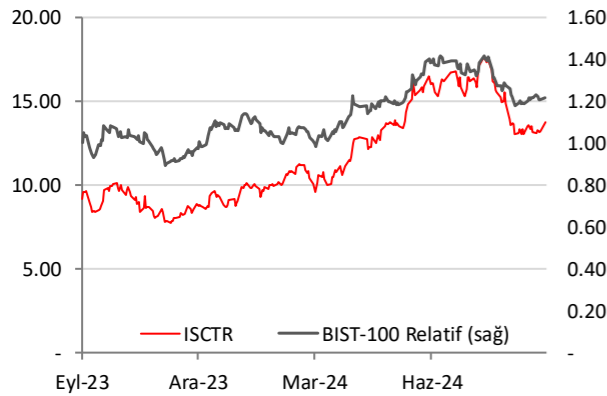
Halkbank'ın faiz getirili aktiflerinin yüzde 40'a yakını TL kredilerden oluşuyor. Bu tutarın %48'i KOBİ, %39'u kurumsal/ticari ve geri kalan %12'si perakende kredilerden oluşuyor. Bankanın kredi portföyünün getirisi genel olarak perakende kredilerin payının %12 gibi düşük düzeyde kalması ve sübvansede edilmiş düşük faizli ticari krediler nedeniyle sektör ortalamasının gerisinde kalıyor. Banka 3Ç24'te KOBİ kredilerinin %39'unu oluşturan ve faiz maliyetinin yarısı Hazine tarafından üstlenilen kooperatif kredilerinde faiz ayarlaması hakkını kullandı. Bunun özellikle 2024'ün ikinci yarısında faiz marjı üzerinde olumlu etkisi olması bekleniyor. Fonlama tarafında ise TL mevduat, swap ve repo diğer bankalara kıyasla toplamın daha yüksek bir kısmını oluşturuyor. Bu nedenle bankanın fonlama vadesi genel olarak TL cinsinden ve ortalamaya göre daha kısa. Bu yapı TCMB faiz indirimleri sürecinde daha hızlı bir maliyet uyarlanması sağlayabilir.

Halkbank'ın 2024/6 net kârı tamamen 10 milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi varlığı ve karşılık iptalinden geldi. Bununla birlikte, 2024/6'da öz sermaye getirisi ancak %12,5'e ulaştı ve güçlü bir artış sinyali vermedi. Bankanın 2024/6'da net faiz marjı daralması ise 2023'e kıyasla 150 baz puan ile özel banka ortalaması olan 350 baz puanın altında kaldı. Ancak bu artışta %60 enflasyon varsayımı ile değerlendirilen TÜFE'ye endeksli tahvillerin belirgin katkısı da vardı (incelediğimiz diğer bankalarda TÜFE varsayımı %40-%45 aralığında). Bu nedenle yılın ikinci yarısında Halkbank'ta diğer bankaların aksine daha düşük TÜFE katkısı görebiliriz.

İş Bankası

Bloomberg Kodu	ISCTR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	20.00
Güncel Fiyat, TL	13.73
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	31%
Piyasa Değeri, mn TL	343,250

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	79,296	62,282	196,542	255,264
Net Kâr, mn TL	72,265	82,000	158,700	210,000
Özkaynak, mn TL	267,797	347,447	508,632	705,633
Toplam Aktif, mn TL	2,453,783	3,288,026	4,264,518	5,278,325
Ort. FKA, mn TL	1,694,257	2,585,822	3,450,717	4,402,136
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	3.7%	2.9%	4.2%	4.4%
Ort. Özk. Karlılığı	31.5%	26.7%	37.1%	34.6%
Temettü Verimi	5.6%	2.1%	2.4%	6.9%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	-0.5%	-21.5%	215.6%	29.9%
Net Kâr, y/y	17.4%	13.5%	93.5%	32.3%
Özkaynak, y/y	39.9%	29.7%	46.4%	38.7%
Toplam Aktif, y/y	74.2%	34.0%	29.7%	23.8%
Ort. FKA, y/y	59.9%	52.6%	33.4%	27.6%
Değerleme Verisi				
F/K	2.3	4.2	2.2	1.6
F/DD	0.6	1.0	0.7	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-7.6%	-14.8%	64.9%	50.8%
BİST-100 Relatif	-4.3%	-12.3%	31.4%	11.4%
AOİH, mn TL	4,429	4,845	4,733	5,017



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır.

İş Bankası için 12 aylık fiyat hedefimizi bilançoşu takiben güncelleyerek %50 artışla 20,00 TL seviyesine çekerek, önerimizi 'Nötr'den 'Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltmiştik. Bu değerlendirmemizi koruyoruz. Hissenin hedef fiyatı üzerinden 12 aylık F/DD'yi 0,8x olarak hesaplıyoruz. Hissenin mevcut 12 aylık F/DD çarpanı da 0,7x seviyesinde bulunuyor.

İş Bankası yılbaşına göre hisse performansı en geride kalan özel banka oldu. Hissenin zayıf kalmasında en büyük iştiraki olan Şişe Cam'ın faaliyet performansındaki zayıflama ve bankanın beklenti yaratan 100. yılında tüm banka dışı iştiraklerini yeni bir holding yapısı altında toplama planından vazgeçilmesi etkili oldu. Ayrıca İş Bankası'nın bankacılık performansı da yılın ilk altı ayında zayıf geldi. Öyle ki 2024/6'da bankacılık faaliyetleri zarar kaydederken önem net kârı tamamen iştirak değerlendirme kazancından, 7 milyar TL serbest karşılığın çözülmesinden ve vergi aktifinden geldi.

Hesaplamalarımıza göre İş Bankası'nın net faiz marjı 2024'ün ilk yarısında 2023'e kıyasla yaklaşık 370 baz puan düştü. Bu sonuçla İş Bankası net faiz marjı en çok azalan bankalar arasında yer aldı. Net faiz marjının bu denli belirgin düşmesinde toplam içerisinde TL kredilerin görece düşük ve kısa vadeli TL fonlamanın görece yüksek paya sahip olması etkili oldu.

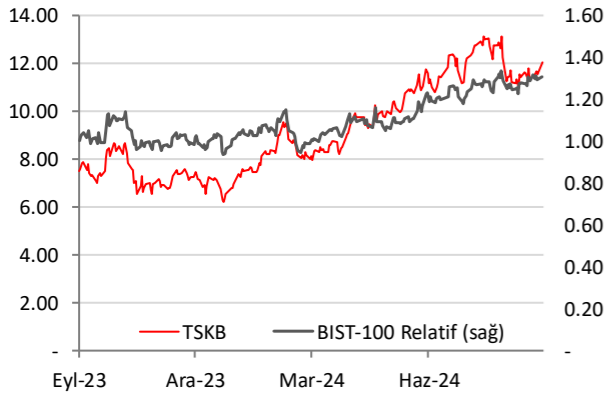
Bu sonucun ardından banka, 2024 net net faiz marjı öngörüsünü önceki yıla göre 50 baz puan artıştan, 200 baz puana düşüşe revize etti. Ayrıca banka, 2024/6'da %21'lik özsermaye getirisi elde ettikten sonra 2024 için özsermaye karlılığı beklentisini de %35'ten %30'a düşürdü. Biz bankanın 2024'de 82 milyar TL düzeyinde bir net kâr ve yaklaşık %28 seviyesinde özsermaye getirisi sağlayacağını öngörüyoruz. Banka için 2025 yılı net kâr tahminimizi ise %17 oranında azaltarak 158,7 milyar TL'ye (öz kaynak getirisi @%38) düşürdük.

İş Bankası, benzer bankalar arasında en düşük oranda teminatsız kredi kartı ve ihtiyaç kredisi toplamına ve en yüksek oranda yabancı para krediye sahip banka olarak dikkat çekiyor. Aktif kalitesindeki bozulma bireysel tarafta başladığından, bu durum İş Bankası'nın kısa vadede aktif kalitesindeki bozulmanın sektöre göre daha ılımlı seyretmesini sağlayabilir. Bankanın kredi risk maliyeti 2024/6'da benzer bankalara paralel 51 baz puan olarak gerçekleşti (2023'te 59 baz puan). Banka 2024 için net kredi risk maliyet tahminini 6 aylık sonuçların ardından 150 baz puandan 100 baz puana düşürdü. Bizim 2024 için net kredi risk maliyeti tahminimiz 90 baz puanda bulunuyor.

TSKB

Bloomberg Kodu	TSKB TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	16.20
Güncel Fiyat, TL	12.02
Getiri Potansiyeli	35%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	33,656

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	11,933	15,645	21,239	24,030
Net Kâr, mn TL	7,041	10,320	13,600	16,300
Özkaynak, mn TL	21,412	32,443	46,043	61,525
Toplam Aktif, mn TL	176,884	238,701	307,895	387,701
Ort. FKA, mn TL	136,777	197,802	260,674	333,311
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	4.8%	5.0%	5.0%	4.7%
Ort. Özk. Karlılığı	41.2%	38.3%	34.7%	30.3%
Temettü Verimi	-	-	2.3%	4.0%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	58.3%	31.1%	35.8%	13.1%
Net Kâr, y/y	73.6%	46.6%	31.8%	19.8%
Özkaynak, y/y	67.5%	51.5%	41.9%	33.6%
Toplam Aktif, y/y	53.0%	34.9%	29.0%	25.9%
Ort. FKA, y/y	41.9%	44.6%	31.8%	27.9%
Değerleme Verisi				
F/K	2.2	3.3	2.5	2.1
F/DD	0.7	1.0	0.7	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-1.9%	8.8%	64.9%	83.5%
BİST-100 Relatif	1.6%	11.9%	31.4%	35.6%
AOİH, mn TL	197	212	351	269



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyla.

TSKB'nin 12 aylık fiyat hedefi 16,20 TL düzeyinde bulunuyor ve %35 getiri potansiyeli taşıyor. Hissede 'Endeksin Üzerinde Getiri' önerimizi koruyoruz. TSKB'nin sektör ortalamasının üzerine gerçekleşen öz kaynak getirisinin uzun vadede sektör ortalamasının hafif altına gelmesini bekliyoruz. Hissenin mevcut 1 yıllık F/DD oranı ve hisse hedef fiyatının ima ettiği F/DD çarpanı 0.8x seviyesinde bulunuyor.

Bankanın (i) fonlmasının tamamına yakını ve varlıklarının ¼'ü yabancı para cinsinden oluşuyor, (ii) ortalama aktif vadesi 5 yıl ve ortalama fonlama vadesi 11 yıl olduğundan faiz oynaklıkları net faiz marjı üzerinde sınırlı etki yaratıyor ve (iii) finansmanının %85'i çevresel, sosyal, yönetim temelli kaynaklardan sağlanıyor ve kredilerinin %92'si sürdürülebilir kalkınma hedefleri ile bağlantılı projelere kullanılıyor. TSKB farklı bilanço yapısı nedeniyle TCMB'nin uyguladığı sıkılaştırma politikalarından (faiz artışları, kredilerde seçici büyüme tavanları ve ilave zorunlu karşılıklar) çok fazla etkilenmedi.

TSKB, 2024/6'da yıllık kazanç artışı sağlayan az sayıdaki bankadan biri oldu. 2024/6 net kârı bir önceki yıla göre %39 artışla 4,4 milyar TL'ye yükseldi ve özsermaye getirisi %37 oldu (2023'te %42). TÜFE tahvillerin 875 milyar TL'lik net faiz geliri hariç ve yaklaşık 1 milyar TL'lik swap maliyeti dahil net esas faiz geliri 2Ç24'te bir önceki çeyreğe göre %8 arttı. Böylece, net faiz marjı bir önceki çeyreğe paralel gerçekleşti ve 2024/6 döneminde 2023 yılına göre 120 baz puan düştü. Bu, bankanın 2024 yılında 100 baz puan daralma beklentisiyle uyumluydu.

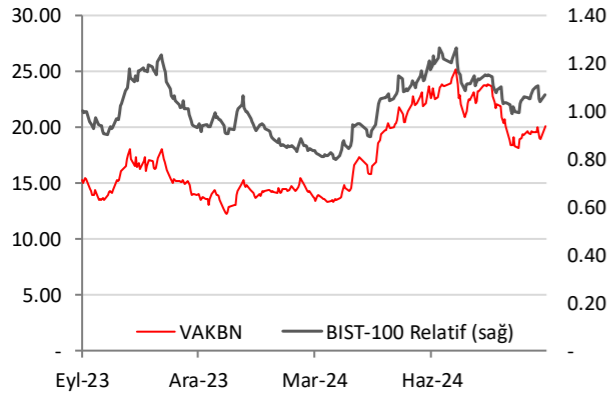
Diğer taraftan kredi çeşitliliğinin daha sınırlı olması ve birim kredi hacminin mevduat bankalarına göre yüksek olması nedeniyle kredi risk maliyetinde öngörülemez bir artış TSKB'nin performansını önemli ölçüde etkileyebilir. Diğer taraftan 4Ç23'teki yoğun takipteki alacak akışının ardından, varlık kalitesi gelişimi sonraki iki çeyrekte normale döndü ve net kredi risk maliyeti 2023'teki 124 baz puandan 2024/6'da keskin bir düşüşle 27 baz puana düştü. Toplam 1,7 milyar TL'lik serbest karşılık tutarı da dahil olmak üzere TSKB'nin karşılıklarının brüt kredilerine oranı %7,0 (mevduat bankalarının ortalamasının yaklaşık iki katı) düzeyinde bulunuyor.

Banka, 2024/6'da takibe dönüşümün hızlı bir şekilde azalmasıyla net kredi risk maliyeti tahminini 100 baz puandan 50 baz puana düşürdü. Diğer beklentilerini değiştirmede ve tüm yıl için özsermaye getirisi tahminini %40 seviyesinde korudu. Kredi risk maliyetinin 2024, 2025 ve 2026'da sırasıyla 50 baz puan, 100 baz puan ve 75 baz puan ile mevduat bankaları ortalamasının altında olacağını öngörüyoruz. Banka için net kâr tahminlerimiz 2024 yılı için 10,3 milyar TL (öz kaynak getirisi: %39), 2025 yılı için 13,7 milyar TL (öz kaynak getirisi: %36) ve 2026 yılı için 16,3 milyar TL (öz kaynak getirisi: %30) seviyesinde bulunuyor.

Vakıfbank

Bloomberg Kodu	VAKBN TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	25.20
Güncel Fiyat, TL	20.04
Getiri Potansiyeli	26%
Halka Açıklık Oranı	6%
Piyasa Değeri, mn TL	198,715

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	65,893	89,760	183,048	247,074
Net Kâr, mn TL	25,046	53,500	97,000	130,000
Özkaynak, mn TL	171,428	225,568	322,568	452,568
Toplam Aktif, mn TL	2,796,634	3,612,833	4,539,918	5,468,618
Ort. FKA, mn TL	2,094,201	3,088,097	3,903,470	4,819,982
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	1.1%	1.7%	2.4%	2.6%
Ort. Özk. Karlılığı	18.0%	27.0%	35.4%	33.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	-16.3%	36.2%	103.9%	35.0%
Net Kâr, y/y	4.3%	113.6%	81.3%	34.0%
Özkaynak, y/y	60.2%	31.6%	43.0%	40.3%
Toplam Aktif, y/y	66.4%	29.2%	25.7%	20.5%
Ort. FKA, y/y	67.8%	47.5%	26.4%	23.5%
Değerleme Verisi				
F/K	4.4	3.7	2.0	1.5
F/DD	0.6	0.9	0.6	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-0.4%	-9.5%	45.1%	56.1%
AOİH, mn TL	540	716	1,011	901



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyla.

Vakıfbank'ın 12 aylık fiyat hedefi 25.20 TL'de bulunuyor ve %26 getiri potansiyeli sunuyor. Hissede 'Endeksin Üzerinde Getiri' görüşümüzü koruyoruz. Hisse fiyatı 1 yıllık F/DD çarpanı olarak 0.65x ile işlem görüyor. Belirlediğimiz hedef fiyatın ima ettiği 1 yıllık F/DD'yi de 0.62x olarak hesaplıyoruz. 2019 ile 2022 yılları arasındaki üç sermaye artışı sonrası Vakıfbank'ın fiili halka açıklık oranı %6,12'ye düştü. Hissenin işlem gören piyasa değeri 325 milyon dolar civarında bulunuyor.

Vakıfbank'ın 2024/6'da net faiz marjı sektör ortalamasına göre daha dirençli gelişti. Net faiz marjı 2Ç24'te bir önceki çeyreğe göre yalnızca 20 baz puan, 2024/6'da ise bir önceki yıla göre yalnızca 100 baz puan azaldı. Vakıfbank, 2024 yılının ilk yarısının ardından 2024 net net faiz tahminini hafif aşağı yönlü revize etti ve şu anda 50-100 baz puan artış yerine hafif bir net faiz marjı artışı öngörüyor. Aktiflerin yeniden fiyatlanması ve ilk altı ayda %40,7 enflasyon varsayımı ile değerlendirilen TÜFE tahvillerin son çeyrekteki gelir artışıyla bu öngörü gerçekleştirilebilir görünüyor.

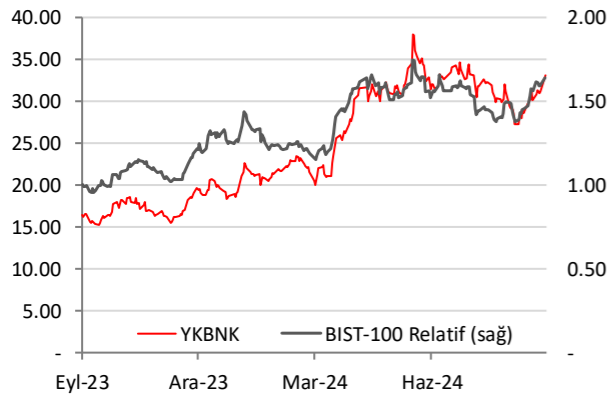
Vakıfbank diğer bankalardan farklı olarak 2Ç24 kredi kartı komisyon gelirlerinde önceki çeyreğe göre %10 daralma yaşadı. Böylece net ücretleri 2Ç24'te sabit kaldı ve 2024/6'da bir önceki yıla göre %129 arttı. İncelediğimiz bankalar arasında 2024/6'da net ücret gelirini en az artan Vakıfbank oldu. Bu durum özellikle kredi artışının yavaşlaması ve özellikle kredi kartlarından alacak hacminin daralması ile paralel gerçekleşti. İşletme maliyetleri ise (2023 deprem bağışı hariç) yıllık %84 arttı. Vakıfbank daha önce komisyon gelirinde %65 ve işletme giderinde enflasyonun üzerinde büyüme tahminleri açıklamıştı. Banka bunları değiştirmede. Bizim ilgili kalemler için büyüme tahminimiz yüzde 71 ve yüzde 65'te bulunuyor.

Vakıfbank, 3Ç23'ten bu yana temkinli bir kredi büyüme stratejisi izliyor ancak yine de önceki çeyreklerdeki hızlı büyüme nedeniyle sermaye yeterlilik oranları emsal grup ortalamasının altında seyrediyor. Bankanın çekirdek sermaye oranı (BDDK esnekliği düşülmüş ve serbest sermaye dahil edilmiş) neredeyse %10,0 seviyesinde (eşiğin 150 baz puan üzerinde) gerçekleşti. 2024 yılında Vakıfbank'ın TL kredilerde yıllık sadece %13 büyümeyle (%30'larda seyreden özel banka kredi artışlarının altında) bir miktar pazar payı kaybı kaydetmesini bekliyoruz.

Yapı Kredi Bank

Bloomberg Kodu	YKBNK T1
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	40.40
Güncel Fiyat, TL	33.06
Getiri Potansiyeli	22%
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri, mn TL	279,260

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Düz. NFK, mn TL	92,813	59,112	146,506	189,977
Net Kâr, mn TL	68,009	54,800	106,500	137,000
Özkaynak, mn TL	178,852	220,488	318,736	438,393
Toplam Aktif, mn TL	1,738,651	2,495,327	3,195,580	4,020,929
Ort. FKA, mn TL	1,262,570	1,945,437	2,564,639	3,259,554
Kârlılık				
Ort. Aktif Karlılığı	4.8%	2.6%	3.7%	3.8%
Ort. Özk. Karlılığı	44.6%	27.4%	39.5%	36.2%
Temettü Verimi	6.8%	3.7%	2.0%	5.7%
Büyüme				
Düz. NFK, y/y	8.0%	-36.3%	147.8%	29.7%
Net Kâr, y/y	28.9%	-19.4%	94.3%	28.6%
Özkaynak, y/y	41.7%	23.3%	44.6%	37.5%
Toplam Aktif, y/y	56.9%	43.5%	28.1%	25.8%
Ort. FKA, y/y	50.5%	54.1%	31.8%	27.1%
Değerleme Verisi				
F/K	1.7	5.1	2.6	2.0
F/DD	0.7	1.3	0.9	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	6.0%	2.3%	114.3%	76.5%
BİST-100 Relatif	9.8%	5.2%	70.7%	30.4%
AOİH, mn TL	3,010	3,629	4,122	4,246



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyla.

Yapı Kredi için 12 aylık fiyat hedefimiz 40,40 TL düzeyinde bulunuyor ve %22 getiri potansiyeli taşıyor. Hedef fiyat için bir yıllık F/D'yi 0.84x olarak hesaplıyoruz. Yapı Kredi'nin cari 1 yıllık F/D oranı ise 0.91x düzeyine bulunuyor. Son üç çeyrekte faaliyet performansında yaşanan sert bozulmanın ardından Yapı Kredi için en kötü dönemin geride kaldığını düşünüyoruz. Bankanın 2024 yılının ikinci yarısından itibaren özkaynak kârlılığının artmasını ve TÜFE'nin üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

2024 yılının ilk yarısındaki zayıf performansın ardından Yapı Kredi, (i) 2024 yılı net faiz marjı öngörüsünü (önceki 100 baz puan artış yerine) 350 baz puan net faiz erozyonuna düşürdü, (ii) net ücretlere ilişkin büyüme tahminini %80'den %100'ün üzerine çıkardı. (2024/6'da net komisyon gelirinde %187 büyüme sağlandı), (iii) faaliyet giderlerinde artış öngörüsünü %80'den %65'e düşürdü (faaliyet gideri artışı 2024/6'da %76 oldu) ve (iv) net kredi risk maliyeti tahminini 100 baz puandan 75 baz puana düşürdü 100bps (2024/6'da 25 baz puan oldu). Bu beklentiler ışığında banka 2024 yılı özkaynak getiri beklentisini de %25-%30 aralığı olarak belirledi.

Banka yönetimi perakende segmentlerde takipteki kredi akışının hızlanmaya başladığını vurgulayarak; ticari segmentte sorunlu kredi artışının da parasal ve mali sıkılaştırmanın boyutuna bağlı olarak 2025'te gözleneceğini düşünüyor. Yapı Kredi yönetimi ekonomide ılımlı bir yavaşlama öngörüyor ve politika faizi indirimlerinin 2024'ün dördüncü çeyreğinden itibaren başlamasını bekliyor.

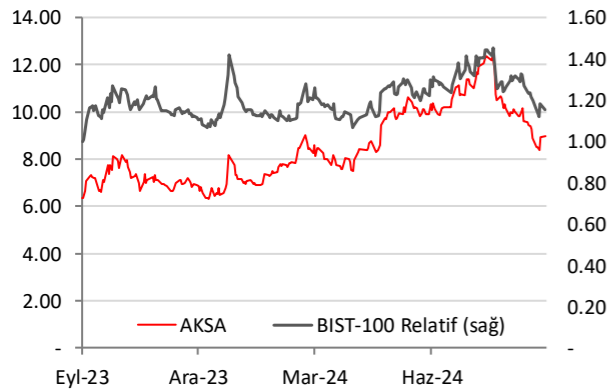
Yapı Kredi'nin net faiz gelirinde 2024/6'da gözlediğimiz keskin daralma, 2023/6'da 2,1 milyar TL değerinde swap geliri yaratılırken 2024/6'da swap fonlama maliyetinin 36,7 milyar TL'yi bulmasından kaynaklanıyor. Buna göre 2023'te dönemin koşulları ve düşük swap maliyetleri nedeniyle net faiz gelirinin güçlü kaldığını, aynı marjların tekrarlanmasının güç olduğunu düşünüyoruz. Swap maliyetinin 2024/6 net faiz marjına etkisini 400 baz puan civarında hesaplıyoruz.

Banka yönetimi, swap hacim ve maliyetlerindeki düşüşle birlikte önümüzdeki çeyreklerde swap giderlerinin azalmasını bekliyor. Banka yönetimi yılın ikinci yarısında swap maliyetinin 10 milyar TL düzeyinde olmasını öngörüyor. Bizde modelimizde 3Ç24 için swap maliyetini 11,3 milyar TL olarak hesaplıyoruz.

Banka Dışı

Aksa Akrilik

Bloomberg Kodu		AKSA T1			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		13.90			
Güncel Fiyat, TL		8.96			
Getiri Potansiyeli		55%			
Halka Açıklık Oranı		37%			
Piyasa Değeri, mn TL		34,810			
Firma Değeri, mn TL		34,748			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	23,933	33,959	38,867	44,514	
FAVÖK, mn TL	4,048	6,555	7,997	9,284	
Net Kâr, mn TL	1,652	2,175	2,594	3,996	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	154	2,246	2,003	221	
Net Borç/FAVÖK	0.0	0.3	0.3	0.0	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	16.9%	19.3%	20.6%	20.9%	
Net Marj	6.9%	6.4%	6.7%	9.0%	
Temettü Verimi	3.0%	4.7%	5.1%	6.7%	
Büyüme					
Ciro, y/y	37.1%	41.9%	14.5%	14.5%	
FAVÖK, y/y	2.7%	61.9%	22.0%	16.1%	
Net Kâr, y/y	-51.7%	31.7%	19.2%	54.1%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	15.7	16.0	13.4	8.7	
FD/FAVÖK	6.0	5.3	4.2	3.3	
FD/Ciro	1.0	1.0	0.9	0.7	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-11.8%	-9.3%	40.2%	9.9%	
BİST-100 Relatif	-8.6%	-6.7%	11.7%	-18.8%	
AOİH, mn TL	152	234	240	239	

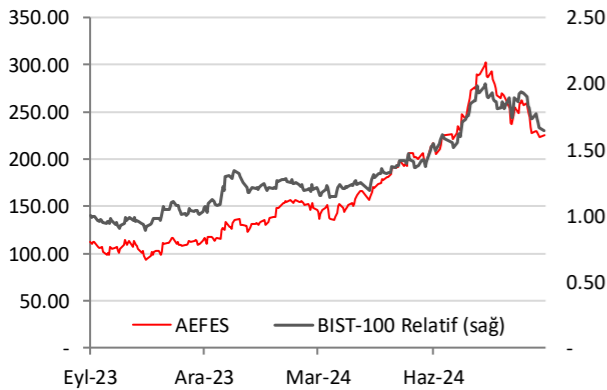


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Teknik elyaf tarafında yılın ikinci yarısında bir toparlanma bekliyoruz...** Aksa'nın akrilik elyaf operasyonları iki temel ürün grubunu içeriyor: i) tekstil elyafları, ii) teknik elyaflar. Finansman koşullarında devam eden sıkılık ve TL'deki reel değerenmenin ihracatçıları etkilemesine rağmen tekstil elyaf talebi 1Ç24'te dayanıklı kalmıştı. Öte yandan, 2Ç24'ten itibaren yüksek faiz ortamının tüketimi etkilemesiyle tekstil elyaf talebinde zayıflama görüldü. Daha çok Avrupa ve Kuzey Amerika'ya ihracat odaklı olan teknik elyaf tarafı ise, bu ürün grubunun daha çok konut sektörüyle alakalı olmasından dolayı yüksek faiz ortamından olumsuz etkilenmişti. Fed faiz indirimlerinin başlaması beklentisiyle teknik elyaflarda yılın ikinci yarısında bir toparlanma görülebilir.
- **Şirket Yönetimi 2024 yılı beklentilerini 2Ç24 sonuçları sonrası aşağıya çekti...** Şirket yönetimi 2024'te UMS29 sonrası satış gelirlerinin 900 milyon USD civarında (önceki 1 milyar USD), FAVÖK marjının %17-22 bandında (önceki: %18-23) olmasını bekliyor. UMS29 sonrası TL finansal tabloları ortalama USD/TL kurundan çevirdiğimizde 2023 net satış geliri 1 milyar USD, yılsonu USD/TL kurundan çevirdiğimizde ise 2023 satış gelirini 813 milyon USD olarak hesaplıyoruz. Enflasyon muhasebesi sebebiyle yılsonu endeksleme etkisi olduğundan, analizimizde yılsonu kurunu baz almayı tercih ediyoruz. Buna göre 2023 FAVÖK seviyesini de 138 milyon USD olarak hesaplıyoruz (ortalama kurdan çevirirsek 170 milyon USD). Şirket yönetimi, toplam yatırım harcamalarının 2024'te 90 milyon USD olacağını tahmin ediyor.
- **Bizim tahminlerimiz şirket yönetiminin yeni beklentileriyle büyük ölçüde uyuyor...** 2024'te kapasite kullanımının %95, satış hacminin 350bin ton (+%9 y/y) olmasını bekliyoruz. UMS-29 öncesi satış geliri ve FAVÖK tahminlerimiz sırasıyla 898 milyon USD ve 177milyon USD seviyesinde bulunurken, FAVÖK marjı tahminimiz %19,7'e denk geliyor.
- **Uzun vadede FAVÖK'ün 195 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz...** 2017-2021 döneminde Aksa'nın FAVÖK'ü 135milyon USD civarında seyredirken 2022'de tek seferlik piyasa koşullarından dolayı FAVÖK 238 milyon USD'ye yükselmişti. Orta/uzun vadede i) 2023'teki kapasite artışı, ii) küreselde yeni kapasitelerin gelmemesine bağlı olarak fiyatlamaya gücünün iyileşmesi, iii) iplik yatırımının olumlu etkisi ve iv) Mithra yatırımının yıllık yaklaşık 4 milyon USD'lik katkısı sebebiyle Aksa'nın FAVÖK'ünün tarihi ortalamalarının üzerinde 195 milyon USD seviyesinde olmasını bekliyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Aksa Akrilik için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizin nedenlerini şu şekilde özetleyebiliriz: 1) cazip değerlendirilmesi, 2) 2024'te karlılıkta beklediğimiz iyileşme, 3) 2025'ten itibaren tam etkisini göreceğimiz yüksek marjlı yeni teknik elyaf iplik kapasitesi, 4) Aksa'nın 20 milyon USD yatırımla kuracağı bir ileri teknoloji tekstil ürünü olan "Ultra Yüksek Moleküler Ağırlıklı Polietilen Elyaf" – Mithra üretim tesisinin gelecekte şirkete yeni gelir kaynakları yaratma potansiyeli. Aksa USD-bazlı 2024T F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %26 prim ve %30 iskontolu işlem görüyor

Anadolu Efes

Bloomberg Kodu	AEFES TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	319.00			
Güncel Fiyat, TL	225.50			
Getiri Potansiyeli	41%			
Halka Açıklık Oranı	32%			
Piyasa Değeri, mn TL	133,520			
Firma Değeri, mn TL	235,170			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,226	228,541	301,138	367,264
FAVÖK, mn TL	30,556	44,957	58,301	71,350
Net Kâr, mn TL	7,780	12,056	16,246	21,163
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	18,586	18,703	15,198	5,847
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.4	0.3	0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	20.8%	19.7%	19.4%	19.4%
Net Marj	5.3%	5.3%	5.4%	5.8%
Temettü Verimi	2.5%	1.6%	2.6%	3.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	62.7%	55.2%	31.8%	22.0%
FAVÖK, y/y	86.2%	47.1%	29.7%	22.4%
Net Kâr, y/y	126.9%	55.0%	34.8%	30.3%
Değerleme Verisi				
F/K	6.4	11.1	8.2	6.3
FD/FAVÖK	5.4	6.5	5.7	5.1
FD/Ciro	1.1	1.3	1.1	1.0
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-14.2%	13.3%	112.4%	65.9%
BİST-100 Relatif	-11.1%	16.6%	69.2%	22.6%
AOİH, mn TL	1,137	905	530	614



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

- **AB-InBev'in Rusya ve Ukrayna operasyonlarının satın alınması:** Anadolu Efes, Rusya ve Ukrayna operasyonlarında AB-InBev'in %50 hissesini satın almak için anlaşma imzalamış olmasına rağmen bu anlaşma Rus otoriteler tarafından onaylanmadı. Ancak AB-InBev'in Rusya'dan çıkma strateji nedeniyle sürecin nihai olarak sonlandığını, sürecin olumlu olarak sonlandırılması için çalışmaların devam edeceğine inanıyoruz. Hatırlatma yapmak gerekirse satın alım anlaşması ile Anadolu Efes'in sahiplik oranının %100'e çıkarılması ve karşılığında satın alınan varlığın belirli bir dönemdeki yıllık nakit akışının AB-InBev ile eşit paylaşımı planlanıyordu. Potansiyel bir anlaşmayı, AB-InBev'in Rusya'dan çıkma stratejisi nedeniyle cazip değerlendirme ile gerçekleştirebileceği, azınlık payını ortadan kaldıracacağı ve şeffaflığı artıracacağı ve Efes'in Rusya pazarındaki konumunu güçlendireceği için pozitif olarak değerlendiriyoruz.
- **Olağanüstü iki yılın ardından 2024 yılı normalleşme yılı:** Rusya-Ukrayna savaşının tüketim üzerindeki olumsuz etkisinin azalması ve Türkiye'de güçlü talep sayesinde bira grubunda hacimler son 5 çeyrekte oldukça güçlü büyüme gösteriyor (ortalama: ~%9). 1H24'te de yıllık bazda %9,3'lük hacim artışının ardından, Şirket 2024 yılı hacim öngörülerini orta tek haneli büyümeye revize etti (önceki: hafif büyüme). Ancak Şirket'in öngörülerini yüksek baz etkileri ve alım gücündeki düşüş nedeniyle yılın geri kalanında hacimlerin hem Türkiye'de hem de uluslararası operasyonlarda geçen seneye paralel olacağına işaret ediyor. Diğer taraftan fiyatlamada da son yıllarda hem Rusya'da (yumuşayan rekabet) hem de Türkiye'de (yüksek talep) güçlü seyrederek dolar bazında tarihi yüksek seviyelere yükseldi. Güçlü ilk yarıyı gerçekleştirmelerinin ardından Şirket yönetimi bira grubu satış büyüme öngörülerini de yukarı yönlü revize etti. 2024 bira grubu büyüme öngörüsü yerel para birimleri bazında düşük %20'den düşük %30'luk büyümelere revize edildi. Yılın ilk yarısında büyümenin yerel para birimleri bazında %36,7 olduğunu dikkate alırsak yılın geri kalanında satış büyümesinde bir yavaşlama öngörülmekle birlikte bunun daha çok hacimlerden kaynaklanacağını, fiyatlamasının benzer şekilde devam edeceğine işaret ediyor. Karlılık tarafında ise son iki yılda hem hacimlerin güçlü olması hem de fiyatlamasının yüksek olması sayesinde tarihi yüksek marjlara ulaşıldı. Ancak yüksek baz etkileri nedeniyle 2024 yılı karlılıkta normalleşme yılı olacak. Yılın ilk yarısında güçlü hacim ve satış büyümesine rağmen özellikle Rusya operasyonlarındaki yüksek maliyet baskısı nedeniyle bira grubu FAVÖK marjı yıllık bazda 340 baz puan daraldı. Şirket'in yılın tamamında 200 baz puanlık marj daralması öngörüsü, yılın ikinci yarısında marj baskısının devam edeceğine ancak daha sınırlı olacağına işaret ediyor. Genel olarak bizim tahminlerimiz de Şirket'in öngörülerine büyük ölçüde benzerlik gösteriyor. Yılın ikinci yarısında yıllık bazda %1,5 hacim büyümesi, %43 TL bazında satış büyümesi (dolar bazında ~%13) ve 90 baz puan marj daralması öngörüyoruz.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Anadolu Efes 8,2x 2025T F/K ve 5,7 2025T FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere %45 iskontolu işlem görüyor. Hedef değerimiz 319TL'ye %41 getiri potansiyeli sunan hisse için olumlu görüşümüzü koruyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

Arçelik

Bloomberg Kodu	ARCLK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	212.00
Güncel Fiyat, TL	146.70
Getiri Potansiyeli	45%
Halka Açıklık Oranı	15%
Piyasa Değeri, mn TL	99,129
Firma Değeri, mn TL	181,435

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	257,104	436,447	583,444	688,851
FAVÖK, mn TL	20,331	28,369	40,841	51,664
Net Kâr, mn TL	7,667	5,583	13,120	17,357

Borçluluk

Net Borç, mn TL	53,118	70,802	83,389	86,148
Net Borç/FAVÖK	2.6	2.5	2.0	1.7

Kârlılık

FAVÖK Marjı	7.9%	6.5%	7.0%	7.5%
Net Marj	3.0%	1.3%	2.2%	2.5%
Temettü Verimi	2.0%	-	1.4%	3.3%

Büyüme

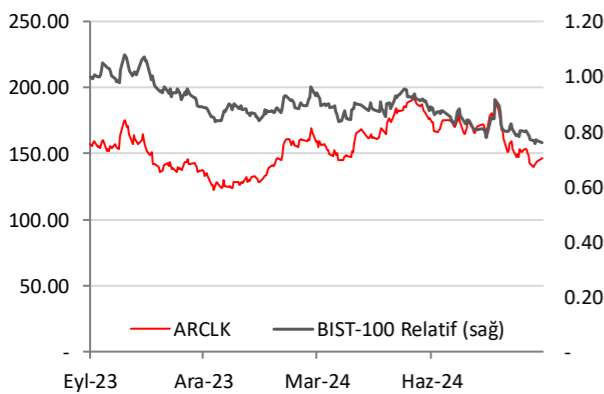
Ciro, y/y	92.0%	69.8%	33.7%	18.1%
FAVÖK, y/y	71.4%	39.5%	44.0%	26.5%
Net Kâr, y/y	77.3%	-27.2%	135.0%	32.3%

Değerleme Verisi

F/K	11.5	17.8	7.6	5.7
FD/FAVÖK	7.3	6.2	4.6	3.7
FD/Ciro	0.6	0.4	0.3	0.3

Hisse Verileri

Nominal Getiri	-8.7%	-19.0%	-7.8%	14.2%
BİST-100 Relatif	-5.4%	-16.6%	-26.5%	-15.6%
AOİH, mn TL	353	535	627	615

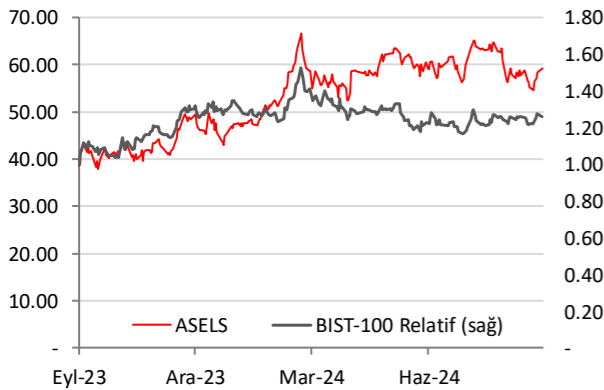


- **Yurt içi pazarda beklenen zayıflık 2Y24'te Avrupa'daki hafif toparlanmayla dengelenecektir:** 2Y23'teki yüksek baz etkisi ve tüketici harcamalarını kısıtlamayı amaçlayan sıkı para politikası nedeniyle yurt içi MDA6 satışları için daha zayıf bir 2Y öngörüyoruz. Ancak bu durum, Avrupa beyaz eşya pazarının 4Ç21'den 2Ç24'e kadar düşüş göstermesi nedeniyle düşük bir bazdan kaynaklanan uluslararası operasyonlardaki ılımlı bir toparlanma ile dengelenecektir. Buna ek olarak, yakın zamanda gerçekleşen birleşmeden kaynaklanan inorganik büyümenin uluslararası gelir artışını daha da desteklemesi beklenmektedir.
- **Yönetim 2024 yılı için beklentilerini düşürdü:** Yönetim (i) Türkiye'de net satışların reel olarak yatay seyretmesini (TL bazında) beklerken, birleşmenin etkisiyle uluslararası satışlarda (döviz bazında) %50'lik güçlü bir büyüme öngörüyor, (ii) şirket tanımlı FAVÖK marjının ~%6.5 olmasını (önceki: ~8%), (iii) 350 milyon Avro'luk bir toplam sermaye harcaması bütçesi (önceki: 300 milyon Avro) ve (iv) yaklaşık %22'lik bir Net İşletme Sermayesi / Satış oranı (önceki: %25'in altında) öngörüyor. Birleşme etkisinin, beklenen gelir artışının yanı sıra daha düşük bir FAVÖK marjı ve 2024 yılı için artan yatırım harcamaları bütçesinin temel nedeni olması bekleniyor.
- **2024 tahminlerimiz, yakın zamanda revize edilen yönetim beklentileriyle büyük ölçüde uyumludur:** Yurt içi satışlarda %0'lık yatay bir seyir beklerken, 2024 yılı için birleşmenin etkisiyle uluslararası satışlarda %53'lük güçlü bir büyüme öngörüyoruz. FAVÖK marjı tahminimiz %6,5, Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı varsayımımız %21 ve yatırım harcamaları varsayımımız 350 milyon Avro seviyelerindedir. Bu rakamlar genel olarak yönetim tarafından belirlenen hedeflerle uyumludur.
- **Whirlpool birleşmesinin yılda 200 milyon Avro maliyet tasarrufu sağlaması bekleniyor:** Arçelik, Whirlpool ile Beko Europe çatısı altında birleşerek sermayesinin %75'ini Beko BV'ye, %25'ini Whirlpool EMEA'ya aktarmıştır. Birleşme kapsamında Whirlpool'un Avrupa'daki 14 üretim tesisi ve 38 iştiraki ile Arçelik'in Avrupa'daki 25 iştiraki ve 2 üretim tesisi devralınmıştır. Arçelik ayrıca Whirlpool'un Orta Doğu ve Kuzey Afrika'daki iki iştirakini de satın almıştır. Birleşmenin, özellikle iyileştirilmiş kapasite kullanımı, tedarik ve lojistikten kaynaklanan yıllık 200 milyon Euro'nun üzerinde maliyet sinerjisi yaratması beklenmekte olup, bu sinerjilerin %30'unun kısa vadede, geri kalanının ise 4-5 yıl içinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- **Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** Birkaç temel nedenle Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineledik: (i) hisse senedinin cazip değerlendirilmesi, (ii) Whirlpool EMEA operasyonlarının entegrasyonu ile sağlanan önemli satış büyümesi ve (iii) 2Ç24'te birleşme ile ilgili tek seferlik kalemlerden etkilenen operasyonel karlılıkta beklenen kademeli iyileşme. Şirket şu anda 2024 tahminlerimize göre 7,0x ve 2025 tahminlerimize göre 5,9x Avro bazlı FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

Aselsan

Bloomberg Kodu	ASELS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	75.00			
Güncel Fiyat, TL	59.25			
Getiri Potansiyeli	27%			
Halka Açıklık Oranı	26%			
Piyasa Değeri, mn TL	270,180			
Firma Değeri, mn TL	283,107			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	73,593	104,135	131,987	168,471
FAVÖK, mn TL	16,027	21,468	30,831	42,125
Net Kâr, mn TL	7,290	11,087	17,124	29,901
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,328	15,880	30,055	45,373
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.7	1.0	1.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	20.6%	23.4%	25.0%
Net Marj	9.9%	10.6%	13.0%	17.7%
Temettü Verimi	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	108.6%	41.5%	26.7%	27.6%
FAVÖK, y/y	69.2%	33.9%	43.6%	36.6%
Net Kâr, y/y	-38.8%	52.1%	54.5%	74.6%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	21.2	24.4	15.8	9.0
FD/FAVÖK	10.1	13.0	9.5	7.3
FD/Ciro	2.2	2.7	2.2	1.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-2.5%	1.0%	53.3%	31.7%
BİST-100 Relatif	1.0%	3.9%	22.2%	-2.7%
AOİH, mn TL	1,878	2,143	2,634	2,526

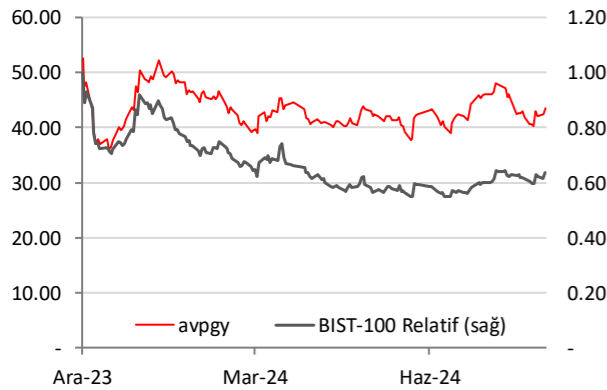


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Artan jeopolitik risklerin ortasında küresel askeri harcamalar artıyor...** 2023 yılında toplam küresel askeri harcamalar 2,4 trilyon USD'e ulaşarak 2022 yılına göre reel olarak yüzde 6,8'lik bir artışa işaret etti. Bu, 2009'dan bu yana en sert yıllık artış oldu. 2023'te GSYİH'nın %2'si kadar askeri harcama yapma hedefini karşılayan NATO üye ülke sayısı 3'ten 7'ye yükseldi. NATO, 2024 yılında 23 üyenin hedefine ulaşacağını tahmin ediyor. ABD dışındaki NATO üyelerinin savunma harcamalarının 2024 yılında nominal olarak yıllık bazda %18,1 oranında artması teçhizat harcamalarının ise %40,5 büyüme ile en hızlı büyüyen alt segment olması beklenmektedir.
- **Yeni proje kazanımları zirve yaptı...** Aselsan, 2023 yılında Türk savunma sanayinin %44'lük payına denk gelen 5 milyar dolar değerinde sipariş aldı. Alınan siparişlerin büyük çoğunluğunu F-16 modernizasyon ve hava savunma sistemleri oluşturmaktadır. 2024 yılında Aselsan için ağırlıklı olarak Çelik Kubbe, MMU Kaan, hava savunma sistemleri, modernizasyon projeleri ve askeri gemi projelerine ilişkin beklentilerden oluşan, Şirket'in sözlü yönlendirmesinin orta noktasına yakın 4 milyar USD değerinde yeni sipariş bekliyoruz. 6 Ağustos 2024 tarihinde SSİK'in Cumhurbaşkanlığı Başkanlığı'nda toplanmasının ardından Çelik Kubbe Projesi'ne yeşil ışık yakıldı. Çelik Kubbe ile ASELSAN öncülüğünde Türk savunma sanayii tarafından geliştirilen KORKUT, HİSAR-A+, GÖKDEMİR, GÖKER, GÖKBERK, HİSAR-O+ ve SİPER gibi hava savunma sistemleri entegre bir şekilde çalışabilecek.
- **TL'nin reel değer kazancı İşletme Sermayesi gereksinimlerini yumuşatırken, büyümeyi ve marjlarını baskılamasını bekliyoruz...** 1Ç24 itibarıyla bakiye siparişlerin %78'i rezerv para birimlerinden cinsinden, harcamaların ise %68'i TL cinsindedir. Dolayısıyla, TL'deki değer artışı ciro büyümesini TÜFE beklentilerinin altına sınırlayacak gibi görünüyor. USD bazında %10 büyüme ve IAS29 sonrası %41,5 büyüme bekliyoruz ki bu rakam 24YS TÜFE beklentisi olan %43,5'in altında. Ayrıca, TL'nin değer kazanması nedeniyle, IAS29 sonrası FAVÖK marjının önceki yıla göre 120 baz puan daralmasını ve Şirket öngörülerinin 140bps altına yani %20,6'ya gerilemesini bekliyoruz. Kur etkisinin İSG'yi yumuşatmasına rağmen, büyüme yukarı doğru itmeye devam ediyor. Bu etkileri topladığımızda, İSG/Satışlar'ın FY24'te 0,9x ile önceki yıla göre yatay kalmasını bekliyoruz.
- **Net kar marjında, önceki yılın yüksek kur farkı geliri bazına rağmen yıllık bazda 70bps genişleme bekliyoruz...** 2024 yılında kur hareketlerinin daha sınırlı olacağı yönündeki beklentimiz, döviz kazançlarının daha düşük olacağına işaret ediyor. Şirketin döviz gelirleri 12A23'te Net karının c%91'ini oluşturdu. Bu oranın FY24'te %38'e yakın kalmasını bekliyoruz.
- **Parasal sıkılaştırmada öne çıkabilir...** Orta düzeydeki borçluluk seviyesine (0,9x Net Borç/FAVÖK) rağmen, Şirket'in net faiz yükü, 23 mali yılındaki net borç seviyesinin sadece %20,3'üne karşılık gelmektedir. Stratejik önemi nedeniyle Aselsan'ın düşük maliyetli finansman bulma kabiliyeti ile parasal sıkılaştırma arasında önemli bir avantaja sahip olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede, yatırımlardaki artışa rağmen TCMB tarafından açıklanan YAK kredisi sayesinde CAPEX'in 14 milyar TL seviyesinde neredeyse sabit kalmasını ve yatırım finansmanına ilişkin maliyetlerin hafifleyebilmesini bekliyoruz.

Avrupakent GYO

Bloomberg Kodu	AVPGY T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	70.00			
Güncel Fiyat, TL	45.30			
Getiri Potansiyeli	55%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	18,120			
Firma Değeri, mn TL	17,079			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	3,083	7,201	6,543	7,834
FAVÖK, mn TL	1,699	5,669	4,332	5,356
Net Kâr, mn TL	3,261	14,379	12,842	11,169
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-3,713	-1,383	-2,517	-4,833
Net Borç/FAVÖK	-2.2	-0.2	-0.6	-0.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	55.1%	78.7%	66.2%	68.4%
Net Marj	105.8%	199.7%	196.3%	142.6%
Temettü Verimi	-	4.6%	14.0%	10.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	26.2%	133.6%	-9.1%	19.7%
FAVÖK, y/y	25.8%	233.7%	-23.6%	23.6%
Net Kâr, y/y	-56.0%	340.9%	-10.7%	-13.0%
Değerleme Verisi				
F/K	5.3	1.3	1.4	1.6
FD/FAVÖK	7.6	2.8	3.5	2.4
FD/Ciro	4.2	2.2	2.3	1.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	0.5%	9.5%	n.a.	22.5%
AOİH, mn TL	4.1%	12.6%	n.a.	-9.5%
	141	180	366	319

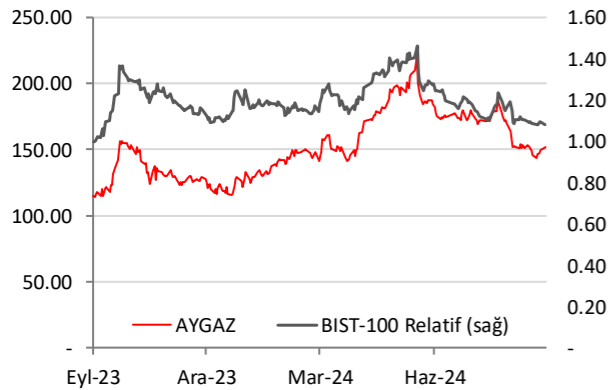


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Avrupakent GYO halka arzdan bu yana BIST-100'ün altında performans gösterdi, ancak portföy büyümesi ve piyasa duyarlılığının iyileşeceği beklentisi yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebilir:** Hisse halka arzdan bu yana BIST-100'ün %36 altında performans göstermiştir. Bu düşük performansın başlıca nedeni tematik kaygıların yol açtığı değerlendirilmesidir. Bununla birlikte, şirket gayrimenkul portföyünü 23 milyar TL'den Haziran 2024 itibarıyla 35 milyar TL'ye çıkararak %52 oranında büyütülmüştür. (i) parasal sıkılaştırmanın sona ermeye başlamasının yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebileceğine, (ii) gayrimenkul piyasasındaki yapısal kıtlığın emlak fiyatlarını destekleyeceğine ve (iii) şirketin nakit yaratan iş modelinin konut stokunu uygun fiyatlarla satmasına, temettü dağıtımlarını sürdürmesine ve ilave gayrimenkul satın alımlarına olanak sağlayacağına inanıyoruz.
- **Kira ve ücretler yoluyla güçlü tekrar eden gelir:** Avrupakent GYO'nun oteller, alışveriş merkezleri, ofisler ve ortak hizmetler dahil olmak üzere operasyonel varlıklardan elde ettiği tekrarlayan gelirler, 2023 yılında (TMS29 sonrası) 1,2 milyar TL'ye ulaşarak bir önceki yıla göre %14'lük reel bir büyüme göstermiştir. Bu artış temel olarak, artan perakende ticaret faaliyetlerinden ve yüksek doluluk oranlarına sahip iyi konumlandırılmış alışveriş merkezlerindeki ciroya bağlı kiralardan kaynaklandı. Toplam tekrarlayan gelirin 2024 yılında 2,1 milyar TL'ye ulaşacağını ve %70'lik bir büyüme ile yılsonu enflasyon beklentilerini rahatlıkla aşacağını öngörüyoruz. Ayrıca, 2023'ten 2027'ye kadar tekrarlayan gelirlerde %40'lık bir YBBO öngörüyoruz.
- **Üst düzey konut portföyü orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir:** 2024-2027 yılları arasında konut ve ofis satışlarının toplam gelirin %42'sini oluşturmasını bekliyoruz. Beklenen konut & ofis satışları Şişli, Damga Yapı Feza Park Villaları, Demir Life ve Avrupa Konutları Çamlıvadi gibi projelerdeki konutlardan oluşmaktadır.
- **Güçlü bilanço sürdürülebilir temettü ödemelerini mümkün kılmaktadır:** Şirketin yüksek kaliteli operasyonel varlık portföyü, istikrarlı gelir akışı sağlarken, satılık üst segment konut stoku nakit yaratma kabiliyetini güçlendirmektedir. Avrupakent GYO, finansal ihtiyaçlar ve ekonomik koşullar aksini gerektirmediği sürece yıllık net kârının en az %50'sini hissedarlarına nakit olarak dağıtmayı hedefleyen ve ana sözleşmesinde de yazılı olan bir kâr dağıtım politikası benimsemektedir. Kâr payı tüm paylara eşit olarak dağıtılır. Şirket, 2024 yılına kadar üç eşit taksitte 840 milyon TL temettü ödemesi yapmış olup, önümüzdeki yıllarda da temettü büyümesini sürdürmeyi hedeflemektedir.
- **Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruduk:** Birkaç temel faktöre dayanarak Outperform tavsiyemizi yineledik: (i) parasal sıkılaştırmanın sona ermesinin yaklaşması yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebilir, (ii) emlak piyasasındaki yapısal kıtlık emlak fiyatlarını destekleyecektir ve (iii) şirketin nakit yaratan iş modeli, konut stokunu uygun fiyatlarla satmasını, temettü dağıtımlarını sürdürmesini ve ilave gayrimenkul satın alımlarını mümkün kılacaktır. Şirket şu anda hesaplanan NAD'ine göre %44 iskonto ile işlem görmektedir. Güçlü tekrarlayan nakit yaratma kapasitesi, borç ve kur riski içermeyen bilançosu ve iyi çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü göz önüne alındığında daha düşük iskonto da makul olacağını düşünüyoruz.

Aygaz

Bloomberg Kodu		AYGAZ TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		221.00			
Güncel Fiyat, TL		151.60			
Getiri Potansiyeli		46%			
Halka Açıklık Oranı		24%			
Piyasa Değeri, mn TL		33,322			
Firma Değeri, mn TL		-6,781			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	64,835	78,623	102,124	120,680	
FAVÖK, mn TL	1,165	1,731	1,810	1,483	
Net Kâr, mn TL	5,954	3,233	2,950	3,792	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	157	-2,433	-3,823	-5,867	
Net Borç/FAVÖK	0.1	-1.4	-2.1	-4.0	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	1.8%	2.2%	1.8%	1.2%	
Net Marj	9.2%	4.1%	2.9%	3.1%	
Temettü Verimi	1.0%	4.5%	4.0%	3.8%	
Büyüme					
Ciro, y/y	72.9%	21.3%	29.9%	18.2%	
FAVÖK, y/y	116.8%	48.5%	4.6%	-18.0%	
Net Kâr, y/y	25.8%	-45.7%	-8.8%	28.6%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	3.8	10.3	11.3	8.8	
FD/FAVÖK	10.3	n.m.	n.m.	n.m.	
FD/Ciro	0.2	n.m.	n.m.	n.m.	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-10.8%	-18.9%	30.1%	17.4%	
BİST-100 Relatif	-7.6%	-16.6%	3.6%	-13.2%	
AOİH, mn TL	68	73	140	120	

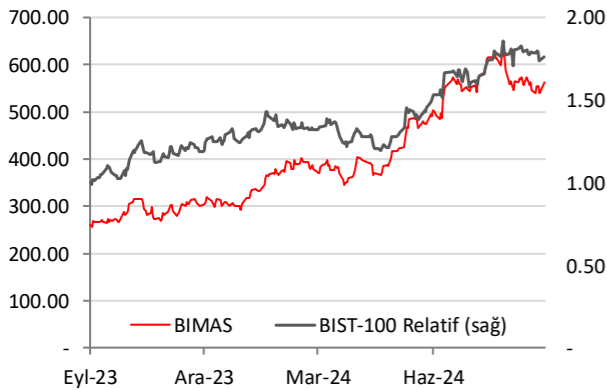


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Yavaşlayan ekonomik aktivite ile beraber LPG talebinde normalleşme...** LPG'nin ekonomik avantajı ve zayıf baz nedeniyle 2023'te LPG talebi güçlüydü. Tüplü gaz satışları 2012-2022 döneminde yıllık ortalama %3,7 küçülürken 2023'te %1,5 arttı. Otogaz satışlarında 2012-2022 dönemi ortalama büyümesi %1,4 iken 2023'teki büyüme %13,5 seviyesindeydi. Öte yandan, Ocak-Haziran 2024 döneminde tüplü gaz tüketimi %7,9 azalırken, otogaz tüketimi %1,0 büyüdü. Bu arada doğalgaz fiyatlarının gerilemesi sonrası LPG'nin alternatif yakıt olarak avantajının kalkmasıyla dökme LPG satışları da ilk altı ayda %69 daraldı.
- **2024'te rafineri operasyonlarının katkısında düşüş bekliyoruz...** Ürün marjlarında normalleşme, stok karlarındaki farklılık, ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma ve İzmit Rafinerisi'ndeki büyük bakım duruşundan kaynaklanan yaklaşık 200 milyon USD'lik FAVÖK kaybı nedeniyle Tüpraş'ın net karında reel olarak %45'lik bir düşüş öngörüyoruz. Buna göre, Tüpraş'ın Aygaz net karına katkısının 2023'teki 4.972 milyon TL seviyesinden, 2024'te 3.839 milyon TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz.
- **Paket teslim işinde yeni ortaklık...** Aygaz ve Koç Holding, Ekol Ekspres Kargo ile paket dağıtım işinde Kolay Gelsin markasıyla faaliyet göstermek üzere %50-50 bir ortaklık kurdu. 2Ç24 sonunda tamamlanan birleşme işleme göre, Sendeo ve Kolay Gelsin şirketlerinin her biri 330 milyon TL üzerinden değerlendirildi. 3Ç24'ten itibaren Aygaz'ın özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirileceği yeni şirkette %27,5 payı olacak. Faaliyetine Temmuz 2021'de başlamış olan Sendeo, Aygaz'ın LPG'deki mevcut dağıtım alt yapısı ile bir sinerji oluşturma fikriyle kurulmuştu. Paket dağıtım işinde günlük dağıtılan paket sayısı arttıkça karlılıkta iyileşme gerçekleşecek. Kolay Gelsin ile yapılan birleşme şirketin başa baş noktasına gelmesi için gereken süreyi kısaltabilir. Şirket halen büyüme sürecinde olduğundan buradan gelecek net zararın 2024'te -345milyon TL, 2025'te ise 150milyon TL olmasını bekliyoruz.
- **Aygaz'ın 2024'te net karında reel olarak %60 düşüş bekliyoruz.** FAVÖK'ün reel olarak yatay kalmasına rağmen net kardaki düşüşün Tüpraş katkısındaki azalıştan ve parasal pozisyon kaybındaki artıştan kaynaklanacağını düşünüyoruz. Bu arada, daha önce tam konsolide edilen ve faaliyet karına negatif etki eden paket dağıtım işinin özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmesi sebebiyle FAVÖK tarafında beklentimizden olumlu ya da olumsuz yönde sapmalar olma ihtimalini yüksek görüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Aygaz için hedef fiyatımızı yeni makro tahminlerimiz, risksiz getiri oranı varsayımlarında düşüş ve Tüpraş değerlemesindeki artıştan dolayı 205 TL'den 221 TL'ye yükseltiyoruz. Farklı iş kollarında faaliyet gösteren holding yapısı sebebiyle, Aygaz için Net Aktif Değeri'ne %25'lik holding iskontosu uyguluyoruz. Tüpraş'tan EYAŞ üzerinden temettü akışı ve paket dağıtım işinde olası pozitif gelişmeler Aygaz hisse performansına olumlu yansiyabilir.

BİM

Bloomberg Kodu	BIMAS T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	795.00			
Güncel Fiyat, TL	562.50			
Getiri Potansiyeli	41%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	341,550			
Firma Değeri, mn TL	359,845			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	267,036	474,328	674,968	874,932
FAVÖK, mn TL	20,985	36,077	49,779	63,186
Net Kâr, mn TL	12,283	21,558	28,862	34,969
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	15,350	20,682	31,331	44,718
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.6	0.6	0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.9%	7.6%	7.4%	7.2%
Net Marj	4.6%	4.5%	4.3%	4.0%
Temettü Verimi	2.4%	2.1%	3.5%	5.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	80.8%	77.6%	42.3%	29.6%
FAVÖK, y/y	76.8%	71.9%	38.0%	26.9%
Net Kâr, y/y	50.6%	75.5%	33.9%	21.2%
Değerleme Verisi				
F/K	10.4	15.8	11.8	9.8
FD/FAVÖK	6.9	10.0	7.5	6.1
FD/Ciro	0.5	0.8	0.6	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-4.3%	17.6%	119.9%	87.7%
BİST-100 Relatif	-0.9%	21.0%	75.2%	38.7%
AOİH, mn TL	1,602	1,930	1,561	1,587

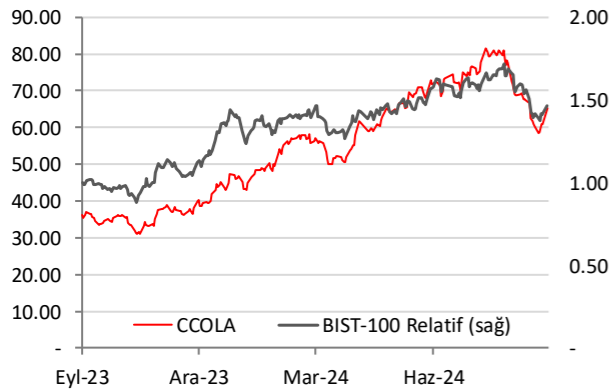


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

- **Risklere karşı dayanıklı defansif iş modeli:** Yılın ikinci yarısında sıkılaştırıcı politikaların etkisinin daha çok hissedileceğini, enflasyonun gerileyeceğini ve yıl ortasında asgari ücrete zam gelmemesinin de etkisiyle talep üzerindeki baskının daha hissedilir olacağını öngörüyoruz. Mevcut makro koşullarda hızlı tüketim sektörlerinin halen dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla daha iyi bir görünüme sahip olduğunu düşünüyoruz. Tüketicinin geleneksel kanaldan modern kanala kaymaya mevcut makro durumda hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Azalan satın alma gücü nedeniyle indirim marketlerinin bu trendlerden daha fazla pay almasını öngörüyoruz. 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 hızlı m2 artışı, en yüksek benzer mağaza satış büyümesi ve en düşük marj daralmasıyla rakiplerine göre en güçlü FAVÖK büyümesini (TAS 29 öncesi, TFRS 16&15 öncesi) göstereceğini öngörüyoruz.
- **Hızlı mağaza açılışları:** Bim, son 3 yılda yurt içi ve yurt dışı toplam ~3.070 net yeni mağaza açarak (deprem nedeniyle 225 mağaza kapanmasına rağmen) ~%10 yıllık bileşik büyüme oranı göstermiştir. Önümüzdeki 2 yılda yıllık +1.100 net yeni mağaza açılışı ve +%9 YBBO ile güçlü ivmenin devam etmesini bekliyoruz.
- **Güçlü satış büyümesi, 2Y24'te hız kaybedecek:** Yüksek gıda enflasyonu, hızlı mağaza açılış hızı ve 1Y24'te düşük baz etkisi sayesinde Bim'in 2024'te %78 ciro büyümesi göstermesini bekliyoruz. Tahminlerimiz 1Y24'te yıllık bazda %96 ve 2Y24'te yıllık bazda %65 büyümeye işaret ediyor. Enflasyonun gerilemesi ve alım gücünün düşmesi büyümedeki yavaşlamanın ana nedenleri olarak öne çıkıyor.
- **2Y24'te opex marjı iyileşirken, brüt marjda yüksek baz etkisi devreye girecek.** Rakiplerine göre daha güçlü mağaza verimliliklerine sahip Bim'in 2024'te rakiplerine göre yıllık bazda en sınırlı daralma ile (25baz puan) sektördeki en yüksek FAVÖK marjına (~%7,6 FAVÖK) ulaşmasını öngörüyoruz. Yılın ilk yarısında personel maliyetleri opex marjında ciddi baskı yaratırken yılın ikinci yarısında asgari ücrete zam yapılmaması ve personel zamlarının sınırlı kalması nedeniyle opex marjı iyileşecektir. Ancak diğer taraftan Şirket yönetimi son 4 çeyrekte ortalama %20 seviyesinde olan rekor brüt marjlarda önümüzdeki çeyreklerde bir miktar normalleşme bekliyor. Brüt marja bağlı olarak FAVÖK marj öngörümüzde yukarı yönlü potansiyelin olabileceğini düşünmekle beraber diğer gıda perakendelerin aksine Bim'in FAVÖK marjının 1Y24'te yıllık bazda genişleyeceğini, 2Y24'te ise brüt marj kaynaklı daralacağını öngörüyoruz.
- **Model portföyde tutmaya devam ediyoruz:** Bim 2023 başından beri güçlü performansına rağmen (endeks rölatif +130%), 15,8x 2024T F/K ve 11,8 2025T F/K ile uluslararası benzerlerine ve kendi 5 yıllık tarihsel ortalamalarına göre halen ~%20-25 iskontolu işlem görüyor. Çarpanlar genişlemiş iskontosu daralmış olmakla birlikte hedef değerimiz 795TL'ye 41% getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyor ve hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz. Sektöre kıyasla çok güçlü olmasını beklediğimiz 2. çeyrek bilançosunun katalizör rolü oynayacağını düşünüyoruz.

Coca-Cola İçecek

Bloomberg Kodu	CCOLA TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	90.00			
Güncel Fiyat, TL	65.20			
Getiri Potansiyeli	38%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	182,435			
Firma Değeri, mn TL	210,910			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	91,016	140,027	187,622	232,750
FAVÖK, mn TL	18,944	29,919	39,401	48,663
Net Kâr, mn TL	8,306	11,931	17,890	24,580
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	14,909	18,993	13,422	4,835
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.6	0.3	0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	20.8%	21.4%	21.0%	20.9%
Net Marj	9.1%	8.5%	9.5%	10.6%
Temettü Verimi	1.0%	1.1%	1.3%	2.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	70.0%	53.8%	34.0%	24.1%
FAVÖK, y/y	86.7%	57.9%	31.7%	23.5%
Net Kâr, y/y	91.8%	43.6%	49.9%	37.4%
Değerleme Verisi				
F/K	9.3	15.3	10.2	7.4
FD/FAVÖK	5.3	6.9	5.1	3.9
FD/Ciro	1.1	1.5	1.1	0.8
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-16.0%	-5.8%	77.0%	37.9%
BİST-100 Relatif	-13.0%	-3.1%	41.0%	1.9%
AOİH, mn TL	492	529	372	459

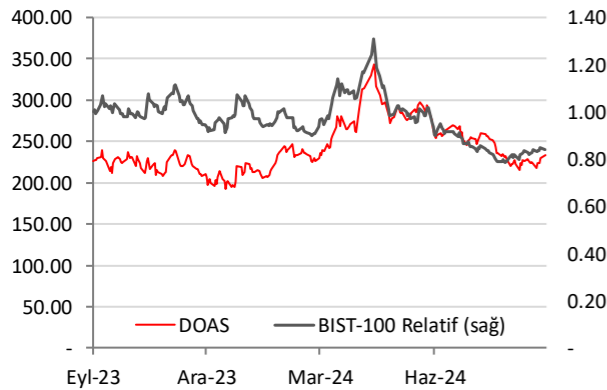


- **Güçlü büyüme potansiyeli, güçlü sürdürülebilir karlılık:** Coca-Cola İçecek (CCI) faaliyet gösterdiği 12 ülkedeki güçlü büyüme ve düşük alkolsüz içecek penetrasyonu nedeniyle uzun vadede yüksek büyüme potansiyeline sahip Coca-Cola şirketlerden biri olarak öne çıkıyor. Mevcut pazarlardaki organik büyüme fırsatlarının yanı sıra, son yıllarda Özbekistan operasyonunu portföyüne eklemiş, yurt dışındaki en büyük operasyonu olan Coca-Cola Pakistan'ın kalan ~%50 hissesini satın almış, Anadolu Etap İçecek'in %80 hissesini satın almış ve son olarak yılın ilk çeyreğinde Bangladeş'i portföyüne eklemiştir. Bu satın alımlar ile Coca-Cola bünyesinde nüfus bazında 3., hacim bazında 7. büyük oyuncu haline gelmiştir. Uzun vadede özellikle Asya'da yeni pazarlar ile inorganik büyüme stratejisinin devam edeceğini ancak kısa-orta vadede yeni satın alımlardan ziyade portföye dahil edilen ülkelerin entegrasyonuna odaklanılacağını düşünüyoruz. Geçmiş satın alımların performanslarına bakıldığında Bangladeş satın alımının da CCI için değer yaratacağını düşünüyoruz. Bangladeş'in önemli bir nüfusa ve gelişen bir ekonomiye sahip büyüyen bir pazar olması nedeniyle cazip bir pazar olduğunu düşünüyoruz. Kişi başına düşen alkolsüz içecek tüketiminin düşük olması uzun vadede yüksek büyüme potansiyeline işaret ediyor.
- Hacim büyümesinin yanı sıra güçlü fiyatlandırma ile dolar bazında tarihi yüksek ürün fiyatlarına ve satış gelirlerine, ve tarihi yüksek marjlara ulaşan CCI, aynı zamanda dünyada en yüksek operasyonel kar marjına sahip Coca-Cola şirketi haline geldi. Orta-uzun vadede güçlü büyüme trendinin devam edeceğini marjlarda çok hafif normalleşme beklemekle birlikte büyük ölçüde korunacağını öngörüyoruz.
- **Ortadoğu'da karışıklıklar ve alım gücündeki düşüş 2024 öngörülerinde aşağı revizyona neden oldu:** İlk yarıyıl gerçekleştirmelerinin ardından Şirket yönetimi hacim ve satış büyüme öngörülerini aşağı revize ederken, marjlar üzerinde aşağı yönlü risklere dikkat çekti. İlk yarıyıldaki zayıf hacimler ve yılın geri kalanında alım gücündeki zayıflık nedeniyle daha zayıf fiyatlandırma öngörüsü aşağı yönlü revizyonun arkasında yatan temel faktörler olarak öne çıkıyor. Karlılık tarafında ise ürün girdi maliyetleri görece stabil olmasına rağmen büyümenin yavaşlaması ve halen devam eden opex baskısı nedeniyle marjların tarihi zirvesinden bir miktar normalleşmesi öngörüyoruz. Şirket yönetiminin öngörülerine paralel hacim ve satış büyüme öngörülerimizi aşağı revize ediyoruz. FVÖK (EBIT) marjında aşağı yönlü risklerin arttığına dikkat çekilmiş olmasına rağmen zaten halihazırda daralma öngörümüz nedeni ile değişikliğe gitmiyoruz. Bu doğrultuda, konsolide satışlarda 2024'te %58 satış büyümesi öngörüyoruz. TL'deki reel değerlenme beklentisi nedeniyle Türkiye operasyonlarının konsolide büyümeye katkısının görece daha yüksek olmasını bekliyoruz. Tahminlerimiz yılın ikinci yarısında yıllık bazda %5 hacim büyümesi olacağına, görece stabil TL nedeni ile satış büyümesinin yıllık bazda %45'lere gerileyeceğine ve yıllık bazda 2Y23'e paralel bir FAVÖK marjına işaret ediyor.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi yineliyoruz:** Coca-Cola İçecek 10,2x 2025T F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine %30 iskonto ile işlem görüyor. Hedef değerimiz 90 TL'ye %38 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

Doğuş Otomotiv

Bloomberg Kodu	DOAS T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	340.00			
Güncel Fiyat, TL	233.00			
Getiri Potansiyeli	46%			
Halka Açıklık Oranı	34%			
Piyasa Değeri, mn TL	51,260			
Firma Değeri, mn TL	32,392			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	149,245	151,697	147,678	171,831
FAVÖK, mn TL	24,676	17,295	9,247	10,744
Net Kâr, mn TL	19,622	10,418	5,714	7,057
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	1,879	6,662	11,217	14,786
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.4	1.2	1.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.5%	11.4%	6.3%	6.3%
Net Marj	13.1%	6.9%	3.9%	4.1%
Temettü Verimi	13.0%	21.8%	12.2%	6.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	219.0%	1.6%	-2.6%	16.4%
FAVÖK, y/y	214.2%	-29.9%	-46.5%	16.2%
Net Kâr, y/y	150.8%	-46.9%	-45.2%	23.5%
Değerleme Verisi				
F/K	2.3	4.9	9.0	7.3
FD/FAVÖK	0.8	1.9	4.0	3.8
FD/Ciro	0.1	0.2	0.3	0.2
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	2.2%	-19.7%	-1.9%	5.7%
BİST-100 Relatif	5.9%	-17.4%	-21.8%	-21.9%
AOİH, mn TL	332	485	825	866

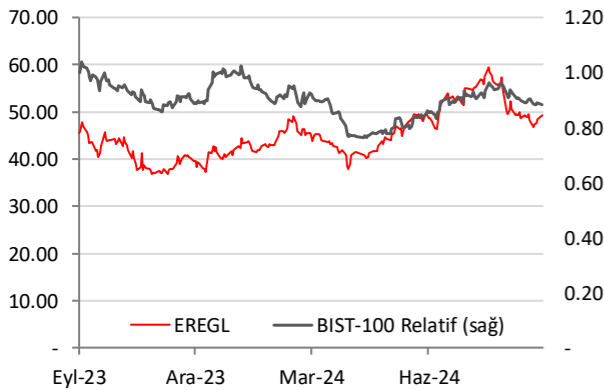


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- Yurt içi motorlu araç pazarının 2024 yılında yıllık %15 daralmasını bekliyoruz. Doğuş Otomotiv'in hafif araç pazar payı 7A24'te Skoda dahil yıllık bazda yatay seyretmiştir. Ancak, Skoda hariç hafif araç pazar payı yıllık bazda 0,5 puan düşmüştür. 2024 yılında Skoda hariç pazar payının yıllık bazda yatay seyretmesini bekliyoruz. Skoda dahil toplam satış hacminin 2024 yılında yıllık %10 düşüşle 156 bine gerilemesini bekliyoruz. Skoda hariç toplam satış hacminin 2024 yılında yıllık %14 düşüşle 119 bin olmasını bekliyoruz. Yönetimin 2024 yılı için Skoda hariç toplam satış adedi beklentisi 110 bindir.
- 2024'te araç başına net satışlarda daralma. 2022-2023 yıllarında fiyatlandırma gücündeki önemli artış ağırlıklı olarak daha yüksek ağır ticari araç satışları, bulunabilirlik sorunları ve düşük reel faiz oranlarından kaynaklanan talep ile daha iyi satış karmasından kaynaklandı. Binek araç segmentinde 4Ç23'te sektör genelinde bir fiyat düşüşünün başladığını görüyoruz. 2024 yılında araç başına ortalama net satışlarda reel olarak yıllık %16 düşüş bekliyoruz.
- 2024 yılında, FAVÖK marjının ciddi bozulmaya rağmen normalize seviyenin üzerinde kalmasını bekliyoruz. Ticari araçlardaki güçlü fiyatlandırma, kur oynaklığı kaynaklı stok kazançları, maliyet kontrolleri, ağır ticari araç ve satış sonrası hizmet satışlarındaki artış, 2022-2023 yıllarında yüksek FAVÖK marjlarına yol açmıştır. 2024 yılında, daha iyi bulunabilirlik, stok kazançları konusunda enflasyon muhasebesinin etkisi ve artan tanıtım ve pazarlama çabaları ile daha yüksek faaliyet giderleri beklediğimiz için FAVÖK marjının yıllık 5,1 puan daralarak %11,4 olmasını bekliyoruz.
- İştirak beklentileri. 2022-2023 yıllarında iç pazarda 2 milyon hafif araç satıldı. Yeni satın alınan otomobiller için muayene süresi 3 yıl, ticari araçlar için ise satın alımdan 2 yıl sonra başlamaktadır. TUVTURK'ün muayene fiyatları her yıl bir kez güncellenmektedir. Muayene fiyatları enflasyona endekslidir. TUVTURK'ün önümüzdeki yıllarda Doğuş'un karlılığına önemli katkılar sağlayacağını düşünüyoruz.
- Potansiyel hisse satışı. Doğuş Holding, Doğuş Otomotiv'in 22 milyon adet hissesini (toplam sermayenin %10'u) borsada işlem gören hisseye dönüştürme kararı almıştır.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruduk. Hedef fiyatımızı 552 TL seviyesinden 340 TL seviyesine indirdik. Oto segmenti için uzun vadeli FAVÖK marjımızı %9'dan %6'ya indirmeye karar verdik. Yeni marj varsayımlarımızın 2025 yılında araç talebinin daralması ve iç pazarda artan rekabet beklentilerimizle daha uyumlu olduğuna inanıyoruz. Şirket hisselerinin hala cazip bir fiyattan işlem gördüğüne inanıyoruz, ancak 2024 ve 2025 yıllarında kar artışı beklemiyoruz.

Erdemir

Bloomberg Kodu	EREGL TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	51.00			
Güncel Fiyat, TL	49.30			
Getiri Potansiyeli	3%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	172,550			
Firma Değeri, mn TL	240,815			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,900	207,021	269,065	337,726
FAVÖK, mn TL	15,573	25,662	43,371	61,805
Net Kâr, mn TL	4,033	15,907	21,312	31,899
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	41,930	65,060	69,221	77,430
Net Borç/FAVÖK	2.7	2.5	1.6	1.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.5%	12.4%	16.1%	18.3%
Net Marj	2.7%	7.7%	7.9%	9.4%
Temettü Verimi	-	1.0%	-	7.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	15.7%	40.0%	30.0%	25.5%
FAVÖK, y/y	-41.6%	64.8%	69.0%	42.5%
Net Kâr, y/y	-77.6%	294.4%	34.0%	49.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	34.1	10.8	8.1	5.4
FD/FAVÖK	11.9	9.5	5.7	4.1
FD/Ciro	1.3	1.2	0.9	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-10.4%	2.8%	13.3%	21.7%
BİST-100 Relatif	-7.2%	5.8%	-9.7%	-10.1%
AOİH, mn TL	5,101	6,771	5,213	5,929

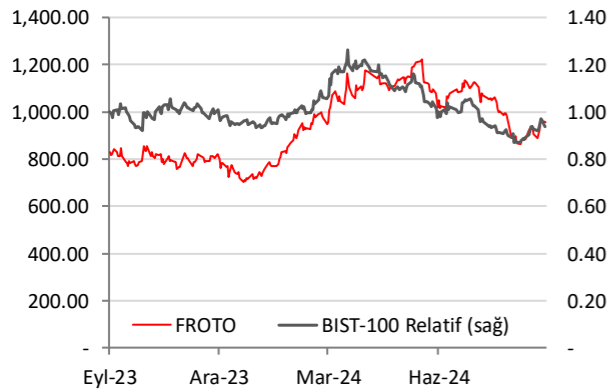


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

- **Zayıf küresel görünümünden kaynaklanan uzun süreli operasyonel baskı:** Yassı çelik piyasasının zorlu görünümü devam ediyor. Çin pazarındaki arz fazlası tüm dünyaya ihraç edilmektedir, öyle ki Çin'den yapılan ihracat hacmi 2014-2015 seviyelerine yaklaşmıştır. Fiyatlar son dört yılın en düşük seviyesindedir ve zayıf küresel talep, diğer bölgelerden gelen rekabetçi fiyatlar ve devam eden ekonomik belirsizlikler nedeniyle baskı altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Küresel talepte kayda değer bir toparlanma veya yatırımları teşvik eden ekonomi politikalarında bir değişim olmadığı takdirde, piyasanın 2Y24'e kadar dalgalı seyrini sürdürmesi muhtemeldir. İthalat vergisi ve kota gibi düzenlemeler yerli çelik üreticileri üzerindeki operasyonel baskıyı kısmen hafifletebilir.
- **Erdemir'in Net Sıfır Yol Haritasına İlişkin Hatırlatma:** Erdemir ve İsdemir (birlikte "Grup") net sıfır yol haritasının ilk aşaması olarak 2030 yılına kadar 3,2 milyar ABD\$ yatırım harcaması planını açıkladı. Plan 2024-2030 yılları arasında birden fazla projeyi içeriyor: (i) 1000MW güneş enerjisi santrali: Grup elektrik tedarikinde kendi kendine yeterli hale gelmeyi hedefliyor. Güneş enerjisi santralinin yaklaşık 800 milyon ABD\$'na mal olacağını tahmin ediyoruz (800 ABD\$/kWh geliştirme maliyeti varsayarak), **(ii) Paletleme tesisi:** Yatırım 2022'de duyuruldu ve 550 milyon ABD\$'na mal olması bekleniyor, **(iii) 3,9 milyon ton/yıl kapasite artışı:** Yeni fırınlar, hem hurda toplama hem de Grubun yüksek fırınlarında üretilen ham çelik beslenen EAO teknolojisini kullanacak ve toplam ham çelik kapasitesini 13,6 milyon ton/yıl'a çıkaracaktır. Grup, yeşil dönüşüm yol haritasının ilk aşaması ile 2030 yılında CO2 emisyonlarını 2022 yılına kıyasla %25 oranında azaltmayı öngörüyor. Erdemir, 2030-2040 yılları arasında 4 mtpa DRI yatırımıyla CO2 emisyonunu %15 daha azaltacak, 2040-2050 yılları arasında yeşil hidrojen ve karbon yakalama sistemi teknolojilerine yapacağı yatırımlarla 2050 yılında net sifıra ulaşacak. 2030-2050 yılları arasındaki yatırım harcaması bütçesi ve 2030 hedeflerinden FAVÖK katkısı için bir beklenti paylaşılmadı. Yönetim, 3,2 milyar ABD\$ yatırım harcaması bütçesinin %70-80'ini eurobond ve ESG bağlantılı sendikasyon kredisi ile finanse etmeyi planlıyor. Grup, genişleme aşaması için üretim kesintisi beklemiyor ve temettü politikasında bir değişiklik öngörmüyor.
- **2024 tahminlerimiz:** Fiyatlandırma ortamındaki uzun süreli zayıflık beklentimiz nedeniyle 2024 yılında 8,1 milyon ton satış hacmi (y/y: +%11) ve ton başına 95 ABD\$/t FAVÖK (y/y: +%12) bekliyoruz. 2024 için toplam 1 milyar ABD\$ yatırım harcaması öngörüyoruz.
- **Nötr tavsiyemizi koruyoruz:** Çin'in çelik talebindeki uzun süreli zayıflığın küresel çelik üreticilerinin yanı sıra Türk çelik üreticilerini de bölgesel fiyatlandırma dinamikleri üzerinde ithalat baskısıyla baş başa bırakması nedeniyle Nötr tavsiyemizi yineledik. Şirket şu anda 2024 tahminlerimize göre 8,5x ve 2025 tahminlerimize göre 6,0x ABD\$ bazlı FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,505.00			
Güncel Fiyat, TL	957.50			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	335,996			
Firma Değeri, mn TL	431,136			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	411,906	563,390	762,996	946,193
FAVÖK, mn TL	42,710	45,050	64,830	82,808
Net Kâr, mn TL	49,056	35,876	47,104	52,344
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	60,531	136,058	212,896	230,125
Net Borç/FAVÖK	1.4	3.0	3.3	2.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.4%	8.0%	8.5%	8.8%
Net Marj	11.9%	6.4%	6.2%	5.5%
Temettü Verimi	6.1%	11.7%	8.5%	11.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	139.8%	36.8%	35.4%	24.0%
FAVÖK, y/y	116.5%	5.5%	43.9%	27.7%
Net Kâr, y/y	163.5%	-26.9%	31.3%	11.1%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.1	9.4	7.1	6.4
FD/FAVÖK	7.3	10.5	8.5	6.8
FD/Ciro	0.8	0.8	0.7	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.9%	-12.4%	11.7%	34.2%
BİST-100 Relatif	4.6%	-9.9%	-11.0%	-0.8%
AOİH, mn TL	991	1,047	1,105	1,097

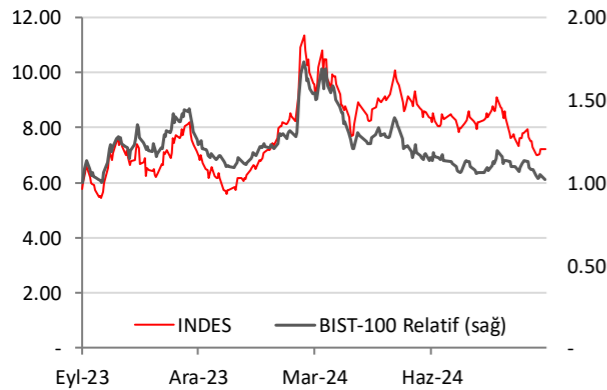


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- Yurt içi motorlu araç pazarının 2024 yılında yıllık %15 düşüşle 1,1 milyona gerilemesini bekliyoruz. Ford, 7A24'te yurt içi hafif araç pazar payını ağırlıklı olarak yeni modellerin üretim sorunları nedeniyle yıllık bazda 1,4 puan kaybetti. Nisan 2024'ten itibaren bir toparlanma gördük. Daha iyi bulunabilirlik ve yeni lansmanlar ile 2Y24'te daha iyi bir pazar payı bekliyoruz. 6A24'te yurt içi ağır ticari araç pazarı rekor yüksek bir bazdan yıllık %9 düşüş gösterdi. 2024'ün ilk 2 ayında, yüksek bir baz olmasına rağmen ağır ticari araç pazarı, ağırlıklı olarak Türkiye'deki stokları boşaltmaya çalışan Avrupalı üreticilerin sunduğu fiyat indirimleri nedeniyle yıllık %20 arttı. Yurt içi ağır ticari araç pazarının 2024 yılında yıllık bazda %19 daralmasını bekliyoruz. Ford'un yurt içi ağır ticari araç satış hacmi 1Ç24'te yıllık bazda %15 azaldı. Yurt içi ağır ticari araç pazar payının 2Y24'te iyileşmesini bekliyoruz. Sonuç olarak, Ford'un yurt içi satış hacminin yönetim beklentisine paralel olarak yıllık %12 düşüşle 104 bin seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- 2Y24'te daha iyi bir ihracat performansı bekliyoruz. Ford Otosan'ın ihracat odaklı Custom modelinin lansman gecikmeleri ve üretim sorunları nedeniyle 1Y24'te Türkiye'den ihracat satış hacmi yıllık bazda %4 geriledi. Temmuz 2024'te Ford Otosan Türkiye'den ihracat satış hacmini yıllık bazda %2,6 artırarak 27,4 bin adede yükseltmeyi başarmıştır. Bu trend 2024 yılının geri kalanında da devam ederse, yıl sonu toplamı yaklaşık 315 bin adede ulaşacaktır. 2Y24'te iyileşen bulunabilirlik ile birlikte, ihracat satış hacminde yıllık %6'lık bir artış bekliyoruz, bu da yıl toplamını yönetimin 350-380 bin adetlik beklentisinin önemli ölçüde altında olan 315 bin adede çıkaracaktır. Ford Romanya'nın satış hacmi yılın ilk yarısında yıllık bazda %14 arttı. Courier modelinin üretim sorunlarının çözülmesi ve Puma'nın makyajlanması göz önüne alındığında, Romanya'nın 2Y24'te daha yüksek sevkiyatlar gerçekleştireceğine inanıyoruz. Romanya'nın 2024 yılında 220 bin adetlik satış hacmine ulaşması ve yönetim beklentisine paralel olarak yıllık %22 büyüme kaydetmesini bekliyoruz.
- Fiyatlama gücünde düşüş. 1Ç24'te Ford Otosan'ın fiyatlama gücü değişmedi. Bununla birlikte, 2Ç24'te, özellikle Genel Güvenlik Yönetmeliği'nin (GSR) yol açtığı stok eritme nedeniyle yurt içi fiyatlarda yıllık bazda %10 reel düşüş gözlemledik. 2Y24'te, GSR'nin yarattığı rekabetçi baskıların azalması beklendiğinden, 2Ç24'e kıyasla daha iyi bir fiyatlama ortamı bekliyoruz.
- FAVÖK marjında bozulma. 2023 yılında, maliyet kontrolleri, güçlü talep ve olumlu satış karması %10,4 FAVÖK marjı ile sonuçlanmıştır. Ancak, 1) olumsuz satış karması, 2) yeni nesil Custom ve Courier modellerinin üretim ve lansman sorunları, 3) yeni lansmanlardaki gecikmelerin daha düşük stok devir hızına yol açması ve 4) olumsuz döviz kurları nedeniyle FAVÖK marjı 1Y24'te yıllık bazda 3 puan azalarak %7,5'e gerilemiştir. Yönetim, araç bulunabilirliğinin 2Y24'te 1Y24'e kıyasla iyileşeceğini ve bunun da stok devir hızını artıracığını öngörüyor. FAVÖK marjının 2024 yılında yıllık bazda 2,4 puan azalarak %8,0'e gerilemesini bekliyoruz.

İndeks Bilgisayar

Bloomberg Kodu	İNDEKS			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	10.30			
Güncel Fiyat, TL	7.22			
Getiri Potansiyeli	43%			
Halka Açıklık Oranı	61%			
Piyasa Değeri, mn TL	5,415			
Firma Değeri, mn TL	5,167			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	49,234	62,439	75,044	84,677
FAVÖK, mn TL	2,694	3,058	3,565	3,882
Net Kâr, mn TL	508	516	1,294	2,099
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,044	-259	-33	-153
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.1	-0.0	-0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.5%	4.9%	4.8%	4.6%
Net Marj	1.0%	0.8%	1.7%	2.5%
Temettü Verimi	4.1%	4.8%	4.5%	5.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	96.8%	26.8%	20.2%	12.8%
FAVÖK, y/y	153.6%	13.5%	16.6%	8.9%
Net Kâr, y/y	-7.9%	1.6%	150.8%	62.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	9.1	10.5	4.2	2.6
FD/FAVÖK	1.2	1.9	1.7	1.5
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-13.2%	-15.6%	22.8%	26.0%
BİST-100 Relatif	-10.1%	-13.2%	-2.1%	-6.9%
AOİH, mn TL	75	86	137	124

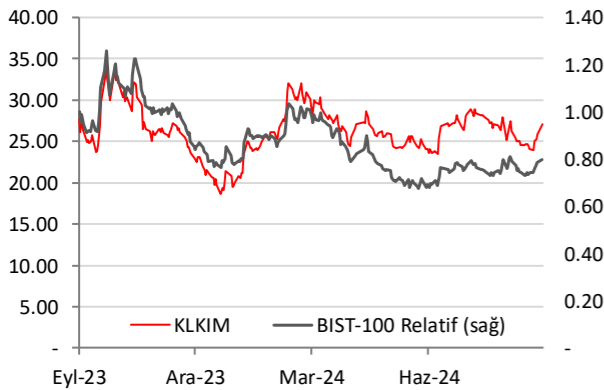


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **FY23'e kıyasla USD cinsinden cironun sabit kalmasını bekliyoruz...** Türkiye'nin BT dağıtıcı pazarının, parasal sıkılaşmaya bağlı olarak makroekonomik aktivitedeki yavaşlama sebebiyle 2024 yılında ABD doları bazında yıllık bazda %1 daralması beklenmektedir. Ancak, Apple Mix Channel anlaşması ve Şirket'in inorganik büyümeyi beraberinde getiren yatırımları sayesinde İndeks Bilgisayar'ın piyasanın bir miktar üzerinde performans göstereceğine inanıyor ve TL'nin reel olarak değer kazanması nedeniyle gelirlerin dolar bazında yatay seyretmesini bekliyoruz, bu da reel olarak %11'lik bir düşüşe işaret ediyor. Reel gelir artışı, makroekonomik görünümde daha fazla zamana ve değişikliğe ihtiyaç duyabilir.
- **Temeller güçlü kalmaya devam ediyor...** i) Türkiye'de bilişim sektörü için elverişli demografi ve artan akıllı telefon ve sabit genişbant penetrasyonu ile desteklenen cazip pazar dinamikleri, ii) şirketin geniş ürün/marka portföyü üzerindeki güçlü rekabet avantajları, %30'un üzerinde pazar payı ile lider konumu ve sektördeki önemli tedarikçilerle uzun süreli ilişkileri, iii) güçlü nakit üretimine olanak sağlayan basiretli işletme sermayesi yönetimi ve iv) sürdürülebilir temettü politikası ve sağlıklı bilançosu.
- **Ücret artışları 1Y24'te teknoloji talebini destekledi...** Türkiye'de elektronik ve bilgisayar sektörü kredi kartı harcamaları tutarı 1Ç24 ve 2Ç24'te önceki yıla göre sırasıyla %120 ve %71,6 arttı. 2Y24'te reel faiz oranlarının daha yüksek olacağı beklentisiyle dayanıklı mallara olan talebin azalma eğiliminde olacağına inanıyoruz. Türkiye'nin, mobil ve volume BT ürünlerine yönelik artan talebin etkisiyle BT sektörü için cazip bir pazar olmaya devam ettiğine inanıyoruz. Ek olarak, bulut tabanlı çözümlere, yazılımlara ve ağ ürünlerine yönelik artan iş (çoğunlukla KOBİ'ler) son kullanıcı talebi, şirket için uzun vadeli karlı büyümeyi destekleyecektir. 2023'teki güçlü tüketici talebinin yüksek bir taban oluşturacağını ve 2024'te satışların USD bazında bir plato yapacağını düşünüyoruz. Dağıtım ağına yeni markaların eklenmesi yukarı yönlü bir risk teşkil etmektedir.
- **1Ç24'te dramatik nakit çıkışı...** Şirket, 1Ç24'te İşletme Sermayesi için YS23 net nakit seviyesinin %74'üne denk gelen 1,5 milyar TL nakit çıkışı raporladı. Ayrıca, 2024 yılı için HB Bilişim ve lojistik yatırımları için 400 milyon USD CAPEX modelledik.
- **Hisse geri alımları devam ediyor, %30 temettü ödemesi, %3,3 verim...** Hisse geri alım programı hala devam ediyor. Payların %4,08'i geri satın alındı. 2025 yılı için %4,1 temettü verimine karşılık gelen %30 temettü ödemesi öngörüyoruz. Şirketin son 10 yılda Net Karının %40'ını dağıttığını belirtmek isteriz.
- **Çarpanlar...** INDES hisseleri için Nötr notumuzu yineliyoruz, 12A HF'mizi 10,8 TL'den 10,3 TL'ye düşürüyoruz, bu da %43 yukarı yönlü potansiyel sunuyor. INDES, IAS29 öncesi beklentilerimize göre emsallerine göre %5 prim ile 7,3x 2024T F/K çarpanından işlem görüyor. Ancak 2024T net kar marjı, tarihi ortalamalara kıyasla düşük bir baz oluşturuyor (2024T'de %1,3 vs son 10 yıldaki %2,0). Talepteki yavaşlama ve girdi maliyetlerinin beklenenden yüksek olması en önemli aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkıyor.

Kalekim

Bloomberg Kodu	KLKIM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	37.00			
Güncel Fiyat, TL	27.08			
Getiri Potansiyeli	37%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mn TL	12,457			
Firma Değeri, mn TL	11,657			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,668	6,469	8,367	10,970
FAVÖK, mn TL	1,016	1,553	1,924	2,523
Net Kâr, mn TL	430	601	1,150	1,709
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-636	-693	-1,684	-2,921
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.4	-0.9	-1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	24.0%	23.0%	23.0%
Net Marj	9.2%	9.3%	13.7%	15.6%
Temettü Verimi	1.3%	0.5%	1.2%	2.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	117.8%	38.6%	29.3%	31.1%
FAVÖK, y/y	125.0%	52.8%	23.9%	31.1%
Net Kâr, y/y	-15.1%	39.7%	91.2%	48.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	19.9	20.7	10.8	7.3
FD/FAVÖK	7.8	7.6	5.6	3.8
FD/Ciro	1.7	1.8	1.3	0.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.1%	9.8%	-0.8%	26.7%
BİST-100 Relatif	0.4%	13.0%	-21.0%	-6.4%
AOİH, mn TL	49	52	101	75

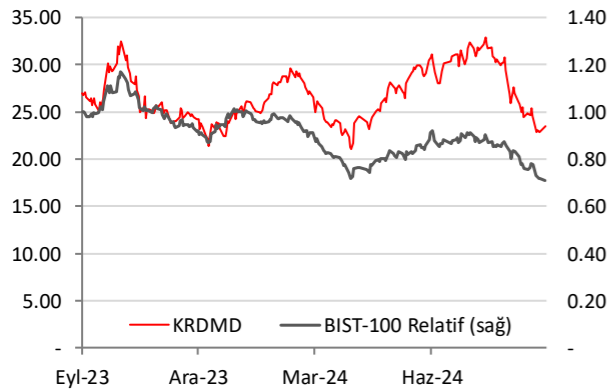


- **2024'e güçlü başlangıç, 2024 beklentilerinde yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor:** Kalekim 1Ç24'te net satışlarını (ABD\$ bazında) %36 oranında artırdı ve %26,2'lik güçlü FAVÖK marjını korudu. 2Ç24'e baktığımızda, yurt içi satış hacimlerinde 1Ç24'e kıyasla hafif bir artış bekliyoruz, ancak bu artış 2Ç23'teki yüksek seviyelerin altında kalacaktır. Genel olarak, 1Y24 için yurt içi satış hacimlerinin yönetimin beklentilerinin üst bandına yaklaşmasını bekliyoruz. İhracat tarafında, Irak'taki güçlü talep ortamının etkisiyle satış hacimlerinde hem çeyrekssel hem de yıllık bazda önemli bir artış öngörüyoruz. Öte yandan, operasyonel marjlarda ılımlı bir düşüş bekliyoruz ve bu da çeyrekssel bazda yatay bir FAVÖK'e yol açacak.
- **Yönetim, daha iyimser bir görünümü yansıtacak şekilde 2024 yılı beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir:** Yönetim, yurt içi satışlarda %5-10 ve ihracat satışlarında %15-20 hacim artışı beklentilerinin devam etmesi sayesinde, net satışlarda ABD\$ bazında %10'un üzerinde büyüme beklemektedir. Buna ek olarak, şirket FAVÖK marjı beklentisini %20-25 aralığında sabit tutarak, daha yüksek satışlar elde ederken maliyetleri etkin bir şekilde yönetme becerisini vurgulamıştır. Stratejik girişimleri desteklemeyi amaçlayan 700-800 milyon TL'lik yatırım aralığıyla bu yıl için yatırım harcamaları planı yüksek kalmaya devam ediyor. Yönetim ayrıca %10-15 aralığında bir Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı hedefleyerek şirketin yıl boyunca likidite ve operasyonel verimliliğe dengeli bir yaklaşım sergilemesini sağlamaktadır.
- **2024 tahminlerimiz, yakın zamanda revize edilen yönetim beklentileriyle büyük ölçüde uyumludur:** yurt içi satışlarda ve ihracatta sırasıyla %9 ve %19 hacim büyümesi bekliyoruz. TL'nin reel olarak değer kazanması ABD\$ bazlı büyümeyi yukarı çekeceğinden (ki bu aynı zamanda gelir tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturuyor), 2024 yılında net satışlarda ABD\$ bazında %12'lik muhafazakar bir büyüme öngörüyoruz. Çimento sektöründe 2Ç24'ten itibaren geçerli olacak olası fiyat artışları nedeniyle brüt kar seviyesinde hafif bir ılımlılık beklerken, 2024 yılı için %24 FAVÖK marjı öngörüyoruz. 2024'te şirket beklentisinin orta bandında 750 milyon TL toplam yatırım harcaması bekliyoruz. Şirket beklentisinin orta bandından 0,5 puan daha yüksek olan %13 Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı varsayıyoruz.
- **Yozgat GES faaliyete geçti, operasyonel ölçümleri iyileştirecek:** Kalekim, Yozgat'taki 6,3 milyon ABD\$ değerindeki 7,19 MWp gücündeki güneş enerjisi santralini (GES) tamamen devreye aldı. Üretilen enerjinin yaklaşık %50'si dahili olarak kullanılacak, kalan %50'si ise satılarak gelire katkıda bulunacak. GES'in ayrıca FAVÖK marjını yıllık bazda yaklaşık 100 baz puan artırması öngörülmektedir.
- **Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** Birkaç temel faktöre dayanarak Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineledik: (i) hissenin cazip değerlendirilmesi, (ii) stabil nakit yaratma kabiliyeti ve (iii) kilit pazarlardaki sağlam talep ortamı ve nispeten güçlü TL, gelir tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risk oluşturacaktır. Şirket şu anda 2024 tahminlerimize göre 7,6x ve 2025 tahminlerimize göre 5,6x TL bazlı FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

Kardemir

		KRDMD T1			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu					
Tavsiye					
Hedef Fiyat, TL		34.00			
Güncel Fiyat, TL		23.44			
Getiri Potansiyeli		45%			
Halka Açıklık Oranı		89%			
Piyasa Değeri, mn TL		18,288			
Firma Değeri, mn TL		18,350			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	51,621	58,829	72,106	83,161	
FAVÖK, mn TL	3,210	4,667	8,021	10,625	
Net Kâr, mn TL	1,588	-2,621	1,263	2,658	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	-2,555	-1,091	-2,400	-4,700	
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.2	-0.3	-0.4	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	6.2%	7.9%	11.1%	12.8%	
Net Marj	3.1%	n.m.	1.8%	3.2%	
Temettü Verimi	1.0%	-	-	-	
Büyüme					
Ciro, y/y	88.4%	14.0%	22.6%	15.3%	
FAVÖK, y/y	-25.8%	45.4%	71.9%	32.5%	
Net Kâr, y/y	-27.0%	n.m.	n.m.	110.5%	
Değerleme Verisi					
F/K	15.9	n.m.	21.2	10.1	
FD/FAVÖK	7.0	5.5	3.0	2.1	
FD/Ciro	0.4	0.4	0.3	0.3	
Hisse Verileri					
Nominal Getiri	-20.1%	-19.4%	-8.8%	-1.3%	
BİST-100 Relatif	-17.2%	-17.1%	-27.3%	-27.1%	
AOİH, mn TL	1,065	1,448	1,650	1,483	

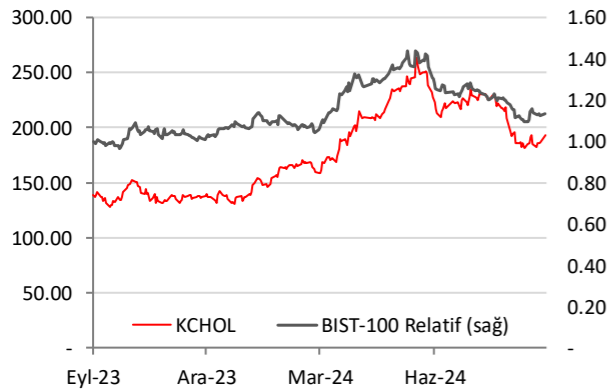


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Zayıf küresel görünümünden kaynaklanan uzun süreli operasyonel baskı:** Uzun çelik piyasasının görünümü zorlu seyrine devam ediyor. Çin pazarındaki arz fazlası tüm dünyaya ihraç edilmektedir, öyle ki Çin'den yapılan ihracat hacmi 2014-2015 seviyelerine yaklaşmıştır. Fiyatlar son dört yılın en düşük seviyesindedir ve zayıf küresel talep, diğer bölgelerden gelen rekabetçi fiyatlar ve devam eden ekonomik belirsizlikler nedeniyle baskı altında kalması beklenmektedir. Küresel talepte kayda değer bir toparlanma veya yatırımları teşvik eden ekonomi politikalarında bir değişim olmadığı takdirde, piyasanın 2Y24'e kadar dalgalı görünümünü koruması muhtemeldir. İthalat vergisi ve kota gibi düzenlemeler yerli çelik üreticileri üzerindeki operasyonel baskıyı kısmen hafifletebilir.
- **Stratejik yatırım hattı konjonktürel faktörler nedeniyle potansiyel gecikmelerle karşı karşıya kalabilir:** Şubat 2024'te Anadolu Ajansı'na bir röportaj veren Yönetim Kurulu Başkanı İsmail Demir, Kardemir'in şirketin pazardaki konumunu, rekabet gücünü ve kârlılığını iyileştirmek için 1,5 milyar ABD doları yatırım yapmayı öngören 5 yıllık planını özetledi. Plan, ham çelik üretimini 1 milyon ton/yıl artırma, katma değerli ürün üretimini iki katına çıkarma ve savunma sanayinin önemli bir malzeme tedarikçisi olma hedeflerini içeriyor. Demir, şirketin hedefinin 2030 yılına kadar karbon emisyonlarını %15 oranında azaltmak ve 2053 yılına kadar karbon nötr hale gelmek olduğunu belirtti. Demir, şirketin özellikle güneş enerjisine odaklanarak bir dizi enerji kaynağına yatırım yapmaya devam ettiğini doğruladı. Ayrıca, şirketin planlarının ilk aşamasının bir parçası olarak 2026 yılı sonuna kadar 250 megavat yenilenebilir enerji üretmeyi hedeflediğini belirtti. Demir ayrıca şirketin özel bir sanayi bölgesi kurma çalışmalarını sürdürdüğünü de belirtti. Demir ayrıca liman ve demiryolu operasyonlarında sinerji yaratacak ortaklıklar kurmanın önemini vurguladı. Şirketin Temmuz 2024'te özel endüstri bölgesi statüsü kazanması, üretim esnekliği ve yatırımların yanı sıra devlet teşviklerine erişim açısından da avantaj sağlayacak. Daha uzun vadeli stratejik yatırımlara gelince, piyasadaki kasvetli görünüm göz önüne alındığında, şirketin liman geliştirme ve demiryolu operasyonlarına genişleme yerine maliyet verimliliğine öncelik verebileceğini düşünüyoruz.
- **2024 tahminlerimiz:** Fiyatlandırma ortamındaki zayıflığın devam edeceği beklentimiz nedeniyle 2024 yılında 2,3 milyon ton satış hacmi (y/y: yatay) ve ton başına 80 ABD\$/t TMS29 öncesi FAVÖK (y/y: -%29) bekliyoruz. 2024 için toplam 57 milyon ABD\$ yatırım harcaması öngörüyoruz.
- **Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi korurken, temkinli duruşumuzu vurgulamamıza neden olan iki önemli faktöre dikkat çekmek istiyoruz: (i) Çin'in çelik talebindeki uzun süreli zayıflık, küresel çelik üreticilerinin yanı sıra Türk çelik üreticilerini de bölgesel fiyatlandırma dinamikleri üzerinde ithalat baskısı ile karşı karşıya bırakmaktadır ve (ii) TMS29 düzeltmeleri raporlanan kazançlar üzerinde ağır bir yük oluştururken, TMS29 öncesi sonuçlara erişimin mümkün olmaması operasyonel performansın ölçümünü önemli derecede sınırlamaktadır.

Koç Holding

Bloomberg Kodu	KCHOL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	315.00			
Güncel Fiyat, TL	192.70			
Getiri Potansiyeli	63%			
Halka Açıklık Oranı	22%			
Piyasa Değeri, mn TL	488,668			
Firma Değeri, mn TL	739,264			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,604,647	-	-	-
FAVÖK, mn TL	249,217	-	-	-
Net Kâr, mn TL	72,230	35,533	81,673	123,157
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-9,585	-	-	-
Net Borç/FAVÖK	-0.0	n.m.	n.m.	n.m.
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.5%	n.a.	n.a.	n.a.
Net Marj	4.5%	n.a.	n.a.	n.a.
Temettü Verimi	1.6%	4.2%	2.2%	5.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	77.9%	n.m.	n.a.	n.a.
FAVÖK, y/y	49.9%	n.m.	n.a.	n.a.
Net Kâr, y/y	3.5%	-50.8%	129.9%	50.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3.9	13.8	6.0	4.0
FD/FAVÖK	2.0	n.a.	n.a.	n.a.
FD/Ciro	0.3	n.a.	n.a.	n.a.
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-7.7%	-19.1%	39.4%	41.1%
BİST-100 Relatif	-4.4%	-16.8%	11.0%	4.3%
AOİH, mn TL	2,873	3,283	2,786	3,059

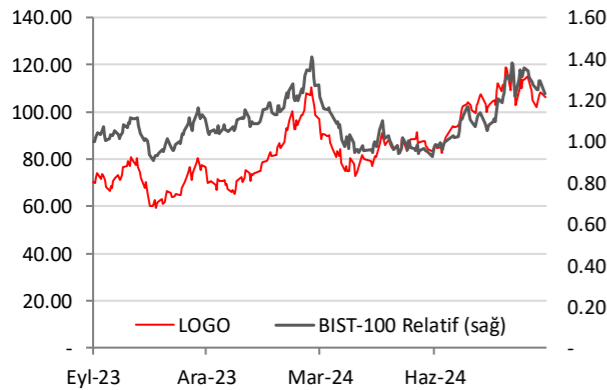


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Tüm segmentlerdeki kar artışının azalması sebebiyle 2024'te konsolide net karda düşüş bekliyoruz...** Güçlü marj ortamının normalleşmeye başlaması, stok karlarındaki farklar, büyük bakım duruşu ve ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma sonucunda Tüpraş'ta 2024'te net karda daralma bekliyoruz. Ancak, Süveyş Kanalı ile ilgili lojistik problemlerin Avrupa ve iç piyasaya ürün akışını yavaşlatarak bölgesel ürün marjlarını destekleme ihtimali tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturabilir. Bankacılık tarafında, kredi ve TL fonlama maliyeti makasındaki azalış sebebiyle UMS-29 sonrası net karda yaklaşık %50 daralma bekliyoruz. Otomotivde yatırım amaçlı araç alımının azalması ve artan faiz ortamının yurt içi talebi baskılaması nedeniyle 2024'te daralma bekliyoruz. Buna göre, yüksek bazın da etkisiyle yurt içi motorlu araç pazarının %15 düşerek 2024'te 1,1 milyon seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Stok karları, maliyet kontrolü, yüksek marjlı ürünlerin etkisiyle otomotivde 2022 ve 2023'te güçlü bir performans vardı. Ancak, 2024'te daha düşük satış hacmi, pazar payı kayıpları, artan maliyetler ve bozulan fiyatlama ortamı sebebiyle bu segment net karında düşüş bekliyoruz. Dayanıklı tüketimde, Whirlpool birleşmesinin FAVÖK'e olumlu katkısı olurken, daha yüksek efektif vergi oranı nedeniyle net karda daralma öngörüyoruz.
- **Koç Holding bünyesinde 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'in %80 hissesini 83 milyon EUR bedel ile satın aldı. Bu arada, Mayıs-24'te Koç Holding YKB hisselerini satmak üzere First Abu Dabi Bank ile yaptığı görüşmeleri sonlandırdığını açıkladı.
- **Güçlü solo net nakit pozisyonu...** Koç Holding'in 800 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 tutar 27 milyar TL oldu. Ayrıca, Tüpraş'ın dağıtacağı ikinci temettüden de Koç Holding'in payına 1,5 milyar TL düşecek. EYAŞ ve Ford Ototsan'dan gelebilecek ek temettüler sonrasında Koç Holding'in 2024'te toplayacağı temettünün 35-40 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Net Aktif Değeri'ne iskontosu, toplam kombine gelirlerinin %50'sine denk gelen yüksek yurt dışı ve döviz bazlı gelir getiren iştirakleri, sektörel ve döngüsel olarak çeşitlendirilmiş portföy yapısı, holding seviyesindeki 800 milyon USD'lik güçlü nakit pozisyonu sebebiyle Koç Holding'in endeksin üzerinde performans göstereceğini düşünüyoruz. Koç Holding cari net aktif değerine göre %26 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %28, son 5 yıllık ortalama ise %25 seviyesindedir. Yeni değerlememizde hedef holding iskontosunu %15 olarak varsayıyoruz.

Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	158.00			
Güncel Fiyat, TL	106.30			
Getiri Potansiyeli	49%			
Halka Açıklık Oranı	65%			
Piyasa Değeri, mn TL	10,630			
Firma Değeri, mn TL	10,681			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	2,975	5,099	7,250	8,786
FAVÖK, mn TL	726	1,336	2,023	2,563
Net Kâr, mn TL	140	1,023	1,917	2,342
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-421	-156	-275	-38
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.1	-0.1	-0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.4%	26.2%	27.9%	29.2%
Net Marj	4.7%	20.1%	26.4%	26.7%
Temettü Verimi	2.2%	3.6%	5.2%	6.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	93.0%	71.4%	42.2%	21.2%
FAVÖK, y/y	47.3%	83.9%	51.4%	26.7%
Net Kâr, y/y	-66.3%	629.9%	87.4%	22.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	48.3	10.4	5.5	4.5
FD/FAVÖK	8.9	7.9	5.2	4.2
FD/Ciro	2.2	2.1	1.4	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-10.1%	26.5%	50.1%	50.7%
BİST-100 Relatif	-6.9%	30.1%	19.6%	11.4%
AOİH, mn TL	103	86	121	115

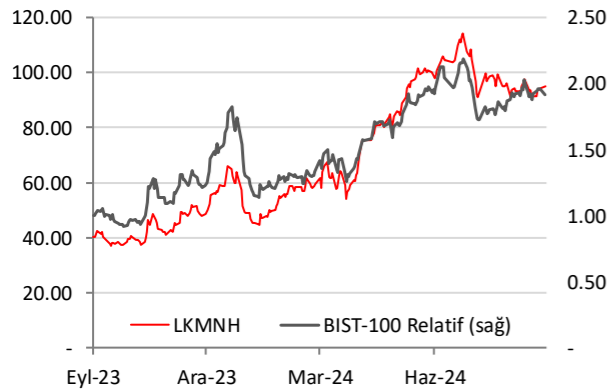


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Faturalanan gelir artışı Şirket öngörülerinden sapıyor...** Logo Türkiye'nin IAS29 sonrası faturalanan gelirleri 1Y24'te yıllık bazda sadece %1 arttı ve tüm yıl için yönetim öngörüsü %30'du. Fiyat artışlarına karşı korunmak için öne çekilen kontör talebi nedeniyle 2Y23'ün yüksek bir baz oluşturduğuna inanıyoruz. 2Y24'ten sonra fiyat artışının sınırlı olacağına inanıyoruz, bu nedenle müşterilerin artan finansman maliyetleri arasında madeni para taleplerini öne çekmek konusunda çekimser kalabileceklerine inanıyoruz. MY24 için esas olarak müşteri sayısındaki artışla reel olarak yalnızca %4'lük faturalanan gelir artışı bekliyoruz.
- **İşçilik maliyeti baskılarının hafiflemesini bekliyoruz...** Konsolide FAVÖK marjının 2023 yılında %24,4 ile dip yaptığına inanıyoruz ve yıldan yıla hafif bir toparlanma bekliyoruz. Üç aylık nakit FAVÖK marjları, 3 yıllık ortalama seviyesi olan %19'dan orta tek haneli rakamlarda dip yaptı. Romanya operasyonlarının karlılık katkısı 2023 yılında %10 seviyesinde kaldı. Hindistan operasyonları, konsolide finansallara göre hala olgunlaşmamış durumda. Maliyet baskılarının karlılık üzerindeki etkisinin yumuşamasını bekliyoruz.
- **Total Soft hisselerinin %65'i satılıyor...** Romanya'daki iştirakinin %20 hissedarı olan Avramos Holding, 2027 yılı sonuna kadar Logo'ya toplam 15,1 milyon Euro ödeme yaparak, Total Soft'taki payını 2025 yılında %20'den %30'a ve 2027 yılı sonunda %30'dan %85'e olmak üzere iki aşamada artıracak. Aynı anlaşma kapsamında Logo, Total Soft'ta 9 milyon Euro tutarında sermaye artırımına gidecek ve Avramos'un %20 hissesine ilişkin olarak Logo'nun bilançosunda pasif olarak sınıflandırılan 10,5 milyon Euro tutarındaki satış opsiyonu iptal edilecek. Logo, 2016 yılında 30 milyon EUR FD ve 7,0x EV/FAVÖK ile Total Soft hisselerinin %100'ünü satın aldı. Total Soft, son 2 yılda konsolide FAVÖK'ün yaklaşık %15-20'sini oluşturdu ve terminal yıl tahminlerimizde konsolide FAVÖK'ün %20'sini oluşturuyor. İlk hesaplamalarımız, Romanya operasyonlarının %65'inin satılmasının, İNA projeksiyon döneminde nakit üretimini azaltacağı ve bunun da potansiyel olarak bir HF kesintisine neden olacağı, FD/FAVÖK çarpanını genişleteceğini ve çarpanlardaki iskontoğu azaltacağı yönünde.
- **Hisse geri alımı devam ediyor...** Yönetim, daha önce geri alınan hisselerin iptali için SPK'ya başvurdu ve bu da hissedarlara %5,26 daha yüksek HBK mühendisliği oluşturacak.
- **Fintech hizmetleri ve Koçsistem, değerlememiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor...** Logo Ödeme Hizmetleri, müşterilerine farklı banka hesaplarına tek bir platform üzerinden erişebilmeleri için gereken bir arayüz sunmak ve hazine departmanlarının günlük işlerini kolaylaştıracak bir arayüz sunmak için lisans başvurusunda bulundu. Gelir modeli, yıllık abonelik artı jeton kullanımına dayalı olacaktır. Fintech hizmetleri, önümüzdeki yıllarda şirket büyümesini tetikleyebilir ve karı artırabilir. Şirket, fintech gelirleri için henüz herhangi bir öngörü yayınlamadı, bu nedenle modelimize uyguladığımız henüz bir tahmin yok. Logo'nun müşteri ağının, ana faaliyetlerden daha yüksek bir büyüme oranına ve değerlendirme çarpanına sahip olan Fintech hizmetleri için sağlam bir rekabet avantajı oluşturduğuna inanıyoruz.

Lokman Hekim

		LKMNH T1			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu		127.00			
Tavsiye		94.90			
Hedef Fiyat, TL		34%			
Güncel Fiyat, TL		66%			
Getiri Potansiyeli		3,416			
Halka Açıklık Oranı		4,047			
Piyasa Değeri, mn TL					
Firma Değeri, mn TL					
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	1,896	3,397	4,647	5,495	
FAVÖK, mn TL	359	681	977	1,156	
Net Kâr, mn TL	322	385	421	377	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	490	593	527	239	
Net Borç/FAVÖK	1.4	0.9	0.5	0.2	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%	
Net Marj	17.0%	11.3%	9.1%	6.9%	
Temettü Verimi	1.4%	1.5%	2.3%	2.5%	
Büyüme					
Ciro, y/y	124.3%	79.2%	36.8%	18.2%	
FAVÖK, y/y	107.7%	89.4%	43.6%	18.2%	
Net Kâr, y/y	174.0%	19.4%	9.5%	-10.4%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	3.7	8.9	8.1	9.1	
FD/FAVÖK	4.8	6.0	4.1	3.2	
FD/Ciro	0.9	1.2	0.9	0.7	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-1.3%	-5.8%	140.3%	48.9%	
BİST-100 Relatif	2.2%	-3.1%	91.5%	10.0%	
AOİH, mn TL	40	42	41	45	

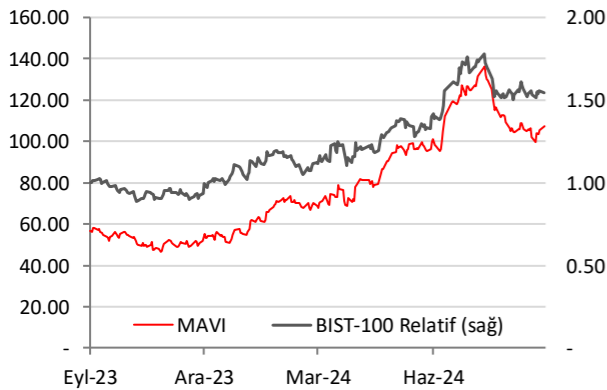


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- Yüksek tedavi ücretleri nedeniyle 2024 yılında hasta sayısının yıllık bazda yatay seyretmesini bekliyoruz. 2023 yılında hasta sayısı, artan tedavi fiyatları ve doktorlar için artan rekabet nedeniyle yıllık bazda %7 azalmıştır. 2023 yılında SGK fiyatları iki kez artırılarak TÜFE'nin üzerinde bir zam ile artırılmıştır. Mayıs 2024'te bir fiyat artışı daha açıklanmıştır. Lokman Hekim, Medical Park'a kıyasla SGK ile daha fazla çalışmaktadır. 2024 yılında, daha yüksek tedavi ücretlerine bağlı olarak %25 reel net satış büyümesi bekliyoruz.
- 2024 yılında FAVÖK marjında yıllık bazda 1,0 puan artış bekliyoruz. Lokman Hekim 2023 yılında %19 FAVÖK marjı açıklamıştır. Lokman Hekim 2Ç22'de yeni bir hastane satın aldı. Yeni hastane marjları halen konsolide marjın altındadır. Son asgari ücret zammı ile artan personel maliyetleri ve rekabet nedeniyle artan doktor maliyetlerine rağmen, daha yüksek kapasite kullanımı ile yeni hastane marjında iyileşme bekliyoruz. LH İstanbul FAVÖK marjının 2024-2025 yıllarında yukarı yönlü normalleşeceğini düşünüyoruz. Lokman Hekim, güneş paneli yatırımlarının 2025 yılında faaliyete geçmesini ve bunun da elektrik maliyetlerini önemli ölçüde azaltmasını bekliyor. Yabancı sağlık turizmi operasyonları 1Y23'te depremden olumsuz etkilendi ve 1Y24 için bir baz etkisi yarattı. Sonuç olarak, 2024 yılında FAVÖK marjının yıllık 1,0 puan artışla %20'ye yükselmesini bekliyoruz.
- 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. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik. 4) Yönetim, enerji faturalarını azaltmak için bir güneş enerjisi santrali yatırımı üzerinde çalışmaktadır. Yönetim ilk aşamayı 2025 yılına kadar tamamlamayı planlamaktadır. 5) Son olağan genel kurulda, şirket CEO'su Ankara'da yeni bir hastane inşa etmek için kaba bir plandan bahsetti. Bu hastane Lokman'ın mevcut Ankara hastanelerinin 1,5 katı büyüklüğünde olacak. Ayrıca, yönetim 2026 yılında İstanbul'da yeni bir hastane satın alma planından da bahsetti.
- Başka hastanelerde afilyasyon alınması potansiyeli. Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için afilyasyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Mavi

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	157.00			
Güncel Fiyat, TL	107.50			
Getiri Potansiyeli	46%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	42,705			
Firma Değeri, mn TL	39,032			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	20,209	34,335	48,168	61,234
FAVÖK, mn TL	4,870	8,168	10,564	12,754
Net Kâr, mn TL	2,887	5,073	6,261	7,407
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,586	-4,518	-7,148	-9,222
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.1%	23.8%	21.9%	20.8%
Net Marj	14.3%	14.8%	13.0%	12.1%
Temettü Verimi	2.7%	2.0%	3.6%	7.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	90.8%	69.9%	40.3%	27.1%
FAVÖK, y/y	96.3%	67.7%	29.3%	20.7%
Net Kâr, y/y	100.6%	75.7%	23.4%	18.3%
Değerleme Verisi				
F/K	5.5	8.4	6.8	5.8
FD/FAVÖK	2.8	4.7	3.4	2.7
FD/Ciro	0.7	1.1	0.7	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-1.7%	12.6%	96.3%	88.7%
BİST-100 Relatif	1.8%	15.9%	56.4%	39.4%
AOİH, mn TL	268	381	304	339

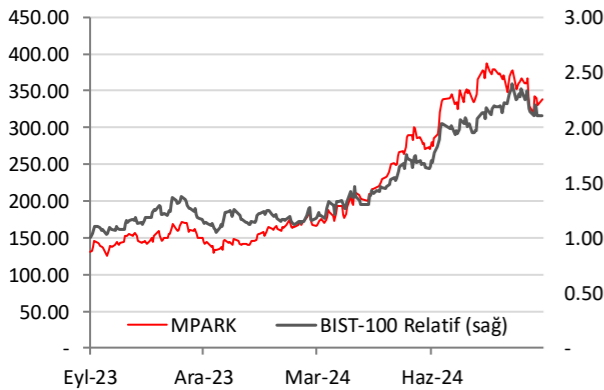


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

- **Başarısı kanıtlanmış iş modeli:** Mavi son 3 yılda takip listemizdeki tüm perakende sektöründe en yüksek satış büyümesinin yanı sıra en yüksek marj genişlemesi ile rekor yüksek tarihsel marjlara ulaştı. Yüksek talep sayesinde güçlü hacim büyümeleri ve güçlü fiyatlandırma, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların büyümeye devam etmesi ana itid güçler oldu. Bu yılın ilk çeyreğinde de bu trendlerin devamını gördük. Ancak önümüzdeki çeyreklerden itibaren makro sıkılaştırmanın ve asgari ücret zammının pas geçilmesi nedenleriyle talebin yavaşlamasının etkilerinin daha belirgin olacağını öngörüyoruz. Makro koşulların dayanıklı tüketim sektörlerinde daha yüksek baskı yaratmasını bekliyoruz. Tüketim alışkanlıkları ve görece küçük sepet büyüklüğü nedeniyle makro şartların giyim perakende sektörü üzerindeki etkisinin diğer dayanıklı tüketim sektörlerine göre daha sınırlı olacağını düşünüyoruz. Mavi'nin, güçlü rekabet avantajları, müşteriler için yüksek değer önerisi, güçlü bilançosu ve kanıtlanmış yönetim anlayışıyla pazar payı kazanımının önümüzdeki dönemlerde devam edeceğine inanıyoruz.
- **Mağaza açılışları 2024'te hız kazanacak:** Şirket yönetimi 2024'te Türkiye'de 15 net yeni mağaza açılışı ve 10 mağazanın da genişletilmesini hedefliyor. Sektörde önemli bir çok oyuncunun mağaza kapattığı bir dönemde m2 büyümesini değerli buluyoruz. Sektöre kıyasla çok güçlü mağaza verimliliklerine (KPI) sahip olmasının bu büyümeyi desteklediğini düşünüyoruz. Geçtiğimiz 4 yılda toplam 22 yeni mağaza eklediği dikkate alınırsa 2024 hedefleri ile büyümeye ilişkin soru işaretlerinin adreslendiğini düşünüyoruz.
- **Yılın geri kalanında büyümenin hız kesmesini, marjların daralmasını öngörüyoruz:** 2024'te Şirket'in öngörüsüne paralel %70 satış büyümesi öngörüyoruz. TL'nin reel değerlenme beklentisi nedeniyle, yurt dışı operasyonların katkısının Türkiye operasyonlarından daha düşük olacağını tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz 1Y24'te %80, 2Y24'te %63 satış büyümesine işaret ediyor. Enflasyonun gerilemesi ve alım gücünün düşmesi yavaşlamanın ana nedenleri olarak öne çıkıyor. Karlılıkta ise son 3 yılda güçlü talep, etkin fiyatlandırma stratejisi ve güçlü satış büyümesinin yarattığı operasyonel kaldıraçla rekor yüksek marjlara ulaşan Mavi'nin yılın geri kalanında özellikle ikinci yarısında bir normalleşme trendine gireceğini öngörüyoruz. Yılın ilk yarısında personel maliyet baskısı ve ikinci yarısında brüt marj baskısı nedeniyle 2024'nin tamamında FAVÖK marjında (TAS 29 & TFRS 16&15 öncesi) 150 baz puan daralma öngörüyoruz. Bu rapor ile birlikte büyüme ve marj tahminimizi Şirket'in 2024 öngörülerinin üst bandından orta bandına revize ediyoruz. Talebin beklentimizden daha hızlı yumuşaması ve TL'nin reel değer kazancının uluslararası operasyonları olumsuz etkilemesi revizyonun ana nedenleri olarak öne çıkıyor.
- **Perakende sektöründe en çok beğendiğimiz hisselerden biri olarak öne çıkıyor:** Güncel hedef değerimiz 157TL'ye %46 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Ayrıca, perakende sektöründe en cazip çarpanları sunan hisseyi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. MAVI, gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerine kıyasla 6,8x 2025T F/K ve 5,5x 2025T FD/FAVÖK (faiz ve kur etkileri arındırılmış) çarpanlarıyla yaklaşık %40 iskontoyla işlem görüyor.

Medikal Park

		MPARK T1			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu		MPARK T1			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		450.00			
Güncel Fiyat, TL		338.00			
Getiri Potansiyeli		33%			
Halka Açıklık Oranı		35%			
Piyasa Değeri, mn TL		70,317			
Firma Değeri, mn TL		67,005			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	22,449	40,588	52,842	62,453	
FAVÖK, mn TL	5,784	10,551	13,717	16,212	
Net Kâr, mn TL	4,530	4,360	6,380	7,811	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	3,243	1,225	-3,216	-9,914	
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.1	-0.2	-0.6	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%	
Net Marj	20.2%	10.7%	12.1%	12.5%	
Temettü Verimi	-	-	1.2%	1.8%	
Büyüme					
Ciro, y/y	128.2%	80.8%	30.2%	18.2%	
FAVÖK, y/y	146.6%	82.4%	30.0%	18.2%	
Net Kâr, y/y	179.7%	-3.7%	46.4%	22.4%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	4.8	16.1	11.0	9.0	
FD/FAVÖK	3.0	6.1	4.4	3.3	
FD/Ciro	0.8	1.6	1.1	0.9	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-8.9%	25.1%	164.5%	126.8%	
BİST-100 Relatif	-5.6%	28.7%	110.7%	67.6%	
AOİH, mn TL	242	225	160	176	

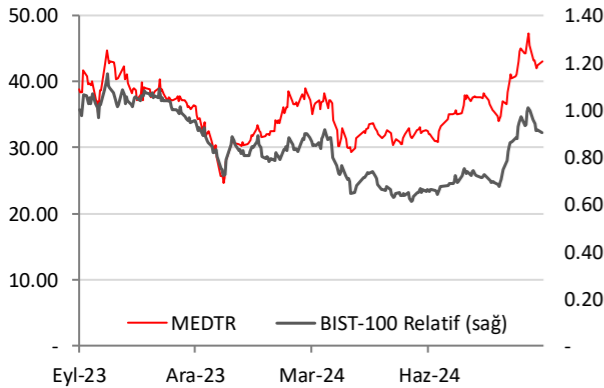


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- 2024 yılında yıllık %26 reel net satış büyümesi bekliyoruz. 2023 yılında SGK fiyatları iki kez artırılarak zam oranı TÜFE'nin üzerinde gerçekleştirilmiştir. Mayıs 2024'te bir fiyat artışı daha açıklandı. 1Y24'te ziyaretçi sayısı yıllık bazda %11 arttı. 2024 yılında hem hacim hem de fiyatların reel net satış büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Şubat 2023'te meydana gelen deprem nedeniyle yabancı sağlık turizminin (YST) performansı 1Y23'te zayıf kaldı. YST satışları 1Y24'te yıllık bazda %3 geriledi. TL'deki reel değerlenmenin YST talebini zayıflattığını görüyoruz. 2024-2025 yıllarında YST performansında önemli bir iyileşme beklemiyoruz.
- 2024 yılında %26 FAVÖK marjı bekliyoruz. 2023 yılında FAVÖK marjı, daha iyi fiyatlandırma ve etkin maliyet yönetimi sayesinde 1,9 puan artarak rekor seviye olan %25,8'e yükseldi. UFRS-16'ya göre düzeltilmiş FAVÖK marjı 2023 yılında rekor seviyededir. Güçlü fiyatlandırma ve etkin maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK marjının mevcut seviyesinin korunabileceğine inanıyoruz.
- Hastane satın alımları. 1Ç24'te ~5700 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren MLP Sağlık, 2024 yılı başından bu yana kapasitesinin %10'una karşılık gelen ~600 yatak kapasiteli 5 hastane satın almıştır. Bu hastaneler Ankara'da faaliyet gösteren Özel Ortadoğu Fizik Tedavi Hastanesi, Kocaeli'nde faaliyet gösteren Özel Gebze Medar Hastanesi, İstanbul'da faaliyet gösteren Özel Medar Ataşehir Hastanesi, İzmir'de faaliyet gösteren Özel Su Hastanesi ve Kosova Priştine'de faaliyet gösteren Kosova Medical Park Hastanesi'dir. MLP, 2024-2026 yıllarında portföyüne 4 yeni hastane eklemeyi planlamaktadır. Yeni alımlarda hastane başına yatak kapasitesinin 200-250 olması beklenmektedir, ancak MLP yeni hastanelerin konumuna bağlı olarak hastane başına katkının daha yüksek olacağına inanmaktadır.
- Hisse azaltımı. MLP, sermayenin %9,9'una tekabül eden 20,5mn adet hisseyi ~105,8 TL'den geri almıştır. Aralık 2023'te MLP, toplam sermayesinin %8,18'ine karşılık gelen 17mn adet geri alınmış hissenin iptal edilmesi için SPK'ya başvurduğunu açıkladı.
- Temettü potansiyeli. MLP, halka arzdan bu yana temettü dağıtmamıştır. Hâlihazırda, bu konuda herhangi bir yönlendirme bulunmamaktadır. MLP'nin nakit akışı yaratımını göz önünde bulundurarak, temettü ödemelerinin 2025 yılından itibaren %20 ödeme oranı ile başlayacağını varsıyoruz. 2025 yılında 4,2 TL/hisse temettü dağıtılmasını bekliyoruz.
- Lightyear Healthcare, halka açık olmayan 19 milyon hisseyi halka açık hisselerine dönüştürdü. Lightyear, %34,7 hisseye sahip bir Turkven girişimidir. Lightyear MLP'nin en büyük hissedarıdır. Lightyear'ın geri alım programı devam ederken hisselerini satmasına izin verilmiyordu, şimdi geri alım programı sona erdiği için hisselerini satabilirler.

Meditera

		MEDTR T1			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu		MEDTR T1			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		65.00			
Güncel Fiyat, TL		42.98			
Getiri Potansiyeli		51%			
Halka Açıklık Oranı		21%			
Piyasa Değeri, mn TL		5,115			
Firma Değeri, mn TL		4,802			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	1,452	2,070	3,099	4,043	
FAVÖK, mn TL	369	484	789	1,133	
Net Kâr, mn TL	26	221	398	650	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	-339	-450	-483	-558	
Net Borç/FAVÖK	-0.9	-0.9	-0.6	-0.5	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	25.4%	23.4%	25.5%	28.0%	
Net Marj	1.8%	10.7%	12.8%	16.1%	
Temettü Verimi	3.6%	0.7%	3.7%	6.6%	
Büyüme					
Ciro, y/y	80.2%	42.5%	49.7%	30.5%	
FAVÖK, y/y	50.9%	31.1%	63.0%	43.6%	
Net Kâr, y/y	-91.3%	753.0%	80.3%	63.4%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	160.0	23.2	12.9	7.9	
FD/FAVÖK	10.2	9.6	5.8	4.0	
FD/Ciro	2.6	2.2	1.5	1.1	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	16.3%	32.2%	13.0%	54.4%	
BİST-100 Relatif	20.5%	36.0%	-10.0%	14.1%	
AOİH, mn TL	47	29	34	30	

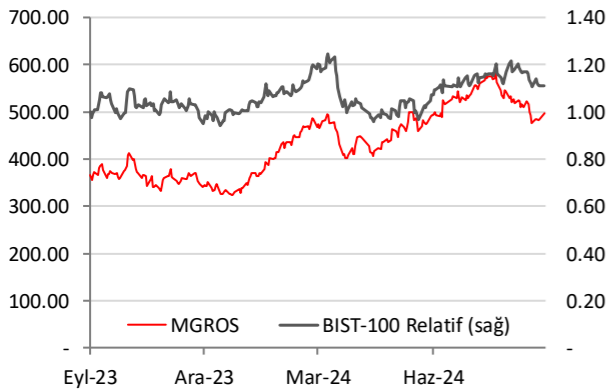


- 2024 yılında net satışlarda ABD Doları bazında yıllık %11 artış bekliyoruz. 1Ç24'te ihracatın net satışlar içindeki payı 3 puan azalarak %62'ye geriledi. Meditera 2022 yılında sıvı silikon bazlı ürünler üretmek üzere yeni bir iştirak kurdu. Meditera yeni iştirakin %65'ine sahiptir. Faaliyetler 4Ç23'te başlamıştır. Meditera halihazırda 14.840 m² kapalı alanda plastik granül bazlı tıbbi sarf malzemeleri üretmektedir. Tire Organize Sanayi Bölgesi'nde 13.140 m² arazi üzerinde toplam maliyeti 100 milyon TL olan bir başka fabrika 2Y24'te tamamlanacaktır. Satışlar ve üretim hacmi üzerindeki etkisi ticari sır kaygıları nedeniyle şu anda gizli tutulmaktadır. Üretim yüksek seviyede temiz oda sınıflandırmasına tabi olduğundan, üretim hacminin fiziksel genişlemeye paralel olarak artacağını varsayıyoruz. Böylece, bu yatırımla birlikte üretim kapasitesinin %89 oranında artacağını öngörüyoruz. Üretimin 1Ç25'te kademeli olarak başlayacağını varsayıyoruz.
- TL'nin reel olarak değer kazanması ve asgari ücret artışı 2024 yılında FAVÖK marjını düşürecektir. 2023 yılında FAVÖK marjı yıllık bazda 3,4 puan azalarak %25,4'e gerilemiştir. FAVÖK marjı 1Y23'te asgari ücretteki artış, erken emeklilik programı ile ilgili giderler ve TL'deki reel değerlenme nedeniyle baskı altında kalmıştır. 2Y23'te FAVÖK marjı TL'deki değer kaybı ve satış kırılımında ihracatın payının artmasıyla iyileşti. 2024 yılında TL'nin reel olarak değer kazanmasını ve personel giderlerinin artmasını bekliyoruz. FAVÖK marjında 2024 yılında 2 puan düşüş bekliyoruz.
- Güneş paneli yatırımları. Meditera, güneş paneli yatırımlarının birinci ve ikinci fazlarını sırasıyla Nisan ve Ekim 2023'te tamamlamıştır. Hâlihazırda bu iki tesis Meditera'nın elektrik kullanımının ~%35'ini karşılamaktadır. Meditera, yeni fabrika binasının 2024 yılında tamamlanmasının ardından, güneş paneli yatırımlarının üçüncü fazını yeni fabrikasına kurmayı planlamaktadır. Meditera bu sahada ~1 milyon ABD doları yatırım bütçesi ile ikinci faza yakın bir seviyede elektrik üretmeyi planlamaktadır. Üçüncü fazın ise 2025 yılında faaliyete geçmesi bekleniyor. Üç fazdaki güneş paneli yatırımları ile şirket, maliyet tasarrufu yoluyla FAVÖK marjını yaklaşık %1,5 oranında artırmayı hedefliyor. Ağustos 2024'te Meditera, halihazırda faaliyette olan 2.110 kWP'ye 280 kWP ek güneş paneli yatırımı yapacağını duyurdu. Yönetim, ek kapasitenin 2024 yılında tamamlanmasını beklemektedir.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruduk. 12A hedef fiyatımızı 50 TL'den 65 TL'ye yükselttik.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

Migros

Bloomberg Kodu		MGROS TI			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		748.00			
Güncel Fiyat, TL		497.50			
Getiri Potansiyeli		50%			
Halka Açıklık Oranı		51%			
Piyasa Değeri, mn TL		90,074			
Firma Değeri, mn TL		88,325			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	145,810	255,517	361,965	464,218	
FAVÖK, mn TL	9,784	22,471	26,239	31,448	
Net Kâr, mn TL	5,917	7,181	9,515	11,674	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	-2,547	-7,916	-9,437	-9,932	
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	6.7%	8.8%	7.2%	6.8%	
Net Marj	4.1%	2.8%	2.6%	2.5%	
Temettü Verimi	1.0%	1.4%	3.2%	5.3%	
Büyüme					
Ciro, y/y	95.7%	75.2%	41.7%	28.2%	
FAVÖK, y/y	63.9%	129.7%	16.8%	19.9%	
Net Kâr, y/y	130.2%	21.4%	32.5%	22.7%	
Değerleme Verisi					
F/K	7.8	12.5	9.5	7.7	
FD/FAVÖK	4.5	3.7	3.1	2.6	
FD/Ciro	0.3	0.3	0.2	0.2	
Hisse Verileri					
Nominal Getiri	-8.4%	4.7%	43.3%	50.7%	
BİST-100 Relatif	-5.1%	7.7%	14.2%	11.4%	
AOİH, mn TL	612	747	719	771	

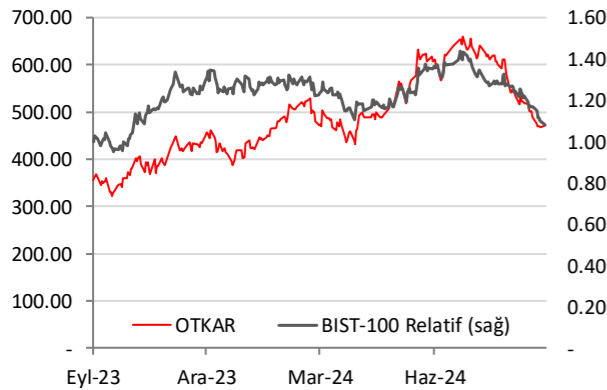


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

- **Dijital bir oyuncuya dönüşüyor:** Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri ve en büyük on-line gıda perakendecisi olan Migros, zengin ürün çeşitliliği, yüksek markalı ürün ağırlığı, geniş taze ürün portföyü, farklı mağaza formatları ve özel markalı ürünlerde indirimli marketleri yakalayan fiyatlama stratejisi ile yüksek müşteri memnuniyeti yaratırken rakiplerine karşı da önemli bir rekabet avantajı elde ediyor. Ayrıca birçok platform ile online gıda perakende pazarının lideri olan Migros, bu kanalın hızlı büyümesinden en çok yararlanan oyuncu olarak öne çıkıyor. Ek olarak online yemek işine girilmiş olmasının, güçlü rekabete rağmen, Migros'un büyümesini destekleyecek olması, Migros'un diğer online işleriyle maliyet tarafında sinerji yaratma potansiyeli olması ve Migros'un geleneksel bir gıda perakende şirketinden değişen ve çeşitlenen müşteri beklentilerine cevap verebilen önemli bir dijital oyuncu haline gelmesinin uzun vadede değer yaratacağını öngörüyoruz. Migros'un uzun vadede hızlı büyüyen online kanalın katkısıyla rakiplerinden daha güçlü benzer mağaza büyümesine ulaşmasını öngörüyoruz.
- Ayrıca Kipa satın alınmasından sonra yavaşlayan mağaza açılışları son 3 yılda yeniden hızlandı ve m2 büyümesi %6-8 bandına yükseldi. Önümüzdeki 2 yılda bu trendin devam etmesini öngörüyoruz.
- **Güçlü satış büyümesi yılın ikinci yarısında hız kaybedecek:** 2024 yılında yönetimin öngörüsüne paralel Migros'un %75 satış büyümesi göstermesini bekliyoruz. Tahminlerimiz yılın ilk yarısında %89 büyüme gösteren Şirket'in, yılın ikinci yarısında gerileyen enflasyon ve alım gücünde düşüş nedeniyle %66 büyüme göstereceğine işaret ediyor.
- **Marjlar açısından en kötü geride kaldı, 2Y24'te +80% FAVÖK büyümesi öngörüyoruz:** Hatırlatmak gerekirse bu yılın başında asgari ücretteki yüksek artış nedeniyle 2024 yılında opex marjı kaynaklı 40 baz puan FAVÖK marjı (TAS 29 ve TFRS 16&15 öncesi) daralması öngörüydük. Ancak Migros'un rekabetçi fiyatlama stratejisi nedeniyle yılın ilk yarısında brüt marj beklentimizden daha düşük gerçekleştiği için FAVÖK marjındaki daralma da beklentimizden daha yüksek oldu. Diğer taraftan 2Ç24 finansal sonuçları sonrası Şirket yönetimi yılın ikinci yarısında brüt marjların ilk yarıya göre daha iyi olmasını beklediklerini paylaştı. Ek olarak yılın ikinci yarısında personel maliyet baskısının da ortadan kalkacak olması nedeniyle opex marjında da iyileşme olacağını öngörüyoruz. Bu beklentiler ışığında 2024'te marj daralma öngörümüzü 60 baz puana yükseltsek de bu artış tamamen ilk yarıyı gerçekleştirmelerinden kaynaklanıyor. 2Y24'te FAVÖK marjının hem 1Y24'e göre (+100bps) hem de 2Y23'e göre (+20bps) iyileşeceğini öngörüyoruz. Buna göre 2Y24'te yıllık bazda FAVÖK büyümesinin (TAS 29 ve TFRS 15&16 öncesi) %80'i aşacağını öngörüyoruz.
- **Model portföye ekliyoruz:** Hisse 12,5x / 9,5x 2024T/2025T F/K ile tarihsel çarpanlarına göre primli işlem görüyor. Ancak dijital bir oyuncu haline gelmesi, bilançonun güçlenmesi ve Türkiye varlıklarına ilişkin risk algısının düzelmesi sayesinde çarpanların genişlemeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Çarpanları sektör lideri Bim'e göre ise ~20% iskontoya işaret ediyor. Hedef değerimiz 748TL'ye %50 getiri potansiyel sunan hisse uzun vadede sektörde en çok beğendiğimiz hisse olmaya devam ediyor. Güçlü beklentimiz nedeniyle hisseyi en çok önerilenler listemize ekliyoruz.

Otokar

Bloomberg Kodu	OTKAR T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	830.00			
Güncel Fiyat, TL	471.75			
Getiri Potansiyeli	76%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	56,610			
Firma Değeri, mn TL	73,549			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,239	38,519	48,239	60,530
FAVÖK, mn TL	1,592	1,821	5,812	10,543
Net Kâr, mn TL	1,968	942	5,551	10,614
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	13,771	16,217	17,737
Net Borç/FAVÖK	5.8	7.6	2.8	1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.8%	4.7%	12.0%	17.4%
Net Marj	7.2%	2.4%	11.5%	17.5%
Temettü Verimi	-	1.3%	0.8%	5.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	183.6%	41.4%	25.2%	25.5%
FAVÖK, y/y	28.0%	14.4%	219.2%	81.4%
Net Kâr, y/y	58.8%	-52.1%	489.3%	91.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	17.1	60.1	10.2	5.3
FD/FAVÖK	27.0	38.6	12.5	7.1
FD/Ciro	1.6	1.8	1.5	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-18.3%	-22.6%	30.9%	12.4%
BİST-100 Relatif	-15.4%	-20.4%	4.3%	-16.9%
AOİH, mn TL	160	178	207	190



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Hem ZA'larda hem de TA'larda güçlü büyüme...** Otokar'ın 2024 yılını büyük ölçüde Zırlı Araç (ZA) satışlarının katkısıyla USD bazında %14,2 konsolide ciro ve %15,8 FAVÖK büyümesi ile tamamlamasını bekliyoruz. OSD'ye göre, konsolide olmayan rakamlar 7A 24'te ZA satış biriminde yaklaşık %51 ve otobüs ve midibüs satışlarında yaklaşık 1% düşüşe işaret ediyor. Temmuz ayı TA satış rakamları kümülatif yıllık görünümü bir miktar negatif değiştirdi. 2024 yılında otobüs ve midibüs için %5'lik bir satış adedi büyümesi öngörüyoruz.
- **2024 Küresel ZA pazarı büyüme beklentisi %10,6...** Küresel modernizasyon çabaları, teknolojik gelişmeler ve artan jeopolitik gerilimler ZA talebini artırıyor. Otokar'ın artan küresel ZA talebinden en çok yararlanan oyunculardan biri olacağına inanıyoruz. Otokar'ın ZA satışlarındaki büyümenin, daha önce 4x4 araçların hakim olduğu satış karmasındaki değişim nedeniyle pazarın üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Şirket, 130 milyon Euro tutarındaki satış sözleşmesine ilişkin teslimatların 2024 yılının ikinci yarısından itibaren başlayacağını ve 2025 yılında sona ereceğini duyurdu.
- **Gelecek yıl pazar büyümesinden daha iyi performans gösterebilir...** Küresel ZA pazarının 2024'te %10,6 büyümesi bekleniyor. Otokar'ın pazarın üzerinde bir performans göstermesini ve pazar payını 4 ana nedenle %0,67'den %0,9'a çıkarmasını bekliyoruz: i) ihalelerde atıl kapasite avantajı, ii) 6x6 teslimatlarla satış karmasının destekleyici değişimi, iii) ürünlerinin coğrafi genişlemesi, iv) ürünlerinin rakiplerine göre üstün özellikleri. 2023 yılında ZA segmentindeki güçlü büyümeye rağmen, kapasite kullanımı %44'tü. 4x4 araçlar görünüşe göre 2023'teki satışların neredeyse tamamını oluşturdu. Daha önce geliştirilen 6x6, 8x8 ve paletli ZA'ların yaşam döngülerinin daha erken aşamalarında olduğuna ve bu sebeple güçlü büyümeyi desteklemeye devam edeceğine inanıyoruz. Sektörel araştırmamızda, Otokar'ın ürünlerinin rakiplerinden daha iyi performans gösterdiğine ve Otokar'ın üstün askeri kabiliyetlerine sahip olmak için prim ödemeye istekli olduklarına dair farklı ülkelerin silahlı kuvvetlerinden gelen açıklamalara rastlıyoruz.
- **Yedek parça satışları 2024'te daralabilir...** 41 milyon USD tutarındaki yedek parça anlaşmasının desteği ile yedek parça satışları rekor seviyeye ulaşmıştı. Yedek parça satış büyümesinin bir kısmının 2023 yılına ait olduğunu ve sürdürülebilir olmadığını düşünüyoruz.
- **IAS29 sonrası FAVÖK marjları, IAS29 öncesine göre daha düşük...** Şirket, 2023 yılında UMS29 sonrası FAVÖK marjını %6,1 olarak açıkladı ve bu rakam yatırımcı bakışı üzerinde etkisi olduğuna inandığımız %16,3'lük IAS29 öncesi FAVÖK marjının çok altında kaldı. USD bazında %14'lük büyümeye rağmen, fuar giderlerdeki artış ve TL'nin reel olarak değer kazanması nedeniyle IAS29 sonrası FAVÖK marjının 110 baz puan daralmasını bekliyoruz.
- **Çarpanlarda gizli iskonto...** Tahminlerimize göre, OTOKAR hisseleri 12,6x ve 9,7x 2024T/2025T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor ve bu da savunma segmentindeki emsallerine göre sırasıyla %2 prim ve %13 iskonto anlamına geliyor. Şirketin, güçlü büyüme ve marj genişleme potansiyeli ve vergi avantajlarıyla daha yüksek nakit yaratma kabiliyeti nedeniyle bir primi hak ettiğine inanıyoruz.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS T1
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	320.00
Güncel Fiyat, TL	237.00
Getiri Potansiyeli	35%
Halka Açıklık Oranı	43%
Piyasa Değeri, mn TL	118,500
Firma Değeri, mn TL	214,411

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	70,532	108,872	137,667	168,215
FAVÖK, mn TL	21,626	33,992	41,573	50,471
Net Kâr, mn TL	20,908	14,337	17,677	19,152

Borçluluk

Net Borç, mn TL	84,905	104,044	117,537	130,816
Net Borç/FAVÖK	3.9	3.1	2.8	2.6

Kârlılık

FAVÖK Marjı	30.7%	31.2%	30.2%	30.0%
Net Marj	29.6%	13.2%	12.8%	11.4%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

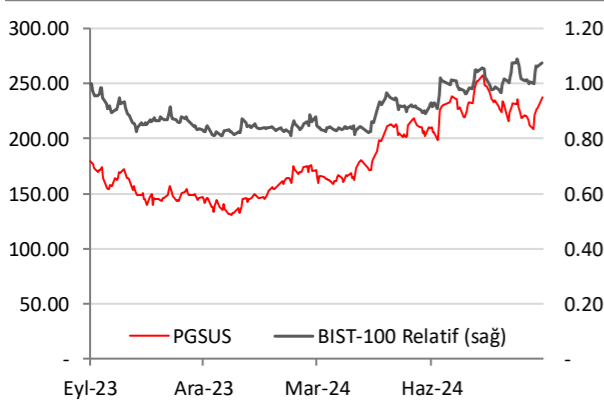
Ciro, y/y	65.1%	54.4%	26.4%	22.2%
FAVÖK, y/y	53.4%	57.2%	22.3%	21.4%
Net Kâr, y/y	194.5%	-31.4%	23.3%	8.3%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
------------------	------	-------	-------	-------

F/K	3.1	8.3	6.7	6.2
FD/FAVÖK	6.9	6.5	5.7	4.9
FD/Ciro	2.1	2.0	1.7	1.5

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

Nominal Getiri	2.2%	17.4%	29.9%	78.3%
BİST-100 Relatif	5.8%	20.8%	3.5%	31.8%
AOİH, mn TL	1,810	1,891	1,900	2,126

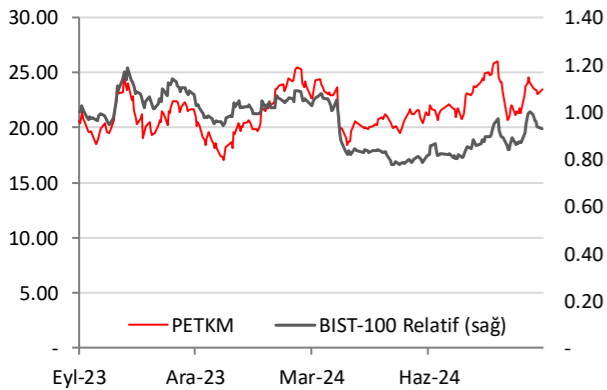


- Yakıt tasarrufu sağlayan uçaklarla filo büyümesi. Pegasus 2024 yılını 118 uçaklık bir filo büyüklüğü ile tamamlamayı hedeflemektedir. 2024 yılında, AKK'nın yönetimin beklentisine paralel olarak yıllık %13 artmasını bekliyoruz. 2023 yılında toplam yolcu yıllık bazda %19 artarak 32 milyona ulaştı ve pandemi öncesi seviyelerin üzerine çıktı. Daha yüksek doluluk oranları varsayımıyla, 2024 yılında toplam yolcu sayısında yıllık %18 artış bekliyoruz. 2023, daha iyi coğrafi dağılım ile yan gelirler için rekor bir yıl oldu. 2024 yılında yolcu başına yan gelirlerde yıllık %5 artış bekliyoruz. Özetle, net satışların 2024 yılında yıllık %14 artışla 3,0 milyar Euro'ya yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- 2024'te ortalama bilet fiyatlarında yıllık %7 düşüş bekliyoruz. 1Y23'te bilet fiyatları güçlü seyretti. İntikam seyahatlerinin azalması ve yakıt fiyatlarının düşmesiyle 3Ç23'ten itibaren bilet fiyatları gerilemeye başladı. 2024 yılında, düşük yakıt fiyatı, normalleşen talep ve Pegasus'un doluluk oranını artırmak için bilet fiyatlarını düşürmeye yönelik uzun vadeli stratejisi ile ortalama bilet fiyatında yıllık %7 düşüş bekliyoruz. Yakın zamanda, havayolları Pratt & Whitney motor sorunları nedeniyle filolarının önemli bir oranını yere indirme kararı aldı. Ayrıca Boeing 737-9 MAX uçaklarında da teknik sorunlar tespit edildi. Rakiplerin kapasite artırımına gitmemesi ve yakıt fiyatlarının beklenenden yüksek seyretmesi, bilet fiyatı tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.
- 2024'te birim giderlerin yıllık %2 artmasını bekliyoruz. 2023 yılında birim giderler, yakıt fiyatlarındaki düşüş, yeni alınan yakıt tasarrufu sağlayan uçaklar ve yakıt koruma enstrümanları nedeniyle yıllık bazda %6 daraldı. 2024 yılında, birim giderlerin ağırlıklı olarak yüksek personel maliyetleri nedeniyle yıllık %2 artmasını bekliyoruz. Yakıt fiyatlarındaki düşüş ve yakıt verimliliği yüksek uçakların payının artmasıyla 2024 yılında birim yakıt giderlerinin yıllık bazda %3 azalmasını bekliyoruz. 2024 yılında asgari ücretin artması ve TL'nin reel olarak değer kazanması ile yakıt dışı birim giderlerin yıllık %5 artmasını bekliyoruz.
- 2024 yılında %30 FAVÖK marjı bekliyoruz. 2023 yılında, daha iyi doluluk oranı, yakıt tasarruflu uçaklar ile iyileşen maliyet yapısı ve yolcu başına rekor yan gelirlere rağmen, FAVÖK marjı yıllık bazda 3,3 puan gerilemiştir. 2024 yılında, daha düşük birim yakıt giderine rağmen, daha düşük bilet fiyatları ve daha yüksek personel giderleri nedeniyle, FAVÖK marjının yıllık 0,8 puan düşüşle %30'a gerilemesini bekliyoruz.
- Yeni siparişler. Pegasus, 2029 yılına kadar teslim edilmek üzere 36 adet A321NEO uçağı daha almak için Airbus ile yeni bir anlaşma imzaladı.
- SAW'daki ikinci pist Aralık 2023'te açıldı. İlk pistte bakım çalışmaları yapılacaktır. SAW'ın 2024'te tek pistle faaliyet göstermesini bekliyoruz. Yeni pist ile uçak trafiği kapasitesi iki katına çıkacak olsa da yolcu kapasitesini artırmak için yeni bir terminal gerekmektedir.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

Petkim

Bloomberg Kodu	PETKM TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	28.56			
Güncel Fiyat, TL	23.44			
Getiri Potansiyeli	22%			
Halka Açıklık Oranı	47%			
Piyasa Değeri, mn TL	59,406			
Firma Değeri, mn TL	63,145			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	60,441	79,368	111,391	121,238
FAVÖK, mn TL	1,885	2,204	9,411	9,811
Net Kâr, mn TL	17,818	4,939	7,723	8,650
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	26,154	29,403	27,456	24,464
Net Borç/FAVÖK	13.9	13.3	2.9	2.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	3.1%	2.8%	8.4%	8.1%
Net Marj	29.5%	6.2%	6.9%	7.1%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	23.6%	31.3%	40.3%	8.8%
FAVÖK, y/y	-44.4%	16.9%	327.0%	4.3%
Net Kâr, y/y	170.8%	-72.3%	56.4%	12.0%
Değerleme Verisi				
F/K	2.5	12.0	7.7	6.9
FD/FAVÖK	28.1	29.1	6.5	5.7
FD/Ciro	0.9	0.8	0.5	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	0.9%	15.0%	14.0%	28.7%
BİST-100 Relatif	4.5%	18.3%	-9.2%	-4.9%
AOİH, mn TL	1,570	1,797	2,206	1,978

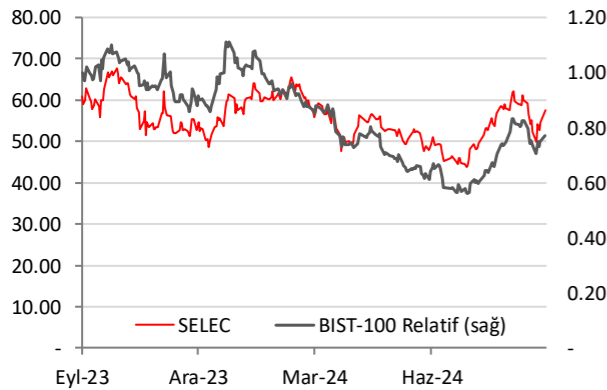


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Petrokimya sektöründe zayıf döngü devam etmekle birlikte yılın 2. yarısında bir iyileşme muhtemel...** Petrokimya üreticilerinin karlılığıyla ilgili bir gösterge olan etilen-nafta makası 2023'te %48 gerileyerek ortalama 190 USD/ton seviyesindeydi. Söz konusu veri, 2022'de de %38 düşmüştü. Sene başından beri etilen-nafta makası ortalama 163 dolar/ton seviyesinde olurken geçen seneye göre %29'luk bir daralmaya işaret ediyor. Zayıf ekonomik aktivite, Çin'in ihracatçı olarak rekabeti artırması, Amerika'da ve Çin'de yeni eklenen kapasiteler ve birikmiş stok sebebiyle sektör karlılığı 2022'den beri baskı altında bulunuyor. 2024'ün ikinci yarısından itibaren petrokimya ürün talebinde ve marjlarda kademeli bir toparlanma görüyoruz.
- **Lojistik problemler 2Ç24'te Avrupa'daki ürün arzını baskıladı...** Talep koşullarının yavaş seyretmesine rağmen, Kızıldeniz'deki gelişmeler sebebiyle artan navlun maliyetleri ve uzayan teslim süreleri, Avrupa'ya ürün akışında aksamaya sebep olarak Petkim'in fiyatlamasına olumlu yönde etki etti.
- **Şirket yönetimi 2024 FAVÖK beklentisini aşağıya çekti...** Petkim'in UMS-29 ile uyumlu FAVÖK'ü 2023'te -2.121 milyon TL, 1Y24'te ise 578 milyon TL seviyesindeydi. Hammadde maliyetlerindeki iyileşme, Fed'in beklenen faiz indirimleriyle beraber talepte olası toparlanma, yeniden stok biriktirme motivasyonu ve lojistik sebeplerden dolayı ithal ürünlerin yaratacağı rekabetin azalması, Petkim'in karlılığında bir toparlanmaya sebep olabilir. Öte yandan, şirket yönetimi marjların ilk tahminlere göre zayıf seyretmesi sebebiyle 2024 FAVÖK beklentisini 2Ç24 sonuçlarından sonra 100-120 milyon USD (TMS29 öncesi) bandına çekti (önceki 120-150 milyon USD). Buna göre bizim yeni 2024 FAVÖK tahminimiz 100 milyon USD seviyesindedir. Bu arada, şirket yönetiminin FAVÖK hesabı analistlerin hesabından farklılık göstermektedir. 2025 yılında karlılıkta iyileşmenin devam etmesiyle beraber Petkim'in 242 milyon USD FAVÖK elde edeceğini öngörüyoruz.
- **Nötr tavsiyemizi koruyoruz...** Petkim için değerlememizi yeni makro tahminlerimiz, daha düşük risksiz getiri oranı varsayımımız ve petrokimya sektöründe son dönemdeki gelişmelere paralel olarak yukarı çektik. Buna göre 12 aylık hedef hisse fiyatımızı %13 artışla 28,6 TL olarak belirledik. Petkim için 2024'te zayıf bazdan ötürü karlılıkta güçlü bir toparlanma beklememize rağmen, risk-getiri profilinin zayıf olduğunu düşünerek «Nötr» tavsiyemizi koruyoruz. Petrokimya sektör marjlarında beklentilerimizin üzerinde bir toparlanma, rafineri sektöründeki yüksek marj ortamının daha uzun süre devam etmesi, Petkim konteyner limanında olası bir yeni ortaklık için atılacak adımlar Petkim için değerlememizde yukarı yönlü risk oluşturabilir. Ayrıca, Petkim üretim tesislerinin yenilenmesi ve/veya olası bir kapasite artışını içeren, Socar ile beraber yapılabilecek uzun vadeli bir yatırım planının ortaya konulması da Petkim için bir katalizör olabilir.

Selçuk Ecza

Bloomberg Kodu	SELEC TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	84.00			
Güncel Fiyat, TL	57.60			
Getiri Potansiyeli	46%			
Halka Açıklık Oranı	15%			
Piyasa Değeri, mn TL	35,770			
Firma Değeri, mn TL	33,030			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	97,719	129,041	158,198	185,567
FAVÖK, mn TL	4,924	5,403	6,358	7,476
Net Kâr, mn TL	223	661	2,267	4,732
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-3,331	-6,990	-13,938	-22,733
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-1.3	-2.2	-3.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.0%	4.2%	4.0%	4.0%
Net Marj	0.2%	0.5%	1.4%	2.5%
Temettü Verimi	0.6%	0.4%	0.4%	1.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	118.6%	32.1%	22.6%	17.3%
FAVÖK, y/y	62.1%	9.7%	17.7%	17.6%
Net Kâr, y/y	-90.6%	196.0%	243.1%	108.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	125.7	54.1	15.8	7.6
FD/FAVÖK	4.9	5.3	3.4	1.7
FD/Ciro	0.2	0.2	0.1	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-0.9%	18.1%	-4.3%	-6.1%
BİST-100 Relatif	2.7%	21.5%	-23.7%	-30.6%
AOİH, mn TL	192	145	132	122

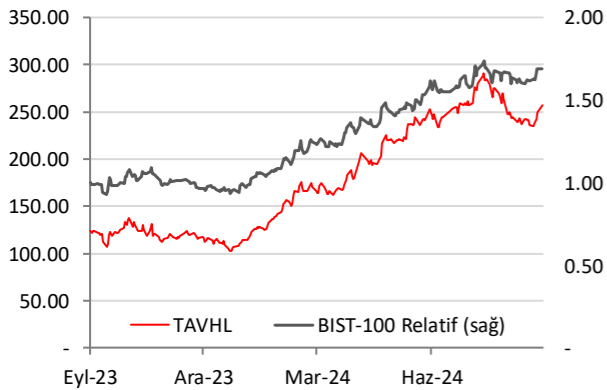


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıdır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- 2024 yılında ilaç pazarı satış hacminde yıllık %2,5 oranında düşüş bekliyoruz. 1Y24'te ilaç pazarı hacmi, ağırlıklı olarak uzun tatil sezonu ve eczanelerin zamanlama endişeleri nedeniyle yıllık %6 daraldı. 2Y24'te, geçici olumsuz etkiler ortadan kalktıkça hacim açısından daha iyi performans olacağını düşünüyoruz. 1Y24'te Selçuk Ecza, ağırlıklı olarak yerel distribütörlerin sağladığı rahat finansman koşulları nedeniyle hacim olarak %2,9 pazar payı kaybetti. Yerel distribütörlerin sınırlı kaynakları göz önüne alındığında, bu eğilimin sürdürülebilir olmadığına inanıyoruz. 2Y24'ten itibaren pazar payında iyileşme bekliyoruz. 2025 yılında %38 pazar payı varsaydık.
- Eylül ayında EUR/TRY referans kurunda %20 artış bekliyoruz. Türkiye ilaç fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan referans EUR/TRY kuru %25 artarak 17.5483'e yükselmiştir. Yeni fiyatlar 25.12.2023 tarihinden itibaren geçerli olmuştur. Geçmişte asgari ücret artışlarının ardından ara fiyat ayarlamaları uygulanıyordu. Temmuz 2024'te asgari ücret artışı olmadığı göz önüne alındığında varsayımımıza aşağı yönlü bir risk bulunuyor. Öte yandan enflasyonist maliyet baskıları ve sektörün dar kar marjları yukarı yönlü bir revizyonu gerektiriyor.
- Regüle brüt kar marjları ilaç depoları için hafifçe yukarı doğru revize edildi: İlaç depolarının brüt karlılığı için belirlenen fiyat aralıkları da yukarı doğru revize edildi. Bunun Selçuk Ecza'nın ağırlıklı ortalama brüt kar marjına %0,4 civarında olumlu bir etki yaptığını düşünüyoruz. Hızla artan ilaç fiyatlarının sektörün ağırlıklı ortalama brüt kar marjı üzerinde giderek baskı oluşturması nedeniyle bu, uzun zamandır beklenen bir düzenleme değişikliği. Bunu olumlu bir gelişme olarak görsek de, 2004 yılından bu yana revize edilmediğini düşünürsek etkinin sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Mevcut fiyat aralıklarının ne kadar süre aynı kalacağı konusunda da bir netlik göremiyoruz. 2024 yılında %9,7 brüt kar marjı bekliyoruz. Düzenlenmiş marjlarda daha fazla revizyon olmayacağını varsayarak, brüt kar marjının uzun vadede %8 seviyesinde normalleşmesini bekliyoruz. 1Y24'te Kıbrıs'ta bir sergiyle ilgili tek seferlik tanıtım giderleri vardı. Önümüzdeki çeyreklerde operasyonel giderler marjının düşmesini bekliyoruz. 2024 yılında %6,0 operasyonel giderler marjı bekliyoruz. Uzun vadede geçmiş trendlere paralel olarak %4,5 operasyonel giderler marjı varsayıyoruz.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruduk. İNA bazlı hedef fiyatımız 84 TL seviyesindedir. EUR/TRY referans kurunda düzeltme yapılması beklentisiyle şirket hisseleri son zamanlarda iyi performans gösterdi. Son dönemdeki hisse performansına rağmen, hisselerin değerlendirme açısından hala cazip olduğuna inanıyoruz. Ancak hisse fiyatını daha da ileriye taşıyacak başka bir katalizör görmüyoruz. Ayrıca Selçuk Ecza'nın makro beklentilerimize tam olarak uymadığını düşünüyoruz.

TAV Holding

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	313.00			
Güncel Fiyat, TL	257.25			
Getiri Potansiyeli	22%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	93,454			
Firma Değeri, mn TL	111,042			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	34,433	58,068	75,462	94,339
FAVÖK, mn TL	10,435	17,195	26,401	33,013
Net Kâr, mn TL	7,530	6,867	12,827	17,398
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	34,766	68,719	73,089	72,420
Net Borç/FAVÖK	3.3	4.0	2.8	2.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.3%	29.6%	35.0%	35.0%
Net Marj	21.9%	11.8%	17.0%	18.4%
Temettü Verimi	-	-	3.7%	6.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.1%	68.6%	30.0%	25.0%
FAVÖK, y/y	82.2%	64.8%	53.5%	25.0%
Net Kâr, y/y	296.5%	-8.8%	86.8%	35.6%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	4.8	13.6	7.3	5.4
FD/FAVÖK	4.4	8.0	5.3	4.3
FD/Ciro	1.3	2.4	1.9	1.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-2.4%	6.9%	106.3%	139.3%
BİST-100 Relatif	1.1%	9.9%	64.4%	76.8%
AOİH, mn TL	472	645	602	627



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

- Satın almalar hariç, 2024 yılında tam toparlanma bekliyoruz. 2023 yılında IAA hariç toplam yolcu sayısı yıllık %22 artışla 95,5 milyona ulaşarak 2019 seviyesinin %7 üzerine çıktı ve yönetimin 81-91 milyon beklentisini aştı. 2023 yılında Almatı hariç toplam yolcu sayısı 2019 seviyesinin %97'sine ulaştı. 2024 yılında toplam yolcu sayısının yıllık bazda %14 artışla 109 milyona yükselmesini bekliyoruz. 2024 yılında Almatı hariç toplam yolcu sayısının 2019 seviyesinin %108'ine ulaşmasını bekliyoruz.
- 2024 yılında net satışlarda Euro bazında yıllık %24 büyüme bekliyoruz. Net satışlar, Esenboğa'nın 2023 yılında UFRYK-12 muhasebesinden çıkmasından olumlu etkilenmiştir. Tunus ve servis şirketleri 2023 yılında iyi bir performans gösterdi. Güçlü lounge ve yazılım operasyonları ile 2024 yılında servis şirketlerinden güçlü bir katkı bekliyoruz. Haziran 2024'te tamamlanan yeni terminal ile Almatı net satışlarında yıllık %27 büyüme bekliyoruz.
- Güçlü TL marjlar üzerinde baskı yaratıyor. 2023 yılında FAVÖK marjı yıllık bazda 1,2 puan gerilemiştir. Esenboğa muhasebe değişikliği 2023 FAVÖK marjını olumlu etkilemiştir. Ancak, 1Y23'te TL'nin reel olarak değer kazanması, Rus kiralamalarına daha az maruz kalınması ve olumsuz satış karması 2023'te marjın zayıflamasına neden oldu. 2024 yılında, güçlü TL ve asgari ücret artışına rağmen, büyüyen operasyonlar ile FAVÖK marjında yıllık 0,6 puan iyileşme bekliyoruz.
- Büyüme planları. TAV, Almatı Havalimanı'nda Haziran'da faaliyete geçen yatırım maliyeti yaklaşık 200 milyon ABD doları olan yeni bir uluslararası terminal inşa etti. TAV, Almatı Havalimanı'nın yolcu kapasitesini iki katına çıkarmayı hedeflemektedir. TAV, 2021'de Antalya Havalimanı ihalesini kazandı. Yeni imtiyaz süresi 2027'den 2051'e kadar 25 yıl olacak. Antalya Havalimanı TAV-Fraport ortaklığı tarafından işletilmektedir. Antalya Havalimanı'nın mevcut kapasitesi yaklaşık yıllık 40 milyon yolcudur. Ortak girişim mevcut terminaleri genişletmek için başlangıçta 750 milyon Euro harcayacak. Kapasitenin 2025 yılına kadar yıllık 65 milyon yolcuya çıkacağını varsayıyoruz. Ortak girişim ayrıca 2040 yılına kadar kapasiteyi yıllık 80 milyon yolcuya çıkaracak yeni terminal için 165 milyon Euro harcayacaktır. Antalya Havalimanı'ndaki inşaatın ilk fazının 1Y25'te tamamlanması bekleniyor. TAV, Esenboğa Havalimanı ihalesini 475 milyon Euro + KDV teklifle kazandı. TAV 2023-2025 yılları arasında yeni pist ve diğer yatırımlar için 210 milyon Euro harcayacaktır. Yeni terminal yatırımı için 2036-2038 yıllarında 90 milyon Euro yatırım harcaması varsaydık. Yolcu kapasitesinin yeni terminalle 2040'ta iki katına çıkacağını varsaydık.
- Borç azaltma 2Y25'te başlayacaktır. 2024'te 3.5x net borç/FAVÖK anlamına gelen 1,7 milyar Euro net borç bekliyoruz. 2024 ve 2025'te FAVÖK büyümesi sayesinde daha düşük kaldıraç oranlarında daha yüksek net borç bekliyoruz. 2Y25'ten itibaren net borcun nominal Euro bazında azalmasını bekliyoruz.

Tofaş

Bloomberg Kodu		TOASO TI
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL		440.00
Güncel Fiyat, TL		243.70
Getiri Potansiyeli		81%
Halka Açıklık Oranı		24%
Piyasa Değeri, mn TL		121,850
Firma Değeri, mn TL		121,001

Finansal Veriler

	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	130,254	126,377	320,423	434,776
FAVÖK, mn TL	19,667	13,860	36,328	49,139
Net Kâr, mn TL	15,083	8,286	29,882	42,517

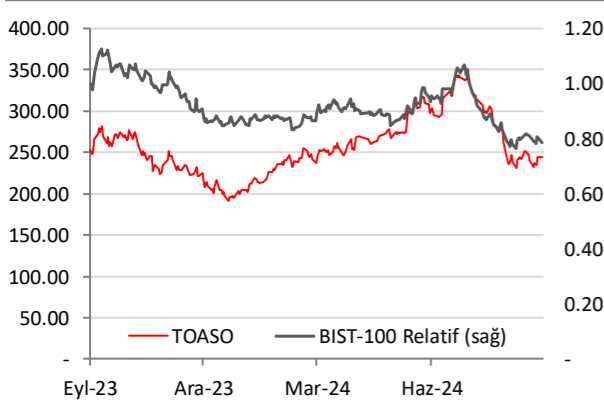
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-13,025	15,020	12,759	8,022
Net Borç/FAVÖK	-0.7	1.1	0.4	0.2

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	15.1%	11.0%	11.3%	11.3%
Net Marj	11.6%	6.6%	9.3%	9.8%
Temettü Verimi	2.6%	8.2%	5.1%	18.4%

Büyüme				
Ciro, y/y	95.0%	-3.0%	153.5%	35.7%
FAVÖK, y/y	74.5%	-29.5%	162.1%	35.3%
Net Kâr, y/y	76.2%	-45.1%	260.6%	42.3%

Değerleme Verisi				
F/K	7.5	14.7	4.1	2.9
FD/FAVÖK	5.1	9.9	3.7	2.6
FD/Ciro	0.8	1.1	0.4	0.3

Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-6.8%	-21.1%	-6.3%	25.1%
BİST-100 Relatif	-3.5%	-18.8%	-25.3%	-7.5%
AOİH, mn TL	924	1,120	1,274	1,225

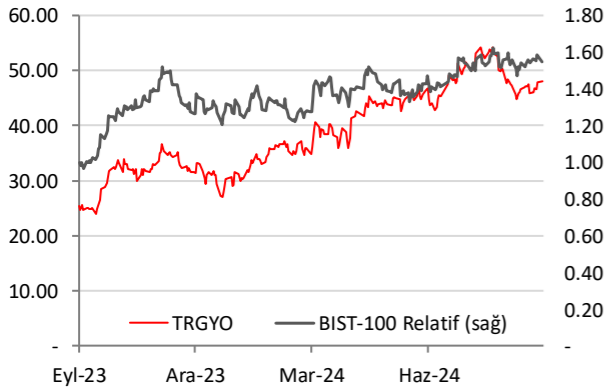


- Yurt içi hafif araç pazarının 2024 yılında yıllık %15 düşüşle 1,05 milyona gerilemesini bekliyoruz. Tofaş, güncellenmeyen ÖTV dilimleri, güçlü elektrikli araç talebi ve eskiyen portföyü nedeniyle rekabet gücünü kaybederek 7A24'te yıllık bazda 5,8 puan pazar payı kaybetti. Çinli üreticilere yakın zamanda getirilen gümrük vergisi ve Egea'nın daralan pazarlardaki üstün performansı ile 2Y24'te pazar payının iyileşmesini bekliyoruz. Sonuç olarak, 2024 yılında pazar payında yıllık 3,4 puan düşüş bekliyoruz. 2025 yılında yurt içi hafif araç pazarının yıllık %14 düşüşle 900 bin seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Temmuz 2023'te Tofaş, Stellantis Otomotiv'i satın aldığını duyurdu. Anlaşmanın 4Ç24'te tamamlanacağını varsayıyoruz. 2025 yılında, Stellantis Otomotiv anlaşmasından ~140 bin adet ek satış bekliyoruz. Yeni model KO'ın 4Ç24'te tanıtılmasını bekliyoruz. Fiorino kontratının Haziran 2024'te sona erdiğini ve yeni model KO'ın ağırlıklı olarak ihracat pazarlarına tahsis edileceğini göz önünde bulundurarak, 2025 yılında %36 hafif ticari araç pazar payı varsayıyoruz. 2023 yılında kombine hafif ticari araç pazar payı %45 idi. 2024 yılında, yönetimin 40-50 bin beklentisine paralel olarak, yıllık %26 düşüşe işaret eden 45 bin ihracat hacmi bekliyoruz. 2025 yılında 152 bin adetlik ihracat satış hacmi ile yıllık bazda %238 artış bekliyoruz.
- Pazarda müşterilerin güçlenmesi. 2024 yılında araç başına ortalama gelirden reel olarak yıllık %8 düşüş varsaydık. Tofaş'ın araç başına ortalama gelirinin 2020'den bu yana ağırlıklı olarak al ya da öde sözleşmeleri, olumlu satış karması ve pandemi sonrası tedarik zinciri sorunları nedeniyle önemli ölçüde arttığına inanıyoruz.
- FAVÖK marjında yüksek bazdan düşüş. Başarılı yeni lansmanlar, stok karları, maliyet kontrolleri, al ya da öde sözleşmeleri ve satış karmasındaki yurt içi hacminin artması 2022 ve 2023 yıllarında yüksek FAVÖK marjlarına yol açtı. 2024 yılında FAVÖK marjının yıllık bazda 3,6 puan azalarak %11,8'e gerilemesini bekliyoruz. 2024 yılında parasal kayıpları da göz önünde bulundurarak %7 VÖK marjı varsayıyoruz. Yönetim beklentisi %6-8'dir.
- Stellantis Otomotiv anlaşması. Tofaş, Peugeot, Citroen, Opel ve DS'nin Türkiye distribütörü Stellantis Otomotiv'in %100'ünü 400 milyon Euro karşılığında satın aldı. Satın alma işleminin kapanışını takiben 8 yıl için şarta bağlı bir performans bedeli de bulunmaktadır. Satın alma sonrasında Tofaş, Stellantis markalı araçların ve ilgili yedek parçaların Türkiye'deki ithalatçısı ve distribütörü olacaktır. Ayrıca Stellantis, Tofaş'a 5 marka için planlanan yeni araç modeli "KO" ve "combi" versiyonlarının üretim ve dağıtım hakkını vermiştir. Yeni modellerle ilgili olarak, KKO'nun kademeli olarak %72'ye yükseleceğini varsayıyoruz. Tofaş'ın optimal KKO'ya ulaşması için en az bir yeni modele daha ihtiyacı olduğunu düşünüyoruz.
- Temettü hissesi. Tofaş 2024'te %66 dağıtım oranına işaret eden 20,0 TL/hisse temettü dağıttı. Yönetim 2024'te ek temettü dağıtılabileceğini belirtti. Tofaş'ın son 5 yıldaki ortalama temettü dağıtım oranı %73'tür. %75 dağıtım oranı varsayımıyla, 2025 yılında 12,4 TL/hisse temettü bekliyoruz.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

Torunlar GYO

		TRGYO T1			
		Endeks Üz. Getiri			
Bloomberg Kodu					
Tavsiye					
Hedef Fiyat, TL		79.00			
Güncel Fiyat, TL		48.04			
Getiri Potansiyeli		64%			
Halka Açıklık Oranı		21%			
Piyasa Değeri, mn TL		48,040			
Firma Değeri, mn TL		36,452			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	4,971	8,987	17,969	25,270	
FAVÖK, mn TL	3,371	6,101	11,478	15,927	
Net Kâr, mn TL	12,639	15,491	28,610	33,981	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	91	-15,699	-21,796	-29,904	
Net Borç/FAVÖK	0.0	-2.6	-1.9	-1.9	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	67.8%	67.9%	63.9%	63.0%	
Net Marj	254.3%	172.4%	159.2%	134.5%	
Temettü Verimi	0.9%	4.9%	6.0%	11.1%	
Büyüme					
Ciro, y/y	86.7%	80.8%	99.9%	40.6%	
FAVÖK, y/y	85.4%	81.0%	88.1%	38.8%	
Net Kâr, y/y	-31.4%	22.6%	84.7%	18.8%	
Değerleme Verisi					
F/K	1.8	3.1	1.7	1.4	
FD/FAVÖK	3.7	3.6	1.4	0.5	
FD/Ciro	2.5	2.4	0.9	0.3	
Hisse Verileri					
Nominal Getiri	-4.1%	5.4%	94.6%	58.4%	
BİST-100 Relatif	-0.7%	8.4%	55.1%	17.0%	
AOİH, mn TL	113	101	111	116	

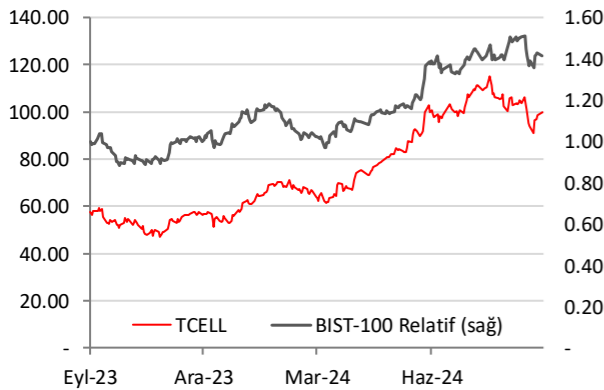


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Nakit dışı kayıplar operasyonel performansı bozarken, tekrar eden gelirler dirençli olmaya devam etmektedir:** Torunlar GYO 1,06 milyar TL net kar açıkladı (y/y: -%35). Satış gelirleri 1,42 milyar TL olarak gerçekleşti (y/y: -%14). Şirket 1,02 milyar TL FAVÖK (y/y: -%9) elde ederken, FAVÖK marjı %72,3 (1Ç23: %68,5, 1Ç23 TMS29 Öncesi: %70,0) olarak gerçekleşti. Şirket tamamen kaldıraçsız bilançosu nedeniyle 242 milyon TL parasal zarar kaydetmiştir (1Ç23: 560 milyon TL parasal kazanç). Ev ve ofis satışlarındaki 428 milyon TL'lik düşüş ve 1Ç23'teki parasal kazanç karşın 1Ç24'teki parasal zarar net karın %35 azalmasına neden olmuştur. Tekrar eden gelirler 1Ç24'te dirençli kalmıştır. Gelirlerin %78'i (23Y: %71, 1Ç23: %69) AVM ve ofis kiralardan ve %2'si (23Y: %9, 1Ç23: %28) ev ve ofis satışlarından elde edilmiştir. AVM ve ofis kiralari 1Ç23'e kıyasla %26,1 reel büyüme göstermiştir. Şirketin alışveriş merkezlerindeki nominal ciro büyümesi 1Ç24'te %83,8 olurken (FY23: %82,8, 1Ç23: %110,3), ziyaretçi sayısı %1,3 arttı (FY23: %7,9, 1Ç23: %16,6). 2Ç24'e baktığımızda, net gerçekleştirilebilir değer düşüklüğü karşılığı ve yatırım amaçlı gayrimenkul satış zararı gibi TMS29 ile ilgili gayri nakdi düzeltmelerin net karı negatif bölgeye çekmesini bekliyoruz. FAVÖK marjı, Torun Tower'ın satışından kaynaklanan bir defaya mahsus 230 milyon TL tutarındaki tapu harcı nedeniyle baskı altında kalacaktır. Olumlu tarafta, yatırılan nakit gelirlerden 1,3 milyar TL faiz geliri bekliyoruz.
- **Faiz gelirleri 2024 net karını destekleyecek:** Mevcut piyasa mevduat oranlarının şirketin kredileri üzerindeki efektif faiz oranlarını aşması nedeniyle, Torun Tower satışından elde edilen 11,58 milyar TL'lik gelirin 2Ç24 ve 4Ç24 arasında yaklaşık 3,8 milyar TL faiz geliri yaratmasını bekliyoruz. Torun Tower, alışveriş merkezlerine kıyasla (2024E için %10) daha düşük bir kira getirisine (2024E için %5,4) sahipti ve bu da nakit rezervlerini düşen emlak fiyatlarının ortasında daha güçlü bir TL ortamında stratejik bir avantaj haline getirmektedir.
- **2024 tahminlerimiz:** 2024 yılında ev ve ofis satışlarının 26 puanlık katkısıyla %80 gelir artışı öngörüyoruz. Nominal kira gelirlerinde yaklaşık 550 milyon TL'lik bir kayba neden olacak Torun Tower'ın satışına rağmen, AVM ve ofis kiralari ile ortak hizmet gelirlerinde %95'lik bir artış bekliyoruz. Satıştan elde edilen nakit gelirden elde edilecek önemli faiz gelirinin, kira geliri kaybını fazlasıyla telafi etmesini bekliyoruz.
- **Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** Birkaç temel faktöre dayanarak Outperform tavsiyemizi yineledik: (i) parasal sıkılaştırmanın sona ermesinin yaklaşması yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebilir, (ii) emlak piyasasındaki yapısal kıtlık emlak fiyatlarını destekleyecektir ve (iii) şirketin nakit yaratan iş modeli, ev envanterini uygun fiyatlarla satmasını, temettü dağıtımlarını sürdürmesini ve daha fazla mülk satın almasını sağlayacaktır. Şirket şu anda hesaplanan NAD'ine göre %47 iskonto ile işlem görmektedir. Güçlü tekrarlayan nakit yaratma kapasitesi, borç ve kur riski içermeyen bilançosu ve iyi çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü göz önüne alındığında daha düşük iskontoların da makul olabileceğini düşünüyoruz.

Turkcell

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	157.00			
Güncel Fiyat, TL	100.00			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	220,000			
Firma Değeri, mn TL	260,793			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	107,116	169,873	225,045	271,842
FAVÖK, mn TL	47,053	75,547	98,873	114,789
Net Kâr, mn TL	12,554	23,230	44,194	60,134
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	25,236	22,610	97,158	107,581
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.3	1.0	0.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	43.9%	44.5%	43.9%	42.2%
Net Marj	11.7%	13.7%	19.6%	22.1%
Temettü Verimi	2.3%	2.9%	5.6%	8.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	14.6%	58.6%	32.5%	20.8%
FAVÖK, y/y	18.1%	60.6%	30.9%	16.1%
Net Kâr, y/y	82.5%	85.0%	90.2%	36.1%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	7.7	9.5	5.0	3.7
FD/FAVÖK	2.6	3.2	3.2	2.9
FD/Ciro	1.2	1.4	1.4	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-2.4%	0.4%	78.8%	78.3%
BİST-100 Relatif	1.1%	3.3%	42.5%	31.7%
AOİH, mn TL	1,929	2,267	2,001	2,147

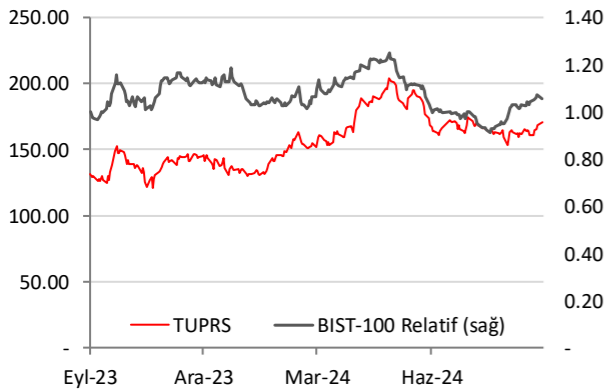


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Reel büyüme 2Y24 ve 2025'te de devam etmeli...** Turkcell'in karma mobil ARPU'sunun 2024 ve 2025 yıllarında üst-satış(upselling) çabaları ve fiyat artışlarının gecikmeli etkisi sebebiyle nominal olarak %88 ve %40 oranında artmasını ve bu rakamın da ortalama enflasyon tahminimiz olan %57,8 ve %30,8'in üzerinde olmasını bekliyoruz. Sabit genişbant segmentindeki büyümenin, daha düşük ARPU tabanı ve 12 aylık sözleşmelerin artan yüzdesi ile mobil segmenti geride bırakmasını bekliyoruz. Yönetim ileriye dönük olarak enflasyonist fiyatlandırmayı uygulamaya devam edeceğini belirtti. Mobil abone tabanına yaklaşık 400k yeni eklemeler bekliyoruz. Ancak Turkcell'in mobil abone tabanındaki pazar payının önümüzdeki 3 yıl içinde 120 baz puan daralacağına inanıyoruz. Şirket, son on yılda mobil abone tabanında çoğunluğunu Türk Telekom'un aldığı %10'luk payı kaybetti.
- **FAVÖK ve Net Kar büyümesinden yararlanmak için gerçek büyüme...** Düşük çift haneli şirket öngörülerine karşı %11 reel büyüme öngörüyoruz. Değişken maliyet yapısı nedeniyle FAVÖK marjının 2024 yılında yıllık bazda sadece 60 baz puan seviyesinde iyileşmesini bekliyoruz. Net Karda kaldıraç etkisi sebebiyle %85'lik bir artış öngörüyoruz.
- **TL güçlendikçe nakit yaratma kabiliyeti arttı...** 2024 yılında TL'nin reel olarak değer kazanacağını ve yıl sonu TÜFE'nin USD/TL'deki %24'lük değişime karşılık %43,0 olacağını tahmin ediyoruz. Telekomünikasyon sektörü için lisans yenilemeleri, imtiyaz sözleşmeleri ve diğer CAPEX'ler çoğunlukla rezerv para cinsinden, gelirler ise çoğunlukla TL cinsinden oluşur. Güçlü TL hem kar marjlarını destekler hem de CAPEX/Satışlar oranına baskı yapar. Bu nedenle, Türk telekomünikasyon şirketlerinin 2024 yılında nakit yaratma konusunda son yıllara göre daha iyi bir konumda olacağına ve diğer sektörlerle karşı öne çıkacağına inanıyoruz.
- **Ukrayna operasyonlarının yatırımdan çıkarılması 2024 içerisinde bekleniyor...** Turkcell, Lifecell LLC, Global Bilgi LLC ve Ukrtower LLC'nin tüm hisselerini, tüm hak ve borçlarıyla birlikte devretmek için 29 Aralık 2023 tarihinde NJJ Capital ile bir sözleşme imzaladığını duyurdu. Şirket, kapanış düzeltmelerine tabi olarak satış fiyatının 525 milyon USD olduğunu açıkladı. Kapanış düzeltmeleri henüz tamamlanmamış olmasına rağmen satışın etkisini değerlememize yansıtık. Turkcell'in Ukrayna operasyonları 2023 yılında 2 milyar TL vergi öncesi kâr elde etti. Şirket'in stratejik öncelikleri arasında yer almayan temel varlıkların satışını olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- **Varlıklardan para kazanma seçenekleri, potansiyel bir orta vadeli katalizör olmaya devam ediyor...** Turkcell çatısı altında Super Online (fiber), Global Tower ve Paycell gibi birçok değerli şirket var. Bu varlıkların, geleneksel telekomünikasyon işine kıyasla daha yüksek değerlendirme çarpanı çekmesi muhtemeldir. Bu stratejik varlıkların nakde çevrilmesi, Turkcell için değer artırıcı olabilir.
- **Hedef Fiyat güncelledik...** Turkcell için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz ve İNA odaklı 12A HF'mizi 149 TL'den 157 TL'ye güncelliyoruz. Hisse senedi 2024T/2025T sırasıyla 3,8x ve 2,6x FD/FAVÖK'ten işlem görüyor ve bu da küresel emsallerine göre sırasıyla %27/%46'lık bir indirim anlamına geliyor. TCELL'i en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	260.00			
Güncel Fiyat, TL	170.60			
Getiri Potansiyeli	52%			
Halka Açıklık Oranı	49%			
Piyasa Değeri, mn TL	328,711			
Firma Değeri, mn TL	266,209			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	686,529	894,429	1,003,385	1,085,571
FAVÖK, mn TL	96,240	76,201	81,849	95,483
Net Kâr, mn TL	53,577	41,373	44,109	67,681
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-62,697	-54,340	-73,931	-98,254
Net Borç/FAVÖK	-0.7	-0.7	-0.9	-1.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	14.0%	8.5%	8.2%	8.8%
Net Marj	7.8%	4.6%	4.4%	6.2%
Temettü Verimi	13.2%	13.1%	9.9%	12.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	42.5%	30.3%	12.2%	8.2%
FAVÖK, y/y	-6.7%	-20.8%	7.4%	16.7%
Net Kâr, y/y	-12.6%	-22.8%	6.6%	53.4%
Değerleme Verisi				
F/K	3.8	7.9	7.5	4.9
FD/FAVÖK	1.4	3.5	2.9	2.2
FD/Ciro	0.2	0.3	0.2	0.2
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	7.2%	-3.5%	33.2%	26.8%
AOİH, mn TL	11.1%	-0.7%	6.1%	-6.3%
	3,343	3,829	4,276	4,024



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **Zayıf ekonomik büyümeye rağmen akaryakıt talebinin nispeten dayanıklı kalması...** 2023'te yurt içi dizel talebi %6,0 (2012-2022 YBBO: %4,6), benzin talebi ise %23,6 (2012-2022 YBBO: %5,9) büyüdü. Yüksek faiz ortamı ve ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya rağmen Ocak-Haziran 2024'te dizel ve benzin tüketimindeki artış sırasıyla %1,3 ve %19,3 seviyelerinde gerçekleşti.
- **2024'te ürün marjlarında bozulma, ağır-hafif ham petrol makasında daralma olabilir...** Motorin ve jet yakıtı marjları Ocak-Ağustos döneminde sırasıyla %18 ve %21 düşerek 20,9 USD/v ve 19,1 USD/v seviyelerine geriledi. Benzin marjları ise %21 düşerek 19,1 USD/v seviyesinde gerçekleşti. Covid öncesinde, 2009-2019 ortalama motorin, jet yakıtı ve benzin marjları sırasıyla 13,9 USD/v, 12,3 USD/v ve 10,8 USD/v seviyelerindeydi. Jeopolitik gelişmeler (Süveyş Kanalı ile ilgili sorunlar, Rusya'da rafinerilere yapılan saldırılar sonucu üretim duruşları vb.), Rusya'dan petrol ürünleri ihracatına yaptırımlar, yeni rafineri kapasitelerinin fiyatlama üzerinde aşırı baskı oluşturmaması gibi sebeplerle ürün marjları tarihi ortalamaların üzerinde seyrediyor. Öte yandan, ürün marjlarında bölgesel arzın artması sebebiyle 2024'te bir miktar bozulma öngörüyoruz. Ham petrol maliyetleri tarafında, OPEC+'ın ham petrol üretim kesintileri, daha ağır ham petrol işleyebilen rafineri kapasitesindeki artış, uygulanan yaptırımlara karşın Rus petrolünün piyasada bulunabilirliğinin devam etmesi ve jeopolitik sebeplerden dolayı lojistik problemlerin ortaya çıkması ağır-hafif ham petrol makasında belirleyici olacak. Ağır-hafif ham petrol makası 2024'te şu ana kadar Tüpraş aleyhine daraldı, bu durumun devam etmesini bekliyoruz.
- **2024'te Tüpraş'ın karlılığında USD bazında bir düşüş bekliyoruz...** İzmit Rafinerisi'ndeki planlı bakım duruşu yaklaşık 200 milyon USD'lik FAVÖK kaybına sebep olmuştu. Doğalgaz fiyatlarındaki gerileme, global ekonomik aktivitedeki yavaşlama, Orta Doğu ve Afrika'da yeni rafineri kapasitelerinin eklenmesi gibi sebeplerle, Tüpraş'ın ağırlıklı ortalama ürün marjında 2023'teki 15,9 USD/v seviyesinden 2024'te 12,5 USD/v seviyesine gerileme bekliyoruz. Şirket Yönetimi de 2Ç24 finansallarından sonra ağırlıklı ortalama ürün marjı beklentisini 14 USD/v'den 12 USD/v seviyesine çekmişti. Bu arada marjlardaki daralmaya rağmen tarihi ortalamaların üzerinde seyrettiğini belirtmekte fayda var. Tüm bunlar göz önüne alındığında, Tüpraş'ın stok etkisi hariç sadece rafineri faaliyetlerinden elde ettiği FAVÖK'ün 2023'teki 2,8 milyar USD seviyesinden 2024'te 1,9 milyar USD'ye gerilemesini öngörüyoruz.
- **Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi...** Tüpraş'ın i) yüksek faiz ortamına uyumu ve defansif gelir yapısı, ii) 55 milyar TL'lik (1,7 milyar USD) net nakit pozisyonuyla güçlü bilançosu, iii) cazip değerlendirilmesi ve ikinci temettü ödemesi, iv) ürün marjlarında kuvvetli seyre karşın gerileyen doğalgaz maliyetleri ve v) stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Tüpraş USD bazlı 2024T F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %35 iskontolu işlem görüyor.

Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI		
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri		
Hedef Fiyat, TL	515.00		
Güncel Fiyat, TL	308.50		
Getiri Potansiyeli	67%		
Halka Açıklık Oranı	50%		
Piyasa Değeri, mn TL	425,730		
Firma Değeri, mn TL	621,294		

Finansal Veriler

	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	504,398	764,926	968,556	1,196,175
FAVÖK, mn TL	115,397	141,568	180,685	220,730
Net Kâr, mn TL	163,003	98,306	103,603	121,472

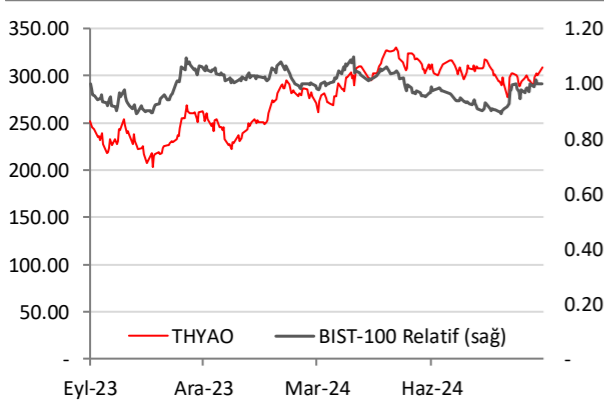
	2023	2024T	2025T	2026T
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	242,746	318,278	351,431	365,758
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.2	1.9	1.7

	2023	2024T	2025T	2026T
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	22.9%	18.5%	18.7%	18.5%
Net Marj	32.3%	12.9%	10.7%	10.2%
Temettü Verimi	-	-	-	-

	2023	2024T	2025T	2026T
Büyüme				
Ciro, y/y	62.1%	51.7%	26.6%	23.5%
FAVÖK, y/y	46.7%	22.7%	27.6%	22.2%
Net Kâr, y/y	243.7%	-39.7%	5.4%	17.2%

	2023	2024T	2025T	2026T
Değerleme Verisi				
F/K	1.6	4.3	4.1	3.5
FD/FAVÖK	4.0	5.0	4.1	3.4
FD/Ciro	0.9	0.9	0.8	0.6

	1A	3A	12A	YBG
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	5.8%	1.9%	21.5%	35.0%
BİST-100 Relatif	9.6%	4.8%	-3.2%	-0.3%
AOİH, mn TL	8,593	9,105	9,681	9,949

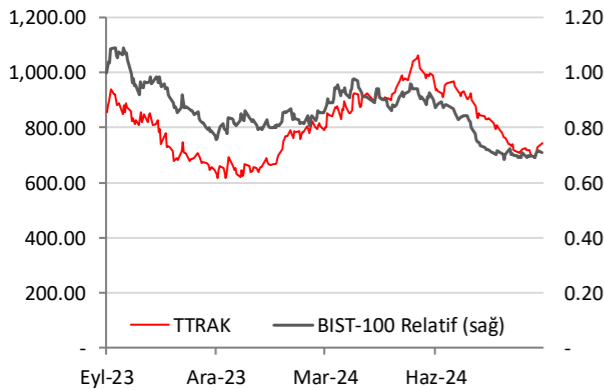


- Güçlü büyüme planları. 2023 yılında AKK yıllık bazda %16 arttı. 2024 yılında, filo genişlemesi ve Asya'ya daha yüksek tahsisat yoluyla kat edilen mesafenin artmasıyla AKK'nın yıllık %10 büyümesini bekliyoruz. 2024 yılında filo büyüklüğünün 43 net ilaveyle 483'e ulaşmasını bekliyoruz. THY 2033 yılında +810 uçaklık filo büyüklüğüne ulaşmayı hedefliyor. 2023 yılında toplam yolcu sayısı yıllık %16 artışla 83 milyona ulaşarak pandemi öncesi seviyeyi aştı. 2024 yılında toplam yolcu sayısının yıllık %5 artışla 87 milyona yükselmesini bekliyoruz. 2024 yılında doluluk oranında yıllık bazda 1,6 puan düşüş bekliyoruz. Doluluk oranındaki düşüş ağırlıklı olarak yeni uçakların ramp-up sürecinden kaynaklanmaktadır.
- 2023 yılında meydana gelen deprem kargo operasyonlarını olumsuz etkilemiştir. 2023 yılında kargo hacmi %1 azalarak 1,7 milyon tona geriledi. 2024 yılında kargo hacminin düşük bir bazdan yıllık bazda %26 artmasını bekliyoruz. 1Y23'te deprem kargo fiyatlarını olumsuz etkiledi. 2024 yılında kargo gelirlerinde yıllık %35 artış bekliyoruz.
- 2024 yılında birim gelirlerde yıllık %2 daralma bekliyoruz. Birim gelirler 9A23'te daha iyi rota karması ve güçlü talep ile güçlü seyretti. 4Ç23'te birim gelirler, intikam seyahatlerinin azalmasıyla düşmeye başladı. 2024 yılında birim gelirlerde yıllık bazda %2 düşüş öngörüyoruz. 2023 yılında, büyük havayolları Pratt & Whitney motor sorunları nedeniyle Airbus filolarının önemli bir kısmını yere indirme kararı aldı. Bu sorunun 2024 yılında da devam etmesi beklenmektedir. THY, PW1100G-JM tipi motorlara sahip A320/321NEO uçaklarında motorla ilgili operasyonel sorunların etkisini azaltmak için International Aero Engines (IAE) ile anlaşmalarını revize etmek üzere bir anlaşmaya varmıştır. Beklenenden daha yüksek yakıt fiyatları, beklenenden daha yüksek Asya uçuşları ve rakiplerin daha fazla kapasite ekleyememesi, birim gelirler varsayımlarımız üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Sonuç olarak, 2024 yılında konsolide net satışlarda ABD doları bazında yıllık %10 büyüme bekliyoruz.
- 2024 yılında, artan personel maliyetleri nedeniyle birim giderlerin yıllık bazda %5 artmasını bekliyoruz. 2023 yılında, artan personel maliyetlerine rağmen, birim giderler daha iyi yakıt ortamı sayesinde yatay seyretmiştir. 2024 yılında ise, artan personel maliyetleri nedeniyle birim giderlerin yıllık bazda %5 artmasını bekliyoruz. Personel giderlerinin TL'nin reel olarak değer kazanması, asgari ücretteki son artış ve MENA bölgesinden kokpit personeli için rekabet ile artmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, 2024 yılında FAVÖK marjının 4,0 puan gerilemesini bekliyoruz.
- Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruduk. Hedef fiyatımızı, ağırlıklı olarak faaliyet giderleri tahminlerimizi yukarı çektiğimiz için 530,0 TL'den 515,0 TL'ye düşürdük.

2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmadan paylaşılmıştır.)

Türk Traktör

Bloomberg Kodu	TTRAK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,230.00			
Güncel Fiyat, TL	742.50			
Getiri Potansiyeli	66%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	74,300			
Firma Değeri, mn TL	75,213			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	58,436	68,643	88,185	109,391
FAVÖK, mn TL	13,193	12,672	15,136	18,776
Net Kâr, mn TL	9,342	8,094	10,002	11,621
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-6,553	-3,395	-3,646	-3,296
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	22.6%	18.5%	17.2%	17.2%
Net Marj	16.0%	11.8%	11.3%	10.6%
Temettü Verimi	3.9%	8.5%	9.3%	11.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	167.6%	17.5%	28.5%	24.0%
FAVÖK, y/y	287.3%	-3.9%	19.4%	24.0%
Net Kâr, y/y	214.4%	-13.4%	23.6%	16.2%
Değerleme Verisi				
F/K	5.8	9.2	7.4	6.4
FD/FAVÖK	3.6	5.6	4.7	3.8
FD/Ciro	0.8	1.0	0.8	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-2.6%	-25.6%	-14.0%	11.4%
BİST-100 Relatif	0.9%	-23.5%	-31.4%	-17.7%
AOİH, mn TL	236	264	448	453

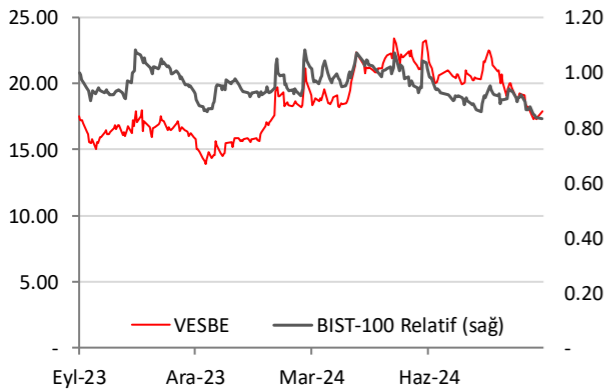


2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- İç talepte 2024 yılında önemli bir düşüş bekliyoruz. 2024 yılında yurt içi traktör pazarının yıllık %19 düşüşle 63 bin adede gerilemesini bekliyoruz. 2022 ve 2023 yıllarında Türk Traktör, faz 4 ve faz 5 tedarik sorunları nedeniyle pazar payını ithalatçılara kaptırdı. 2024 yılında, daha iyi tedarik zinciri koşulları ile pazar payında yıllık 4,5 puan iyileşme bekliyoruz. Sonuç olarak, Türk Traktör'ün yurt içi traktör satış hacminin 2024 yılında yıllık bazda %11 daralmasını bekliyoruz.
- Önemli ihracat pazarları 2024 yılında umut verici görünmüyor. Kuzey Amerika ve Avrupa, Türk Traktör'ün ihracat hacminin %80-85'ini oluşturuyor. Türk Traktör 2023 yılını ihracat hacminde yıllık %6 düşüşle tamamladı. John Deere, Türk Traktör'ün ana ihracat pazarlarında yıllık ~%15 düşüş bekleyen 2024 beklentilerini yayınladı. Türk Traktör'ün ihracat satış hacminde 2024 yılında yıllık bazda %13 düşüş bekliyoruz. 2022 yılında Türk Traktör yeni ihracat ürünlerini piyasaya sürmüştür. Bunların ihracat hacmine katkısının yaklaşık 2 bin adet olacağını düşünüyoruz. Uzun vadede 20-22 bin ihracat satış hacmine ulaşabileceğine inanıyoruz. Yeni modeller sayesinde artan pazar payı, uzun vadeli ihracat tahminlerimiz için yukarı yönlü bir risktir.
- Fiyatlandırma gücünde zayıflama. Türk Traktör, 2023 yılında adet başına ortalama gelirini yıllık bazda %23 oranında reel olarak artırmıştır. Şirket, 2022 ve 2023 yıllarında özellikle iç pazarda daha iyi satış karması, düşük reel faiz oranların yarattığı talep, faiz sübvansiyonları ve tedarik zinciri sorunları nedeniyle adet başına ortalama geliri reel olarak artırmayı başarmıştır. 2024 yılında, daha iyi bulunabilirlik ve enflasyondaki düşüşün talebi azaltmasıyla, adet başına ortalama gelirin reel olarak %2 daralmasını bekliyoruz.
- FAVÖK marjının daralmasını ancak uzun vadeli seviyelerin üzerinde kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Güçlü fiyatlandırma, şirketin 2022 ve 2023 yıllarında brüt marjını artırmaya yardımcı oldu. Ayrıca, döviz kurlarındaki dalgalanma stok karlarını destekledi. 2024 yılında normalleşen piyasa ve makro koşullar altında FAVÖK marjında yıllık bazda 4,1 puan düşüş bekliyoruz.
- Türkiye genelinde çiftçi protestoları. Çiftçiler, artan üretim maliyetlerine karşı araçlar tarafından sunulan düşük ürün fiyatları nedeniyle eylem yapıyor. Bezelye, soğan, buğday, arpa, kavun, karpuz ve domates çiftçilerin dikkat çektiği ürünler. Önceden çiftçiler bir üründen zarar etseler bile bunu diğer ürünlerden elde ettikleri kârla telafi ederlerdi. Ancak 2024 yılında zarar eden ürünler daha geniş bir alana yayılmış gözüküyor.
- Tavsiyemizi Nötr'den Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz. Varsayımlarımızı güncelledik ve tahminlerimizde bazı revizyonlar yaptık. Hedef fiyatımızı 960 TL'den 1.230 TL'ye yükselttik.

Vestel Beyaz Eşya

Bloomberg Kodu	VESBE TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	33.00			
Güncel Fiyat, TL	17.87			
Getiri Potansiyeli	85%			
Halka Açıklık Oranı	19%			
Piyasa Değeri, mn TL	28,592			
Firma Değeri, mn TL	34,639			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	61,070	78,272	99,658	121,638
FAVÖK, mn TL	7,896	7,436	10,962	14,597
Net Kâr, mn TL	4,724	1,055	2,447	4,074
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	4,166	5,205	6,577	8,028
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.7	0.6	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	12.9%	9.5%	11.0%	12.0%
Net Marj	7.7%	1.3%	2.5%	3.3%
Temettü Verimi	1.6%	8.1%	1.8%	4.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	94.6%	28.2%	27.3%	22.1%
FAVÖK, y/y	172.2%	-5.8%	47.4%	33.2%
Net Kâr, y/y	231.7%	-77.7%	131.9%	66.5%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	4.8	27.1	11.7	7.0
FD/FAVÖK	3.4	4.5	3.2	2.5
FD/Ciro	0.4	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-10.9%	-22.6%	2.9%	15.4%
BİST-100 Relatif	-7.7%	-20.3%	-18.0%	-14.7%
AOİH, mn TL	76	120	220	247



2 Eylül 2024 kapanışı itibarıyladır. (Finansallar TMS 29 enflasyon muhasebesi standardına göre paylaşılmıştır.)

- **yurt içi pazarda beklenen zayıflık 2Y24'te Avrupa'daki hafif toparlanmayla dengelenecektir:** 2Y23'teki yüksek baz etkisi ve tüketici harcamalarını kısıtlamayı amaçlayan sıkı para politikası nedeniyle yurt içi MDA6 satışları için daha zayıf bir 2Y öngörüyoruz. Ancak bu durum, Avrupa beyaz eşya pazarının 4Ç21'den 2Ç24'e kadar düşüş göstermesi nedeniyle düşük bir bazdan kaynaklanan uluslararası operasyonlardaki ılımlı bir toparlanma ile dengelenecektir.
- **Ana ortağa olan diğer borçlar:** Şirketin ana ortağı Vestel Elektronik (VESTL) ile olan ticari olmayan bakiyesi 2Ç24'te 2,4 milyar TL'ye ulaşmış olup, bunun 900 milyon TL'si şirketin Temmuz 2024'te ödediği temettü borcudur. Yatırım hattında önemli bir yatırım harcaması planı olmaması ve güçlü nakit üretiminin devam etmesi nedeniyle Net Borç/FAVÖK oranının ileriye dönük olarak defansif seviyelerde kalmasını beklerken, grup içi kredilerdeki olası bir artışın düzeltilmiş net borçta (net borç + net ticari olmayan alacaklar/ilişkili taraflara borçlar) yukarı/aşağı yönlü dalgalanmalara neden olabileceğinin altını çiziyoruz.
- **Uzun vadeli temeller sağlam:** Vestel Beyaz Eşya Türkiye'nin en büyük ikinci ve Avrupa'nın en büyük beşinci beyaz eşya üreticisidir. Şirketi (i) ihracata dayalı iş modeli (1Y24'te toplam satışların %64'ü), (ii) Avrupa pazarına yakınlığı ile Türkiye'de tek çatı altında rekabetçi varlık tabanı ve (iii) güçlü nakit dönüşümüne izin veren nispeten düşük işletme sermayesi yoğunluğu nedeniyle beğeniyoruz.
- **2024 tahminlerimiz:** İç pazardaki durağan yıla karşın uluslararası satışlardaki büyümenin etkisiyle 2024 yılı için Avro bazında %5,5'lik bir gelir artışı öngörüyoruz. Nispeten daha güçlü TL nedeniyle artan TL bağlantılı maliyetlerle %9,5 FAVÖK marjı tahmin ediyoruz. Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı varsayımımız %7'dir. 2024 yılı için 118mn Avro yatırım harcaması öngörüyoruz.
- **Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz:** Hisse senedinin cazip değerlemesi ve uzun vadeli sağlam temelleri nedeniyle Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Şirket şu anda 2024 tahminlerimize göre 5,0x ve 2025 tahminlerimize göre 4,1x Avro bazlı FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

İletişim Bilgileri

Araştırma Ekibimiz

Hakan Aygün

Bankalar, Strateji

hakan.aygun@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9465

Mustafa Küçükmeral, CFA

Gıda ve İçecek, Perakende

mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9460

Ezgi Yılmaz

Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9467

Aytunç Uz

Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri, İlaç

aytunc.uz@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9521

Ömer Faruk Yüksel

Demir & Çelik, Çimento, Yapı Kimyasalları, GYO, Beyaz Eşya

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9531

Yusuf Karagöz

Savunma, Bilgi Teknolojileri, Telekomünikasyon

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
+90 212 334 8816

Doğu Kurnaz

Enerji

dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9509

Serbey Celep

Sigorta

serbey.celep@akyatirim.com.tr
+90 212 334 8824

Uraz Çay

Stratejist (Uluslararası Piyasalar)

uraz.cay@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9461

Göksel Şişmanlar

Veritabanı, Teknik Analiz

goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9466

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır, Raporla yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir, Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir, Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere 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.