

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Endeksin dolar seviyesi konsolidasyon beklentisini artırabilir

Eklenenler: OTKAR, THYAO

Çıkanlar: TOASO, TUPRS, YKBNK

7 Mayıs 2024

AK YATIRIM ARASTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model portföy hisse seçimleri*

Hisse Senedi	12A Hedef Fiyatı (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Portföy Ağırlığı (%)
BIMAS	535.00	28%	13%
KRDMD	44.00	59%	9%
KCHOL	252.00	8%	12%
LKMNH	125.00	43%	10%
MAVI	109.00	15%	10%
OTKAR	830.00	52%	10%
TRGYO	63.00	38%	9%
TCELL	98.50	20%	13%
THYAO	450.00	38%	14%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

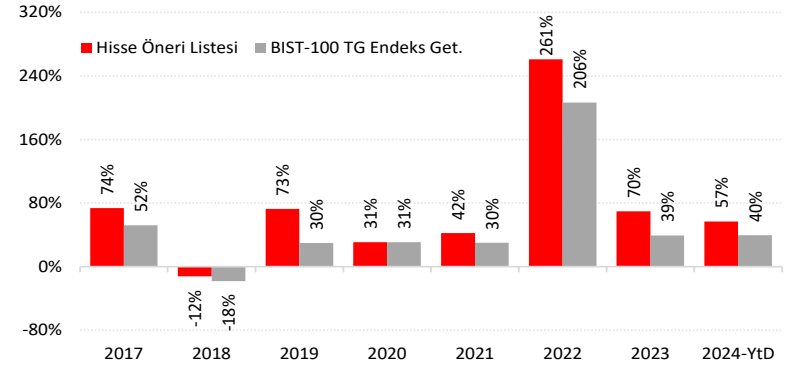
Endeks dolar bazında kritik seviyelerde: BİST-100'ün dolar bazlı getirisi Nisan başından bu yana %12,5; YBG getirisi %26 oldu. Endeksi sürükleyen bankalar da YBG %40 dolar bazlı getiri sağladı. Ralli sonrası BİST-100 dolar endeksi 318 puana ulaştı. Bu seviye endeksin 2015'in ikinci yarısından bu yana gördüğü 325 puan zirvesinin sadece %2 altında bulunuyor. Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi de geçen hafta GOÜ'deki eğilime paralel gerilemenin ardından 292 puana düştü. Ne var ki, 2015 – 2018 arası CDS priminin 160 baz puana kadar gerilediği dikkate alınırsa BİST'in beklentiyi bir miktar önden fiyatlamış olma ihtimali var.

- Ekonomi politikalarına güvenin artması ve kurda istikrarlı seyir Kasım'dan itibaren TL aktiflere dönük ilgiyi belirgin artırdı. TCMB verisi Nisan'ın son iki haftasında yurtdışı yerleşiklerin tahvillerde 0,7 milyar dolarlık net alım ancak hisse senetlerinde 0,3 milyar dolarlık net satış yaptığını gösteriyor. Banka çarpanlarının belirli bir doygunluğa gelmesi, sektör net faiz marjında toparlanmanın ikinci yarıya kalması ve finans dışı şirketlerde enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş finansalların öngörülebilirliği sınırlamış olması gibi faktörler hisse piyasasında ivmenin zayıflamasına neden olabilir.

- Bununla birlikte (i) enflasyonun ana eğiliminde kalıcı düşüş belirginleşinceye kadar faizlerin yüksek seyrini koruyacağı, (ii) kredi maliyetine duyarlı (dayanıklı tüketim, otomotiv, mobilya, konut/İNŞAAT) sektörlerinde ciro artışlarının hız keseceği, (iii) dış kaynak ihtiyacı olan şirketlerde finansman giderlerinin artacağı, (iv) TL'deki reel değerlenme ile özellikle emek yoğun ihracatçı sektörlerde kâr marjlarının daralacağı, (v) ülke risk priminin gerileyeceği; not artışlarının devam edeceği; özellikle mali sektörün yurt dışı borçlanma koşullarının iyileşeceği, (vi) BİST'e orta vadeli yabancı girişlerinin süreceği ve (vii) banka, sigorta, holding, gıda perakendeciliği, gıda/içecek, sağlık hizmetleri, telekom sektörlerinin olumlu ayrışacağı beklentilerinden oluşan baz senaryomuzu koruyoruz.

- Bu araştırma notu ile birlikte kısa vadeli fiyatlamalar ve beklentileri dikkate alarak portföyümüzde değişiklikler yaptık: Bu çerçevede **Otokar** ve **Türk Hava Yollarını** öneri listesine ekleyip **Yapı Kredi Bankası**, **Tüpraş** ve **Tofaş Oto**'yu öneri listesinden çıkarıyoruz.

Model portföy performansı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Strateji: Model Portföy Hisse Değişiklikleri

• **Türk Hava Yolları'nın (i)** küresel tedarik zincirinde yaşanan gelişmelerin kargo operasyonlarına ve **(ii)** bazı rakiplerin GTF motor sorunları ile Asya'da beklenenden hızlı toparlanmanın dış hat operasyonlarına sağlayacağı fırsatlar nedeniyle güçlü bir risk/getiri profiline sahip olduğunu düşünüyoruz. Her ne kadar 2024 yılında FAVÖK'te yıllık düşüş beklessek de, THY'nin güçlü filo genişleme planları nedeniyle FAVÖK tarafında rakibi Pegasus'a kıyasla daha iyi uzun vadeli büyüme sağlayacağını düşünüyoruz.

• **Otokar'ı (i)** artan ve genişleyen jeopolitik endişelerin zırlı araçlar segmentinde şirketin coğrafi genişlemesini hızlandırması, **(ii)** güçlenen bayi ağı ve stratejik iş ilişkileri ile ticari araçlar segmentinde büyüme potansiyeli ve **(iii)** güçlü nakit yaratım kabiliyeti nedeniyle en çok tercih edilen hisseler listemize ekliyoruz.

Diğer taraftan,

• **Tofaş'ın** Stellantis satın alımının 6 ay daha ertelenmesi riskinden olumsuz etkileneceğini düşünüyoruz. Aralık 2023'te Tofaş, Rekabet Kurulu'nun Stellantis Otomotiv'in devralınmasına ilişkin nihai incelemeyi başlattığını duyurmuştu. Önümüzdeki haftalarda bu konuda yeni gelişmeler görmeyi bekliyoruz. Ayrıca yılın ilk çeyreğini güçlü bitiren otomotiv sektörü iç piyasa satışlarında Nisan ile birlikte belirgin bir yavaşlama yaşadı. Mevcut dinamiklerle hisse fiyatını hala cazip bulsak da risk/getiri profilinde zayıflama gördüğümüz için Tofaş'ı öneri listemizden çıkarıyoruz.

• **Tüpraş'ı** sene başından bu yana %50 mutlak, %8 rölatif performansın ardından 2Ç24'ün büyük bölümünde etkili olacak bakım durumu ve son dönemde dizel marjlarındaki zayıflama sebebiyle model portföyümüzden çıkarıyoruz. Tüpraş hedef hisse fiyatımıza yaklaşmış olmakla beraber herhangi bir revizyon için 1Ç24 sonuçlarını görmeyi bekliyoruz.

• **Yapı Kredi Bankası** YBG %65 getiri ile endeksi %20 yendi, buna karşılık son öneri listesi güncellememizden beri endeksin %3 gerisine kaldı. Yapı Kredi'yi 12 aylık getiri beklentisi sınırlı kaldığı ve bankalarda güçlü performans sonrası kâr satışı ihtimali gördüğümüz için öneri listesinden çıkardık. Bankaların 1Ç24 kârları fonlama maliyeti artış ve komisyon gelirlerinin üzerinde artan faaliyet giderleri nedeniyle beklentiye paralel önceki çeyreğin belirgin altında gerçekleşti. Marj baskısının devamı ve karşılık giderinde bir miktar artış riskleri ile birlikte sektörün performansında toparlanmanın ikinci yarıya kalacağını tahmin ediyoruz. Bankalarda yabancı ilgisi güçlü kalmaya devam edebilir. Bununla birlikte sonuçlarını açıklayan bankalarda cari F/DD'nin 1.4'ün ve 2024T F/D'nin 1.0x üzerinde olması, son on yılın bu bankalar için yıllık ağırlıklı ortalama F/DD aralığı (0.4x – 1.2x) dikkate alındığında getiri potansiyelinin sınırlı kalabileceğine işaret ediyor.

Strateji: Hisse Öneri Listesi

Model Portföy Hisse Getirileri

Hisse Senedi	Portföy Ağırlığı (%)	Son Güncelleme İtibarıyla				Portföye Giriş Tarihi İtibarıyla		
		Hisse Fiyatı (TL)*		Getiri (%)		Portföye Giriş Tarihi	Getiri (%)	
		04.04.24	07.05.24	Nominal	Relatif**		Nominal	Relatif**
BIMAS	13%	376.94	416.50	10.5%	-2.3%	02/11/2021	607.3%	-2.3%
KRDMD	7%	21.73	27.70	27.5%	12.7%	19/09/2023	8.3%	-19.6%
KCHOL	10%	201.72	233.42	15.7%	2.3%	16/03/2023	206.6%	50.4%
LKMNH	8%	63.54	86.29	35.8%	20.1%	04/04/2024	35.8%	20.1%
MAVI	10%	74.18	95.28	28.4%	13.6%	06/05/2022	903.7%	128.6%
TOASO	10%	252.07	271.39	7.7%	-4.8%	02/11/2023	16.7%	-14.3%
TRGYO	7%	38.71	45.34	17.1%	3.6%	02/11/2023	30.2%	-4.5%
TUPRS	9%	167.70	200.99	19.9%	6.0%	07/12/2022	258.0%	61.3%
TCELL	13%	70.53	81.85	16.0%	2.6%	21/08/2023	53.2%	13.8%
YKBNK	13%	28.44	31.09	9.3%	-3.3%	16/02/2023	279.5%	77.4%
İlgili Dönem Portföy Getirisi				17,6%	4,0%			
YBG Portföy Getirisi				57,0%	12,4%			

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

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

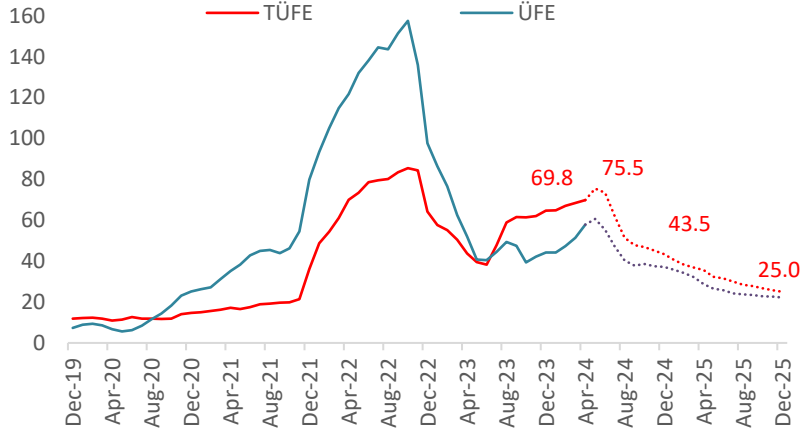
** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

• **Hisse öneri listemiz gösterge endeksi yenmeyi sürdürdü.** Öneri listemizin getirisi en son güncelleme yaptığımız 4 Nisan'dan bu yana %17,6 ile BIST-100 toplam getiri endeksini %4,0 geçti. Böylece öneri listemizin YBG getirisi %57,0 oldu ve gösterge endeksin aynı dönemdeki %39,3'lük getirisini belirgin şekilde geçti. Bu dönemde öneri listesine en büyük katkı listeye geçen ay aldığımız **Lokman Hekim** ile birlikte **Mavi** ve **Kardemir** yaptı. Buna karşılık **Tofaş**, **Yapı Kredi** ve **BİM** portföy getirisini negatif etkileyen hisseler oldular.

• Portföyümüzün 2014 başından bu yana birikimli değeri ise dolar bazında 4,1 katına ulaşarak aynı dönemde dolar bazında yaklaşık %37 değer kazanan BIST-100 toplam getiri endeksini önemli oranda geçti. (Portföy getirilerimiz takip eden dönemde model portföy raporumuzun yayınlanma tarihiindeki fiyat ortalamalarına göre düzeltilmektedir. BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

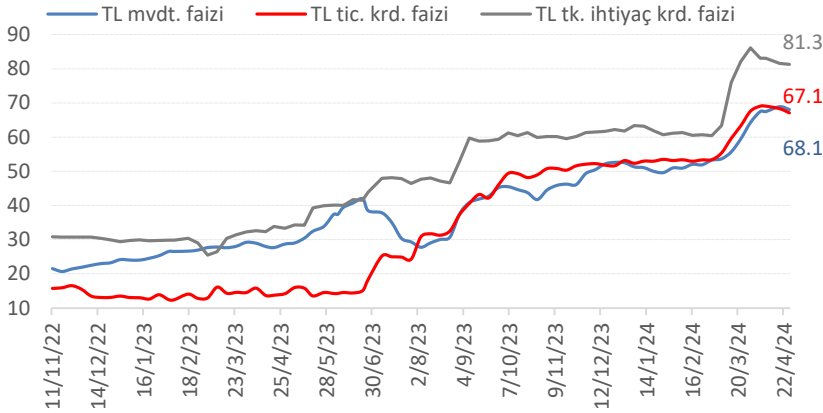
Strateji: Dezenflasyonun makro politika önceliği olmasını bekliyoruz

Enflasyonda düşüş yılın ikinci yarısında görülecek



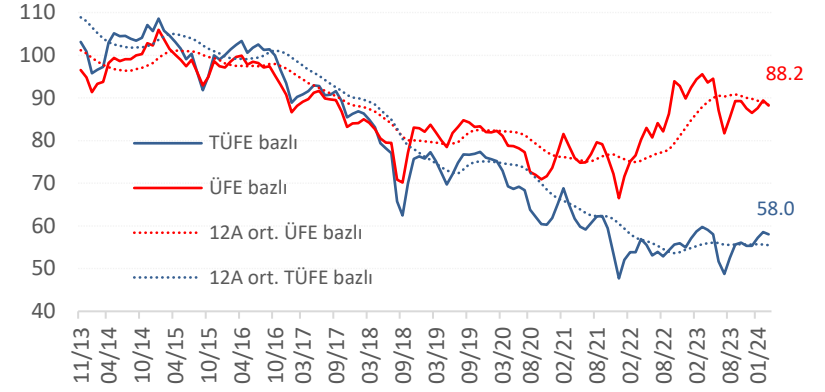
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Piyasa faizleri son politika faizi öncesi yükselişteydi (güncel 26/04 verisi)



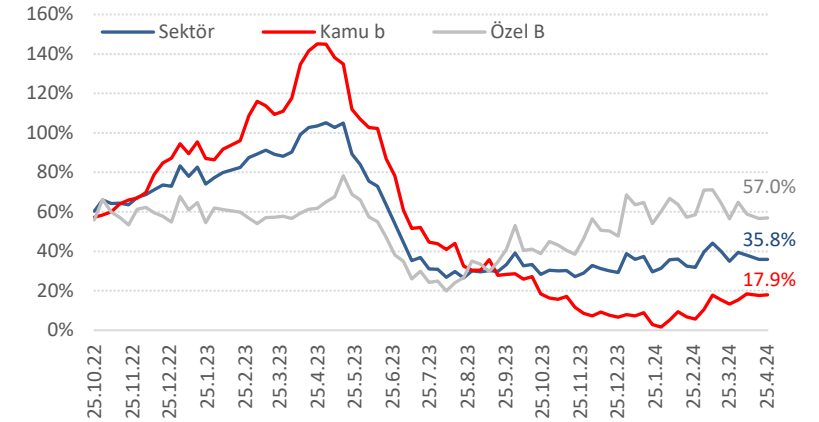
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

TL'de reel değerlenmenin sürmesini bekliyoruz



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

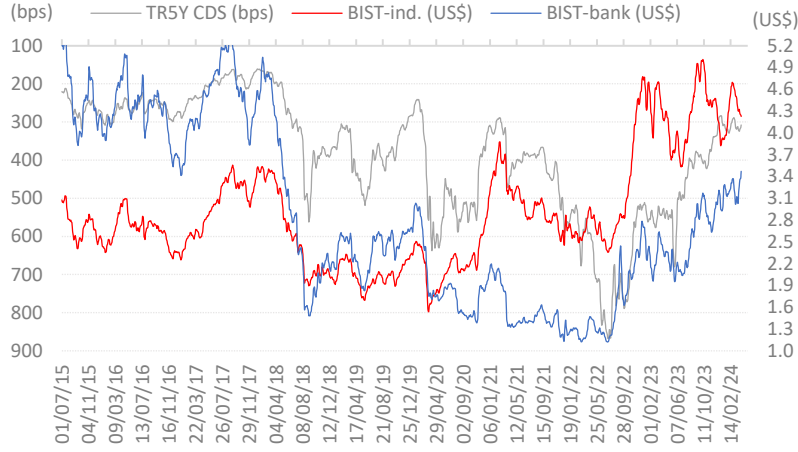
TL kredi artış eğilimi son iki haftada hafifçe düşüş eğiliminde (yıllık.- 13 h)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

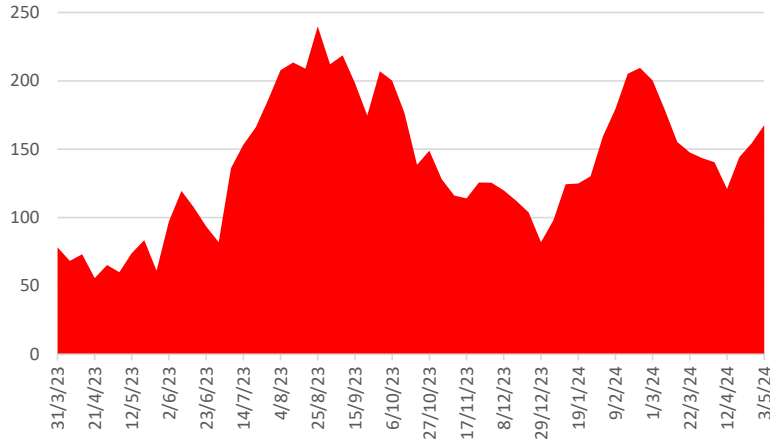
Piyasa Görünümü

CDS'deki gerileme banka hisselerine yaradı



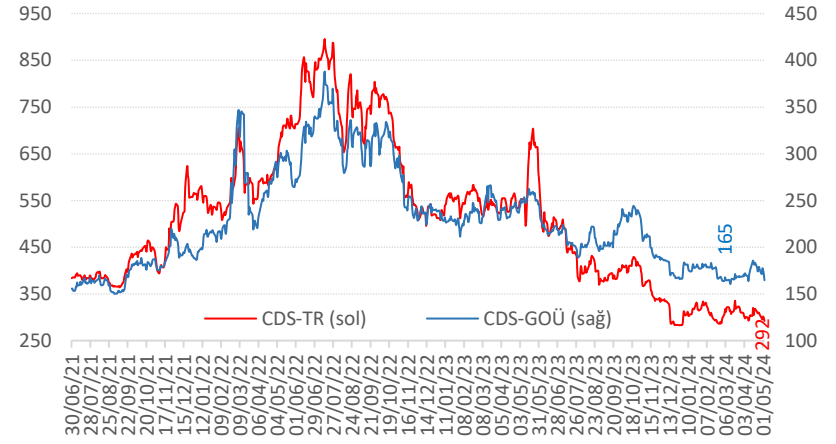
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST ort. günlük işlem hacmi son bir ay hafif arttı (haftalık) (milyar TL)



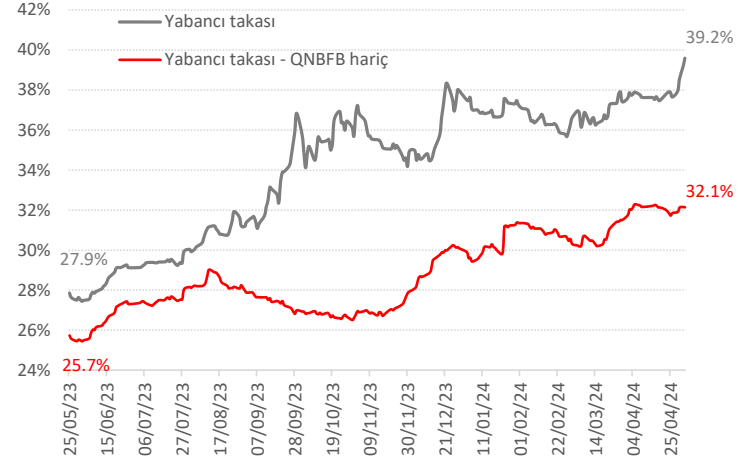
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Türkiye ve GOÜ CDSleri Nisan'da paralel gevşedi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

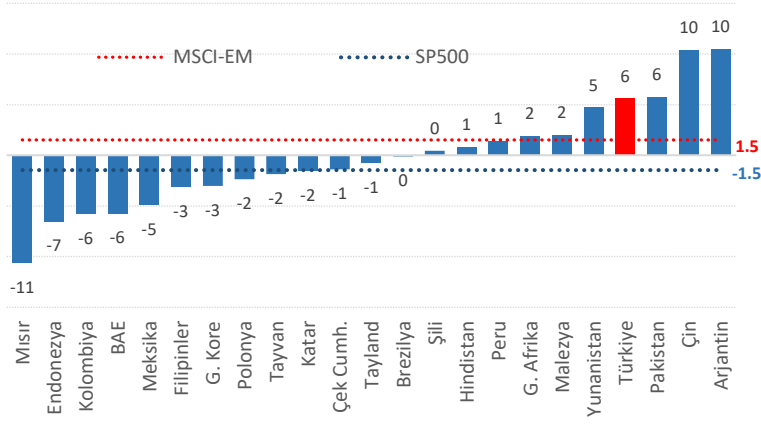
Yabancı payı son bir aydır yatay seyretti



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matriks

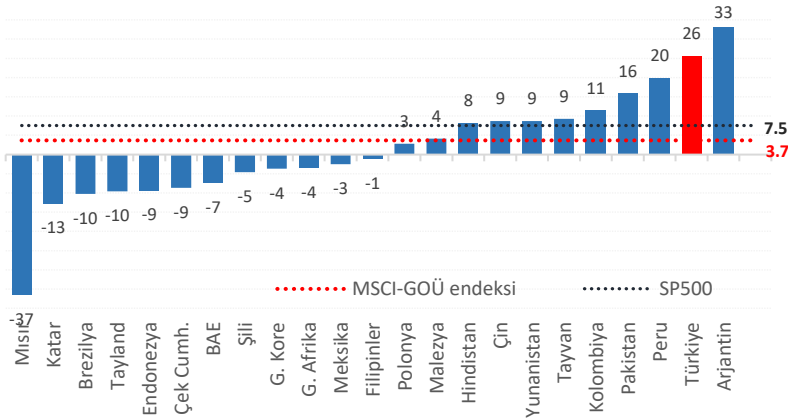
Piyasa Görünümü

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



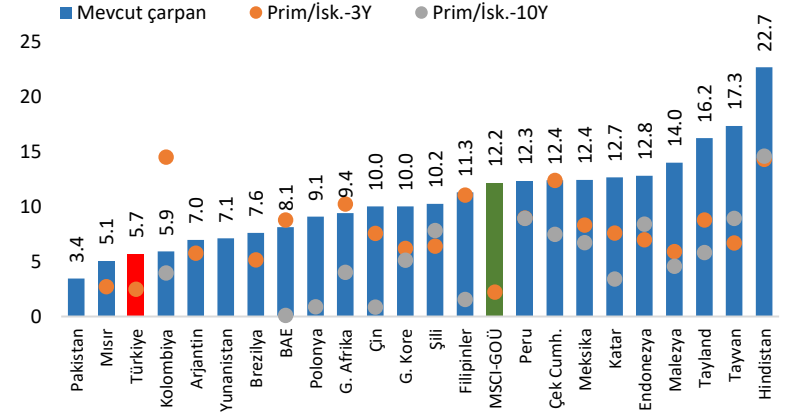
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST'in F/K oranı benzer ülkelere göre iskontolu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

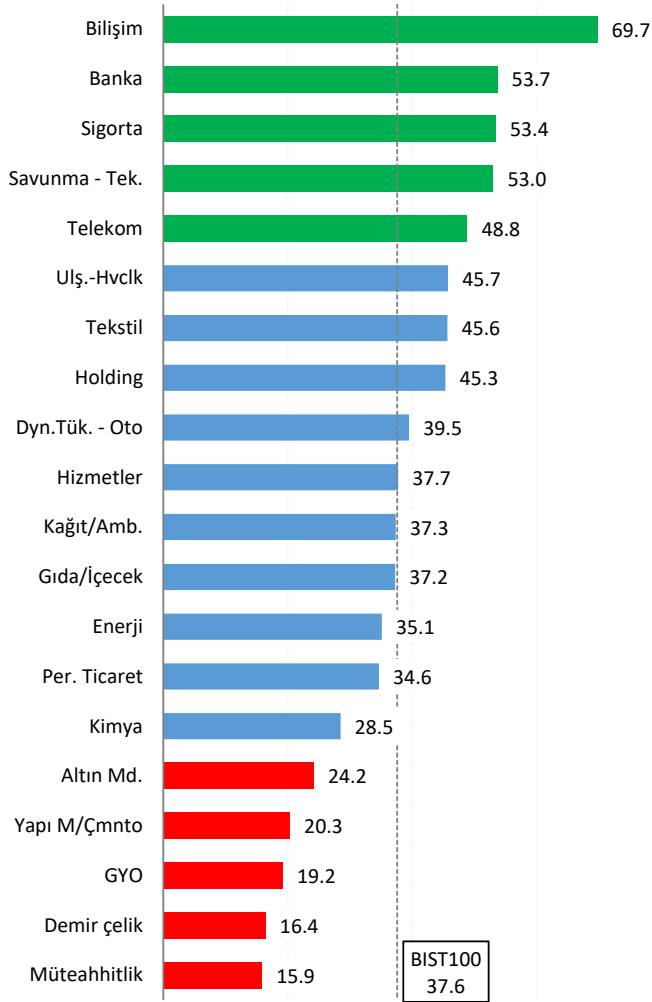
F/K iskontosuz (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



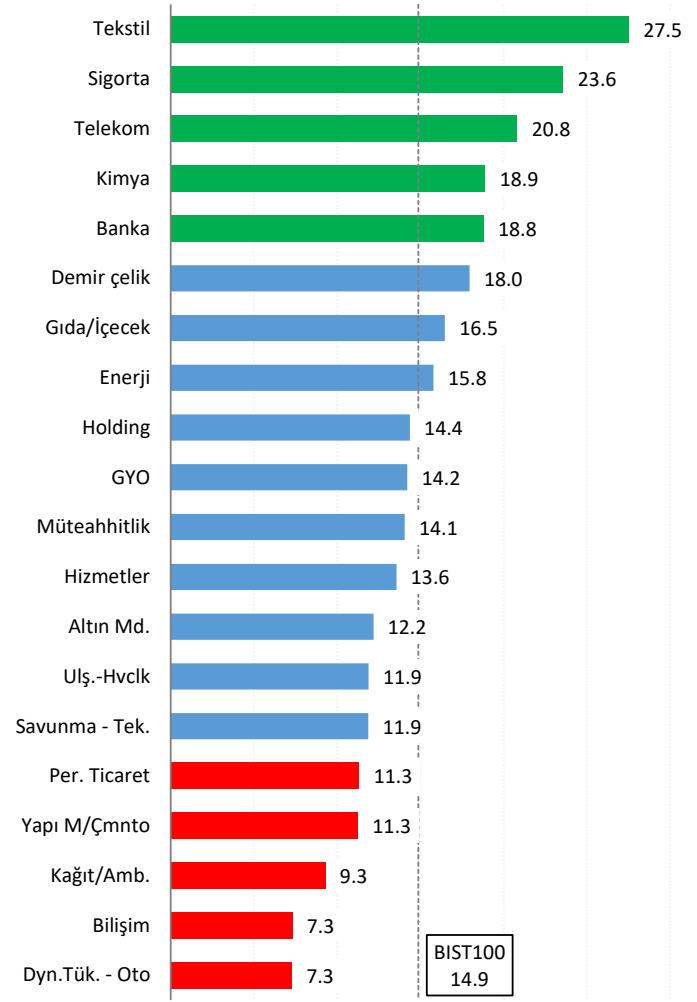
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Sektör Endekslerinde Görünüm

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Sektör endekslerinde son 1 aylık getiriler

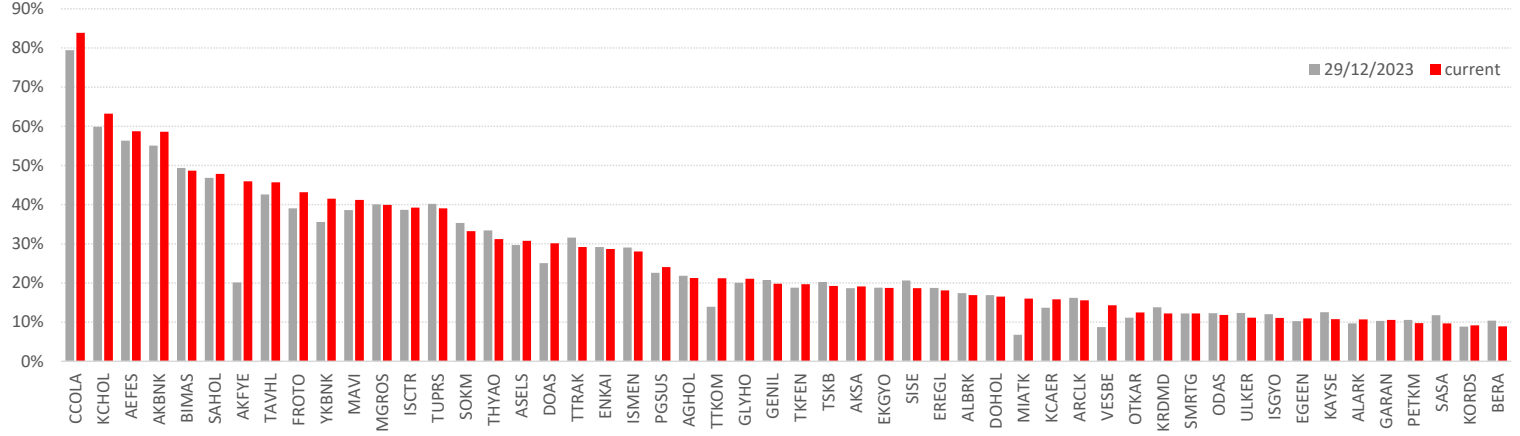


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet

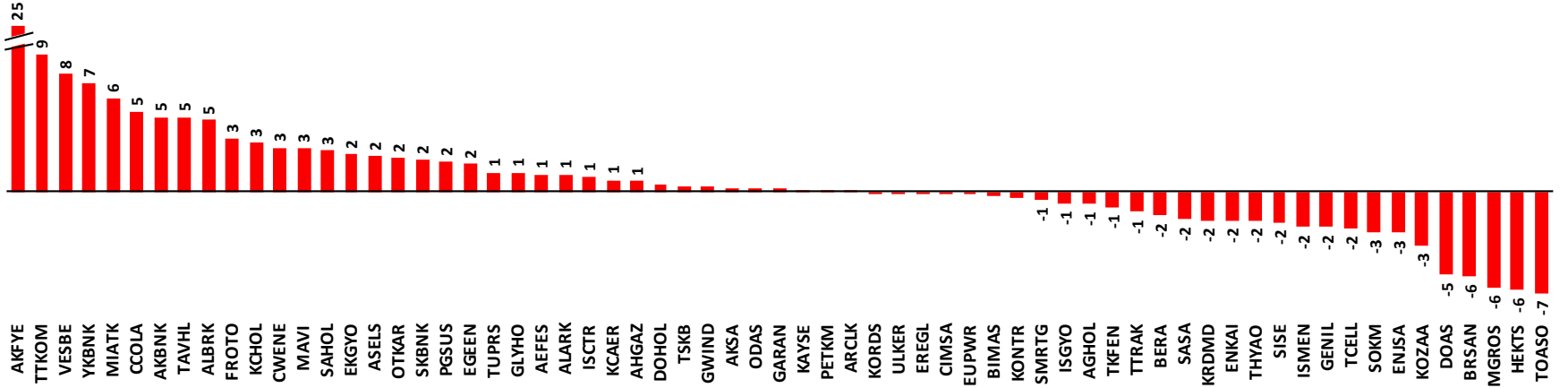
Yabancılar muhtemelen favori hisse senetlerine geri dönecek

Şirketlerde Yabancı Payları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matrics

2023 Sonuna Göre Yabancı Paylarında Değişim (Puan)

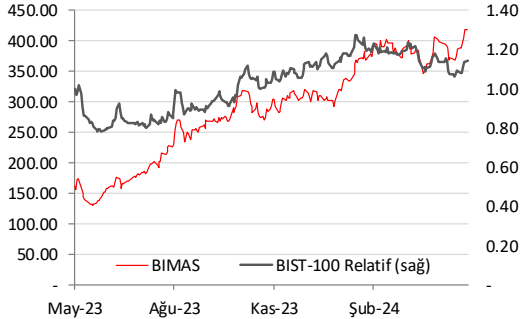


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Matrics

Hisse Önerileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	535.00			
Güncel Fiyat, TL	417.50			
Getiri Potansiyeli	28%			
Halka Açıklık Oranı	60%			
Piyasa Değeri, mn TL	253,506			
Firma Değeri, mn TL	262,357			

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	147,716	266,314	460,755	648,052
FAVÖK, mn TL	11,867	20,675	34,492	48,318
Net Kâr, mn TL	8,157	11,998	20,275	28,758
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	7,717	10,598	16,898	24,714
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.5	0.5	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	8.0%	7.8%	7.5%	7.5%
Net Marj	5.5%	4.5%	4.4%	4.4%
Temettü Verimi	3.0%	1.2%	2.4%	4.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	109.4%	80.3%	73.0%	40.6%
FAVÖK, y/y	83.1%	74.2%	66.8%	40.1%
Net Kâr, y/y	178.2%	47.1%	69.0%	41.8%
Değerleme Verisi				
F/K	7.4	21.1	12.5	8.8
FD/FAVÖK	5.7	12.8	7.8	5.8
FD/Ciro	0.5	1.0	0.6	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	3.1%	10.3%	171.8%	38.8%
BİST-100 Relatif	-3.4%	-4.7%	16.5%	1.0%
AOİH, mn TL	1,450	1,409	1,446	1,335



Yatırım teması:

Gıda perakende sektörünün 2024 yılında güçlü büyüme göstermesini bekliyoruz. Ücret artışlarının talebi canlı tutmaya devam edeceğini ve makro koşulların hızlı tüketim sektörleri için dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla daha destekleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Mevcut makro ortamda tüketimin geleneksel kanaldan modern kanala kaymaya hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Rakiplerine kıyasla güçlü mağaza verimliliği ve kanıtlanmış yönetim şekli ile Türkiye gıda perakende pazarının lideri olan Bim'in sektördeki bu trendlerden faydalanmak için en iyi konumlanmış oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Bim'in 2024 yılında sektörde en yüksek satış büyümesi ve en düşük marj daralmasıyla benzerlerine göre en güçlü düzeltilmiş FAVÖK büyümesi göstereceğini öngörüyoruz. Bim, son 3 yılda toplam ~2.900 net yeni mağaza açarak (deprem nedeniyle 225 mağaza kapanmasına rağmen) ~%10 yıllık bileşik büyüme oranı göstermiştir. Önümüzdeki 2 yılda yıllık +1000 net yeni mağaza açılışı ve +%8 YBBO ile ivmenin devam etmesini bekliyoruz. Yüksek gıda enflasyonu, hızlı mağaza açılış hızı ve nispeten ilk yarıyılı düşük baz etkisi sayesinde Bim'in 2024 yılında yıllık %73 ciro büyümesi göstermesini bekliyoruz. Tahminlerimiz 1Y24'te yıllık bazda %85-90 ve 2Y24'te yıllık bazda +%60 büyümeye işaret ediyor. Yılın ilk yarısında personel maliyetinde ciddi baskıya rağmen 2024 yılında FAVÖK marjında 30 baz puanlık hafif bir daralma bekliyoruz. En büyük maliyet kalemi olan personel giderleri üzerindeki baskı, operasyonel kaldıraç iyileşmesiyle birlikte her çeyrekte azalarak yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha güçlü bir FAVÖK marjına yol açacaktır. Ancak, yılın ilk yarısındaki düşük FAVÖK marjına rağmen, güçlü satış büyümesi ve marjlar üzerindeki düşük baz etkisi nedeniyle (düşük brüt kar marjı ve deprem etkisi) FAVÖK'ün (UFRS 16 etkisi hariç) 1Y24'te yıllık bazda %90, 2024'ün tamamında ise %67 büyüme göstermesini öngörüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

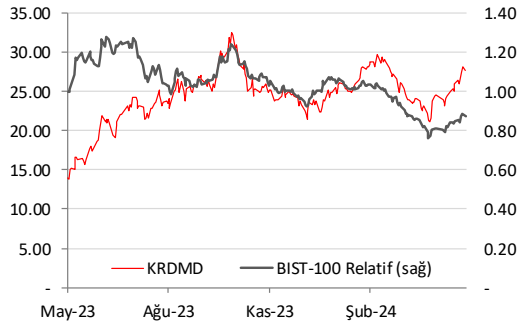
Türkiye'ye ilişkin risk algısının düzelmesi/yabancı sermaye girişi en önemli olumlu katalizör olarak görünüyor.

Değerleme:

Bim 2023 yılındaki güçlü performansına rağmen (endeks rölatif 66%), 12,5x 2024T F/K ile uluslararası benzerlerine göre %25, kendi uzun dönem 5 yıllık tarihsel ortalamalarına ise %15 iskontolu işlem görüyor. Çarpanları bir miktar genişlemiş olmakla birlikte bilanço sonrası (13 Mayıs) revize edeceğimiz mevcut hedef değerimiz 535TL'ye 28% getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yinliyoruz. Rekabet artışı en önemli riskunsuru olarak öne çıkıyor.

Kardemir

Bloomberg Kodu				KRDMD TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				44.00
Güncel Fiyat, TL				27.60
Getiri Potansiyeli				59%
Halka Açıklık Oranı				89%
Piyasa Değeri, mn TL				21,534
Firma Değeri, mn TL				19,786
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	51,621	60,281	65,182	70,166
FAVÖK, mn TL	3,210	9,335	11,354	13,037
Net Kâr, mn TL	1,588	4,048	6,307	8,117
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,555	3,075	1,623	513
Net Borç/FAVÖK	-0.8	0.3	0.1	0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.2%	15.5%	17.4%	18.6%
Net Marj	3.1%	6.7%	9.7%	11.6%
Temettü Verimi	1.0%	2.7%	5.1%	9.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.4%	16.8%	8.1%	7.6%
FAVÖK, y/y	-25.8%	190.8%	21.6%	14.8%
Net Kâr, y/y	-27.0%	154.9%	55.8%	28.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	15.9	7.8	5.0	3.9
FD/FAVÖK	7.0	3.7	2.9	2.5
FD/Ciro	0.4	0.6	0.5	0.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	16.0%	-1.8%	107.7%	16.2%
BİST-100 Relatif	8.6%	-15.2%	-11.0%	-15.5%
AOİH, mn TL	1,524	1,504	2,010	1,470



Yatırım teması:

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

İnşaatla ilgili çelik talebinin 2023 yılında zaten güçlü olması nedeniyle sevkiyatların 2,3 milyon ton seviyesinde gerçekleşmesini ve enerji maliyetlerindeki düşüş ve nihai mamul fiyatlarındaki toparlanma sayesinde 2024 yılında 120 ABD\$/t (y/y: +%7) ton başına nominal FAVÖK elde edilmesini bekliyoruz. Çin ve Avrupa çelik talebinde olası bir toparlanma ve 2024 yılında çelik ithalatına yönelik koruma önlemlerinin yerli çelik üreticileri üzerindeki fiyat baskılarını hafifletmesini bekliyoruz. Jeopolitik gerilimler hammadde teslimat süreleri, girdi maliyetleri ve nihai çelik mamul fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabileceğinden arz güvenliği kilit bir konu olabilir. Kardemir, 2022 rakamlarına göre cevher tedarikinin %65'ini ve kömür tedarikinin yaklaşık %10'unu yurt içinden karşıladığı için hammadde tedarik güvenliği konusunda rekabet avantajına sahip konumdadır.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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

Değerleme:

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

Koç Holding

Bloomberg Kodu				KCHOL TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				252.00
Güncel Fiyat, TL				234.40
Getiri Potansiyeli				8%
Halka Açıklık Oranı				22%
Piyasa Değeri, mn TL				594,415
Firma Değeri, mn TL				690,321

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

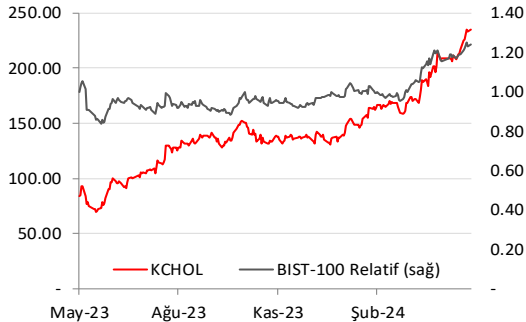
Borçluluk	2022	2023	2024T	2025T
Net Borç, mn TL	45,164	11,567	-32,166	-103,878
Net Borç/FAVÖK	0.3	n.m.	-0.1	-0.3

Kârlılık	2022	2023	2024T	2025T
FAVÖK Marjı	18.4%	n.a.	14.9%	16.1%
Net Marj	7.7%	n.a.	6.5%	6.8%
Temettü Verimi	2.0%	0.7%	1.9%	2.2%

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T
Ciro, y/y	160.1%	n.m.	n.m.	25.1%
FAVÖK, y/y	218.5%	n.m.	n.m.	35.2%
Net Kâr, y/y	359.5%	60.8%	4.2%	31.5%

Değerleme Verisi	2022	2023	2024T	2025T
F/K	1.6	5.3	5.1	3.9
FD/FAVÖK	1.4	n.a.	2.8	2.2
FD/Ciro	0.3	n.a.	0.4	0.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.4%	42.7%	221.6%	71.7%
BİST-100 Relatif	2.4%	23.3%	37.8%	24.9%
AOİH, mn TL	3,120	2,821	2,731	2,746



Yatırım teması:

Net Aktif Değeri'ne iskontosuz, toplam kombine gelirlerinin %50'sine denk gelen yüksek yurt dışı ve döviz bazlı gelir getiren iştirakleri, sektörel ve döngüsel olarak çeşitlendirilmiş portföy yapısı, holding seviyesinde yaklaşık 850 milyon USD'lik güçlü nakit pozisyonu.

Son dönemdeki satın alma ve varlık satışları... Koç Holding sağlık sektöründeki büyüme fırsatlarını değerlendirmek amacıyla, Antalya'da «Anatolia Hospital» markasıyla hastane işleten Kemer Medical Center'ın %80 hissesini 83 milyon EUR bedel ile satın aldı. Öte yandan, Koç Holding, Tat Gıda'nın %43,65'ini 72 milyon USD bedelle Memişoğlu Tarım'a sattı.

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

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

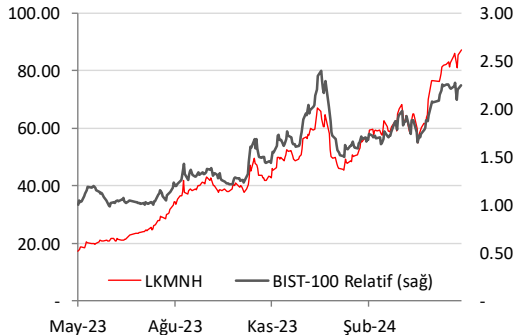
Arçelik'in Avrupa'da Whirlpool ile yaptığı anlaşma sonrası yaratılacak sinerji, akaryakıt ürün marjlarının beklenenden uzun süre yüksek seviyede kalması ve yaklaşık 850 milyon USD'ye çıkan solo net nakit pozisyonu göz önüne alındığında, önümüzdeki dönemde Koç Holding bünyesinde açıklanabilecek yeni yatırım planları hisse performansını olumlu etkileyebilir. Ayrıca, BİST'te yabancı ilgisinin artması durumunda Koç Holding'in de bundan en olumlu etkilenebilecek şirketlerden birisi olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme:

Koç Holding cari net aktif değerine göre %18 iskonto ile işlem görürken son 2 yıllık tarihi iskonto %31, son 5 yıllık ortalama ise %24 seviyesindedir. Mevcut değerlememizde hedef holding iskontosunu %20 olarak uyguluyoruz. Ancak, yabancı yatırımcı ilgisinin yüksek olduğu dönemlerde Koç Holding'in NAD'ne daha düşük iskonto ya da primle işlem gördüğü zamanlar olmuştu. Koç Holding için değerlememizi iştiraklerin hedef fiyat ve tahminlerinde TMS29 paralelindeki güncelleme sonrası gözden geçireceğiz.

Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	125.00
Güncel Fiyat, TL	87.25
Getiri Potansiyeli	43%
Halka Açıklık Oranı	66%
Piyasa Değeri, mn TL	3,141
Firma Değeri, mn TL	3,694

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar - TMS29 Düzeltilmiş				
Ciro, mn TL	1,896	3,401	4,636	5,536
FAVÖK, mn TL	359	679	974	1,163
Net Kâr, mn TL	322	534	542	597
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	490	724	583	240
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.1	0.6	0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.0%	20.0%	21.0%	21.0%
Net Marj	17.0%	15.7%	11.7%	10.8%
Temettü Verimi	1.4%	1.6%	2.3%	3.0%
Reel Büyüme - TMS29 Düzeltilmiş				
Ciro, y/y	14.3%	25.0%	9.1%	4.8%
FAVÖK, y/y	18.7%	31.8%	14.7%	4.8%
Net Kâr, y/y	1.7%	15.4%	-18.7%	-3.4%
Değerleme Verisi				
F/K	3.7	5.9	5.8	5.3
FD/FAVÖK	4.8	5.8	3.9	3.0
FD/Ciro	0.9	1.2	0.8	0.6
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	24.3%	57.2%	402.2%	34.9%
AOİH, mn TL	16.4%	35.8%	115.2%	-1.9%
	54	50	34	47



Yatırım teması:

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

Yönetim, 2024'te enflasyon düzeltilmesi olmadan %20 FAVÖK marjı ile 2,85 milyar TL net satış beklemektedir (2023 net satışlar: 1,55 milyar TL, FAVÖK marjı 19%). Bu beklenti nominal olarak %84'lük güçlü bir büyüme anlamına gelmektedir. TMS-29 enflasyon muhasebesi düzeltilmesiyle, yönetim %20 FAVÖK marjı ile yıllık %25 reel net satış büyümesi beklemektedir. MLP'nin 2024 için net satış beklentisinin %5-10 reel net satış büyümesi ve FAVÖK marjında yata veya hafif düşüş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Lokman Hekim'in 2024'te daha iyi bir kar momentumu yakalayabileceğini düşünüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

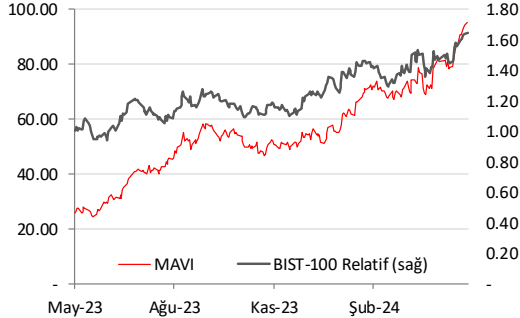
Afilasyon potansiyeli. Yönetim, Etik ve Akay Hastaneleri için afiliyon almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

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

Değerleme:

Lokman Hekim'i değerlemek için İNA yöntemi kullanıyoruz.

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	109.00			
Güncel Fiyat, TL	95.00			
Getiri Potansiyeli	15%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	37,739			
Firma Değeri, mn TL	35,493			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	20,209	32,915	44,271	54,119
FAVÖK, mn TL	4,870	7,354	9,579	11,531
Net Kâr, mn TL	2,887	4,358	5,835	6,932
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,586	-3,126	-5,494	-7,385
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.1%	22.3%	21.6%	21.3%
Net Marj	14.3%	13.2%	13.2%	12.8%
Temettü Verimi	2.7%	2.2%	3.5%	7.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	90.8%	62.9%	34.5%	22.2%
FAVÖK, y/y	96.3%	51.0%	30.3%	20.4%
Net Kâr, y/y	100.6%	51.0%	33.9%	18.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.5	8.7	6.5	5.4
FD/FAVÖK	2.8	4.7	3.4	2.7
FD/Ciro	0.7	1.1	0.7	0.6
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	19.9%	31.3%	288.4%	66.8%
BİST-100 Relatif	12.4%	13.4%	66.5%	21.3%
AOİH, mn TL	351	319	263	311



Yatırım teması:

Mavi yüksek baz etkilerine rağmen 2023 yılında da etkileyici sonuçlar elde etmeye devam etti. Son 2 yılda perakende sektöründe en yüksek satış büyümesinin yanı sıra en yüksek marj genişlemesi ile rekor yüksek tarihsel marjlara ulaştı. Yüksek talep sayesinde güçlü hacim büyümeleri ve güçlü fiyatlama, rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımı ve online operasyonların büyümeye devam etmesi ana itici güçler oldu. 2024 yılında, makro sıkılaşma nedeniyle tüketimin yavaşlamasına rağmen, özellikle yılın ilk yarısında ücret artışlarıyla desteklenen güçlü talebin desteğiyle görece güçlü bir satış büyümesi bekliyoruz. Makro koşulların dayanaklı tüketim sektörlerinde baskı yaratması muhtemel olmakla birlikte küçük sepet büyüklüğü ve güçlü ücret artışları nedeniyle makro şartların giyim perakende sektörü üzerindeki etkisinin sınırlı olacağını düşünüyoruz. Mevcut makro koşullarda tüketimin geleneksel kanallardan modern kanallara kaymaya hızlanarak devam etmesini bekliyoruz. Mavi'nin, güçlü rekabet avantajları, müşteriler için güçlü değer önerisi, güçlü bilançosu ve kanıtlanmış yönetim anlayışıyla pazar payını önümüzdeki dönemde de arttırmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Marj daralması yaşayan perakende oyuncularının aksine, Mavi'nin FAVÖK marjı 2023 yılında yıllık 60 baz puan artışla %24,1 gibi rekor bir seviyeye ulaştı. Ancak, 2024'ün ilk yarısında personel maliyet baskısı ve yılın ikinci yarısında brüt marj baskısı nedeniyle 2024 yılının tamamında marjlarda hafif bir daralma bekliyoruz. Şirket, 2024 yılında %70 (+5%) satış büyümesi, TFRS 16 öncesi 20% (+50bps), TFRS 16 sonrası %23,5 (+50bps) FAVÖK marjı öngörüyor. Mevcut tahminlerimizi Şirket'in öngörülerimizden daha güçlü olan yeni beklentileri ve revize olan makro tahminlerimiz ışığında güncelleyeceğiz.

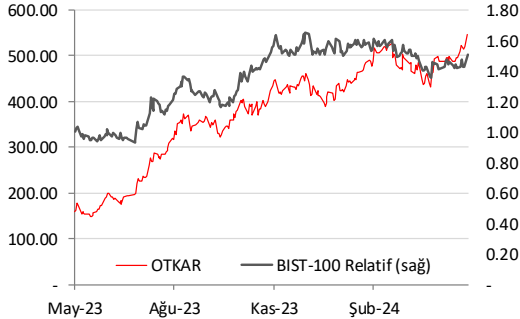
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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

Değerleme:

Mevcut hedef değeri mi 109TL'ye %15 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Tahminlerimizde yukarı yönlü revizyonun hedef değerimizi ve getiri potansiyeline yukarı çekeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, perakende evreninde en cazip değerlemeyi sunduğunu düşünüyoruz. MAVI, gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerinin 12,5x 2024T F/K ve 6,5x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarına kıyasla 8,7x 2024T F/K ve 4,7x 2024T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %30 iskontoya işaret etmektedir.

Bloomberg Kodu	OTKAR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	830.00			
Güncel Fiyat, TL	546.00			
Getiri Potansiyeli	52%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	65,520			
Firma Değeri, mn TL	74,817			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	23,010	35,764	46,875	57,832
FAVÖK, mn TL	3,750	6,880	10,109	12,729
Net Kâr, mn TL	2,108	5,471	8,801	12,115
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	7,845	8,932	10,100
Net Borç/FAVÖK	2.5	1.1	0.9	0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.3%	19.2%	21.6%	22.0%
Net Marj	9.2%	15.3%	18.8%	20.9%
Temettü Verimi	-	1.1%	4.2%	8.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	139.6%	55.4%	31.1%	23.4%
FAVÖK, y/y	201.6%	83.5%	46.9%	25.9%
Net Kâr, y/y	70.1%	159.5%	60.9%	37.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	16.0	12.0	7.4	5.4
FD/FAVÖK	11.5	10.7	7.4	5.9
FD/Ciro	1.9	2.1	1.6	1.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.0%	12.1%	254.4%	30.1%
BİST-100 Relatif	4.0%	-3.2%	51.9%	-5.3%
AOİH, mn TL	175	209	215	183



Yatırım teması:

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

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

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

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

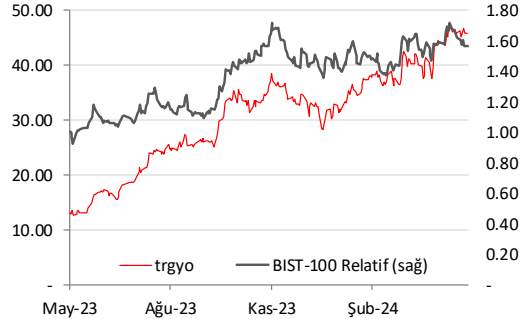
Yeni proje eklemeleri ve/veya aylık OSD verileri hisse senedi için bir katalizör olabilir.

Değerleme:

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

Torunlar GYO

Bloomberg Kodu				TRGYO TL
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				63.00
Güncel Fiyat, TL				45.70
Getiri Potansiyeli				38%
Halka Açıklık Oranı				21%
Piyasa Değeri, mn TL				45,700
Firma Değeri, mn TL				49,954
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,971	6,749	12,031	15,275
FAVÖK, mn TL	3,371	4,862	8,569	10,992
Net Kâr, mn TL	12,639	25,583	29,096	28,876
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	91	-1,500	-7,000	-15,000
Net Borç/FAVÖK	0.0	-0.3	-0.8	-1.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	67.8%	72.0%	71.2%	72.0%
Net Marj	254.3%	379.1%	241.9%	189.0%
Temettü Verimi	0.9%	2.3%	4.0%	5.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	86.7%	35.8%	78.3%	27.0%
FAVÖK, y/y	85.4%	44.2%	76.2%	28.3%
Net Kâr, y/y	-31.4%	102.4%	13.7%	-0.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	1.8	1.8	1.6	1.6
FD/FAVÖK	8.0	9.9	5.0	2.8
FD/Ciro	5.4	7.2	3.6	2.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.7%	20.3%	236.2%	44.2%
BİST-100 Relatif	-1.0%	3.9%	44.1%	4.9%
AOİH, mn TL	156	132	99	121



Yatırım teması:

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

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

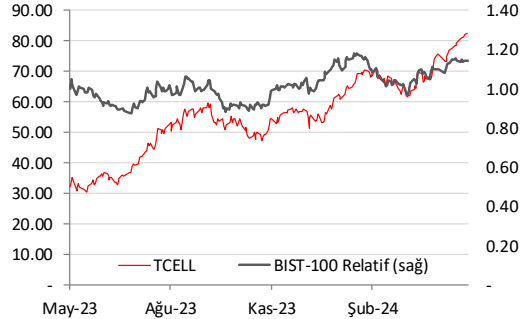
Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

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

Değerleme:

Değerlememizde kullandığımız hedef NAD iskontosunu %30'da tutarken; kaldıraçsız bilanço, güçlü tekrarlayan gelir tabanı ve birinci sınıf varlık portföyünün daha düşük bir iskonto hak ettiğine inanıyor ve Torun Tower satışının ekspertiz değerinin yalnızca %6,5 altında bir değere gerçekleşmiş olmasının bu inancımızı desteklediğini düşünüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 63 TL, tavsiyemiz "Endeks Üzerinde Getiri"dir. Hisse NAD hesaplamalarımıza göre 0,63x PD/NAD çarpanıyla işlem görmektedir.

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	98,50			
Güncel Fiyat, TL	82,25			
Getiri Potansiyeli	20%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	180,950			
Firma Değeri, mn TL	207,666			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	93,968	150,978	199,046	237,349
FAVÖK, mn TL	40,300	62,354	83,002	99,330
Net Kâr, mn TL	18,245	27,084	35,768	44,259
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	25,236	42,209	50,417	56,884
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.7	0.6	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	42.9%	41.3%	41.7%	41.9%
Net Marj	19.4%	17.9%	18.0%	18.6%
Temettü Verimi	2.3%	3.5%	3.7%	4.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	74.4%	60.7%	31.8%	19.2%
FAVÖK, y/y	81.9%	54.7%	33.1%	19.7%
Net Kâr, y/y	65.1%	48.4%	32.1%	23.7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.3	6.7	5.1	4.1
FD/FAVÖK	3.1	3.6	2.8	2.4
FD/Ciro	1.3	1.5	1.2	1.0
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	11.1%	18.6%	167.0%	46.6%
BİST-100 Relatif	4.1%	2.5%	14.4%	6.7%
AOİH, mn TL	2,083	2,037	1,959	2,072



Yatırım teması:

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

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

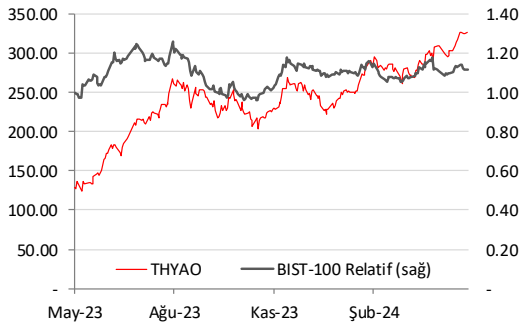
Turkcell'in bünyesinde Süper Online (fiber), Global Tower, Paycell gibi çok sayıda değerli şirket var. Bu varlıkların halka arz veya başka bir stratejik ortaklık yoluyla değerlendirilmesinin Turkcell için değer yaratacağını düşünüyoruz. Dijital hizmetler ve tecfin iş kollarının Turkcell'in dönüşümünde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

Değerleme:

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

Türk Hava Yolları

Bloomberg Kodu	THYAO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	450.00			
Güncel Fiyat, TL	326.00			
Getiri Potansiyeli	38%			
Halka Açıklık Oranı	50%			
Piyasa Değeri, mn TL	449,880			
Firma Değeri, mn TL	666,131			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	504,398	732,864	874,749	1,032,156
FAVÖK, mn TL	115,397	148,083	176,099	206,750
Net Kâr, mn TL	163,003	82,301	92,586	107,241
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	242,746	338,531	350,152	347,816
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.3	2.0	1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	22.9%	20.2%	20.1%	20.0%
Net Marj	32.3%	11.2%	10.6%	10.4%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	62.1%	45.3%	19.4%	18.0%
FAVÖK, y/y	46.7%	28.3%	18.9%	17.4%
Net Kâr, y/y	243.7%	-49.5%	12.5%	15.8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	1.6	5.5	4.9	4.2
FD/FAVÖK	4.2	5.1	4.4	3.7
FD/Ciro	1.0	1.0	0.9	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.1%	12.0%	159.8%	42.6%
BİST-100 Relatif	-0.6%	-3.2%	11.3%	3.8%
AOİH, mn TL	11,913	11,164	9,550	10,479



Yatırım teması:

THY'yi beğenmemizin sebepleri: 1) 2024'te güçlü turizm beklentileri, 2) tedarik zinciri sorunları nedeniyle kargo gelirleri ve marjları üzerinde yukarı yönlü riskler, 3) GTF motor sorunları nedeniyle bilet fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskler, 4) beklenenden daha yüksek Asya riskinden kaynaklanan yukarı yönlü riskler, 5) THY'nin güçlü filo genişleme planlarından kaynaklanan uzun vadeli büyüme beklentileri, 6) AJet ve Turkish Cargo iştiraklerinde potansiyel yeniden yapılanma.

2023'te birim gelirler güçlü bir yılın ardından yıllık %4 arttı. Birim gelirler 9A23'te olumlu rota bileşimi ve güçlü talep ile yüksek seyretti. 4Ç23'te, pandemide gerçekleştirilemeyen seyahatlerini azalmasıyla birim gelirler yıllık %4 daraldı. 2024'te birim gelirlerin yıllık %8 daralacağını öngörüyoruz. 2023'te, bazı havayolları GTF motor sorunları nedeniyle filolarının önemli bir kısmını yere indirme kararı aldı. Bu sorunun 2024 yılında da devam etmesi bekleniyor. Beklenenden daha yüksek yakıt fiyatları, Asya'ya beklenenden daha fazla uçuş (IATA 2024 yılında Asya trafiğinde yıllık ~%20 artış bekliyor) ve rakiplerin kapasite artırılmaması birim gelir varsayımlarımız için yukarı yönlü risk oluşturuyor.

Personel maliyetlerindeki baskıya rağmen yakıt maliyetlerindeki düşüşle birim giderler 2023'te yıllık yatay kaldı. 2024'te, düşük yakıt fiyatları ve artan yakıt verimliliği ile daralacak birim yakıt gideri sayesinde birim giderlerin yıllık %4 daralmasını bekliyoruz. 2024'te personel giderlerinin TL'nin reel olarak değer kazanması, asgari ücretteki son artış ve Ortadoğu bölgesinden kokpit personeli için artan rekabet ile yükselmesini bekliyoruz. 2024'te FAVÖK marjının 2.5 puan gerilemesini bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

THY, AJet'in lisanslama sürecini tamamladı. Halihazırda Turkish Cargo ve AJet şirketleri THY iştirakleri olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Bu iki şirketle ilgili bir birleşme veya halka arz yoluyla yeni bir kurumsal yapı THY'nin hisse fiyatı için bir katalizör olabilir.

Değerleme:

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

İletişim Bilgileri

AK Yatırım Araştırma Ekibi

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

AKYatırım

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

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2023