

OYAK YATIRIM

STRATEJİ VE HİSSE ÖNERİLERİ

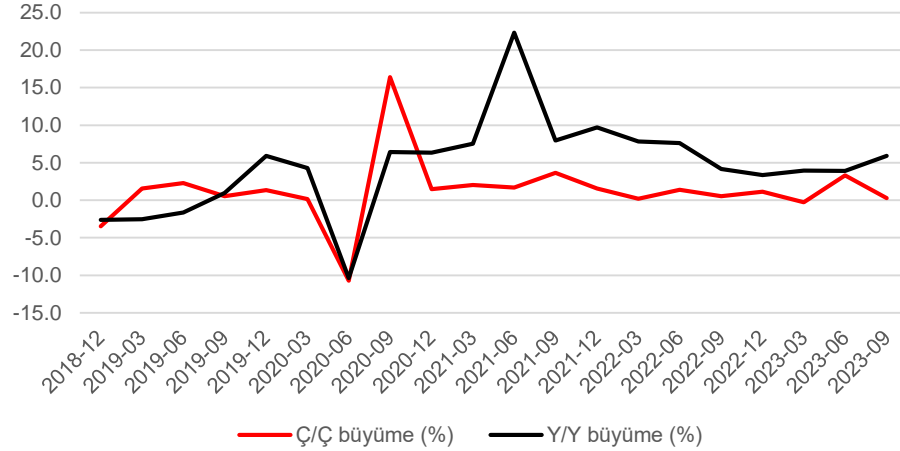
16 Ocak 2024

- Makroekonomik Analiz ve Görünüm - (s.3)
- BİST Strateji - (s.22)
- Sektör Görünümü - (s.29)
- Model Portföy - (s.40)
- Değerleme - (s.57)

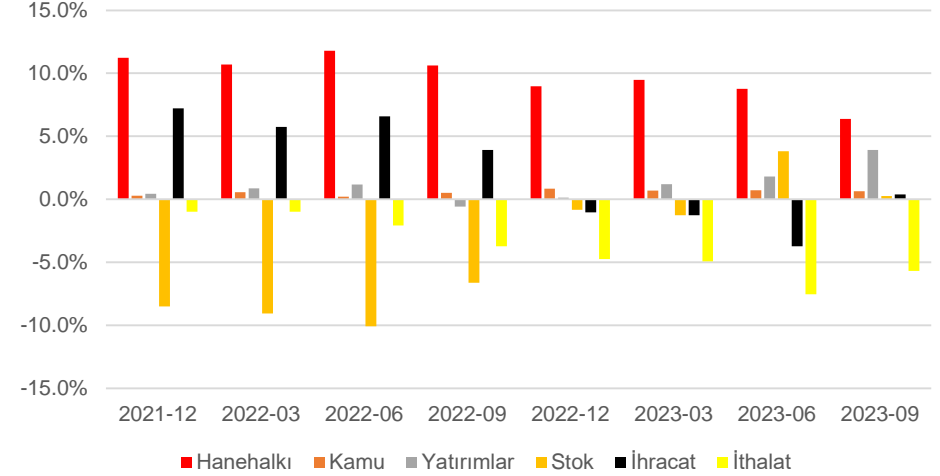


Belgenin ilerleyen sayfalarında yer alan tablo ve grafikler TCMB, TÜİK, Turkey Data Monitor, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Bloomberg, MSCI, Refinitiv Eikon ve OYAK YATIRIM verileri kullanılarak oluşturulmuştur

GSYH Büyümesi (%)

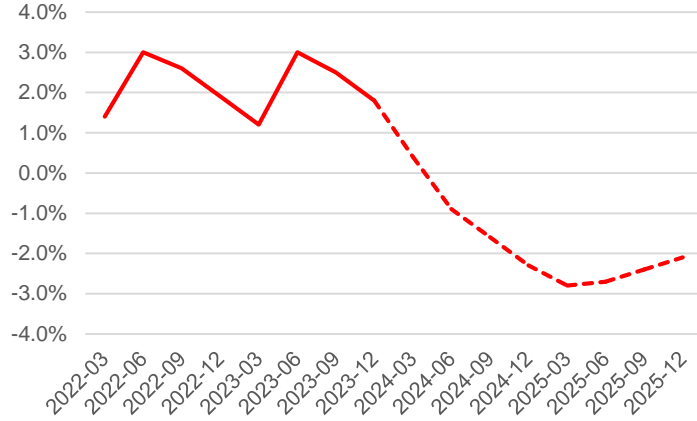


GSYH Bileşenleri Büyümesi (y/y)

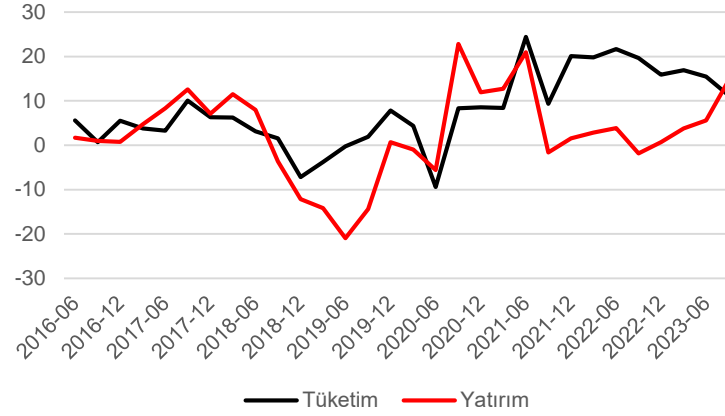


- Türkiye ekonomisi, küresel talebin güçlü olduğu 2021-2022 yıllarında dış talebin de katkısıyla yüksek büyüme oranlarını yakaladı. Fakat 3Ç22'den itibaren, zaten yüksek olan enflasyon ortamında aşırı gevşek para politikasının tüketici kredisi büyümesini hızla artırması, erken emeklilik yasası ve asgari ücretteki artışın tüketimi teşvik etmesiyle büyüme kompozisyonu değişerek tamamen iç tüketime dayalı olmaya başladı.
- Yüksek kredi büyümesi ve düşük faizlere rağmen, yatırımlardan gelen katkı 2022 yılında negatif iken, düşük baz ve ekonomi yönetimindeki değişikliklerle beraber uzun vadeli beklentilerdeki iyileşme sayesinde 2023 yılında pozitifte döndü.
- Yılın ilk yarısında %3,9 olan GSYH büyümesi, üçüncü çeyrekte %5,9 olarak gerçekleşirken, çeyreklik bazda büyüme %0,3 oldu. 3Ç23'te büyümeye en büyük katkı 6,4 puanlık katkı ile yıllık bazda %11,2 büyüyen özel tüketimden gelirken, 1Ç21'den bu yana ilk kez yatırım büyümesi tüketim büyümesini aştı.
- GSYH'nin 4Ç'de %3,3'e yavaşlamasını, yıllık büyümenin ise 2023'te %4,3 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Parasal sıkılaştırma nedeniyle tüketim büyümesinin neredeyse sıfıra inmesi ve "bayram ve köprü günlerinin" büyümeyi baskılaması nedeniyle 2024'te kayda değer bir yavaşlama bekliyoruz. Diğer taraftan, deprem bölgesinin yeniden inşası sayesinde inşaat sektörü güçlü kalmaya devam edecektir.

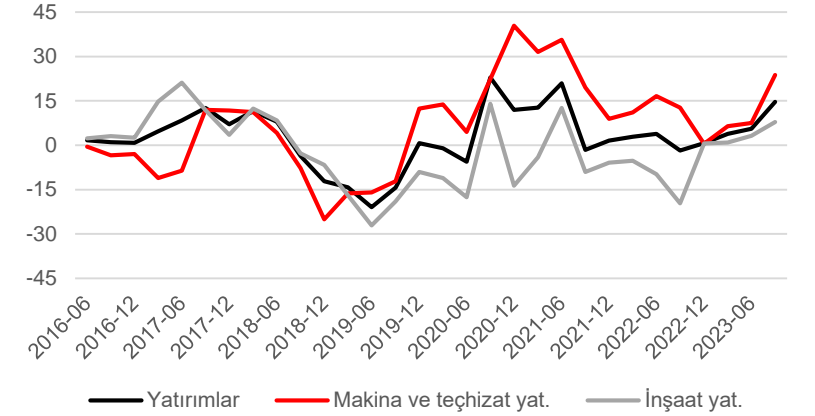
TCMB Çıktı Açığı Beklentisi (y/y, %)



GSYH Tüketim Yatırım Kıyası (y/y, %)

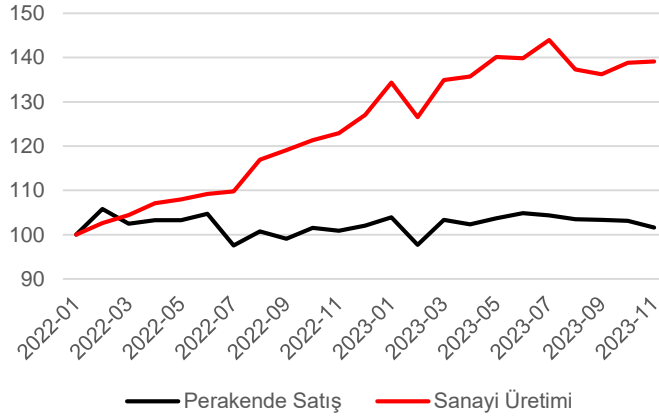


Yatırım Bileşenleri (y/y, %)

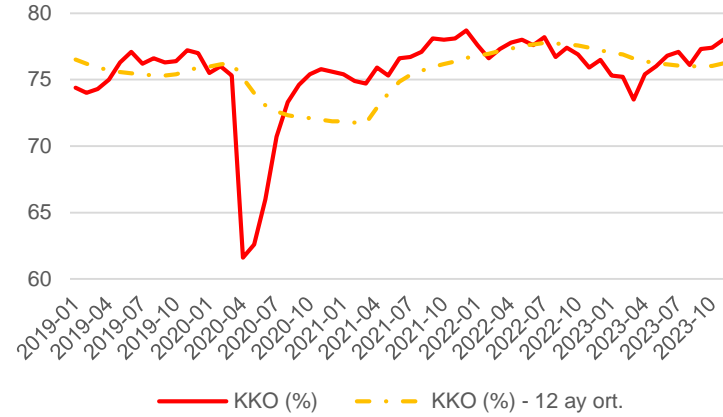


- 2024'e ilişkin projeksiyonlarımız TCMB'nin çıktı açığı beklentilerini büyük ölçüde yansıtıyor. TCMB 2024 yılında ekonomi için %1,7'lik bir büyüme öngörürken, bizim tahminimiz %2,1 ile biraz daha iyimser bir tablo çizmektedir. Ekonominin 2Ç24'ten itibaren ivme kaybetmeye devam etmesini bekliyoruz.
- Türkiye 2018 yılından bu yana yüksek enflasyon, yüksek büyüme ve yüksek cari açık ile sonuçlanan zor bir dönemden geçti. Bu nedenle, yatırım büyümesi son 5 yılda sürekli olarak tüketim büyümesinden daha düşük kaldı. Ancak, ekonomi yönetimindeki değişimle birlikte, uzun vadeli beklentilerdeki iyileşme sayesinde yatırım büyümesinin tüketimden daha yüksek kalması olası gözüküyor.
- Yatırım bileşenleri arasında makine & teçhizat yatırımları son 5 yılda inşaat yatırımlarından daha iyi performans gösterdi. Zayıf TL ihracatçının yatırım iştahını bir miktar desteklerken, inşaat yatırımları sektörün bilançosundaki küçülme ve yüksek konut stokundaki azalma nedeniyle yıllar içinde büyük ölçüde daraldı.

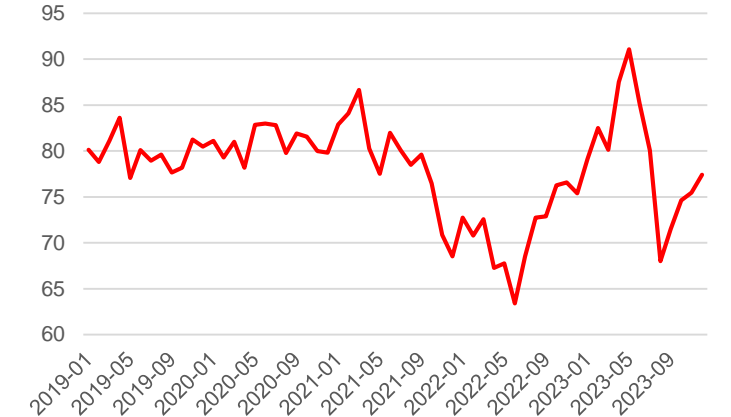
Sanayi Üretimi ve Perakende Satış (2022 Ocak=100)



KKO (%)

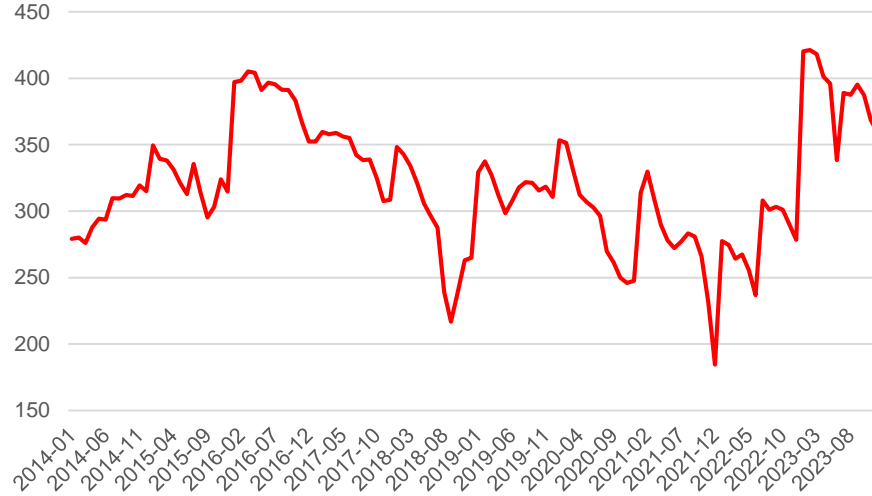


Tüketici Güven Endeksi

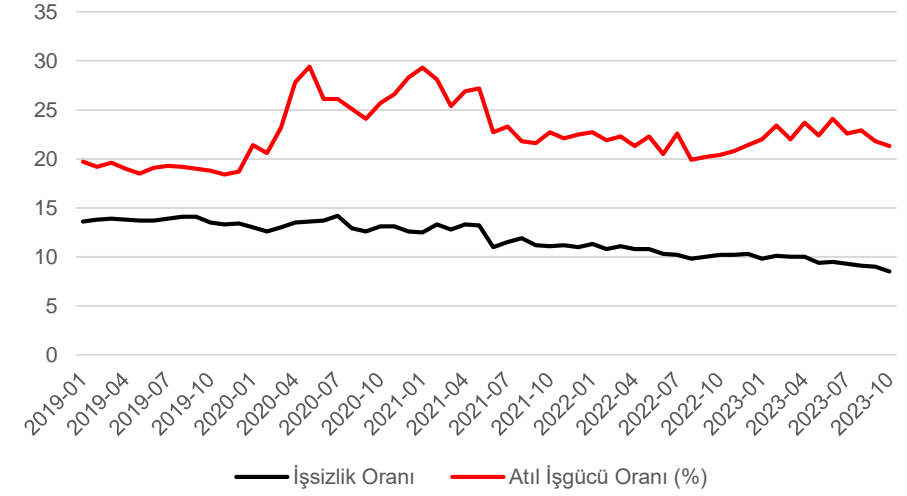


- Tüketim yanlısı politikalar perakende satışları canlandırırken, sanayi üretimi son 23 ayda durgun seyretti. Nitekim perakende satışlar bu dönemde %39,1 oranında büyürken, sanayi üretimindeki büyüme sadece %1,6 oranında gerçekleşti. Kasım ayında sanayi üretimi yıllık bazda %0,2 oranında artarken, perakende satışlardaki büyüme %12,8 olarak gerçekleşti.
- Mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı (KKO) Aralık ayında %77,3 olurken, dördüncü çeyrekte ortalama KKO %77,2 olarak gerçekleşti. Sıkılaştıran para politikası ve durgunlaşan küresel zemin nedeniyle KKO'nun 2024 yılında gerilemesi muhtemel gözüküyor.
- Tüketici güven endeksi Aralık ayında bir önceki aya göre %2,6 ve bir önceki yılın aynı ayına göre %2,4 artarak 77,4 değerine yükseldi. Böylece endeks üst üste dördüncü ayda da yükselmiş oldu. Tüketici kredilerindeki büyümenin yavaşlamasına rağmen Türk Lirası'nın son dönemdeki dirençli performansı tüketici güvenini olumlu etkilemiş görünüyor.

Asgari Ücret (Euro)

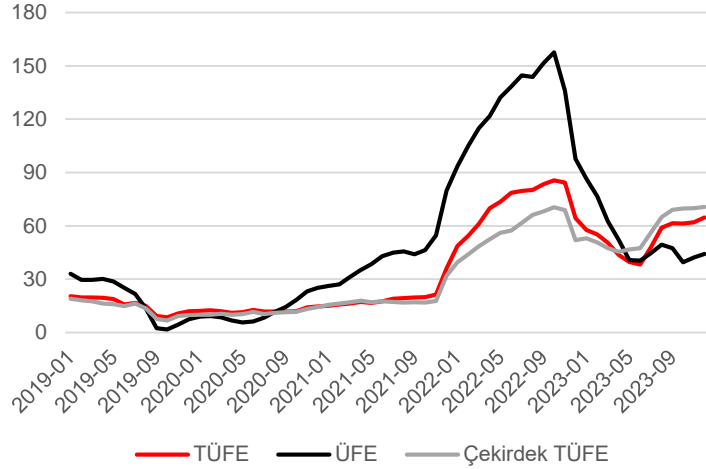


İşsizlik Oranı (%)

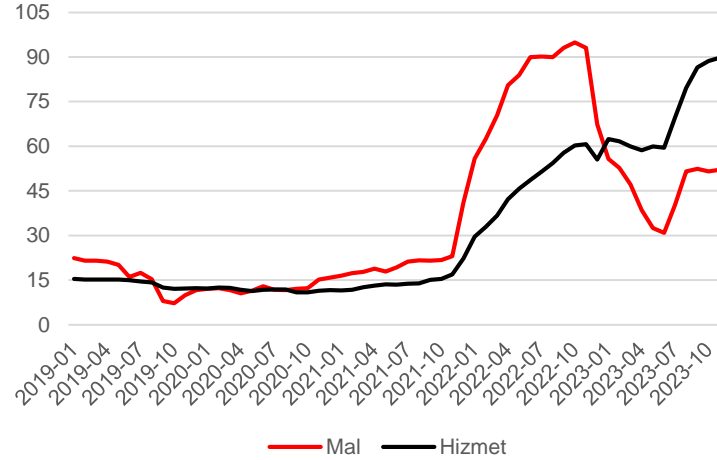


- Türkiye'de asgari ücret yıllık bazda %24,5 gibi önemli bir artışla 2024 yılı için 520 Euro'ya ulaştı. TL bazında %99.8'lik bir artışa denk gelen bu zammın, özellikle yılın ilk aylarında düşük teknoloji ve düşük katma değerli üreticiler üzerinde daha belirgin bir etki yaratması ve bir miktar istihdam kaybına yol açması beklenebilir.
- Artan ücretler tüketim iştahını dirençli tutması ilk çeyrekte güçlü tutabilir fakat mevduat faizlerinin geçen yıllara göre daha yüksek olması bireyleri tasarruf oranlarını artırmaya teşvik edecektir. Dolayısıyla, ücretlerde daha fazla artış olmaması durumunda yılın ikinci yarısında hanehalkı talebinin azalması olası gözüküyor.
- Türkiye ekonomisi, reel ücretlerdeki erime ve güçlü ekonomik büyümeye bağlı olarak işsizlik oranının tek haneli rakamlara gerilediğine tanık oldu. EYT sonrası deneyimli çalışanlar işgücü piyasasından çıkarken bu durum işsizlerin yeniden işgücüne katılmasına olanak tanıdı. Ancak, TCMB'nin uyguladığı sıkılaştırıcı önlemlerle birlikte işsizlik oranının 2024 yılında düşük onlu seviyelere yükselmesi beklenebilir. Bu durum, düşük katma değerli üreticiler ve KOBİ'ler için zorluk teşkil edebilir ve bir miktar işgücünün azaltımına yol açabilir.

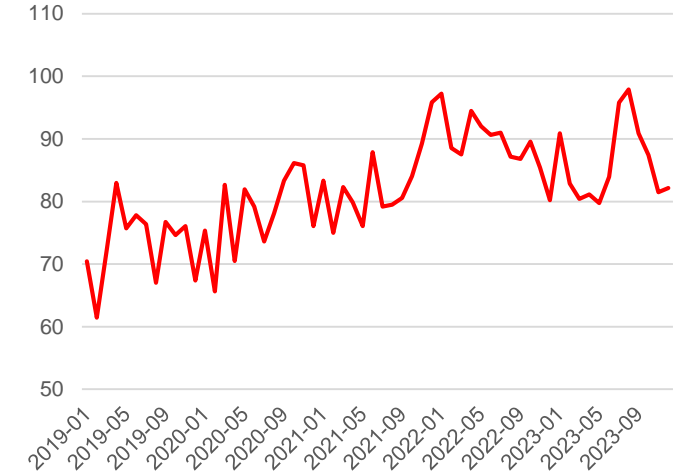
TÜFE & ÜFE (%)



Hizmet ve Mal Enflasyon (y/y, %)

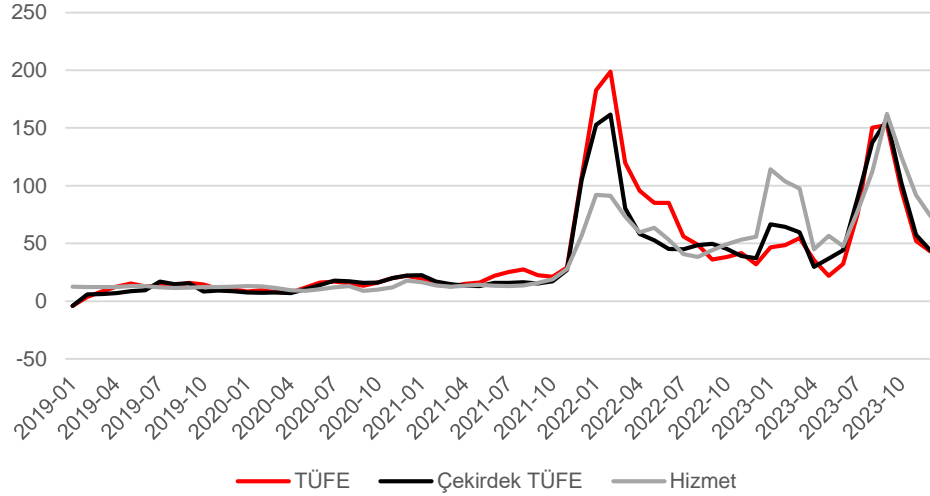


Enflasyon Yayılım Endeksi (%)

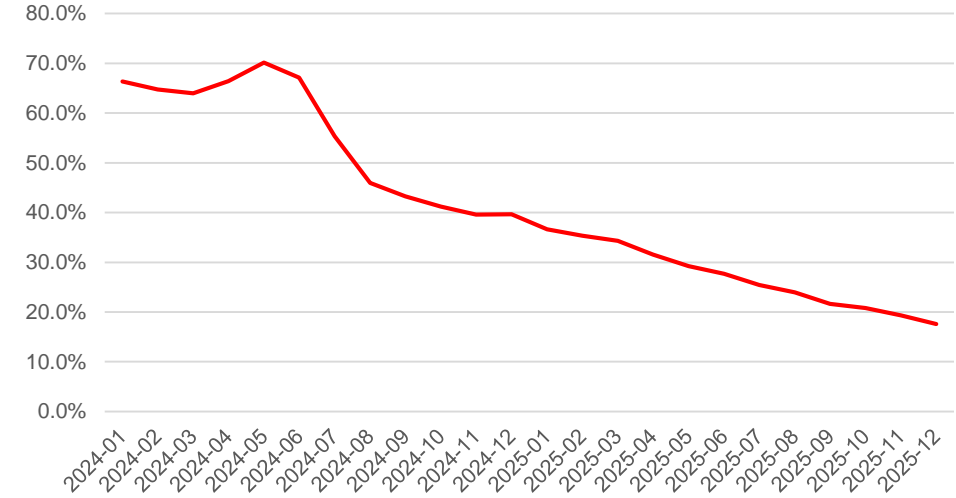


- 2022 yılını %64,3 seviyesinde tamamlayan tüketici enflasyonu, 2023 yılı boyunca yüksek seyrederken yıl sonunda %64,8'e ulaştı. Yılın ilk 5 ayında TL'deki dirençli seyrin etkisiyle enflasyonda bir miktar düşüş gözlenirse de vergi revizyonları, döviz kurunun TL karşısında yükselmesi ve güçlü talep ortamı enflasyonu yukarı çekti. Enerji fiyatlarındaki gevşeme sayesinde manşet enflasyon bu dönemde çekirdek enflasyona göre aşağıda kalırken, çekirdek enflasyon ve ÜFE yılı sırasıyla %70,6, %44,2 seviyesinde tamamladılar.
- Aralık ayında hizmet enflasyonu yıllık bazda %90,66 gibi yüksek bir oranda artarak 2003 yılından bu yana kaydedilen seride yeni bir rekor kırdı. Hizmet kategorileri arasında özellikle kira enflasyonu yılı %108,6 ile kapatırken, yıllık ulaştırma hizmetleri enflasyonu %92,4, oteller enflasyonu %93,2 ve lokantalar enflasyonu %93,2 olarak gerçekleşti.
- Enflasyon yayılım endeksi Ağustos ayında 97,9 ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşırken, 143 ana kategoriden 138'inde fiyat artışı meydana gelmişti. Ancak sıkı para politikasının ardından son 4 ayda daha iyi bir tablo ortaya çıkmış durumda.
- *yayılma endeksi fiyati artan ya da pozitif ivme gösteren malların sayısını ölçer.

Enflasyon (3-aylık, yıllıklandırılmış, %)

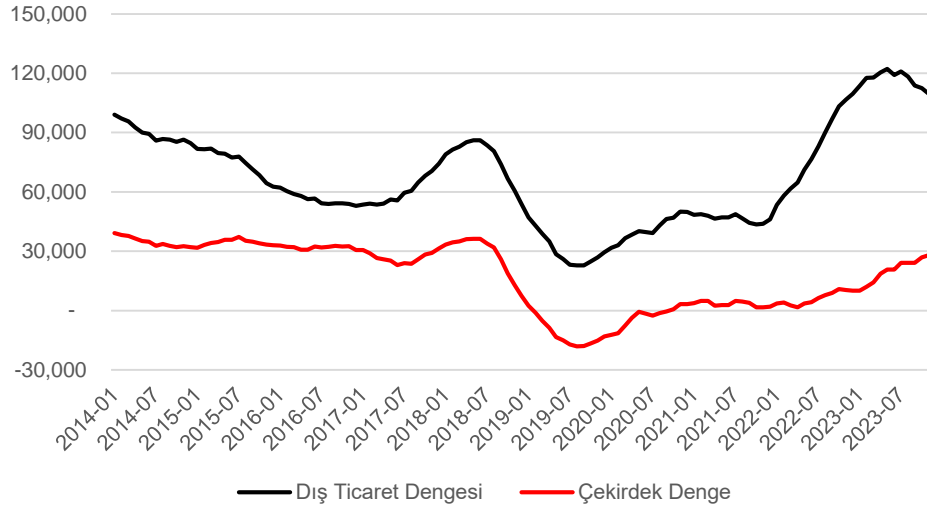


Enflasyon Patikası

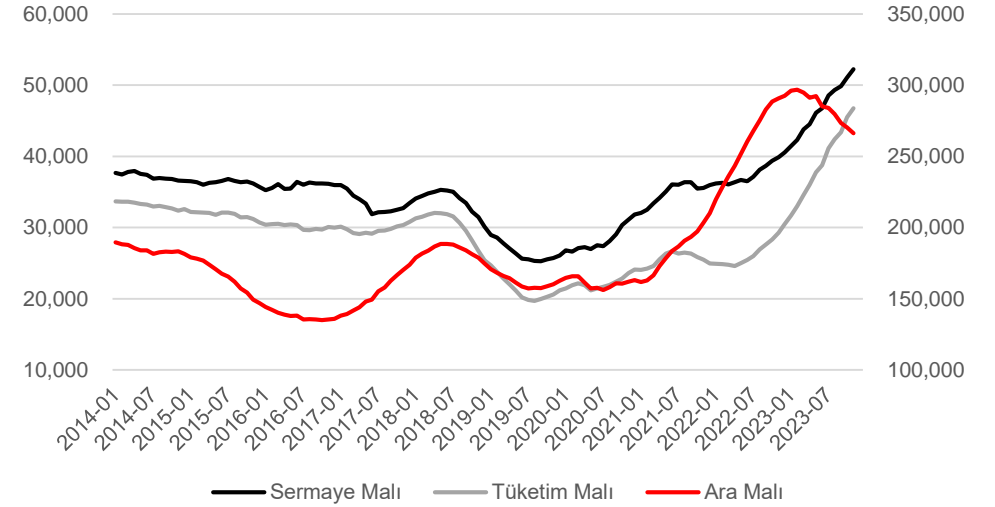


- Olumlu tarafta aylık enflasyon eğilimi hafifçe aşağıya dönerken, aylık manşet enflasyon doğalgazın enflasyona yaptığı katkıya rağmen %2,5-%3,0 bandına geriledi. Ancak, yıl başında asgari ücrete gelen %49'luk artış ve yönetilen fiyatlardaki revizyon (akaryakıt ve alkol fiyatlarındaki ÖTV artışı gibi) nedeniyle aylık enflasyon Ocak ayında sıçrama yapacaktır.
- Projeksiyonumuz enflasyonun Mayıs ayında, baz etkisinin devreye girmesinden hemen önce, %69,6 ile zirveye ulaşacağına işaret etmektedir. Bizim 2024 sonu enflasyon tahminimiz %39,6 iken, TCMB Mayıs ayında %72,5 ile zirve yapacağını ve yılsonunu %36 ile kapatacağını hedeflemektedir. 2025 yılına baktığımızda, önümüzdeki iki yıl boyunca sıkı para politikalarının devam etmesine bağlı olarak enflasyon oranının %17,6'ya gerilemesini bekliyoruz. Fakat bu tarafta belirsizlik oldukça yüksek görünüyor.
- Aralık ayı Piyasa Katılımcıları Anketi, 12 ay sonrası için TÜFE enflasyonu beklentisinin %41,2 olduğunu göstermiştir. Bu oran, Merkez Bankası'nın %36'lık beklentisine kıyasla 5,2 puanlık bir kredibilite açığına işaret etmektedir.

Dış Ticaret Dengesi (12 aylık, m USD)

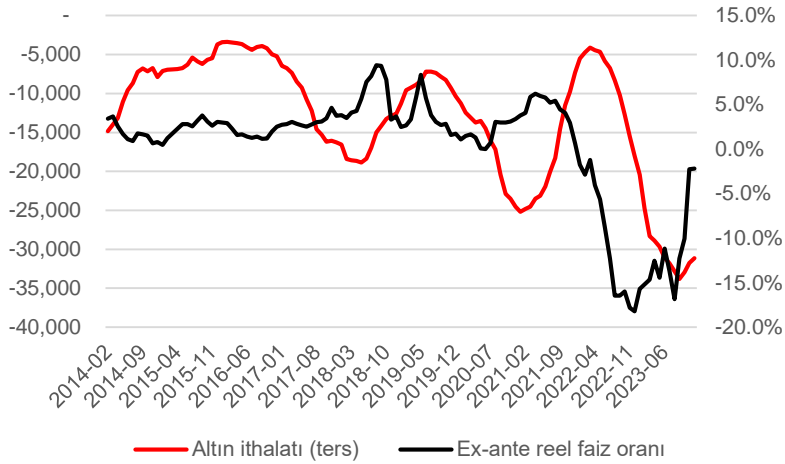


İthalat (12 aylık, m USD)

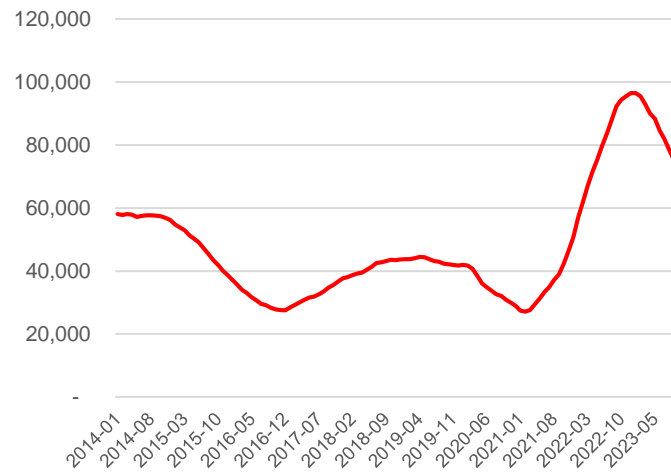


- Eylül 2021'de başlayan ultra gevşek para politikasının ardından Türkiye'de dış ticaret açığı hızla yükseldi. Açığın yükselmesinde enerji fiyatlarındaki artış, tüketim mallarına olan talebin artması ve altın talebindeki artış etkili oldu.
- 2022 yılını 109,5 milyar dolarlık açıkla tamamlayan Türkiye'de dış ticaret dengesi 2023 yılının ilk yarısında daha da kötüleşti. Ekonomi yönetimindeki değişikliğin ve enerji fiyatlarındaki gevşemenin etkisiyle yıllık ithalat artışı daralma bölgesine dönerken, altın talebi de son dönemde ivme kaybetti. Öncü verilere göre, 2023 yılı ticaret açığı 106 milyar dolara ulaşırken, altın ve tüketim malları ithalatındaki düşüşün etkisiyle 2024 yılında bu açığın 92 milyar dolara gerileyeceğini tahmin ediyoruz.
- Ticaret dengesindeki son iyileşme ara malı ithalatından kaynaklandı. Önümüzdeki dönemde sermaye malı ithalatının yüksek kalmaya devam edeceğini, tüketim malı ithalatının ise sıkı para politikası ve azalan hanehalkı talebi nedeniyle daralacağını öngörüyoruz.

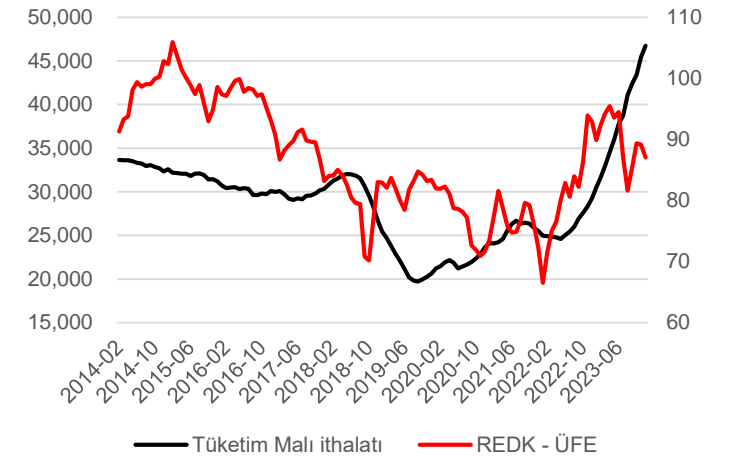
Altın ithalatı ve ex-ante reel faiz oranı (12 aylık, m USD)



Enerji İthalatı (12 aylık, m USD)

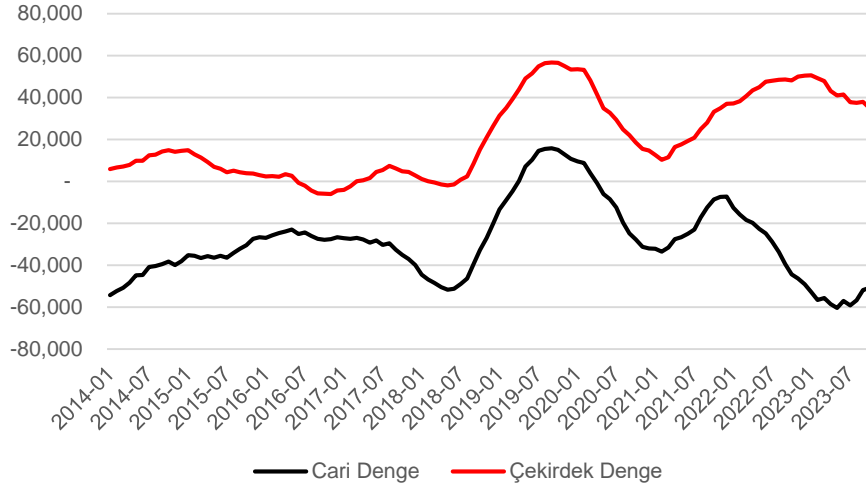


Tüketim İthalatı ve Reel Efektif Kur Endeksi

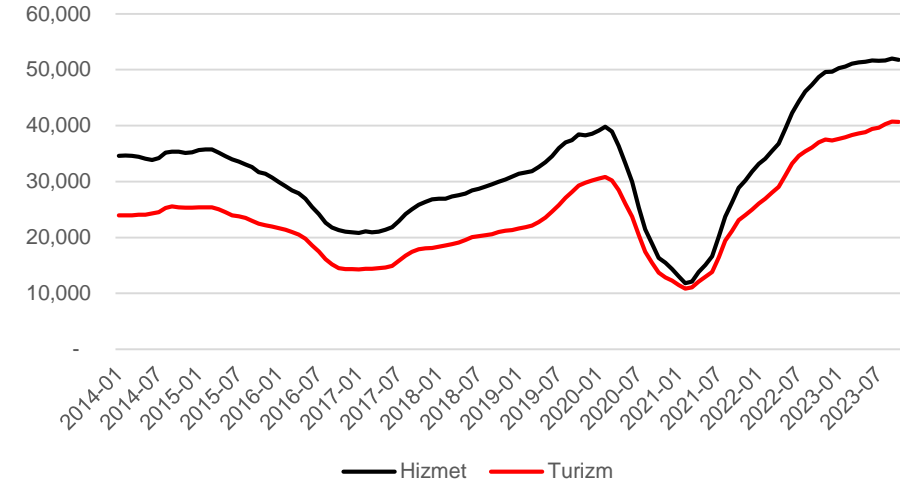


- Altın ithalatındaki artış temel olarak düşük faiz oranlarından kaynaklandı. Toplam altın ithalatı Eylül ayında 33,8 milyar dolarla zirveye ulaşırken, Türk Lirası mevduat faizlerinin yükselmesi sayesinde son üç ayda talep gerileme kaydetti. Yükselen TL faizleri sayesinde modelimiz, altın ithalatının tarihsel ortalamalarına doğru yaklaşarak yıllık bazda yaklaşık 19 milyar dolarlık (31 milyar dolardan 12 milyar dolara) önemli bir iyileşmeye işaret ediyor.
- Aralık 2022'de zirveye ulaşan küresel enerji fiyatları o tarihten bu yana gevşedi. Böylece, enerji ithalatı Aralık 2022 tarihinde 96 milyar dolar olan enerji ithalatı Kasım 2023 itibarıyla 70 milyar dolara geriledi. Bu olumlu eğilimin devam edeceğini ve enerji ithalatının 2024 yılında 66,2 milyar dolara gerileyeceğini öngörüyoruz.
- Güçlü tüketim ithalatı Kasım ayında 46,7 milyar dolarla tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşırken, TCMB tarafından uygulanan sıkılaştırma önlemlerine rağmen son beş ayda yıllık büyüme güçlü seyretmeye devam ediyor. Tüketim ithalatının 2024 yılının ilk yarısında yüksek seyredecek; ancak yılın ikinci yarısında düşen tüketim ile toplam ithalatın bir miktar gerilemesine katkı sağlayacak.

Cari Denge (12 aylık, m USD)

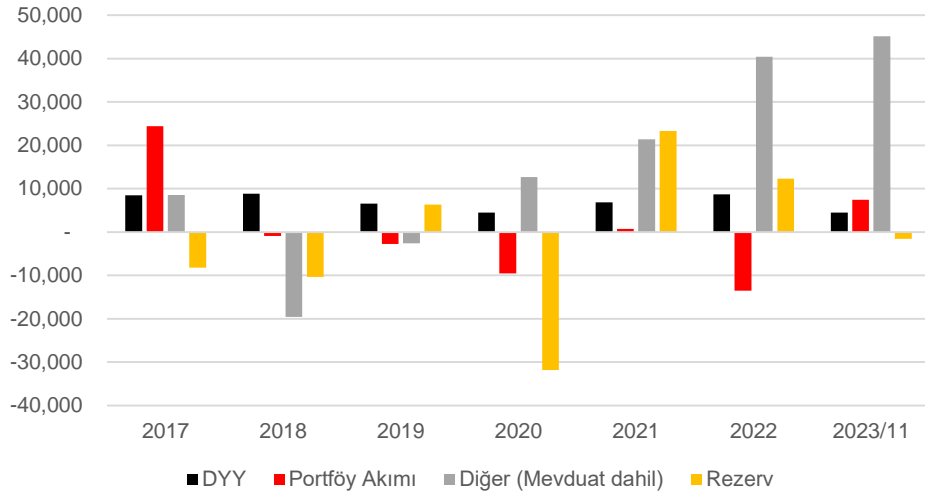


Hizmet ve Turizm Geliri (12 aylık, m USD)

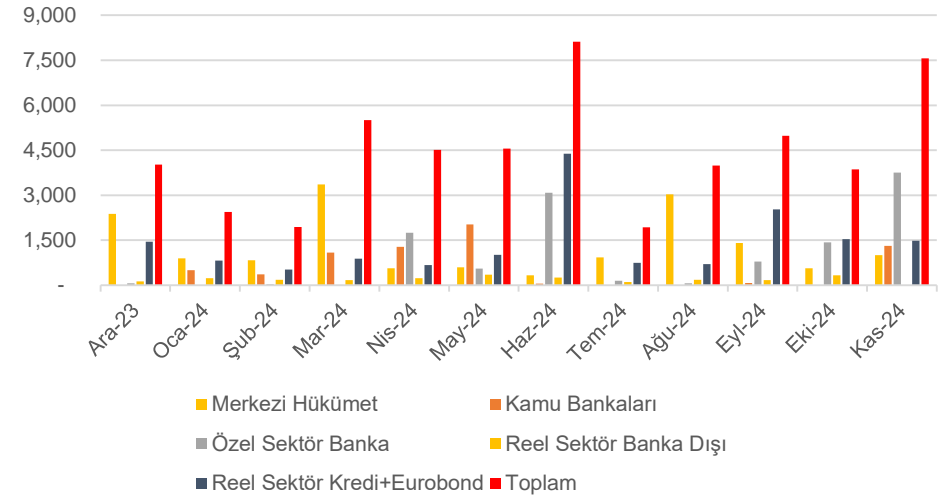


- 106 milyar dolarlık ticaret açığı ile ekonomi 2023 yılında 46,3 milyar dolar cari açık vereceğe benziyor. Cari açık Mayıs ayında 60 milyar dolara ulaşırken, enerji fiyatlarındaki gevşeme yılın geri kalanında açığı aşağı çekti. Buna karşın, çekirdek denge (enerji ve altın hariç) 2023 yılı boyunca kötüleşirken, bu tarafta 2024 yılında hafif bir iyileşme gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Kovid-19 dip seviyesinden bu yana turist sayısındaki artış sayesinde turizm gelirleri cari dengeye en büyük katkıyı yapan kalem oldu. Buna göre, 11A23 rakamı yıllık %11 artışla 46,7 milyon olarak gerçekleşmiş ve Kovid öncesi 11A19'dan %9 daha yüksek seviyede gerçekleşti. Net turizm gelirindeki büyüme son 3 yılda güçlü seyretse de, bastırılmış talepten kaynaklanan turizm giderlerindeki artış nedeniyle 2024 yılında yavaşlama bekliyoruz.
- Genel olarak, cari açığın 2024 yılında 27 milyar dolara gerilemesini ve yıllık bazda 17 milyar dolar iyileşme göstermesini bekliyoruz. Euro Bölgesi'ndeki daha iyi ekonomik ortam beklentisiyle ihracatın 2024 yılında %3,2 artarak 264 milyar dolara yükselmesini, ithalatın ise %1,6 daralarak 356 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz. Modelimizde 2024 yılında ortalama Brent petrol fiyatını 80 dolar ve TTF doğal gaz fiyatını 28 euro olarak kabul ettik. Ayrıca, net turizm gelirinin yıllık %2 artışla 39 milyar dolara yükseleceğini öngörüyoruz.

Finans Dengesi (m USD)



Aylık Dış Borç Geri Ödeme Tablosu (m USD)

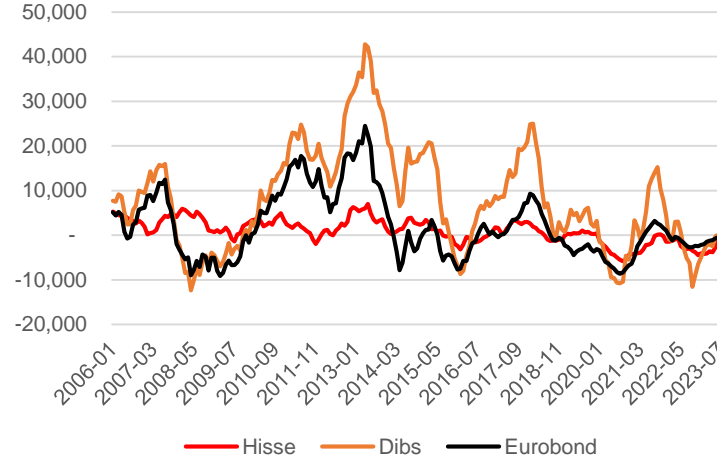


- Geçmiş dönemde yüksek cari açık büyük ölçüde 2023 yılındaki yüksek mevduat ve swap girişi ile finanse edildi. TCMB, çoğunlukla Orta Doğu bölgesinden olmak üzere çeşitli merkez bankaları ile swap anlaşmaları yapmış, Suudi Arabistan Merkez Bankası ise 2023 yılında, seçimlerden hemen önce bir mevduat hesabı açmıştı. Öte yandan, beyin göçü, makroekonomik istikrarsızlık ve düşük kurumsal yönetim gibi faktörler nedeniyle doğrudan yabancı yatırım girişi yıllar içinde zayıfladı. Ayrıca, finansal piyasalardaki çeşitli kısıtlamalar nedeniyle portföy girişleri çıkışa dönüşmüş ve TCMB'nin döviz rezervlerinde azalmaya yol açmıştı
- 2024 yılında portföy akımlarında beklenen hızlanma sayesinde cari açığın finansmanının ödemeler dengesi üzerinde baskı yaratmamasını beklemekteyiz. Ayrıca, ekonomi yönetimindeki değişimin ardından bankalar yurtdışından borçlanmaya daha istekli olurken, sendikasyon yenileme oranları Ekim-Kasım döneminde %100'ü aştı. Dolayısıyla, USDTRY kurunda yıl genelinde yatay-yukarı yönlü bir hareket beklemekle beraber, hızlı bir değer kaybı beklemiyoruz.
- Aylık bazda Mart, Haziran ve Kasım ayları borç geri ödemeleri açısından biraz daha yoğun görünmektedir. Ancak Mart ve Kasım aylarının bankaların sendikasyon kredilerinin bulunduğu aylar olması dikkat çekerken, Haziran ayında beklenen cari fazla genel ödemeler dengesi üzerindeki baskıyı hafifletecektir.

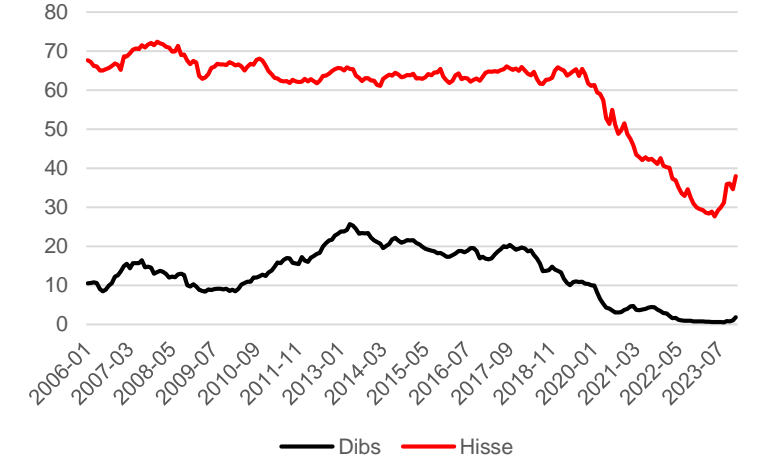
Portföy Akımı (12 aylık, m USD)



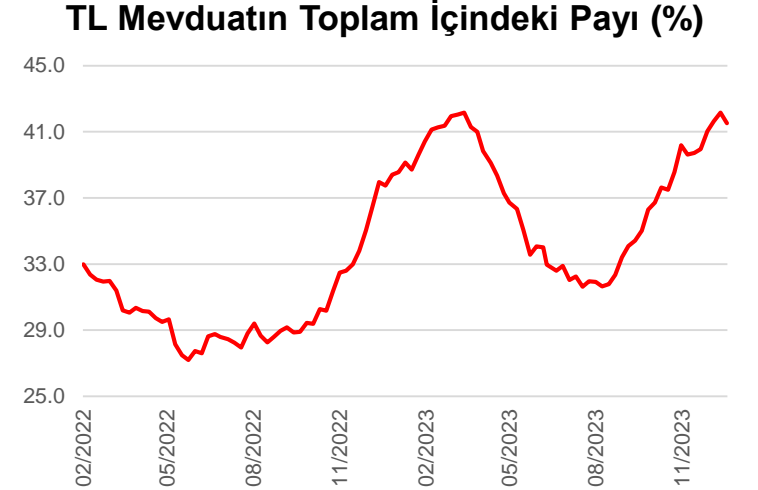
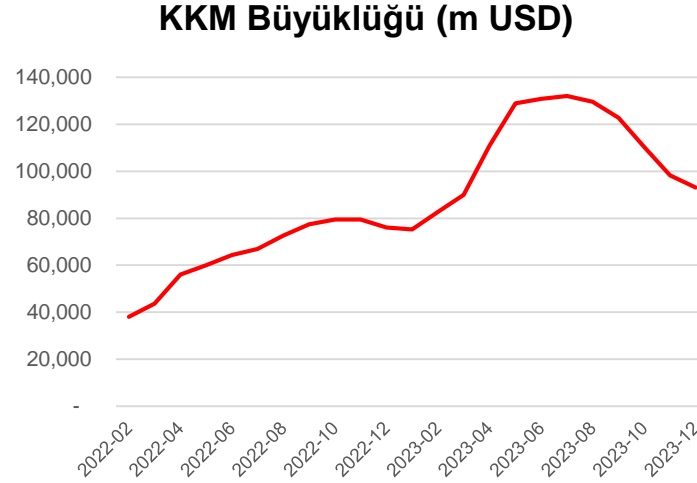
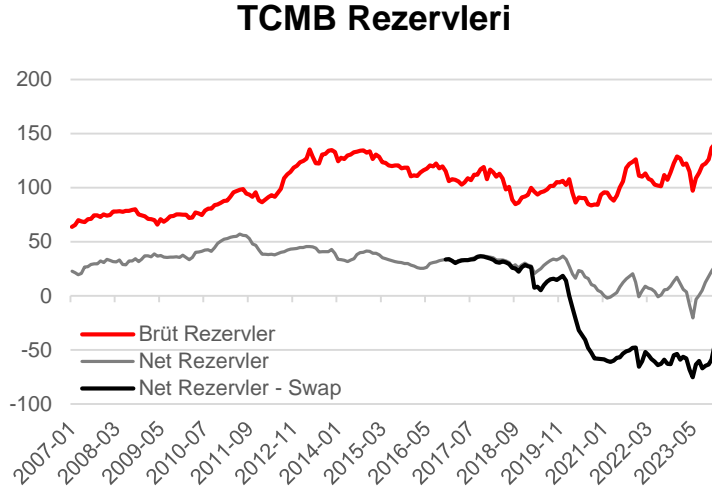
Portföy Akımı (12 aylık, m USD)



Yabancı Oranı (%)

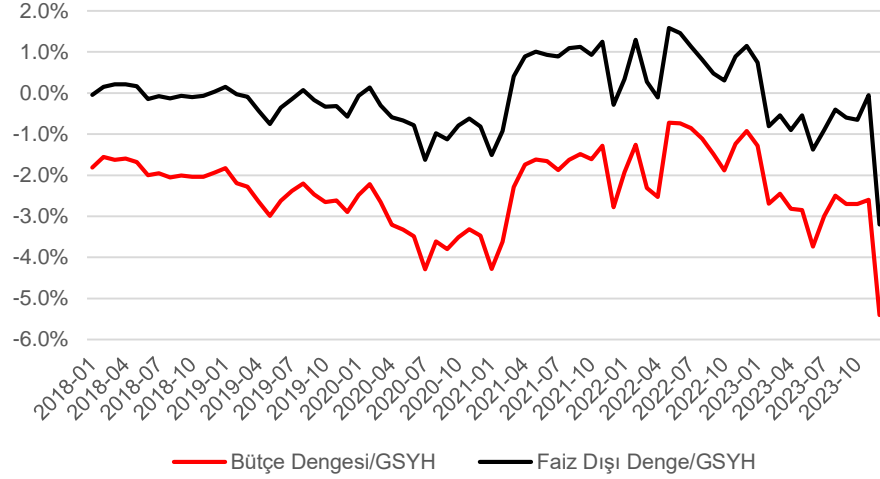


- 2002-2018 yılları arasında Türkiye, cari açığın finansmanında birincil kaynak olarak portföy akımlarından en çok yararlanan ülkelerden biri olmuştur. Bu akımların zirvesi, Fed'in parasal genişlemesinin en yüksek seviyeye ulaştığı ve konvansiyonel politikaların uygulandığı Mayıs 2013 döneminde 50 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.
- Yurt dışı yerleşikler Türkiye'ye sabit getirili portföy akımlarında özellikle DİBS'i tercih etmişlerdir. Türkiye'nin nispeten düşük kamu borcunun GSYH'ye oranı (tarihsel olarak %30), sağlıklı maliye politikaları ve yüksek reel faizler uzun yıllar boyunca yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir. DİBS'lere ortalama portföy girişleri 2006-2013 yılları arasında yılda yaklaşık 6 milyar dolar iken, küresel merkez bankalarındaki sıkılaşma ve reel faizlerdeki düşüşle birlikte portföy çıkışları gözlemlendi. Buna bağlı olarak, yurt dışı yerleşiklerin DİBS'lerdeki payı 2013 yılında %20'nin üzerindeyken 2023 yılında %2'nin altına geriledi.
- Hisse senetlerinde ise portföy girişleri DİBS'e kıyasla çok daha düşük seyrederken, yurt dışı yerleşiklerin çıkışları 2020'den bu yana ivme kazandı. Hisse senedi piyasasındaki payları 2019'da yaklaşık %65 iken 2023'te %38'e geriledi. Önemli olarak, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), bankaların yabancılarla Türk Lirası swap limitlerini 2018'de özkaynaklarının %100'ünden 2020'de sadece %1'ine ve kredi limitlerini %0,5'ine düşürmüştü. Bu limitler pandemi sonrasında sırasıyla %10 ve %2,5 olarak yukarı yönlü revize edilmiş olsa da piyasa dinamiklerini etkilemeye devam etmektedir.
- Swap limitleri DİBS akışını da olumsuz etkilemiş, yurt dışı yerleşiklerin DİBS piyasasından çıkışları 2018 ve 2020 yılları arasında artarken, toplam DİBS stokları Ocak 2018'deki 31,7 milyar dolardan Aralık 2023'te 6,0 milyar dolara kadar geriledi. Yurt dışı yerleşiklerin DİBS piyasasındaki pozisyonunun Mayıs 2013'te daralmadan hemen önce 71 milyar dolara ulaştığını, Türkiye'nin ise Kasım 2012 ve Mayıs 2013'te sırasıyla Fitch ve Moody's'ten yatırım yapılabilir notu aldığını hatırlatalım.

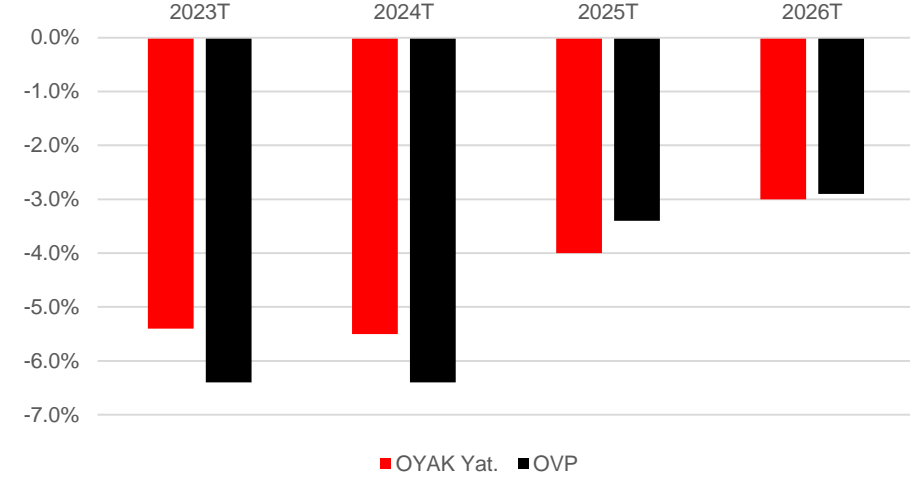


- TCMB'nin brüt rezervleri 2023 yılında 12,3 milyar dolar artışla 140 milyar doların üzerine ulaştı. TCMB'deki yönetim değişikliğinin ardından Banka 40 milyar doların üzerinde rezerv biriktirirken, TCMB'nin bankalarla yaptığı swaplar da dahil olmak üzere Banka'nın açık döviz pozisyonu Haziran ayındaki -76 milyar dolardan Aralık ayında -45 milyar dolara geriledi. Rezerv birikiminin 2024 yılında da devam etmesini bekliyoruz.
- TCMB Ağustos ortasında kur korumalı mevduat programından (KKM) çıkış hedefleri belirlemeye yönelik bir kararı uygulamaya koydu. Son birkaç haftada yavaşlama olsa da, başlangıçtaki düşüş eğilimi devam ederken, KKM'den çıkışlar yaklaşık 40 milyar dolara ulaştı.
- TCMB'nin son 2024 Para Politikası raporunda, 2024 yılında TL mevduatların toplam mevduatlar içindeki payının %50 olmasını öneren bir madde içermesi lirazasyon stratejisinin devam edeceğini gösteriyor. Halihazırda KKM hariç TL mevduatlar yeni yılın ilk haftası itibarıyla %41,5 seviyesinde seyretmektedir. Alım gücündeki erozyonun devam etmesi halinde, KKM'nin sona ermesinin döviz ve/veya ilgili enstrümanlara daha fazla talep yaratma potansiyeli bulunduğundan, ulaşılması zor bir hedef olarak gözükmektedir.

Bütçe Dengesi / GSYH

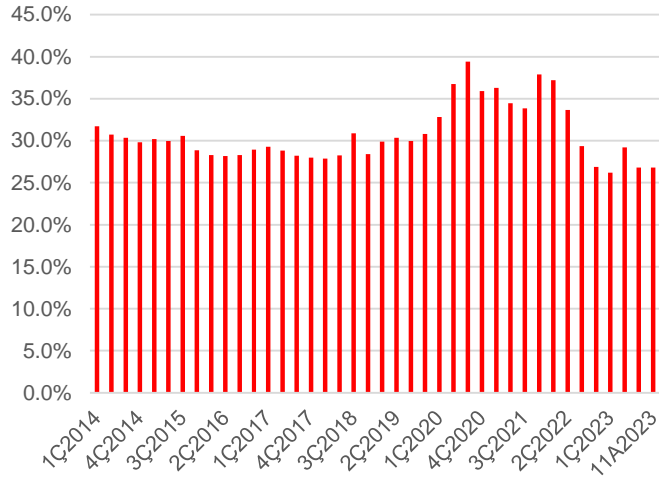


Bütçe Dengesi/GSYH Tahmini

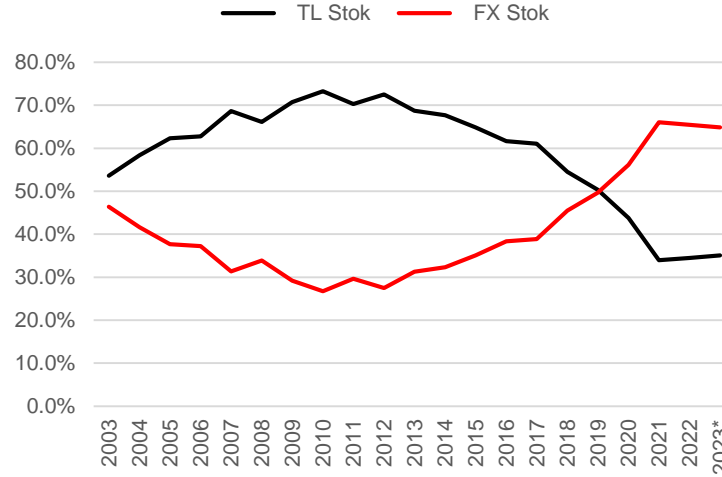


- 2022'de 142,7 milyar TL açık veren merkezi yönetim bütçesi, bu yıl 1.375,0 milyar TL açık vererek GSYH'ye oranla %5,4'e karşılık gelirken, bu oran 2022'de %0,9 olarak gerçekleşmişti. Eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Program (OVP), özellikle depremle ilgili harcamalar nedeniyle 2023 yılı için %6,4'lük bir açığa işaret etmişti. Programda, depremden etkilenen bölgelerin yeniden inşası için dört yılda toplam 3 trilyon TL (2023'te 762 milyar TL, 2024'te 1.062 milyar TL, 2025'te 566 milyar TL, 2026'da 380 milyar TL) tutarında bir harcama öngörülmüş olup, bu tutar gelecekte indirildiğinde 75 milyar dolara denk gelmektedir. Toplam 800 milyar TL'nin 2023 yılında gerçekleştiğini, inşaat harcamalarının ise yaklaşan yerel seçimler nedeniyle 2024 yılında ivme kazanacağını tahmin ediyoruz.
- Dolayısıyla, 2024 yılı için bütçe açığının GSYH'ye oranının %5'i aşabileceğini tahmin ediyoruz; bu oran yine de OVP'nin %6,4'lük öngörüsünden daha düşük bir seviyeye işaret ederken, 2025 yılı için beklentimiz OVP'den daha yüksektir. BOTAS (doğal gaz sağlayıcısı) ve EÜAŞ (elektrik sağlayıcısı) gibi KİT'ler, Türkiye'deki genel ve yerel seçimler nedeniyle son iki yılda büyük ölçüde sübvans edildi. Dolayısıyla, bütçe performansını desteklemek adına seçim sonrasında önemli fiyat artışları beklenebilir.

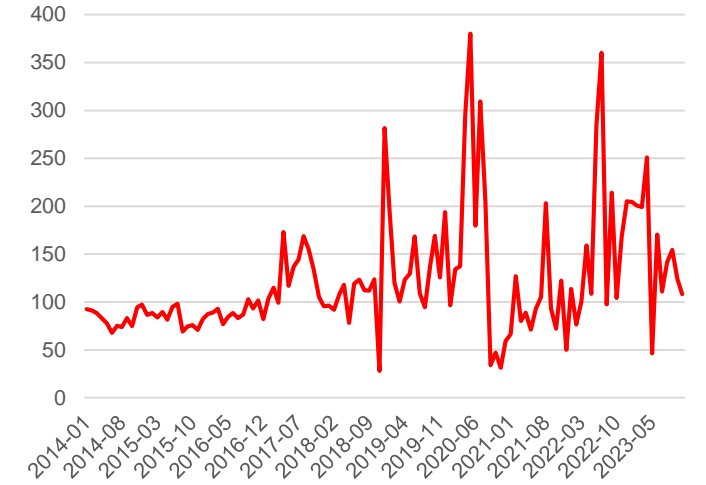
Merkezi Yönetim Borcu /GSYH



Merkezi Yönetim Borç Dağılımı

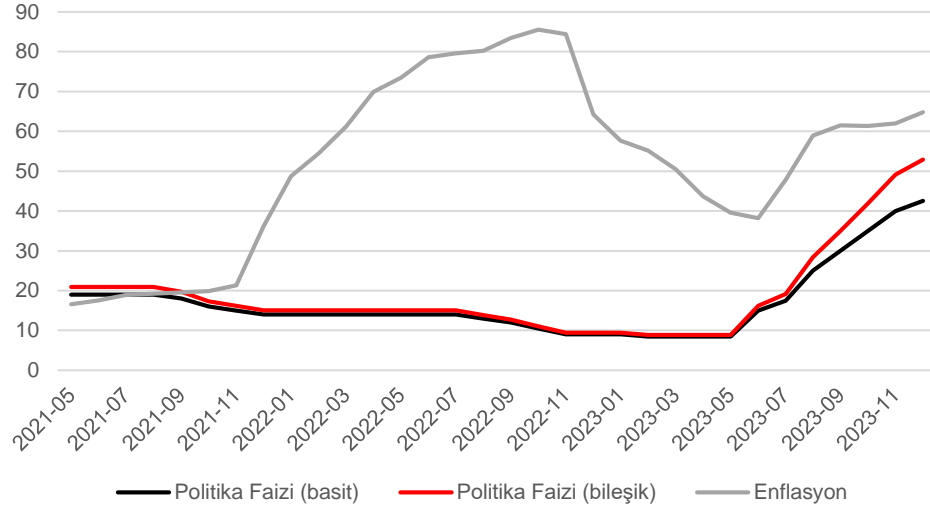


Borç Çevirme Oranı (%)

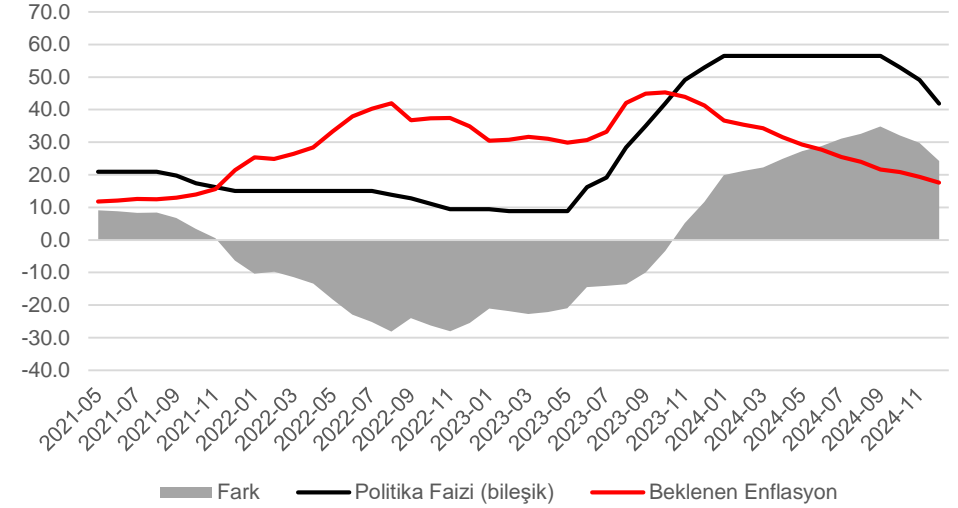


- Merkezi yönetim borcunun GSYH'ye oranı 4Ç21'den bu yana %37,9'dan 11A2023'te %26,8'e geriledi. Bunun başlıca nedeni nominal GSYH'deki büyük artış ve yüksek seyreden enflasyon oldu. TL'nin dolar karşısında %54,5 değer kaybettiği 2022 ve 2023 yılları arasında ortalama TL borçlanma maliyetinin %18,61 olduğunu, aynı dönemde GSYH büyüklüğünde yaşanan artışın ise %250 olduğunu hatırlatalım. Gelişmekte olan ülkelerde %64 olan borç stokunun GSYH'ye oranı ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin borç metrikleri benzerlerine göre oldukça düşüktür.
- Ancak %64 seviyesindeki döviz borç stoku oranı, Lira'da aşırı değer kaybı olması durumunda borç oranında hızlı artış riski oluşturmaktadır.
- Hazine'nin 2024 yılı borçlanma programına göre iç borç çevirme oranının yıl genelinde %136 olması öngörülüyor. İç borç çevirme oranı hedefinin 2023 yılı başında %114 olarak belirlendiğini ancak %140'lık bir gerçekleşme ile bu oranın aşıldığını belirtmek gerekir.

Ex-post reel faiz oranı (%)

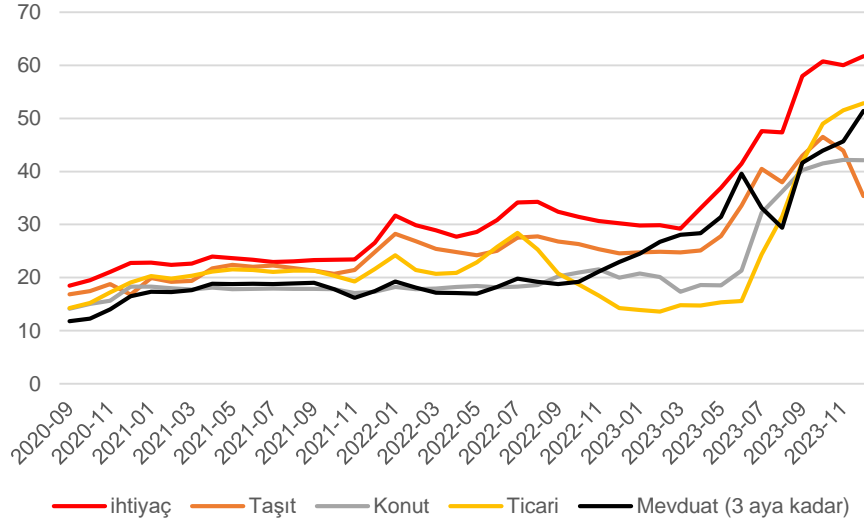


Ex-ante reel faiz oranı (%)

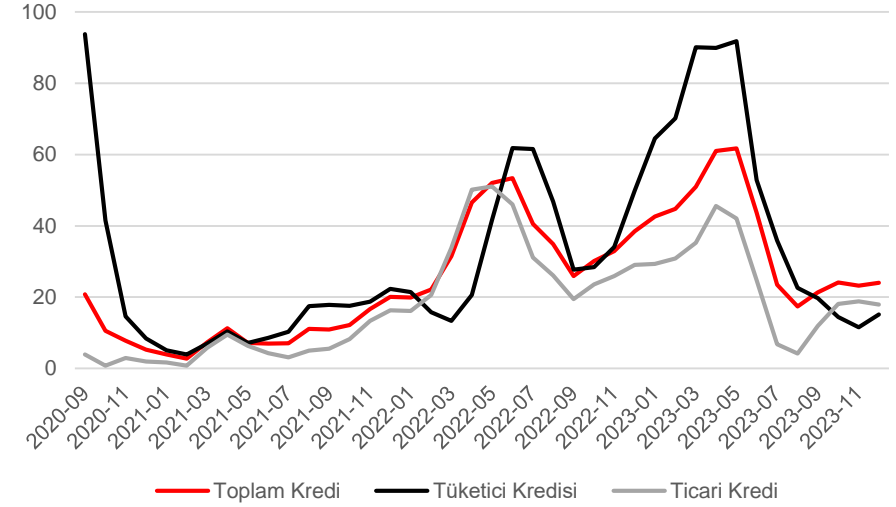


- Hem ekonomi yönetiminin hem de TCMB'nin heterodoks yaklaşımının ardından politika faizi Eylül 2021 ile Mayıs 2023 arasında %19'dan %8,5'e indirilmişti. Ancak bu yaklaşım yeni ekonomi Yönetimi ve TCMB Başkanı Gaye Erkan'ın liderliğinde değişti. Buna göre politika faizi Haziran ayından bu yana 3400 baz puan artarak %42,5'e yükselirken, TCMB Aralık toplantısında yeni bir artırımın da yolda olduğunu işaret etti.
- 2023 yılsonu itibarıyla bir hafta vadeli repo bileşik faizi %52,7 ile piyasanın 12 ay sonrası enflasyon beklentisi olan %41,2'nin ve TCMB'nin 2024 yılsonu beklentisi olan %36'nın (OYAK YATIRIM: %39,6) oldukça üzerinde konumlanıyor. Dolayısıyla, politika faizinin %45'in üzerine çıkmamasını beklemekle birlikte, talep koşullarının enflasyonu düşürmek için yeterli olmaması ve yüksek likidite nedeniyle politika faizinin altında seyreden gecelik faizlerin önümüzdeki dönemde temel belirleyiciler olacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede, TCMB'nin faiz artırımlarını desteklemek amacıyla piyasadan likidite çekmesi kuvvetle muhtemeldir. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde daha yüksek bir zorunlu karşılık oranı uygulaması ve menkul kıymet satışları başlatılabilir.
- 2024 yılının son çeyreğinde olası bir faiz indirimi gündeme gelebilir. Politika faizinin yıl sonunda 2024 yılı için %37,5, 2025 yılı için ise %20 seviyesinde olmasını öngörmekteyiz.

Kredi ve Mevduat Oranları (%)



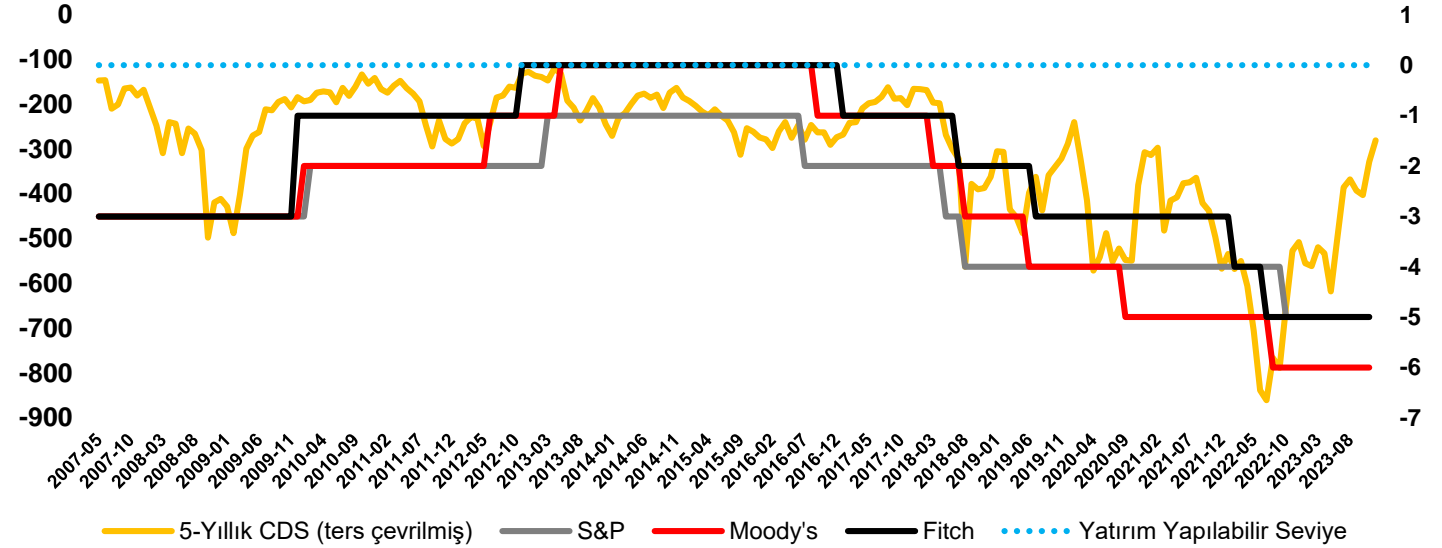
Kredi Büyümesi (Kur etkisinden arındırılmış, 13 haftalık yıllıklandırılmış, %)



- Kredi piyasasında ise ticari kredi faizlerini sınırlandıran tavan Eylül ayında kaldırıldı. Buna göre, Temmuz ayında %15 olan ticari kredi oranı Aralık sonu itibarıyla %53,5'e yükselirken, aynı dönemde %41,5 ve %24,0 olan ihtiyaç ve konut kredisi oranları sırasıyla %61,7 ve %41,5'e ulaştı. Diğer taraftan, taşıt kredisi faiz oranları, yurtiçi otomobil talebini canlı tutan çeşitli kampanyalar nedeniyle nispeten baskılanmış durumda.
- Kredi oranlarındaki hızlı artışa rağmen, 13 haftalık yıllıklandırılmış kredi büyümesi canlılığını korumakta olup, kur etkisinden arındırılmış kredi büyüme oranı Aralık sonu itibarıyla %24,5 seviyesinde gerçekleşti. Ticari kredi büyüme oranı %19,2, tüketici kredisi büyüme oranı ise %15,7 seviyesindedir. Önümüzdeki dönemde tüketici kredisi büyüme hızının daha da yavaşlamasını beklerken, yerel seçimlerin ardından talebi baskılamak için bir dizi makro ihtiyati tedbirin devreye girebileceğini düşünüyoruz.

S&P	Moody's	Fitch	Not
Pozitif	Pozitif	Durağan	
AAA	Aaa	AAA	Prime
AA+	Aa1	AA+	Yüksek Not
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Üst Orta Not
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Alt Orta Not
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Spekülatif
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Çok Spekülatif
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa	CCC	Ciddi Risk
CCC	Caa2		Yüksek Risk
CCC-	Caa3		Batma Riski Yüksek
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D		D	Batık

Türkiye CDS ve Yatırım Yapılabilir Seviyeye Uzaklık



- Türkiye'nin 5 yıllık CDS spreadleri ile ülke notu arasındaki korelasyon yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde güçlü oldu. Son 6 ayda 5 yıllık CDS spreadlerinde yaşanan hızlı düşüğe rağmen, bu olumlu eğilim henüz ülke notlarına yansımada. Türkiye'nin 2024 yılında her bir kuruluşta en az iki ya da üç not artırımını almaya hazır olduğunu düşünüyoruz.
- Hatırlanacağı üzere Standard & Poor's (S&P) Kasım 2023'te, Moody's ise Ocak 2024'te Türkiye'nin görünümünü durağandan pozitive yükseltmişti. S&P, kredi notunun yükseltilmesi için dolarizasyonun azalması, rezervlerin artması ve cari açığın azalması gibi çeşitli koşullar belirledi. Moody's ise büyümenin yavaşlaması, enflasyonun gerilemesi ve makroekonomik dengesizliğin azalması halinde uzun vadeli kredi notunun yükseltilebileceğini açıkladı. Türkiye'nin tüm koşulları da yerine getiriyor olması, potansiyel bir kredi notu artışı için zemin hazırlamaktadır.

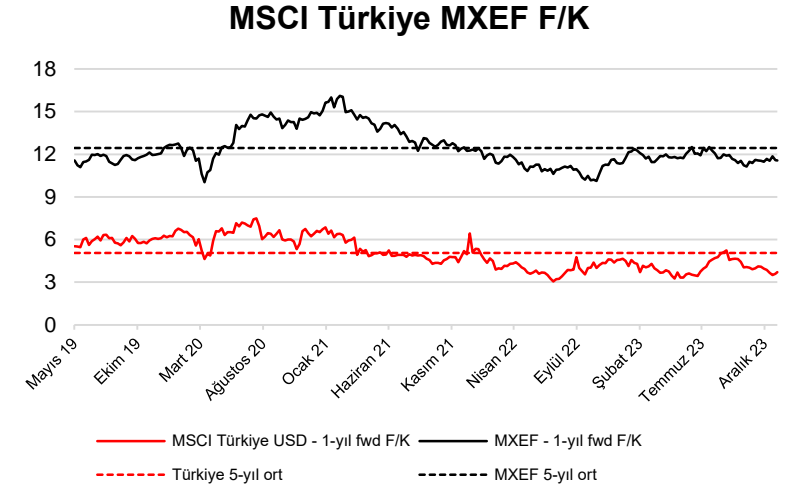
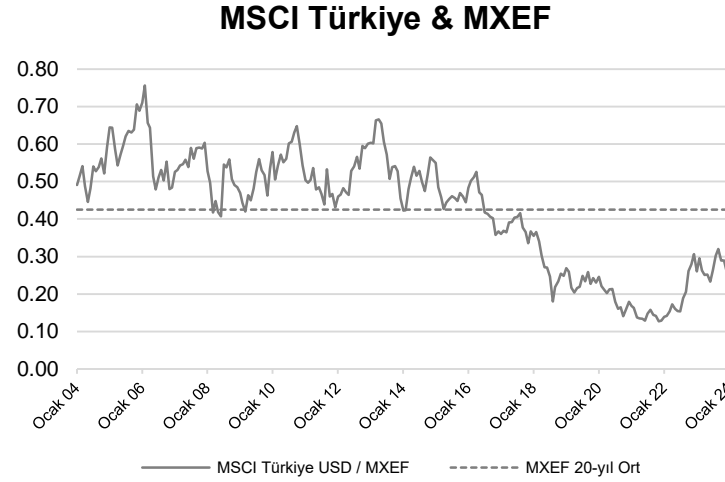
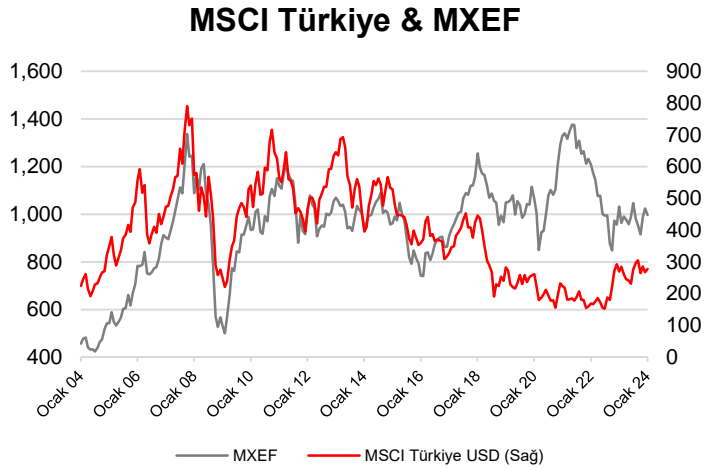
Orta Vadeli Beklentiler

	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
MAKRO GÖRÜNÜM							
GSYH Büyümesi (%)	0.8	1.9	11.4	5.5	4.3	2.1	4.3
GSYH (mlr TL)	4,312	5,048	7,249	15,011	25,378	39,330	51,655
GSYH (mlr \$)	760	717	807	906	1,048	1,139	1,225
İşsizlik Oranı (%)	13.4	12.6	11.0	10.3	9.0	10.5	10.0
TÜFE (%)							
Ortalama	15.2	12.3	19.6	72.3	53.9	53.0	26.5
Dönem sonu	11.8	14.6	36.1	64.3	64.7	39.6	17.7
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr TL) 1/	-124.7	-175.3	-210.5	-139.1	-1375.0	-2163.2	-2066.2
GSYH'ye oran olarak	-2.9	-3.5	-2.8	-0.9	-5.4	-5.5	-4.0
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	-0.6	-0.8	-0.3	1.2	-3.2	-2.7	-1.4
Cari Denge (mlr \$)	10.8	-31.9	-7.2	-49.1	-46.3	-27.6	-31.4
GSYH'ye oran olarak	1.4	-4.4	-0.9	-5.4	-4.4	-2.4	-2.6
Dış Ticaret Dengesi (TUIK tanımı; mlr \$)	-29.5	-49.9	-46.2	-109.5	-106.1	-92.0	-98.8
GSYH'ye oran olarak	-3.9	-7.0	-5.7	-12.1	-10.1	-8.1	-8.1
Merkez Bankası Haftalık Repo Faizi (Dönem sonu; basit;	12.00	17.00	14.00	9.00	42.5	37.5	20.0
FINANSAL GÖRÜNÜM							
Döviz Kuru							
US\$/TL (ort.)	5.667	7.017	8.919	16.590	24.025	34.368	42.087
US\$/TL (dönem sonu, Aralık)	5.945	7.426	13.341	18.715	29.473	38.578	44.781
% change (y/y)	12.5	24.9	79.7	40.3	57.5	30.9	16.1
EUR/TL (ort.)	6.355	8.038	10.504	17.409	25.953	36.760	44.394
EUR/TL (dönem sonu, Aralık)	6.668	9.125	15.100	17.390	32.744	40.892	47.021
% change (y/y)	10.3	36.8	65.5	15.2	88.3	24.9	15.0

Kaynak: TCMB, OYAK Yatırım, Maliye Bk, TUIK, t=tahmin

1/ Maliye tanımlı.

2/ Yıllık beklenen: $(1 + \text{nominal faiz}) / (1 + \text{dönem sonu enflasyon})$



MSCI Türkiye endeksinin tarihsel ortalamalarına ve MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler (MXEF) endeksine göre iskontosu dikkat çekmektedir. MSCI Türkiye endeksi 20 yıllık ortalamasına göre %27,3 iskonto ile işlem görmektedir. MSCI Türkiye endeksi, MSCI (MXEF) ile kıyaslandığında ise 20 yıllık ortalama %33 iskontoya sahip olup yüksek getiri potansiyeline işaret etmektedir.

1-yıl fwd Fiyat/Kazanç oranları incelendiğinde MSCI Türkiye endeksi 3,76 F/K çarpanı işlem görmekte olup 5 yıllık ortalamalar 5,06 seviyesindedir. MSCI Türkiye endeksi F/K çarpanlarına göre 5 yıllık ortalamasına kıyasla %26 iskontoya sahiptir. 5 yıllık ortalama F/K çarpan analizi yapıldığında ise MSCI Türkiye endeksi, MSCI GOÜ endeksine kıyasla %59,4 iskonto ile işlem görürken güncel durumda bu iskonto %67,4 seviyesinde olup tarihsel ortalamalara göre %12 aşağıda seyretmektedir.

Kararlı makroekonomik politika, istikrarlı CDS puanları ve kredi derecelendirme kuruluşlarının olası pozitif not ve görünüm revizyonlarının, son dönemde yurt içi hisse senedi piyasasına artan ilgiyi destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Bu faktörlerin de etkisiyle tarihsel ortalamalarına ve diğer endekslere nazaran cazip seviyelerde işlem gören MSCI Türkiye endeksinin 2024 yılında ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.

MSCI 2024 Endeks Gözden Geçirme Tarihleri

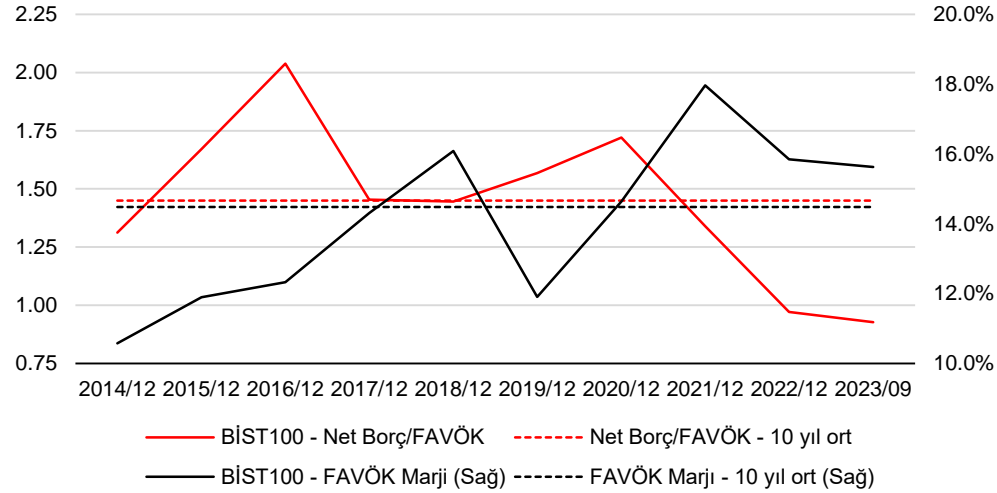
12 Şubat

14 Mayıs

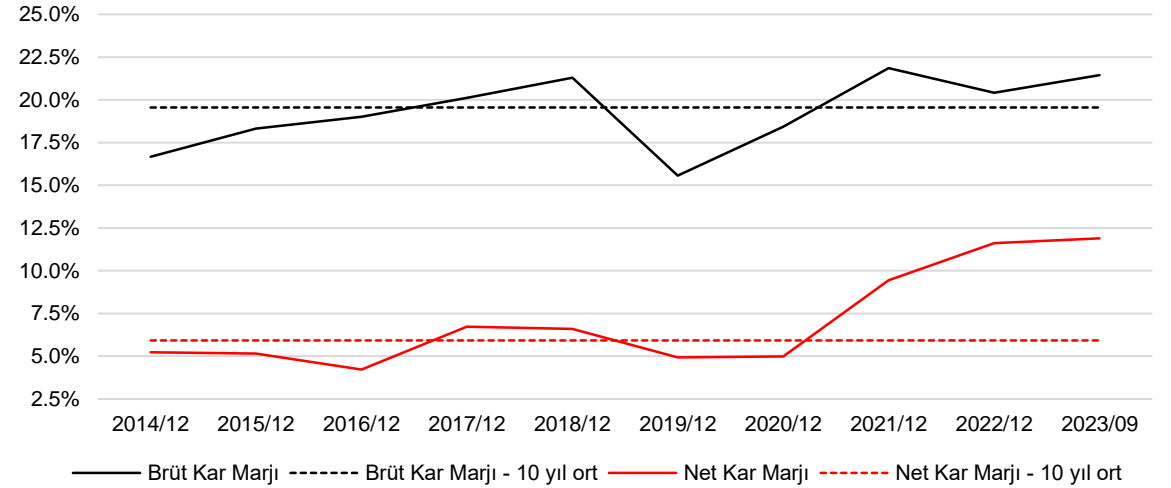
12 Ağustos

7 Kasım

BİST100 - Net Borç/FAVÖK

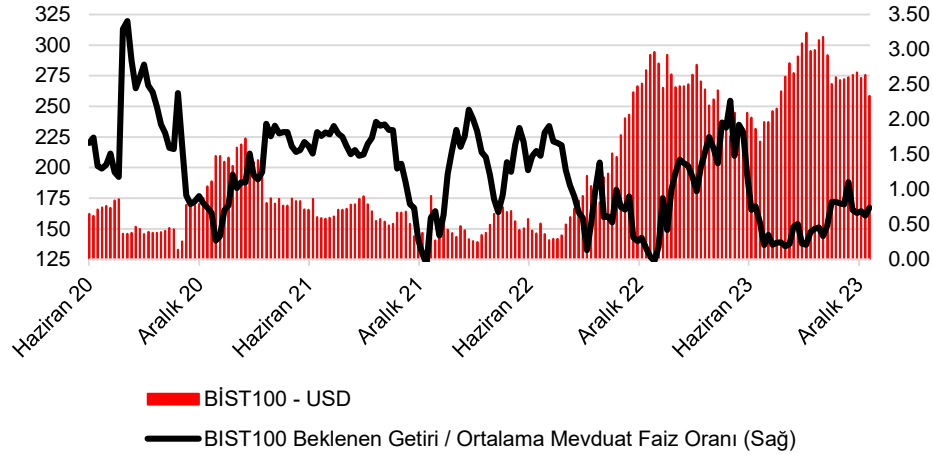


BİST100 Kar Marjları

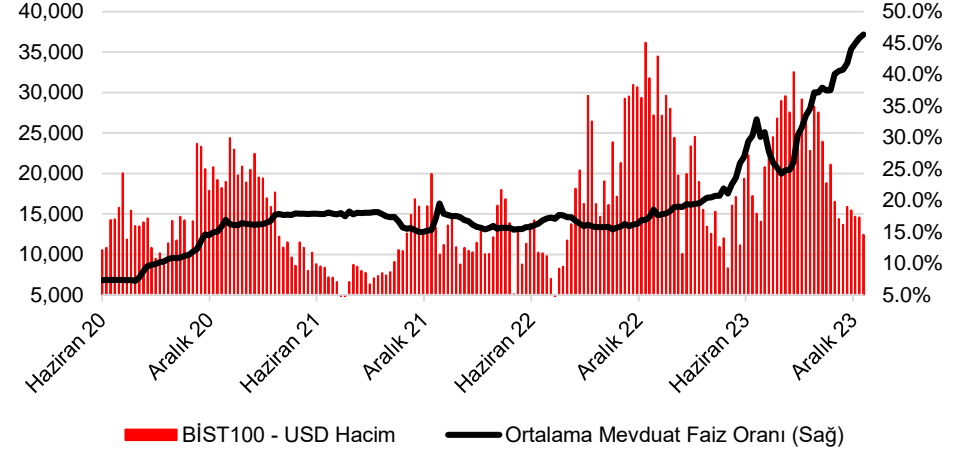


BİST100'de yer alan şirketlerde son 10 yıllık dönemde Net Borç/FAVÖK oranında ve brüt kar, FAVÖK ve net kar marjlarındaki gelişim öne çıkmaktadır. 2016 yılsonu finansallarında 2,04x seviyesine ulaşan Net Borç/FAVÖK oranınının 9A23'te 0,93x seviyesine kadar gerilemesi şirketlerin finansal sağlığının geçmişe göre güçlendiğini göstermektedir. Marjların performansı, BİST100 şirketlerinin operasyonel açıdan hatırı sayılır bir yol kat ettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde, brüt kar marjı %16,7'den %21,4'e, FAVÖK marjı %10,6'dan %15,6'ya ve net kar marjı %5,2'den %11,9'a yükselmiştir. Son 10 yıllık ortalamaların üzerinde seyreden marjların özellikle 2Y24'te olumlu seyrini koruyacağını düşünüyoruz.

BİST100 Beklenen Getiri - Ortalama Mevduat Faiz Oranı

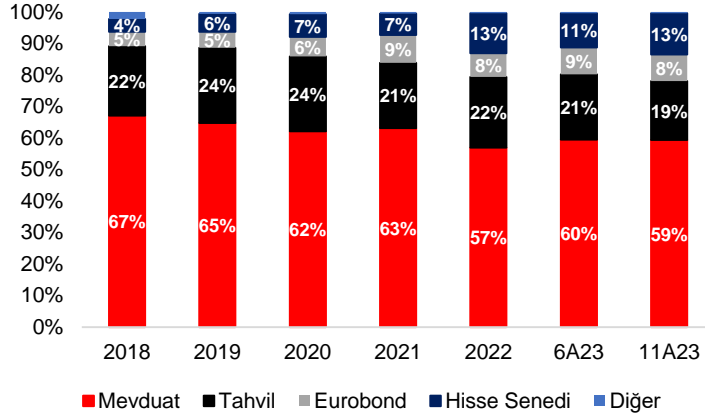


BİST100 Hacim - Ortalama Mevduat Faiz Oranı

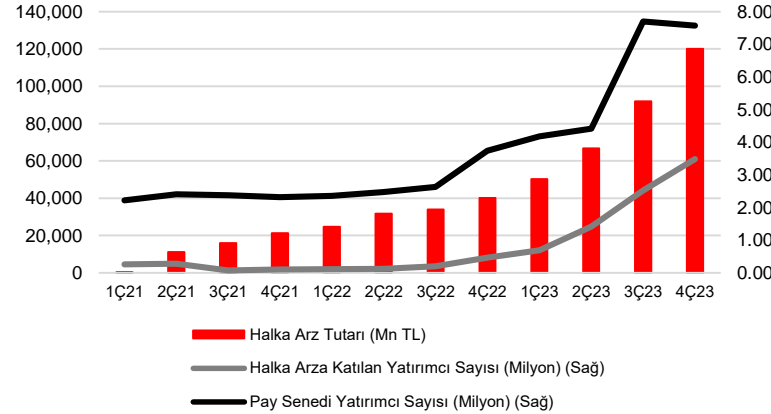


Son 3 yıllık dönemde yüksek enflasyon ve düşük faiz ortamıyla birlikte BİST100 endekste beklenen getiri oranının yükselmesi hisse senetlerine olan ilginin artmasına destek olmuştur. İlgili süreçte BİST100 güçlü bir performans gösterirken artan ilgi ve yüksek enflasyon, hacimlerde de rekor seviyelere ulaşılmasını sağlamıştır. Kurda zaman zaman yaşanan sıçramalar beklenen getiri ve USD bazlı endeks değerinde volatiliteye sebebiyet vermiştir. 3Ç23 sonundan itibaren ortalama mevduat faiz oranlarında yaşanan tırmanış, 300 USD seviyesini test eden BİST100 endeksten çıkışların hızlanmasına ve yatırımcı ilgisinin sabit getirili ürünler tarafına kaymasına yol açmıştır. Ortalama mevduat faiz oranlarında izlenen tırmanış, BİST100 işlem hacminde de önemli bir geri çekilmeyi beraberinde getirmiştir. Yüksek mevduat faizleri ve parasal sıkılaşma, 1Y24'te BİST100'deki işlem hacmini ve getirileri sınırlayabilir. TCMB'nin olası faiz indirimleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının muhtemel not artışları ve beklenen portföy girişlerinin öncülüğünde 2Y24'ten itibaren BİST100'ün performansının kuvvetleneceğini düşünüyoruz. 2024'le ilgili önceki dönemlerden farklı olacak bir nokta da enflasyon muhasebesinin banka ve sigorta dışı şirketlere uygulanması şirketlerin finansallarını açıklama dönemleri için ekstra zaman alması sonucunu doğurmuştur. Bu uygulama genel kurul ve temettü dağıtım tarihleri takvimlerini de eski yıllara göre değiştirebilir.

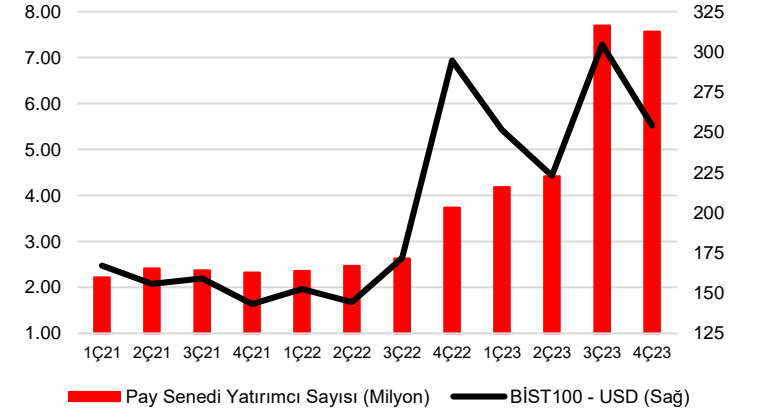
Yatırımcı Portföy Dağılımı



Halka Arzlar



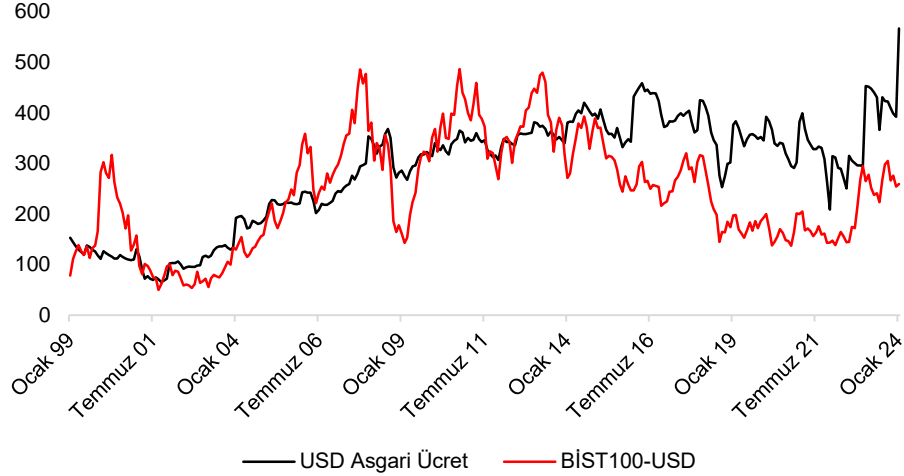
Pay Senedi Yatırımcı Sayısı



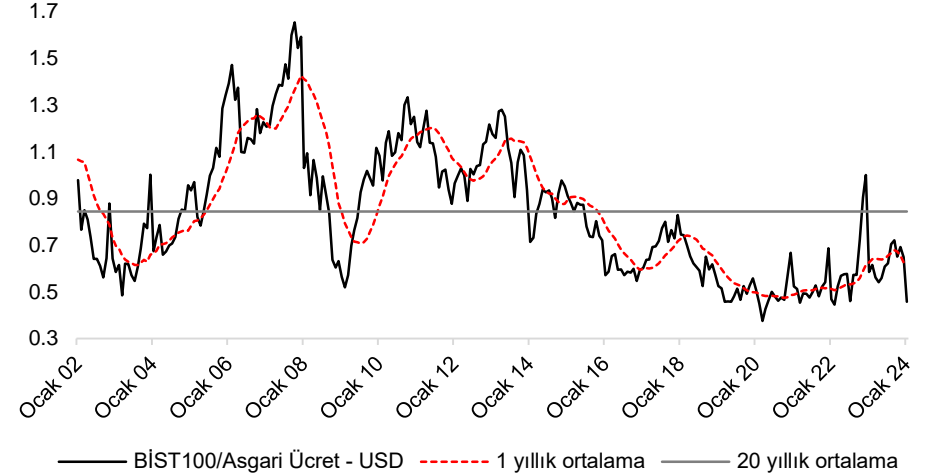
Yurt içi yerleşiklerin portföy dağılımlarına bakıldığında 2018'den bu yana mevduat ve tahvil dağılımındaki gerileme oldukça dikkat çekmektedir. Son dönemde hisse ağırlıklarında yakalanan pozitif ivme göze çarpıyor. İlgili dönemde hisselerin portföy dağılımlarındaki payı %4'ten %13'e yükselmiştir. Özellikle son 3 senede yüksek enflasyon oranı ve halka arzların etkisiyle hisse senedi yatırımcı sayısında yaşanan belirgin artış da portföy dağılımında hisse ağırlığının güçlenmesine öncülük etmiştir. 2023 sonu itibarıyla 12 milyonu aşkın yatırımcı bulunurken hisse yatırımcı sayısı 7,5 milyon seviyesindedir. Artan yatırımcı sayısı, yüksek enflasyon ortamı ve yurt dışından beklenen portföy girişleriyle birlikte hisse ve fon ağırlıklarının 2024 yılında da yüksek kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

2021 – 2023 yılları arasında 146 şirket halka arz edilirken toplam halka arz büyüklüğü 120,1 mlr TL olmuştur. 1Ç21'de halka arza katılan ortalama yatırımcı sayısı 262 bin seviyesindeyken 4Ç23'te 3,48 milyon kişiye ulaşmıştır. Yüksek enflasyon ve düşük faiz ortamı ile halka arz edilen şirketlerin Borsa İstanbul'daki güçlü performansları, halka arzlar ve hisseler yatırımcı ilgisinin oldukça artmasına katkı sağlamıştır. 1Ç21'de 2,22 milyon düzeyinde olan pay senedi yatırımcı sayısı, 2023 yılı içerisinde 8 milyonu aşarken mevduat faizlerindeki artış ve halka arz edilen hisselerin performansında yaşanan düşüşle birlikte 2023 sonu itibarıyla 7,57 milyona gerilemiştir. Özellikle 2Y23'te yoğunlaşan halka arzlar ve yükselen mevduat faizleri, 3Ç23'te USD bazlı zirvesini test eden BİST100 endeksinde para çıkışlarına ve değer kaybına sebep olmuştur. Halka arz edilen hisselerin son dönemde zayıflayan performansı, halka arzlar ile ilgili olarak SPK nezdinde uygulanacak yeni kısıtlamalar ve tedbirlerin etkisiyle 2024 yılında halka arz edilen şirket sayısında ve toplam halka arz büyüklüğünde düşüş yaşanabileceğini düşünüyoruz. Halka arz sayısı ve büyüklüğünde yaşanacak geri çekilme, piyasadaki çekilen para miktarının azalmasına yol açabilir. Sonuç olarak, halka arz yoğunluğunun azalmasının BİST100 performansına olumlu etki edeceği kanısındayız.

BİST100 - USD vs Asgari Ücret - USD

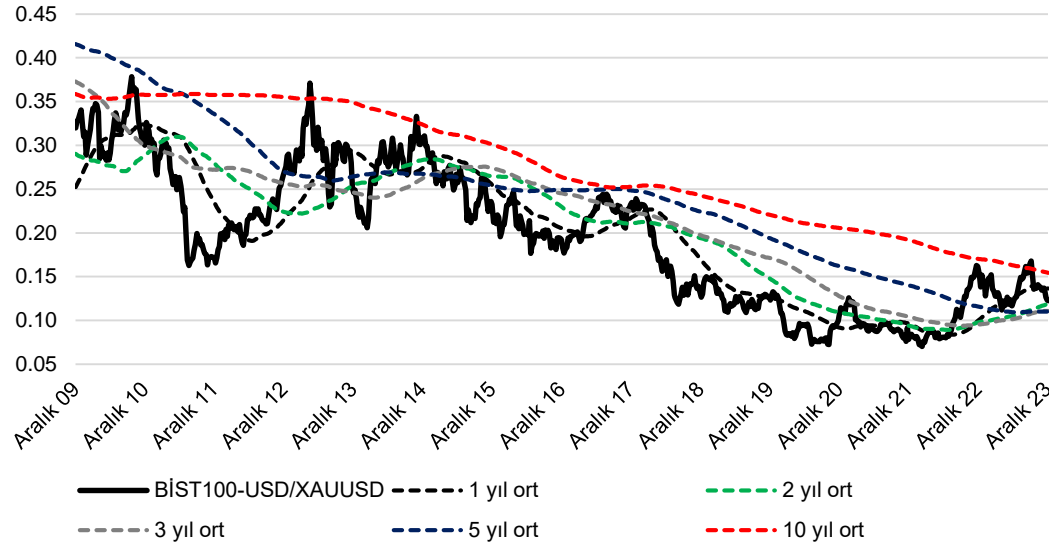


BİST100 / Asgari Ücret - USD



USD bazlı BİST100 ve asgari ücret değerleri incelendiğinde korelasyon 0,5 seviyesine yakın olup orta derecede ilişkili gözükmemektedir. Asgari ücrete 2024 yılında yapılan %49 zamla birlikte USD bazlı BİST100 / Asgari Ücret rasyosu kurdaki yaşanan stabil seyrin etkisiyle tarihi dip seviyelerine yaklaşmıştır. 1 yıllık ortalamasına uyumlu bir hareket gösteren rasyo, güncel durumda 1 yıllık ortalamasına göre %26 iskontolu işlem görmektedir. 2024 yılında TL'deki değer kaybının enflasyonun altında kalacağını ve reel anlamda TL'nin değer kazanacağını öngörüyoruz. 2024 yılı içerisinde asgari ücrette bir revizyon yapılmayacağına ilişkin açıklamaların da rasyoyu yukarı yönde pozitif etkileyeceğini düşünüyoruz. Bu faktörlerin de katkısıyla USD bazlı BİST100 / Asgari Ücret rasyosunun yukarı yönlü bir ivme yakalayabileceğini ve %46 iskontolu işlem gördüğü 20 yıllık ortalamalarına ulaşabileceğini tahmin ediyoruz.

BİST100-USD / XAUUSD



BİST100 / Gram Altın



BİST100-USD / Ons Altın değerlerine bakıldığında son 15 yıllık dönemde Ons Altın'ın BİST100-USD'ye göre kuvvetli performansı dikkat çekmektedir. 2022 ve 2023 yıllarında BİST100'deki güçlü performansla birlikte yaşanan yükselişlerde 10-yıllık ortalamaların etkisi öne çıkmaktadır. Jeopolitik riskler ve özellikle 2Ç24'ten itibaren global çapta merkez bankalarından beklenen faiz indirimleri Ons Altın'da seyrin güçlenmesine destek olabilir. BİST100'deki olumlu beklentilerimizle birlikte BİST100-USD / Ons Altın'da 2Y24'te 10 yıllık ortalamalara doğru bir hareketlilik görülebileceğini düşünüyoruz.

Piyasa Görüşü: Nötr (Korunuyor)

Pozitif reel faiz ortamında BIST daha az cazip görünüyor... 2024'ün düşen enflasyon, sıkı para politikası, görece istikrarlı döviz kurları ve daha yavaş GSYH büyümesi yılı olacağını varsayarak, BIST'i geçen yıla kıyasla görece daha az cazip buluyoruz. Çoğu yatırımcının yatırım kararlarını yaklaşan yerel seçimlerden sonra alması nedeniyle 1Y24'te yüksek oynaklığın hakim olmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, enflasyon muhasebesine ilişkin belirsizlikler piyasa üzerinde baskı oluşturacak ve ilk yarıda daha fazla volatilité getirecektir. Bununla birlikte, yabancı yatırımcıların Türk varlıklarına olan ilgisi, güncel makro politikaya ve ortodoks politikaların geri dönüşüne daha fazla ikna oldukları için artmaya devam ediyor. Bu durum, makro politikaların sonuçlarının daha görünür hale geldiği 2Y'de yabancı yatırımcıların Türk varlıklarına daha fazla ilgi göstermesi gerektiğini düşünmemize yol açıyor. MSCI Türkiye, MSCI EM'nin 11,55x'ine kıyasla 3,76x bir yıl vadeli F/K ile işlem görmektedir ve bu da %67,4'lük bir iskontoya işaret etmektedir ki bu da tarihsel ortalaması olan %59,4'ten daha yüksektir.

BIST-100 hedefimiz olan 10.757 puan %34 yukarı potansiyele işaret etmektedir... İNA modellerimizde kullandığımız makroekonomik varsayımlarımızdaki değişikliklere bağlı olarak takibimizdeki şirketlerin tahmin ve hedef fiyatlarında revizyonlar yaptık. Tahminlerimiz enflasyon muhasebesini içermemektedir. Finansal ve finansal olmayan şirketlerin sırasıyla %8 ve %23 hisse başına kar büyümesi kaydetmesini beklediğimiz 2024 yılında, takibimizdeki şirketler için %17 hisse başına kar büyümesi öngörüyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımızı değiştirmeyerek %21'de bıraktık. Değerleme güncellemelerimiz 12 aylık BIST100 hedefini 10.757 olarak gösteriyor ve bu da mevcut seviyelerden %34 yukarı yönlü potansiyel anlamına gelmektedir. Bu raporla birlikte, **KOZAL** için tavsiyemizi Endeks Altı Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye ve **TTKOM** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. Öte yandan, **DOAS** için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye düşürüyoruz.

Aktif spread yönetimi ve güçlü sermaye yapısı ile bankacılık sektörünü beğeniyoruz... Tahminlerimize göre, Türk bankaları 10 yıllık tarihsel ortalamalarına göre %46 iskonto ile ileriye dönük 3,1x F/K ve %24 prim ile 0,8x F/DD üzerinden cazip bir şekilde işlem görmektedir. Yükselen kredi getirileri ve artan kredi hacmi ile iyileşen kredi-mevduat makası sayesinde net faiz marjı 2024 yılında genişlemeye devam edecektir. 2024'te ekonomik büyümedeki potansiyel yavaşlamaya rağmen, bankalar için büyük bir TGA endişesi öngörmüyoruz. Kapsamımızdaki bankalar için 2023'teki potansiyel %14'lük büyümenin ardından 2024'te yıllık ortalama %8'lik bir kar artışı öngörüyoruz. Takip ettiğimiz bankaların uzun vadeli (2023-30T) sermaye getirisini %29 olarak öngörmekteyiz. Bu getiri, sermaye maliyetinin yaklaşık 3 puan üzerinde olup 1,2 F/DD'ne işaret etmektedir. Elverişli makro zemin ve TCMB'nin sıkılaşımaya devam etmesi sayesinde 2024 yılında daha iyi hisse performansı görmeyi bekliyoruz. **AKBNK, GARAN, ISCTR, YKBNK, TSKB** ve **ALBRK**'yi aktif spread yönetimleri ve güçlü sermaye yapılarını dikkate alarak beğeniyoruz.

Büyük ve defansif şirketlere daha fazla odaklanılmalı... Model portföyümüzün getirisi 2023 yılında %47.0 ile BIST100'ün %8.4 üzerindedir. Bunun yanı sıra portföyün getirisi son gözden geçirmemiz olan 30 Kasım 2023 kapanışına göre %8.4'tür ve endeksi %7.1 aşmıştır. Bu raporumuzda, BIST'e ilişkin temkinli pozitif duruşumuzu korumanın yanı sıra, büyük sermayeli şirketlere, yüksek nakit pozisyonu olan ihracatçı şirketlere ve yüksek faiz ortamında öne çıkan hisselerle odaklanıyoruz. **GARAN**'ı (son dönemdeki kuvvetli performansı) çıkarırken, **ISCTR** (yüksek büyüme beklentileri) ve **MAVI**'yi (başarılı işletme modeli ve farklı segmentlerden pazar payı kazanan tüketiciye hitap eden konumlanma) ekliyoruz. Model portföyümüz artık **ISCTR, YKBNK, TCELL, FROTO, BIMAS, KCHOL, KRDM, ANSGR, TRGYO, AKCNS, ALBRK, TTRAK** ve **MAVI**'yi içermektedir.

BANKA: Tahminlerimize göre, Türk bankaları 10 yıllık tarihsel ortalamalarına göre %46 iskonto ile ileriye dönük 3,1x F/K ve %24 prim ile 0,8x F/DD üzerinden cazip bir şekilde işlem görmektedir. Elverişli makro zemin ve TCMB'nin sıkılaşmaya devam etmesi sayesinde 2024 yılında daha iyi bir hisse performansı görmeyi bekliyoruz. Ayrıca, özellikle özel bankalar için uzun vadeli özkaynak getirilerinin 2024 yılında tarihsel ortalamaların üzerinde kalacağını öngörüyoruz, bu da tarihsel iskontonun orta vadede daralmasına yardımcı olacaktır.

Bankacılık sektöründe TL kredi büyümesi 2023 yılında yıllık bazda %54'e ulaşırken, bu oran kamu bankalarında %55'e, özel bankalarda ise hem tüketici hem de ticari krediler kaynaklı büyüme neticesinde %51'e ulaştı. Mayıs ayındaki genel seçimlerin ardından TCMB'nin sıkılaştırmaya başlamasıyla birlikte artan kredi faizlerine bağlı olarak ticari kredi büyümesinin hızlandığına, tüketici kredisi büyümesinin ise yavaşladığına şahit olduk. Bankaların 1Y23'te mevduat ve kredi faizleri arasındaki negatif fark nedeniyle ticari kredi kullanımında istekli olmadıklarını not edelim. TL krediler için 2024 yılında %19 büyüme öngörürken, YP krediler için ABD doları bazında %1 daralma öngörüyoruz (2023 yılında ABD doları bazında -%3). Sonuç olarak, kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesi 2023'teki %32 seviyesinden 2024'te %14'e düşmesini muhtemel olarak değerlendiriyoruz.

Yükselen kredi getirileri ve artan kredi hacmi ile iyileşen kredi-mevduat makası sayesinde net faiz marjı 2024 yılında genişlemeye devam edecektir. Mevduat faizlerinin özellikle 2Y24'te gevşemesini ve bunun da bankalar için daha elverişli bir faaliyet ortamına yol açmasını bekliyoruz. TL kredi-mevduat makasının 2023'teki 6 puanlık daralmanın ardından 2024'te yıllık bazda 2 puan genişleyeceğini öngörüyoruz. Swap maliyetleri ise TCMB'nin rezerv oluşturmaya istekli olması nedeniyle yüksek kalmaya devam edecektir. Kapsamımızdaki bankalar için net faiz marjının 2024 yılında ortalama 35 baz puan daralmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, net faiz marjı net kredi risk maliyeti (KRM) ile düzelttiğimizde, KRM'nin 2024'te iyi davranmasını beklediğimiz için düzeltilmiş marjın yıllık 15 baz puan genişleyeceğini öngörüyoruz.

2024'te ekonomik büyümedeki potansiyel yavaşlamaya rağmen, bankalar için büyük bir TGA endişesi öngörmüyoruz. Bankalar 2020'den (Covid-19 sonrası) başlayarak 2023'e kadar olası TGA sorunlarına karşı yüklü karşılıklar ayırdı. Eylül 2023 itibarıyla toplam karşılıklar TGA'ların dört katından fazlasını karşılarken, TGA oranı %2,1 seviyesinde bulunuyor. KRM'nin 2024 yılında (-58bps y/y) 85bps'ye gerilemesini ve bunun da karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Bankaların 2024'teki potansiyel varlık kalitesi risklerine karşı korunaklı olduğunu düşünüyoruz.

Kapsamımızdaki bankalar için 2023'teki potansiyel %14'lük büyümenin ardından 2024'te yıllık ortalama %8'lik bir kar artışı öngörüyoruz. Kapsamımız için üç yıllık (2021-24E) bileşik kar büyümesi %82'dir. Sermaye maliyeti varsayımlarımız %21,0 risksiz faiz oranı ve %5,0 hisse senedi risk primi ve 1,0 beta içermekte olup, bu da %26,0'lık bir sermaye maliyeti anlamına gelmektedir. Hedef fiyatlarımız önümüzdeki 12 ay boyunca kapsama evrenimiz için %20 artış anlamına gelmektedir. Sermaye maliyetindeki her 100 baz puanlık değişim hedef fiyatlarımızı ortalama %9,5 oranında etkilemektedir.

Takip ettiğimiz bankaların uzun vadeli (2023-30T) sermaye getirisini %29 olarak öngörmekteyiz. Bu getiri, sermaye maliyetinin yaklaşık 3 puan üzerinde olup 1,2 F/DD'ne işaret etmektedir. Takibimizdeki bankalar ise 2024 tahmini 0,8 F/DD ile işlem görmektedir. **AKBNK, GARAN, ISCTR, YKBNK, TSKB ve ALBRK** için 'Endeks Üzeri Getiri' tavsiyemiz mevcut iken **VAKBN** ve **HALKB** için 'Endekse Paralel Getiri' tavsiyemiz bulunmaktadır.

BEYAZ EŞYA: Sektör, kur artışı ve yükselen enflasyon beklentisiyle öne çekilen talep sayesinde yurt içi satışlarında oldukça başarılı bir 2023 yılı geçirdi. Türkiye Beyaz Eşya Pazarı altı ana ürün grubunda 11A23 itibarıyla hacimsel bazda yıllık %15'lik bir büyüme ile güçlü performans gösterdi. Mevcut ekonomi yönetiminin aldığı kararlar doğrultusunda kredi kartlarına taksit düzenlemeleri, talep hızının yavaşlaması ve artan mevduat faizleri neticesinde iç piyasadaki canlılığın hafif düştüğü gözlemlendi. 2024 yılında, yurt içi talebin daha stabil olacağı ve satışlarda normalleşme göreceğimiz bir yıl olarak değerlendiriyoruz. İhracat tarafında ise, özellikle ana ihracat pazarı olan Batı ve Doğu Avrupa'da makroekonomik koşullardan kaynaklı talebin yıllık bazda çok zayıf olduğu bir dönem geçirildi. Sektör ihracatına bakıldığında, 11A23'te ihracatın adetsel bazda yıllık %11 azaldığı görülüyor. 2Y24'te ana pazarlarda toparlanmanın başlayacağını tahmin etsek de yurt içi talep ve fiyatlamanın hem sektör hem de firmalar için kilit rol oynayacağı düşüncesindeyiz. Öte yandan 2008 mali krizinden sonraki yıllara benzer şekilde, AB tüketicilerinin tercihlerinde alt-orta segment markalara yönelmeleri ihtimali, Türk sektör oyuncularının konumlandığı alt-orta segment markalarını destekleyebileceğini düşünüyoruz.

Beyaz eşya sektörünün ana maliyet kalemleri olan metal, plastik ve alüminyum fiyatlarında azalan küresel talep, artan politika faiz oranları, azalan enerji ve nakliye giderlerinde 2023 yılında gerileme yaşandı. 2024 yılında, metal ve plastik fiyatlarında yıllık bazda hafif bir yükseliş olacağı beklentisindeyiz.

ARCLK özelinde değerlendirecek olursak, Bangladeş, Hindistan ve Pakistan ile birlikte ASEAN pazarları operasyonlarında da düşük bazdan kaynaklı 2024 yılında yıllık bazda hafif bir toparlanma görebiliriz. 2023 yılı başında Arçelik'in büyüme stratejisine paralel olarak, Arçelik ile Whirlpool Corporation'ın Avrupa'da faaliyet gösteren üretim, satış ve pazarlama iştiraklerinin tamamının satın alınmasına karar verilmişti. Bu satın alma Arçelik'in Avrupa'daki ürün portföyünü genişleterek rekabet gücünü artıracak ve maliyet kaynaklı sinerji sağlanabilecektir. Anlaşmayı Arçelik'in Avrupa'daki varlığını daha da güçlendireceği için önemli buluyoruz.

CAM: 2022 yılındaki güçlü sonuçların ardından 2023 yılında talebin ve marjların normalleştiği gözlemlendi. Bunun ana sebeplerini; Şubat ayında yaşadığımız deprem etkileri, küresel büyümedeki zayıf seyir nedeniyle düşük üretim maliyetli ithal ürün akışı, özellikle Avrupa'da yaşanan makroekonomik sebeplerle limitlenen talep ve yüksek baz etkisi olarak değerlendiriyoruz. **SISE**'nin 9A23 sonuçlarına göre neredeyse tüm segmentlerde hacimsel bazda daralma olduğu gözlemlenirken kur etkisinin katkısıyla gelirlerde yıllık büyüme gerçekleşti. Cam Ev Eşyası ve Cam Ambalajı marjlarında yıllık iyileşme görülürken Mimari ve Endüstriyel Cam tarafında yıllık daralma yaşandı. Ciro ve FAVÖK'te Kimyasallar segmenti en büyük payı oluştururken marjları yıllık yatay kaldı. Çin'in ihracat tarafında aldığı aksiyonlar sebebiyle fiyatlama konusunda da 2023 yılı sektör açısından güç bir yıl oldu diyebiliriz.

Avrupa Bölgesi'nde yerleşik üreticilerin devreye aldığı arz kısıntılarına ek olarak, inşaat & otomotiv, sektöründeki muhtemel bir canlanma ve hanehalkının evlerde kullandığı ürünlerdeki yenileme ihtiyacı, yılın ikinci yarısından itibaren talep tarafında bir toparlanma görmemizi sağlayabilir. Bunun yanı sıra; ekonomik düşüşlerden etkilenmeyen yiyecek & içecek ve ecza ürünleri faaliyetlerini kapsayan Cam Ambalaj operasyonunun, 2024 yılında da güçlü kalmasını bekliyoruz. Kimyasallar (Soda Külü + Krom) segmentinde ise, ürün fiyatlarındaki geri çekilmeden kaynaklı marjlar üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz.

DEMİR ÇELİK: Merkez bankalarının sıkılaştırıcı para politikaları ve artan resesyon endişeleri, 2022 yılının ikinci yarısından bu yana küresel çelik sektörü üzerinde baskı oluşturmuştur. ABD'de açıklanan son veriler, Fed'in %2'lik hedefinin hala üzerinde olan TÜFE'de bir gerilemeye işaret etmektedir. Ancak enflasyon ve istihdamdaki soğuma ve Fed üyelerinin açıklamaları 2Ç24'te Fed'in faiz indirimlerine başlayacağına ilişkin beklentileri artırmaktadır. Ayrıca Çin, sorunlu emlak sektörünü 2024 sonuna kadar desteklemek için girişimlerini genişletmektedir. Gayrimenkul satışını teşvik etmek için kredi faiz oranlarının ve peşinat şartlarının düşürülmesi, bankaların kredi vadesi dolmak üzere olan müteahhitlere yeni kredi vermesine izin verilmesi, alıcılara önceden satılmış evlerin teslim edilmesinin sağlanması ve tahvil ihracı gibi diğer finansman kaynaklarının teşvik edilmesi önemli adımlar arasında yer almaktadır. Ayrıca, Çin'in belirlenen özel ve devlete ait toplam 50 gayrimenkul firması için yeni bir destek paketi açıklayacağı da belirtilmektedir. Buradaki amaç, banka kredileri, borç ve öz sermaye finansmanı yoluyla sektöre destek veren finansal kuruluşlara rehberlik etmektir. Tüm bu faktörler göz önünde bulundurulduğunda, 2024 yılının özellikle ikinci yarısından itibaren çelik fiyatlarında bir toparlanma görülmesi oldukça muhtemeldir.

Dünya ham çelik üretimi 11A23'te %0,5 artışla 1.715 milyon ton seviyesine ulaşmıştır. Dünya ham çelik üretiminin lokomotifi olan Çin, 11A23'te yıllık %1,5 artışla 952,1 milyon ton ile dünya ham çelik üretiminin %55,5'ini sağlamaktadır. Düşük talep ortamına rağmen çelik üretiminin yıllık bazda yatay kalması demir – çelik fiyatlarında son dönemde yaşanan toparlanmaya rağmen yıl genelinde zayıf bir seyre neden olmuştur. Ham çelik üretiminin lideri Çin'de, emlak sektörünü destekleyici adımların 2024 yılında meyvelerini vermesi başta Çin olmak üzere global çapta toparlanmaya destek olacaktır.

Kasım 2023'te Türkiye'nin ham çelik üretimi yıllık bazda %25,4 artışla 3,0 milyon tona yükselirken 11A23'te Türkiye'nin ham çelik üretimi yıllık bazda %6,1 düşüşle 30,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Kasım 2023'te nihai mamul tüketimi yıllık bazda %30,0 artışla 3,2 milyon ton olurken 11A23'te %18,3 artışla 35,1 milyon tona ulaşmıştır. Özellikle Nisan ayından itibaren artan ham çelik üretiminde Şubat ayında meydana gelen ve 10'dan fazla ili etkileyen yıkıcı deprem felaketinin ardından bölgede yeniden yapılanma çalışmaları ve başta Marmara Bölgesi olmak üzere deprem veya doğal afet riski yüksek olan bölgelerde kentsel dönüşüm projeleri etkili olmuştur. Düşük enerji girdi maliyetleri ve yurt içinde 6 milyon tona yakın yeni kapasitelerin devreye alınması da ham çelik üretimini desteklemiştir. Buna rağmen, 2023 yılının ilk 11 ayında ham çelik üretimi 3 yıllık ortalamaların altına kalırken ihracat %34,4 azalmıştır.

Türkiye Çelik Üreticileri Derneği (TÇÜD) tarafından yapılan değerlendirmeye göre 2024 yılında dampingli ve devlet destekli ürün ithalatına karşı etkin koruma tedbirlerinin uygulanması ve enerji maliyetlerinin ılımlı seyretmesi halinde kapasite kullanım oranlarında iyileşme gerçekleşebilir. Artan kapasite ve güçlü KKO ile 2024 yılında yurt içinde üretimin 2021 yılında yakalanan 40,4 milyon ton seviyesini, ihracatın ise 2022'de yakalanan 15,2 ton seviyesini aşması ve sektörün Türkiye'nin cari ödemeler dengesine önemli katkıda bulunması öngörülmektedir.

Bu beklentilerin ışığında Kardemir'in 2024 yılında 57.076mn TL ciro (+%48 y/y), 9.847mn TL FAVÖK (+%55 y/y) ve 5.624mn TL net kar (+%138 y/y) açıklayacağını öngörüyoruz. **KRDMD** için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi ve 37,60 TL olan on iki aylık hedef fiyatımızı koruyoruz.

ÇİMENTO: Sektörde karlılığı etkileyen önemli unsurlardan biri enerji maliyetleridir. 2023 yılının başında düşen ve yıl boyunca stabil seyreden elektrik ve petkok fiyatları, sektörde karlılığı en çok etkileyen unsurlardır. 2023 yılındaki elektrik ve petkok fiyatlarında yaşanan düşüş 2022 yılında %14-15 olarak gerçekleşen EBITDA marjlarını 2023 yılında ciddi düzeyde arttırarak, %21-27 olarak gerçekleşmesini sağladı. 2024 yılı için ise enerji maliyetlerinin bir miktar artmasını beklerken hammadde fiyatlarının karlılıkta asıl belirleyici rolü üstleneceğini düşünüyoruz.

Çimento şirketlerinin kapasite kullanım oranları %90'ın üzerinde, tam kapasiteye yakındır. Şirketler kapasitelerini arttırmadan da satış kanallarında talebe paralel yurt içi yurt dışı arasında hızlı odak değiştirme özelliğine sahiptir. Bu da şirketlerin daha karlı pazarlara doğru zamanda yönelebilmelerine ve karlılıklarını bun göre arttırmalarını sağlamaktadır.

Şubat ayında gerçekleşen Kahramanmaraş depremi sonrası bölgedeki yıkımın ardından yıkılan binaların yeniden yapılacak olmasını yanı sıra, beklenen İstanbul depreminin etkilerinden korunma amacıyla Marmara Bölgesi'nde kentsel dönüşüm hareketi hız kazanmıştır. Önümüzdeki yıl da bu hareketliliğin devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca Kahramanmaraş Depremi sonrası kentsel dönüşüme teşvik amacıyla yeni yasalar açıklanmaya başladı ve 2024 yılında da yeni yasalarla kentsel dönüşümün artmasını bekliyoruz.

Özellikle **CIMSA**'da hem kapasiteyi arttırmaya yönelik hem de maliyetleri azaltmaya yönelik yatırımlar mevcut ve bunların önümüzdeki yıllarda operasyonel olarak faaliyetlerine başlamalarıyla şirketlere pozitif bir katkı yapmasını bekliyoruz.

2024 yılında Marmara Bölgesi genelinde ivme kazanmasını beklediğimiz kentsel dönüşüm hareketinin de katkısıyla marjları ve karlılığı güçlenecek olan **AKCNS**'yi beğeniyoruz. **CIMSA** tarafında ise deprem sonrası yıkılan binaların yeniden inşasının yanı sıra Kahramanmaraş'ın özellikle yurtdışı yatırımlarının karlılığı olumlu etkileyecek olması ve SBS şirketinin hisse artışı ile şirket sonuçlarının konsolide edilecek olması olumludur.

ĞAYRİMENKUL: Türkiye'de konut satışları Kasım 2023'te bir önceki yılın aynı ayına göre %20,6 oranında azalırken, ipotekli konut satışları %68,5 gibi yüksek bir oranda gerilemiştir. Benzer şekilde, 2023 yılında da konut satışları yıllık bazda %14,9 oranında düşerken, ipotekli satışlar %33,6 oranında gerilemiş ve toplam satışlar içindeki payı kümülatif olarak %20,2 olmuştur. Konut fiyatlarında devam eden artışlar ve yükselen kredi faizleri konut satışlarının yavaşlamasına neden olurken, ABD doları cinsinden konut fiyatlarının yükselmesi de yabancı iştahını sınırlamış görünüyor. Sonuç olarak, 2023 yılı konut sektörü için iyi geçmemiş, inşaat maliyetleri yüksek enflasyon ve arsa maliyetlerindeki artış nedeniyle hızla yükselmiştir. 2024 yılının da bir istisna olmayacağını düşünüyoruz. Demografik yapı ve değişen yaşam tarzlarına bağlı olarak doğal bir konut talebi olmasına rağmen, yüksek fiyatlar talebin karşılanmasına izin vermeyecektir. GYO'lar arasında, konut portföyüne sahip olmanın yanı sıra alışveriş merkezi ve otel işleten GYO'ları tercih ediyoruz. Bu nedenle kira ve otelcilik gelirlerinin toplam gelirler içindeki payının yüksek olduğu şirketleri beğeniyoruz. GYO'lar arasında **TRGYO** ilk tercihimizdir. Torunlar, iyi çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. Torunlar'ın 2024T net karının 2023'te %67'lik büyük bir büyüme kaydettikten sonra yıllık bazda %27 artmasını bekliyoruz.

GIDA: 2023'te gıda sektöründeki ciro artışlarının ana kaynağı fiyat artışları olmuştur. Araştırma kapsamımızda farklı alanlarda iş yapan üç gıda şirketi bulunmaktadır ve üçü için de uzun vadeli tavsiyemiz Endekse Paralel getiridir. Faaliyet marjlarında Kovid kaynaklı sıçramaların ardından, salça ve konserve üretimi yapan **TATGD** gibi gıda işleyicilerinde normalleşme yaşandı. Markalı ürünlere odaklanma ve ihracatın gücü şirket için destekleyici oldu. Çok yakın bir zamanda, Arçelik ve Aygaz'ın da dahil olduğu Koç Grubu şirketleri, Koç Ailesi Üyeleri, Koç Grubu'na bağlı vakıflar, TATGD'nin sermayesinin %49,04'üne tekabül eden ve 15 adet kurucu intifa senedinin Memişoğlu Tarım Ürünleri Ticaret Limited Şirketi'ne satıldığı açıklandı. İşleme konu %49,04 oranındaki Tat Gıda hisselerinin toplam satış bedeli 80,9mn USD'ye tekabül etmektedir. Anlaşmanın sonuçlanması ve yeni sahibinin planları şirketin gelecekteki görünümünü şekillendirecektir. **ULKER** tarafında operasyonel ve operasyonel olmayan (kur farkı gelir/giderindeki oynaklık, yatırımlardan kaynaklanan net zarar) gelişmeler finansallara ve hisse senedi performansına 2023'te olumlu yansıdı. Onem Gıda satın alımının FAVÖK marjına 350bps oranında katkı sağladığı paylaşılmıştır. Ülker için Türkiye'nin Orta Doğu ile ilişkilerinin iyileşmesi de olumlu oldu. Uluslararası operasyonların katkısı önemli olduğundan, güçlü TL uluslararası operasyonların katkısı için risk içerebilir. **KRVGD** için 2023, TL'nin zayıflığı ve ürün optimizasyonu ile marjlarda iyileşme yılı oldu. TL'nin reel olarak değer kazanması, büyük yatırımlar yapan ihracatçı için baskı yaratabilir. Öte yandan İstanbul fabrikasının Akhisar'a taşınması, Akhisar fabrikasındaki sinerji ve güneş paneli yatırımlarına bağlı marj iyileşmesinin daha görünür hale gelmesi muhtemel olduğundan 2Y24 için nispeten daha iyimseriz.

HAVACILIK: 2023, Kovid sonrası uçuş talebindeki güçlü toparlanmanın ardından göreceli bir normalleşme dönemi olarak kabul edilebilir. Türkiye, Kovid dönemi şokunu gerekli önlemleri alarak atlatan ve en önemlisi sektörel iş gücünü koruyan dünyadaki birkaç ülkeden biri oldu. Bu durum, talep güçlü bir biçimde geri geldiğinde hazır olma konusunda sektöre önemli bir avantaj sağladı ve Türk havacılık şirketleri Kovid 2019 öncesi kapasite ve yolcu seviyelerini çoğu rakibinden önce yakaladı. Bunun yanı sıra bilet fiyatlarındaki ani yükseliş ve maliyet cephesindeki daha yavaş artışlarla zayıf TL ortamında yüksek marjlar elde ettiler. 2023 yolcu ve turizm dinamiklerini özetlemek gerekirse, 1Ç23, çoğunlukla zayıf Omicron tabanı nedeniyle dış hat yolcusu tarafında yüksek artışlar içerdi. Yurt içinde ise Şubat ayının başında yaşanan yıkıcı depremler zayıf baz etkisine rağmen sınırlayıcı bir etki yarattı. 2Ç23'te uluslararası yolcu sayısı büyümesinde göreceli bir normalleşme gerçekleşmiştir. TL'nin reel olarak değer kazanması da Türkiye'yi turist gelişi açısından rakiplerine kıyasla daha az cazip hale getirmesi açısından olumsuz bir katalizör etkisi yaratmıştır. Ancak 3Ç23'te zayıflayan TL ve turizm sektörünün aşağı yönlü fiyat düzeltmeleri turizmi toparlamada yardımcı olmuştur. 4Ç23'te Orta Doğu'daki ciddi gerilime rağmen Türkiye'ye gelen turist sayısı nispeten ılımlı seyretmiştir. Hava yolları şirketlerinin Aralık 2023 trafik verileri, Noel ve yılbaşı tatilleri sayesinde her iki taşıyıcı için de güçlüydü. **THYAO**'nun kargo işleri muhtemelen Kızıldeniz Krizi tarafından desteklenmiştir çünkü 4Ç23 kargo büyümesi çift hanelidir. Kovid-19 sonrası Uzak Doğu hatlarının geç açılması nedeniyle 2023 yılında THY için transfer trafiği hız kazanmıştır. Bununla birlikte, getiriler üzerindeki baskı ve maliyetlerdeki artış son dönemde daha görünür hale gelmiştir ve bunun 2024 yılında da devam etmesini bekliyoruz.

Yolcu talebi açısından, çeşitli bilinmeyenlere rağmen, jeopolitik risklere ilişkin endişeler devam ettiği için mevsimsel olarak önemli çeyrekler (2Ç ve 3Ç) için nispeten daha iyimseriz. Tüketicilerin bütçelerinin baskı altında olduğu göz önünde bulundurulduğunda, daha düşük ücretler sunan düşük maliyetli taşıyıcıların daha fazla tercih edilme olasılığı yüksektir. 2023 uluslararası yıllık yolcu büyümeleri de (**PGSUS**: %14, **THY**: %7) bunu doğrulamaktadır. Bugünlerde nispeten ılımlı seyreden yakıt fiyatlarına rağmen, yüksek enflasyon ortamında maliyet yönetimi daha önemli bir rol oynayacak ve daha fazla sayıda koltuk konfigürasyonuna sahip genç filo (SAW'da şu anda sınırlı olan slotlar için avantaj) ve ayrıca yeni nesil uçaklarla yakıt optimizasyonu açıkça karşılaştırmalı bir avantaj sağlayacaktır. THY'den farklı olarak Pegasus, uçak teslimatlarında major gecikmeler ve motor sorunları yaşamadı, operasyonlarda ve kapasite artışlarında aksamalara neden olan Boeing Max'in problemlili süreçlerine maruz kalmadı. SAW'daki iki pistin 2025 yılında faaliyete geçmesini ve uçak iniş kalkışlarında kademeli bir artış olmasını bekliyoruz. Kısa vadede, sektörde yıkıcı bir rekabet öngörmüyoruz. Gelir ve maliyetlerdeki döviz payları nedeniyle, zayıf TL ve reel TL değer kaybı taşıyıcının marjları için olumludur. Bu açıdan TL'nin reel olarak değerlendirilmesi kesinlikle bir risktir ve bu 2024'e ilişkin en önemli soru işaretlerinden biridir.

Havalimanları işletmecisi **TAVHL**, 2023 yılında şirketin beklentilerini (52-59 milyon) aşan güçlü uluslararası yolcu sayısından (62,9 milyon) yararlandı. Reel TL'nin değer kazanması faaliyet marjları üzerinde baskı yarattı ancak net kar, 9A23'te toplamı 60mn EUR civarında olan ve yüksek bir net kar tabanı oluşturacak çeşitli tek seferlik gelirlerden (deprem vergisi, TIBAH hisse satış gelirleri gibi) etkilendi. 2024'ün gücü TL'nin reel olarak değer kazanmasına ve Türkiye'ye yönelik turizm talebine bağlı olacaktır. TAV, Almatı'nın yeni terminalini 2024 yılının ortalarında açmayı planlamaktadır ve TAV'ın hizmet şirketleri de bu yeni terminalde faaliyete başlayacaktır. Ayrıca, TAV'ın finansallarına katkısı düşünüldüğünde, Almatı ve Gürcistan havalimanlarının performansı ve jeopolitik gelişmeler odak noktası olacaktır. Henüz erken olmasına rağmen, rezervasyonlar Türkiye'ye yönelik ilk turizm talebinin iyi olduğunu göstermektedir. Gürcistan ve Almatı trendlerinin güçlü kalmaya devam etmesi bekleniyor. Şirket için 2024 gerek Antalya Havalimanı gerekse Almatı yatırımları sebebiyle yoğun bir yatırım yılıdır.

Her üç havacılık hissesi için de uzun vadeli Endeks Üzeri Getiri tavsiyemize rağmen, mevcut ortamda yolcu büyüme dinamikleri, kapasite artışı ve maliyet kontrolleri açısından Pegasus nispeten daha avantajlı görünmektedir. Son bir yıllık dönemde THY BIST100 endeksinin %17 üzerinde getiri sağlarken PGSUS'un getirisi piyasanın %3 gerisindedir. Bloomberg verilerine göre Pegasus, benzerlerinin 2024T FD/FAVÖK ve F/K medyan çarpanlarına göre sırasıyla %16 ve %42 iskontolu işlem görmektedir. THY için iskontolar %8 ve %6'dır.

İÇECEK: 2023 yılı, makro zorluklar, doğal afetler ve jeopolitik gelişmelerin yanı sıra içecek sektöründe önemli fiyat artışlarının yaşandığı ve içecek talebinin bir ölçüde baskı altında kaldığı bir yıl olmuştur. 2023 yılında **CCOLA**'nın Türkiye ve uluslararası satış hacimleri yıllık bazda sırasıyla %5 ve %1 daralmıştır. Ancak, fiyat artışları, ürün miksi gelişmeleri ve maliyet kontrolleri sayesinde marjlar iyileşmiştir. 2024 yılı için öngörülen meşrubat hacim büyümesi hem Türkiye'de hem de yurt dışında orta-tek hanelidir. Kur etkisinden arındırılmış net satış gelirlerinde %40'ların altında büyüme ve 2023 yılına kıyasla yatay FAVÖK marjı öngörülmektedir. Bira tarafında, Türkiye ve uluslararası hacim büyümeleri yıllık bazda sırasıyla %9 ve %4 olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılı için Türkiye hacminin yatay kalması, uluslararası tarafta ise tahminlerimizle uyumlu olarak hafif bir büyüme gerçekleşmesi beklenmektedir. **AEFES**, bira gelirlerinin kur etkisinden arındırılmış olarak düşük-yirmili seviyelerde büyümesini beklerken, bira FAVÖK marjının güçlü baz nedeniyle aşağı yönlü riskle birlikte 200 baz puan civarında gerilemesini beklemektedir. Hem CCOLA hem AEFES için uzun vadeli Endeks Üzeri Getiri tavsiyemize rağmen Anadolu Efes sektördeki en beğendiğimiz şirketimizdir. 2023 yılı operasyonel olarak hem bira hem de meşrubat (CCOLA tam konsolide) beklenenden daha güçlü bir yıl olarak değerlendirilebilir ve 2024 beklentileri biraz normalleşmeye rağmen yine de destekleyicidir. AB InBev'in AB InBev Efes BV'deki kontrol gücü olmayan paylarının satın alınmasına ilişkin son açıklama, onay süreci nedeniyle detaylar açısından sınırlı kalmıştır. Büyük ölçüde beklendiği gibi, başlangıçta toplu nakit çıkışı olmayacaktır ve bu olumludur. Rusya bira operasyonlarının, Rus tüketicilerin fiyatlara oldukça duyarlı olmasına ve rekabetin zorlu olmasına rağmen iyi gitmesi beklenmektedir. 2023'te fiyat artışlarından, ruble hedginginden faydalanılmış ve yerel kaynaklardan tedarik gerekliliği marjlar için ekstra destekleyici olmuştur. 4Ç22'nin Rusya bira hacim bazı zayıftı ve 4Ç23 yüksek onlu yüzdellik büyüme ile hacim açısından kuvvetlidir. AB InBev Efes BV'nin ülkedeki pazar payının yaklaşık %29 olduğu tahmin edilirken, onu %27 ile Carlsberg ve %10 ile Heineken takip etmektedir. Rusya operasyonlarında biriken nakit miktarının ise tamamı dolar cinsinden olmak üzere 400-450 milyon dolar civarında olduğu tahmin ediliyor. Anlaşmanın tamamlanması, not artırım ve temettü ödemelerinde sorun yaratması nedeniyle birçok açıdan önem taşıyor. AEFES'in BIST100 relatif performansı %56'yla CCOLA'nı %77'lik getirisinin gerisindedir.

OTOMOTİV: 2023 yılında Türkiye otomotiv pazarı, özellikle yılın ilk yarısında araçların yatırım aracı olarak görülmesi, çip krizinin çözülmesi ve ertelenmiş talep sayesinde Avrupa pazarlarının çoğundan daha güçlü bir performans gösterdi. Türk Lirası'ndaki değer kaybı nedeniyle oluşan daha fazla fiyat artışı endişesi de 2023 otomotiv pazarını destekledi. Yılın ikinci yarısından itibaren faiz oranlarındaki artışa rağmen Aralık ayında hem aylık bazda en yüksek seviyeye ulaşıldı hem de on iki aylık kümülatif satış adetlerinde toplamda yıllık %57 oranında yükselişle 1,23mn adete ulaşarak Cumhuriyet tarihinde bir rekora imza atıldı. Binek araç segmenti bir önceki yıla göre %63 artarak 967bin adete yükselirken, hafif ticari araç segmenti %39 artışla 265bin adet seviyesinde tamamlandı.

2023 yılındaki güçlü talep ve son dönemde TL faiz oranlarındaki artış sebebiyle, 2024 talebi üzerinde baskı oluşturabileceği düşüncesindeyiz. Bu nedenle, 2024T sektör için küçülme tahminimizi %17'den %24'e (Binek: Yıllık bazda -%25 – Hafif Ticari: Yıllık bazda -%19) düşürüyoruz. Hafif ticari araç pazarı için 1Ç24'ün ekonomik aktivite / e-ticaret trendlerini takip edeceğiz. Binek araç pazarı ile ilgili olarak, oldukça yüksek olan talebin normalleşeceği düşüncemizi koruyoruz. Faiz oranlarındaki yükselişle birlikte otomotiv şirketlerinin araçlarına uyguladığı yeni yıl zamları dolayısıyla, yılın ilk çeyreğinde önceki çeyrekler kadar güçlü bir talep beklemiyoruz.

Otomotiv şirketlerinin ana ihracat pazarı olan Avrupa'da ise 11A23'te yeni otomobil tescilleri yıllık %16 oranında artarak yaklaşık 10mn adete ulaştı. Macaristan hariç tüm AB pazarı bu dönemde büyüme kaydetmeyi başardı. En büyük pazarların bu yükselişte önemli katkısı olduğu görülüyor. İtalya pazarı yıllık +%20, İngiltere +%19, İspanya +%17, Fransa +%17 ve Almanya +%11 büyüme gösterdi. Beklentimiz, Avrupa Merkez Bankası'nın 2Ç24'te faiz indirimine başlamasıyla otomotiv sektöründeki talebin canlı kalması yönündedir.

Fiat markasının başarılı performansı ve güçlü yurt içi talebi sayesinde **TOASO**'nun pazar liderliği 2023 yılında da devam etti. Öte yandan, Doblo üretiminin sona ermesiyle birlikte ihracat adetlerinde yıllık bazda daralma gerçekleşti. Stellantis birleşme süreci takip edilecek olup yurt içi pazarın daraldığı ortamda 2024T satış hacimlerde düşüş olacağını öngörüyoruz. Yüksek ihracat payı ve döviz bazlı gelir yapısı sayesinde yurt içi pazarın daralmasından en az etkilenen olan **FROTO**'nun 2024 yılında otomotiv şirketleri arasında ayrışacağını düşünüyoruz. 4Ç23 itibariyle artan kapasite ve 2024 yılında piyasaya sunulacak olan tam elektrikli 5 model araç satışları destekleyecektir. Olağanüstü bir yıl geçiren **DOAS**'in 2024 yılında satış adetlerinde yıllık bazda daralma beklerken marjların da gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştiraklerden elde edeceği kar, net karı desteklemeye devam edecektir.

PERAKENDE: 2023 yılı, yüksek enflasyon ortamından ve ücret ayarlamalarına bağlı talep gücünden yararlanan gıda perakendecileri için güçlü başlamıştı. Ancak Şubat ayında meydana gelen yıkıcı depremler, özellikle indirim marketlerini etkileyen hasarlara ve mağaza kapanışlarına neden oldu. Enflasyondaki kademeli düşüşe ve talepteki normalleşmeye rağmen, 2022'deki olağanüstü güçlü marjların ardından 2023'te güçlü ciro büyümelerinin yanı sıra marjlarda düşüş gözlemledik. Gıda perakendecilerinin PL ürünlerine daha fazla odaklanmasıyla sektörde rekabet daha da sertleşti. 2024 yılı için, %49'luk asgari ücret artışını ve emeklilere, memurlara yapılacak artışları, artan personel giderlerine rağmen müşteri profili nedeniyle özellikle indirim marketleri için satın alma gücü etkisi açısından olumlu görüyoruz. Elektrik fiyatlarında önemli bir ayarlama olmaması faaliyet giderlerinin kontrolü açısından destekleyicidir. 1Y24 ciro büyümesi tarafında enflasyonla muhtemelen desteklenecekken ikinci yarıda göreceli normalleşme olabilir.

Gıda perakendecileri **MGROS** ve **BIMAS** için uzun vadeli Endeks Üstü Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. BIMAS sektörde en beğendiğimiz şirkettir. Makro ortamın indirimli perakendeciler lehine olduğunu düşünüyoruz. Yaygın mağaza ağının da etkisiyle özellikle kuvvetli olması beklenen inşaat sektörünün (deprem bölgelerinin yeniden inşası ve Türkiye genelindeki kentsel dönüşüm) yaratacağı iş imkanı açısından da caziptir. Hatırlanacağı üzere şirketin 1Ç23 bazı deprem ve EYT etkisiyle de marjları zayıf baz teşkil etmişti.

Moda perakendecisi **MAVI** için de uzun vadeli tavsiyemiz Endeks Üstü Getiri'dir. Trafik, sepet artışı ve pazar payı kazanımlarının yanı sıra marj yönetimi şirket için performans belirleyicidir. 2023 yılı, sınırlı satış alanı genişlemesine rağmen şirket için olumlu bir yıl oldu. 2024 için de şirketin konumlanma avantajının olumlu olacağını düşünüyoruz. Yıllık bazda MGROS, BIMAS ve MAVI BIST100'ün sırasıyla %85, %74 ve %40 üzerinde performans göstermiştir.

PETROL& GAZ: OPEC+ düşük ham petrol üretimi ve özellikle 3Ç23'te global çapta rekor petrol talebi petrol fiyatlarında önemli bir artışa yol açmıştır. Aşırı sıcak geçen yaz döneminin rafineri üretimi üzerindeki olumsuz etkisi, düşük stok ortamı ve Uzak Doğu'daki güçlü talep marjları oldukça desteklemiştir. 2024 yılında marjlarda beklenen normalleşme ve bakım çalışmalarının da etkisiyle **TUPRS** için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi ve 137,00 TL on iki aylık hedef fiyatımızı koruyoruz.

Petrokimya ürünleri tarafında ise merkez bankalarının izlediği sıkılaştırıcı para politikaları ve ekonomik aktivitede görülen yavaşlama, 2023 yılında kapasite kullanım oranlarını ve akabinde ticaret hacmini de aşağıya çekmiştir. Bunun sonucunda, navlun fiyatlarında yaşanan gerileme ve Uzak Doğu'dan Avrupa'ya navlun sürelerinin kısalması, Türkiye'nin ihracat tarafında rekabet gücünü kısıtlamıştır. Önümüzdeki dönemde stoklardaki erime, global çapta sıkılaştırıcı para politikalarındaki muhtemel gevşeme adımları, Çin'de emlak sektörünün oluşturduğu durgunluğa karşın uygulanan teşvik edici adımlar ve yurt içinde özellikle deprem bölgesinde yapılacak yatırımların ekonomik aktiviteye katkısı talepteki toparlanma açısından pozitif gelişmeler olarak izlenecektir. Bu faktörlerin etkisinin 2024 yılının ikinci yarısından itibaren öne çıkması beklenmektedir. STAR Rafinerisinde elde edilen %12 pay sahipliğiyle birlikte **PETKM**'e operasyonel ve stratejik anlamda yapacağı katkı, 2024 yılının ikinci yarısında global çapta para politikalarında faiz indirimleri ve eriyen stokların öncülüğünde talepte toparlanma beklentileri Petkim için destekleyici olacaktır. Petkim'in 2024 yılında 77.815 mn TL ciro (+%64 y/y), 8.873 mn TL FAVÖK (+%281 y/y) ve 6.355 mn TL net kar (+%64 y/y) açıklayacağını öngörüyoruz. Petkim için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi ve 25,87 TL olan on iki aylık hedef fiyatımızı koruyoruz.

SAĞLIK: Sağlık turizmini sadece sağlık ihtiyaçlarının karşılanmasına olanak sağlayan bir sektör olarak düşünmemek gerekiyor. Türkiye'de ekonomik büyümeye de önemli ölçüde katkı sağlayan sektörlerin başında geliyor. Sağlık sektöründe yapılan reformların desteği ve medikal turizmin ilerlemesiyle son yıllarda Türkiye sektör açısından oldukça önemli bir merkez haline geldi. Nüfus artışı ile artan sağlık harcamaları sektörü canlı tutmaya devam ediyor. Buna ek olarak, son yıllarda TL'nin yabancı para birimlerine karşı değer kaybetmesi dolayısıyla yabancı hastaların Türkiye'ye olan ilgisini arttırarak sektöre olan ilgiyi artırıyor.

Sektörde önemli bir pazar payına sahip olan **MPARK**'ın yurt dışı dahil olmak üzere toplamda 29 adet hastanesi bulunuyor. Şirket, yakın geçmişte Azerbaycan ve Budapeşte'de yer alan 2 adet hastaneyi bünyesine katarak global bir oyuncu olma yolunda emin adımlarla ilerliyor. Sağlık Uygulamaları Tebliği'ndeki potansiyel artışlar, son dönemde yoğun ilginin olduğu tamamlayıcı sağlık sigortaları ve özel sağlık sigortalı sayısındaki yükseliş, şirketi pozitif etkilemeye devam edecektir. Hatırlatmak gerekirse, SUT tarafında Mart 2023'te %31 ve Ağustos 2023'te %51 oranında fiyatlandırmalarda artış yapıldı. Her ne kadar 2024 yılında dezenflasyon sürecine girileceğini düşünsek de SUT fiyatlarında 2023 yılında olduğu gibi yukarı yönlü bir fiyat düzenlemesi beklenebilir. Orta vadede şirketin büyük şehirlerde açmayı/satın almayı planladığı yeni hastanelerle birlikte portföyünde hizmet veren hastane sayısının artacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, orta-uzun vadede, tamamlayıcı sağlık sigortası hizmetlerinde büyümek için çok büyük bir alan olduğu için bizim görüşümüze göre özel hastanelerin marjlarını artırmaları için uzun vadede hala yerinin olduğu düşüncesindeyiz. 2024 yılında hem sektör için hem de Medikalpark için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz.

SAVUNMA SANAYİİ: Yerli savunma sanayisini güçlendirmeye yönelik atılan adımlar her sene büyüyerek devam ediyor. Savunma Sanayi Yakın 2024 yılında savunma ve sektör için rekor bir artışla 1,13 trilyon TL ödenek tahsis edildiği açıklandı. 2023 yılında ihracat tarafında %27'lik artışla 5,5mlrUSD ile rekor seviyeye ulaşıldı. Baykar 1,8mlrUSD ile ilk sırada yer alırken TUSAŞ Havacılık 864mnUSD ve MKE 439mnUSD'lik ihracat ile üst sıralarda yer aldılar. Roketsan 161mnUSD ve **ASELS** ise 108mnUSD ihracat geliri kaydetmeyi başardılar. 2024 yılında, savunma sanayisine ayrılan bütçenin artmasıyla sipariş tutarlarının büyümesini ve devlet teşviğiyle desteklenerek yerlilik oranının artacağı görüşündeyiz.

ASELS ve **OTKAR**, her yılın son çeyreğinde mevsimselliğin de etkisiyle birlikte genellikle güçlü finansallar açıklıyorlar. Bu geleneğin 2023 yılının son çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. Aselsan, yılın ilk dokuz ayında 4mlrUSD tutarında yeni ihaleler kazanarak, sahip olduğu iş miktarını güçlendirdi ve 9A23 sonu itibarıyla toplamda 10,8mlrUSD tutarında bakiye sipariş büyüklüğüne ulaştı. 2023 yılında; Uçak Modernizasyonu, MİLGEM 6-8 Fırkateynleri için Deniz Harp Sistemleri, Tank Sistemleri ve Radar Tedariği başta olmak üzere yüksek tutarlı büyük projelere ait ihale sözleşmeleri imzalandı. Aselsan'ın sahip olduğu bakiye sipariş tutarı, mevcut operasyonlarındaki bilgi birikimi ve potansiyel yeni iş alanlarını düşündüğümüzde, Aselsan'ın uzun vadede ciddi bir büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Otokar, dünyaca tanınan ARMA araç ailesinin yeni üyesi ARMA II'yi duyurmuştu. ARMA II zırhlı muharebe aracı, sınıfının en yüksek koruma seviyesi ve en yüksek atış gücünü birlikte sunacak. Otokar, ARMA II ile Türkiye'nin dünya kara sistemlerindeki yerini yeni bir noktaya taşıyacak. 9A23 sonunda 98mnUSD ve 157mnEUR'dan oluşan bakiye sipariş büyüklüğüne sahiptir. 2023 yılında özellikle son çeyrekte yurt dışı otobüs ve zırhlı araç satışlarındaki artışın verdiği destek ile güçlü sonuçlar göreceğimizi düşünüyoruz. 2024 yılında ise yeni kazanılacak siparişler hem hisse hem de finansallar üzerinde pozitif etki yaratabilir.

SİGORTA VE EMEKLİLİK: Hem hayat hem de emeklilik iş kollarının, artan emeklilik ve hayat primlerinin öncülüğünde önümüzdeki iki yıl boyunca karlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz. Eylül 2023 itibarıyla GSYH'nin sadece %0,35'i seviyesinde olan hayat sigortası branşının Türkiye'de önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz. Her ne kadar 2024 yılında kredi büyümesinde normalleşme ve krediye bağlı hayat poliçe satışlarında düşüş beklessek de, **AGESA** için büyük bir olumsuz etki öngörmüyoruz. Artan kamu bilinci ve otomatik katılım sistemi sayesinde 2024 yılında emeklilik katkı paylarının artması gerektiğini düşünüyoruz. Artan katılımcılar ve geniş dağıtım ağı sayesinde Agesa'nın emeklilik varlıklarının 2024 yılında 157 milyar TL'ye ulaşmasını ve 3 yıllık bileşik büyümesinin %55 olmasını bekliyoruz. %30 devlet katkısı, kısmi cayma izni ve bireysel emeklilik fonlarının bankalar tarafından kredi teminatı olarak kabul edilmesi, ileriye dönük emeklilik varlık büyümesini desteklemektedir. Reşit olmayanların (18 yaş altı) katılımı üç yıldır aktiftir ve katılımcı sayısı artmaktadır. TÜİK verilerine göre Türkiye'de 18 yaş altı 23 milyon kişi bulunurken, bireysel emekliliğin tüm nüfusa penetrasyonu 9A23 itibarıyla %6,5 gibi düşük bir seviyede bulunmaktadır.

Hayat dışı sektörde ise **AKGRT, ANSGR ve TURSG**'nin yatırım portföylerindeki daha yüksek getiriler yoluyla artan TL mevduat faizlerinden olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Anadolu Sigorta ve Türkiye Sigorta, 9A23 itibarıyla yaklaşık 25 milyar TL'lik büyük yatırım portföyüne sahip olup, 2024 yılındaki yüksek faiz ortamından 9A23 itibarıyla 8 milyar TL'lik yatırım portföyüne sahip Aksigorta'ya kıyasla daha fazla yararlanacaktır. Mevduat ve tahvil gibi sabit getirili enstrümanların hayat dışı sigortacıların toplam portföylerinin ortalama %80'ini oluşturduğuna dikkat çekmek isteriz. Kaskonun 2024 yılında, potansiyel olarak daha yüksek poliçe satışları, vadesi gelen poliçelerin yüksek fiyatlarla yenilenmesi ve hasar frekansındaki potansiyel düşüş yoluyla hayat dışı şirketlerin kar marjına daha fazla katkıda bulunacağını düşünüyoruz. Trafik sigortasında ise, fiyatlar Haziran 2024'e kadar aylık %5 artacak (2023'te %2'ye kıyasla) ve yüksek fiyatların orta vadede marjlar üzerindeki olumsuz baskıların bir kısmını telafi etmesini bekliyoruz. Bunun yanı sıra, yabancı reasürans şirketlerinin 2023 yılında Türkiye'de meydana gelen doğal afetler nedeniyle yüklü tazminat ödemeleriyle karşı karşıya kalması nedeniyle poliçe fiyatlarının ticari cephede yükseleceğini öngörüyoruz. Dolayısıyla, bu durumun 2024 yılında poliçe fiyatlarına yansımaları kaçınılmaz olacak ve bu da 2024 yılında prim üretimini destekleyecektir.

TELEKOMÜNİKASYON: AB ve OECD ortalamalarından oransal olarak düşük seviyede faturalı mobil abonelerin yanı sıra daha düşük mobil ve sabit genişbant penetrasyonu göz önüne alındığında, Türkiye telekom sektörünün orta-uzun vadede güçlü bir büyüme için hala büyük bir alanı olduğunu düşünüyoruz. Şirketler, 2023 yılında telekom sektöründe reel büyüme gözlemlenirken yıllık büyümeler güçlü seyrederken sektör için pozitif görüşümüzü sürdürüyoruz. Mevcut paketlerin hız ve kapasitesinde yükseliş trendinin devam edeceğini düşünüyoruz. Geniş bant penetrasyonu ise büyük olasılıkla artış trendini koruyacaktır. Bu nedenle, operasyonel figürlerde sürdürülebilir bir büyüme gösteren, güçlü serbest nakit akışı ve net kar yaratan telekom sektörünü tercih etmeye devam ediyoruz. Özellikle pandemiden itibaren başlayarak, dijitalleşmenin, daha yüksek veri kullanımının ve mobil penetrasyonun, mobilite konusunda çok daha fazla bilinçliliğin, son on yıla kıyasla gelecek yıllarda telekom oyuncularının daha güçlü büyüme ("enflasyonun bir miktar üzerinde büyüme" eğiliminden çok daha fazla) göstermesine olanak sağlayacağına inanıyoruz. Bu durumun ise; sadece değer yatırımcıları tarafından değil, büyüme odaklı yatırımcılar tarafından da takdir edileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, -Türkiye'nin telekom sektörü oyuncularının 2024T çarpanlarına istinaden uluslararası emsallerine göre iskontolu işlem gördüğünü hatırlatmak isteriz.

Operasyonel trend değişimlerine ek olarak, 2Y23 döneminde çapraz satışlarda, mobil kullanıcı başına gelirlerde (ARPU) daha yüksek mobil cihaz/veri kullanımı desteğinin ve artan geniş bant abone tabanının olumlu etkilerini gördük. Bu eğilimin önümüzdeki yıllarda da karlılık rakamlarını artıracak şekilde devam etmesini bekliyoruz. Ek olarak, abonelerin en önemli ihtiyaçlarından birinde bir kesinti ile karşılaşmamak için ödemelerine sadık kalması muhtemel olduğundan, zorlu rekabete/koşullara rağmen telekomünikasyon şirketlerinde büyük bir kayıp oranı ve/veya tahsilat sorunu görmeyi beklemiyoruz.

Telekom sektörünü yakından ilgilendiren imtiyaz sözleşmesi şirketler nezdinde takip edilecek en önemli konulardan birisi olacak. **TTKOM**'un ikincil halka arzı, **TCELL**'in ise değerli iştiraklerinin satışı ya da halka arzında yaşanacak gelişmeler de sektör açısından önem arz edecek. 2024 yılında, artan abone sayısı ve ARPU'daki reel büyüme ve marjları pozitif etkileyeceğini düşündüğümüz yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde telekom şirketlerinin diğer sektör oyuncuların hisse performanslarına kıyasla pozitif ayrışacağını düşünüyoruz.

TRAKTÖR VE TARIMSAL EKİPMANLAR: Türkiye'de Traktör üretimi 11A23'te yıllık %19 artışla 85,2bin adet seviyesine yükselmiştir. Bu dönemde, trafiğe kaydı yapılan traktör sayısı da üretim büyümesine benzer şekilde yıllık %19 arttı ve 69,6bin adete ulaştı. Öte yandan, yurt dışı satış hacmi ise yıllık bazda ihracat adedi %6 azalarak yaklaşık 19,4bin adet oldu. **TTRAK**, 2023 yılında adetsel bazda üretimini yıllık %15, yurt içi satış hacmini %30 arttırmayı başarırken ihracat adetleri ise yıllık %6 düşüş gösterdi. Şirket pazar payının 2024 yılında 2023 yılına benzer bir şekilde %44 seviyelerinde korunacağı düşüncesindeyiz. İş makinesi ve biçerdöver satışlarında da traktör satışlarındaki daralmaya benzer bir beklentimiz mevcut. 2023 yılı net kar tahminlerimize göre istinaden Türk Traktör'ün temettü verimliliğinin %10,5 ile oldukça tatmin edici bir seviyede olacağı beklentisindeyiz.

Türkiye'de Tarımsal Destek Programları kapsamında 91,6mırlTL'si tarımsal destekler için olmak üzere tarım sektörü yatırımları, tarımsal kredi sübvansiyonları ve müdahale alımları amacıyla 2024 yılı için toplam 384mırlTL'lik bütçe açıklandı. Ayrıca, 2024 – 2026 dönemi için uygulanacak mevzuata göre traktör satın alımı için kredi limit 2mınlTL'ye yükseltildi (önceki: 1mınlTL). 2024 yılında tarımsal destek programlarının desteği devam etse de yüksek baz etkisi, politika faizindeki yükseliş, kurak geçen dönem sebebiyle rekoltenin düşmesi gibi etkenler göz önüne alındığında pazarda %15 daralma ile 65bin adet seviyesinde bir hacim olmasını öngörüyoruz. Son dönemde mevduat ve taşıt kredi faizlerindeki yükselen görüntüye rağmen devletin uyguladığı tarımsal destek programları ve Ziraat Bankası tarafından sübvansiyon edilen makul faiz oranı sebebiyle traktör pazarına sağlanan finansman uygunluğu daralmasını beklediğimiz pazara bir miktar destek sağlayacaktır. Ziraat Bankası'nın sübvansiyon sonrası faiz oranı Ekim 2023 itibarıyla %21 seviyesinde olduğunu hatırlalım.

Portföy						
Hisse Kodu	Şirket	Hisse Fiyatı (TL)*	Hedef Hisse Fiyatı (TL)	Yükseliş potansiyeli (TL)*	Piyasa Değeri (USDmn)*	3A Ort. İşlem Hacmi (USDmn)
ISCTR	İş Bankası	25.20	32.08	27%	8,395	131.1
YKBNK	Yapı Kredi	22.42	27.96	25%	6,309	124.7
TCELL	Turkcell	62.35	91.50	47%	4,570	60.7
FROTO	Ford Otosan	812.00	1340.00	65%	9,493	32.0
BIMAS	BİM	338.50	494.00	46%	6,848	44.2
KCHOL	Koç Holding	160.30	220.00	37%	13,543	71.4
KRDMD	Kardemir D	26.00	37.60	45%	676	45.7
ANSGR	Anadolu Sigorta	71.20	98.66	39%	1,186	8.2
TRGYO	Torunlar GYO	33.40	62.86	88%	1,113	3.1
AKCNS	Akçansa	152.40	244.60	60%	972	6.3
ALBRK	Albaraka	3.96	6.34	60%	330	4.5
TTRAK	Türk Traktör	726.50	964.00	33%	2,422	15.0
MAVI	Mavi Giyim	124.60	180.00	44%	825	7.7

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, 15 Ocak 2024 kapanışlı veritabanı

Portföydeki Değişiklikler

Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık	Çıkarılanlar	Eklenenler	Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans*	Eklendiğinden bu yana relatif
ISCTR	10%	GARAN	ISCTR	KCHOL	10%	11.9%	53.0%
YKBNK	10%		MAVI	BIMAS	10%	9.7%	11.8%
TCELL	10%			FROTO	10%	-4.6%	-10.4%
FROTO	10%			ANSGR	10%	6.9%	24.6%
BIMAS	10%			GARAN	10%	21.6%	28.5%
KCHOL	10%			TCELL	10%	8.5%	25.2%
KRDMD	10%			YKBNK	10%	15.4%	18.4%
ANSGR	5%			TRGYO	10%	-2.2%	-0.1%
TRGYO	5%			TTRAK	5%	4.0%	4.0%
AKCNS	5%			KRDMD	5%	4.0%	-14.4%
ALBRK	5%			ALBRK	5%	-2.4%	-4.2%
TTRAK	5%			AKCNS	5%	2.4%	-18.9%
MAVI	5%						

Kaynak: OYAK YATIRIM, *30/11/2023-15/01/2024

Portföyün Relatif Performansı

Hisse Performans	Abs Getiri*	Relatif*	Eklendiğinden Bu yana relatif
KCHOL	13.3%	11.9%	53.0%
BIMAS	11.0%	9.7%	11.8%
FROTO	-3.4%	-4.6%	-10.4%
ANSGR	8.2%	6.9%	24.6%
GARAN	23.0%	21.6%	28.5%
TCELL	9.8%	8.5%	25.2%
YKBNK	16.8%	15.4%	18.4%
TRGYO	-1.0%	-2.2%	-0.1%
TTRAK	5.2%	4.0%	4.0%
KRDMD	5.3%	4.0%	-14.4%
ALBRK	-1.2%	-2.4%	-4.2%
AKCNS	3.7%	2.4%	-18.9%
PORTFÖY	8.4%	7.1%	
BİST 100	1.2%		

* 30 Kasım 2023- 15 Ocak 2024

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Yılbaşından 30/11/2023'ten beri	
BİST-100	17.5%	-20.5%	51.8%	-13.3%	26.4%	-17.6%	10.7%	47.6%	-21.0%	25.4%	29.1%	25.8%	196.6%	35.6%	7.7%	1.2%
Portföy	19.1%	-55.5%	96.2%	-0.3%	39.8%	-2.4%	13.8%	88.0%	-18.9%	49.5%	35.7%	35.2%	258.1%	47.0%	11.0%	8.4%
Relatif Getiri	1.4%	-44.0%	29.3%	15.0%	10.6%	18.5%	2.8%	27.4%	2.5%	19.3%	5.2%	7.5%	20.8%	8.4%	3.1%	7.1%

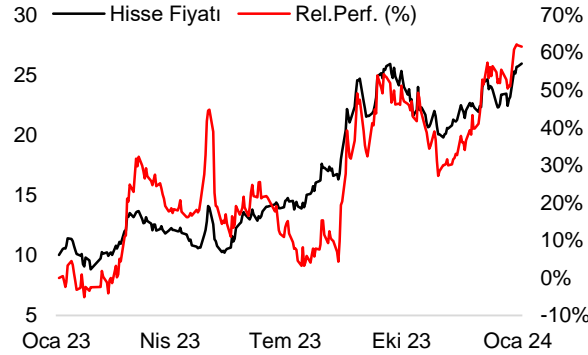
Kaynak: OYAK YATIRIM

* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren

Hisse Önerileri*

** Hisseler portföydeki ağırlıklarına göre sıralanmıştır, tablolar 15 Ocak 2024 kapanışıyla hazırlanmıştır*

ISCTR	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	25.20			
Hedef Fiyat (TL)	32.08			
Yükseliş Potansiyeli	27%			
Piyasa Değeri (\$mn)	8,395			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	131.1			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	13,468	61,538	73,284	72,957
% marj	97.7	356.9	19.1	-0.4
Özsermaye Karlılığı (%)	17.4	44.2	35.1	31.0
Temettü (TLmn)	1,347	9,230	7,328	7,296
Temettü Dağıtım Oranı	10%	15%	10%	10%
Temettü Verimi	1%	4%	3%	3%
F/K (x)	18.7	4.1	3.4	3.5
F/DD (x)	2.9	1.3	1.1	1.0



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yüksek YP likiditesi ve geniş vadesiz mevduat tabanı, İş Bankası'na ALM yönetiminde benzerlerine göre önemli bir avantaj sağlamaktadır. İş Bankası, Türkiye genelindeki geniş şube ağı sayesinde düşük maliyetli uzun vadeli mevduata benzerlerine kıyasla daha kolay erişebilmektedir. İş Bankası, özkaynaklarının %2'sini oluşturan net uzun döviz pozisyonuna sahiptir ve bu nedenle TL'nin değer kaybına karşı daha az kırılgan görünmektedir. Ayrıca, İş Bankası özel sektördeki benzerlerine kıyasla daha ılımlı bir kaldıraç oranına sahiptir ve TL kredi/mevduat oranı 3Ç23 itibarıyla benzerlerine kıyasla daha düşük olan %69 seviyesindedir. Bu da İş Bankası'nın önümüzdeki çeyreklerde benzerlerine kıyasla yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğunu gösteriyor.

İş Bankası'nın iştiraklerinin 2024 yılında bir holding yapısı altında konsolide edilmesini bekliyoruz, bu da daha yüksek verimliliğe yol açabilir ve kazançları destekleyebilir. Finansal olmayan iştirakleri nedeniyle İş Bankası'nın değerlemesine halihazırda %30 iskonto uyguladığımızı hatırlatmak isteriz. Potansiyel bir holding yapısının kurulması, bizi bu iskontoyu daha aşağıya çekmeye sevk edebilir.

Katalistler

Ocak 2024 aylık bankacılık verileri hisse için önemli bir katalisttir. İş Bankası'nın tüm iştiraklerini kapsayan bir holding yapısının 2024 yılında kurulma potansiyeli de hisse için bir katalist olarak adlandırılabilir.

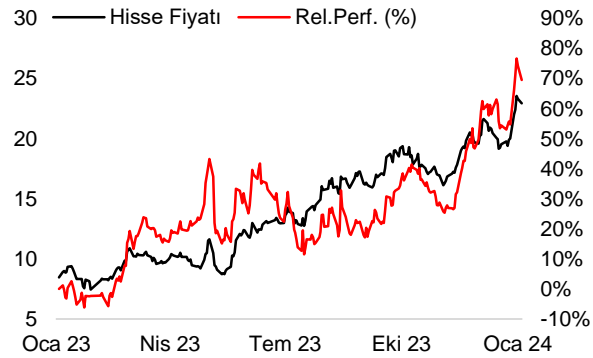
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

İş Bankası 1,0x 24T F/DD ve 3,5x 24T F/K ile cazip bir şekilde işlem görürken, 24T sermaye getirisi %31 olarak gözükmektedir. İş Bankası için uzun vadede %32 özkaynak karlılığı öngördüğümüzden, hissenin en az defter değerinin 1,3 katından işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

YKBNK	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	22.42			
Hedef Fiyat (TL)	27.96			
Yükseliş Potansiyeli	25%			
Piyasa Değeri (\$mn)	6,309			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	124.7			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	10,490	52,745	63,320	77,080
% marj	106.5	402.8	20.0	21.7
Özsermaye Karlılığı (%)	18.9	55.6	41.8	35.8
Temettü (TLmn)	1,000	7,911	6,332	7,708
Temettü Dağıtım Oranı	10%	15%	10%	10%
Temettü Verimi	1%	4%	3%	4%
F/K (x)	18.1	3.6	3.0	2.5
F/DD (x)	3.0	1.5	1.1	0.7



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yapı Kredi'nin karlılığı, hem artan kredi getirileri hem de iyi yönetilen mevduat maliyetleri sayesinde genişleyen kredi-mevduat makası ve TÜFE'ye endeksli menkullerden elde edilecek potansiyel kazançlarla desteklenmektedir. Yapı Kredi, karlı TL ticari kredilerde büyümeye ve yüksek getirili ihtiyaç ve kredi kartı kredilerinde pazar payı kazanmaya devam ediyor. Buna ek olarak, Yapı Kredi'nin 2Y23'te TÜFE'ye endeksli menkullerden yaklaşık 18 milyar TL gelir elde etmesini bekliyoruz. Tüm bunları yansıtarak, Yapı Kredi'nin 2024T karının yıllık %22, 2023 için ise yıllık %20 büyümesini öngörüyoruz. Özkaynak karlılığının önümüzdeki iki yıl için ortalama %36 gibi yüksek bir seviyede olmasını beklerken, Yapı Kredi için uzun vadede (2023-30T) %30 özkaynak karlılığı öngörüyoruz.

Yapı Kredi'nin provizyon öncesi gelirleri, iyileşen komisyon üretimi, daha iyi maliyet ve varlık kalitesi yönetimi sayesinde önümüzdeki iki yıl boyunca ortalama %11 artabilir. Büyüyen krediler, yüksek faiz oranları, enflasyondaki potansiyel düşüş ve depremle ilgili tek seferlik maliyetlerin olmaması nedeniyle net komisyon gelirlerinin 2023 yılında faaliyet giderlerinin %70'ini, 2024 yılında ise %77'sini karşılamasını öngörüyoruz. Aktif kalitesi risklerine gelince, Yapı Kredi Eylül 2023 itibariyle benzerleri arasında en düşük kredi risk maliyetine sahiptir. Proaktif aktif yönetimi ve halihazırda yüksek olan karşılık tamponları sayesinde kredi risk maliyetinin 2023 yıl sonu itibariyle 107 baz puan civarında olacağını ve 2024'te yatay bir seyir izleyeceğini öngörüyoruz.

Katalistler

Ocak 2024 aylık bankacılık verileri hisse için önemli bir katalisttir.

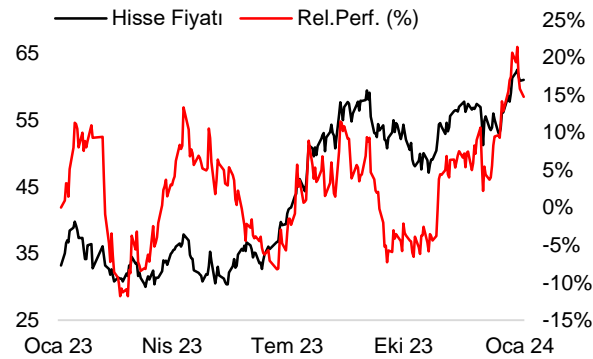
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Yapı Kredi 0,7x 24T F/DD ve 2,5x 24T F/K ile işlem görürken, 24T özkaynak karlılığını %36 olarak hesaplamaktayız. Yapı Kredi için uzun vadede %30'luk bir özkaynak karlılığı öngördüğümüzden, hissenin en az defter değerinin 1,2 katından işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

TCELL		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		62.35			
Hedef Fiyat (TL)		91.50			
Yükseliş Potansiyeli		47%			
Piyasa Değeri (\$mn)		4,570			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		61			
Net Borç (TLmn)		30,997			
FD (TLmn)		168,173			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T	
Net Satışlar	34,907	52,170	92,980	144,158	
% büyüme	23%	49%	78%	55%	
VAFÖK	15,245	22,160	39,059	62,115	
% marj	43.7	42.5	42.0	43.1	
Net Kar	5,031	11,053	16,687	24,435	
% marj	14.4	21.2	17.9	17.0	
Özsermaye Karlılığı	23%	41%	52%	54%	
Temettü (TL - Brüt)	1,258	2,260	5,006	7,331	
Temettü Dağıtım Oranı	25%	20%	30%	30%	
Temettü Verimi	0.9%	1.6%	3.6%	5.3%	
F/K (x)	27.3	12.4	8.2	5.6	
FD/VAFÖK (x)	11.0	7.6	4.3	2.7	
PD/DD (x)	6.1	4.4	4.2	2.4	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Son yıllarda enflasyonun yarattığı negatif baskınının 2024 yılı itibariyle telekom şirketlerine pozitif etki edeceğini göreceğimiz bir yıl olacak. Turkcell'in değerli iştiraklerinin satışı ya da halka arzında yaşanacak gelişmeler de sektör açısından önem arz edecek. 2024 yılında, artan abone sayısı, fiyat düzeltmeleri, ARPU'daki reel büyüme ve marjları pozitif etkileyeceğini düşündüğümüz yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde hisselerin pozitif ayrışacağını düşünüyoruz. Özellikle 2Y23 döneminde çapraz satışlarda, mobil kullanıcı başına gelirlerde (ARPU) daha yüksek mobil cihaz/veri kullanımı desteğinin ve artan geniş bant abone tabanının olumlu etkilerini gördük. Bu eğilimin önümüzdeki yıllarda da karlılık rakamlarını artırabilecek şekilde devam etmesini bekliyoruz. Ek olarak, abonelerin en önemli ihtiyaçlarından birinde bir kesinti ile karşılaşmamak için ödemelerine sadık kalması muhtemel olduğundan, zorlu rekabete/koşullara rağmen telekomünikasyon şirketlerinde büyük bir kayıp oranı ve/veya tahsilat sorunu görmeyi beklemiyoruz. 2024T'ye göre yıllık %78 büyüme ile 92,3mlrTL satış geliri kaydetmesi ve yıllık %76 büyüme ile 39mlrTL FAVÖK açıklayacağı beklentisindeyiz. Şirket için aynı dönemde 16,7mlrTL net kar elde etmesini bekliyoruz. Telekom sektörünü yakından ilgilendiren imtiyaz sözleşmesi şirketler nezdinde takip edilecek önemli konulardan birisi olacak.

Katalistler

Enflasyonist fiyatlama, cazip çarpanlar, değerli iştiraklerin satışı veya halka arzı ve yenilenebilir enerji yatırımları

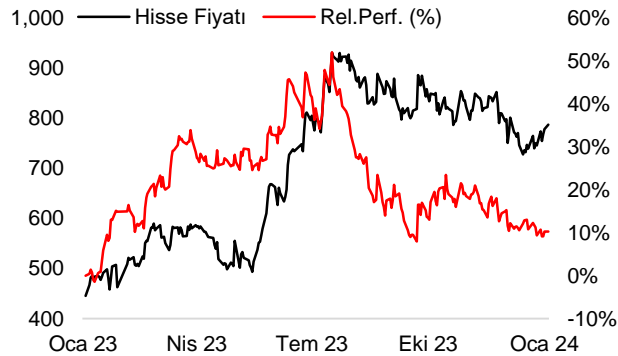
Riskler

Fiyatlama zorluğu ve yüksek abone kayıp oranı

Değerleme

TCELL için hedef fiyatımız 91.50TL/hisse ve önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir. 2024T'ye göre 5,6x F/K ve 2,7x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

FROTO		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		812.00			
Hedef Fiyat (TL)		1340.00			
Yükseliş Potansiyeli		65%			
Piyasa Değeri (\$mn)		9,493			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		32			
Net Borç (TLmn)		32,660			
FD (TLmn)		317,599			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T	
Net Satışlar	71,101	171,797	359,656	590,581	
% büyüme	44%	142%	109%	64%	
VAFÖK	9,464	19,727	40,945	54,885	
% marj	13.3	11.5	11.4	9.3	
Net Kar	8,801	18,614	33,890	42,723	
% marj	12.4	10.8	9.4	7.2	
Özsermaye Karlılığı	102%	118%	110%	70%	
Temettü (TL - Brüt)	6,562	15,444	20,334	25,634	
Temettü Dağıtım Oranı	75%	83%	60%	60%	
Temettü Verimi	2.3%	5.4%	7.1%	9.0%	
F/K (x)	32.4	15.3	8.4	6.7	
FD/VAFÖK (x)	33.6	16.1	7.8	5.8	
PD/DD (x)	28.1	13.3	7.1	3.4	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yurt içi ve yurt dışı satış adetlerindeki güçlü performansı, artan üretim kapasitesi, çip krizinin geride kalması, elektrikli araç üretiminde öncü olması, döviz bazlı gelir ve maliyet artı uygulamalarına istinaden Ford Otosan'ı beğenmeye devam ediyoruz. Şirketin, VW için 1 tonluk yeni orta ticari aracı da üreteceğini ve 2025 yılına kadar da tüm araç modellerinin elektrikli versiyonlarını da piyasaya sunacaklarını belirtelim. Ford Otosan'ın toplam satış hacminin 2023 yılı tahminimiz olan 620 bin seviyesinden 2024 yılında 700bin'e ve 2025 yılında da 730bin adede yükselmesini tahmin ediyoruz.

Hacim ve marjlar anlamında oldukça güçlü geçen 2023 yılının ardından bir normalleşme bekliyoruz. Buna ek olarak, taşıt kredi faizlerindeki yüksek seyir, talep tarafında beklediğimiz normalleşme ve ithal araçların da piyasaya olan etkisiyle yurt içi karlılığın yıllık bazda azalmasını bekliyoruz. 2024T FAVÖK marjının yıllık 210bps azalışla %9,3 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Ford Otosan'ın yeni Custom ve Courier modellerinin de banttandan inmesiyle 2024 yılında hali hazırda güçlü pazar payını desteklemesini bekliyoruz.

Katalistler

Taşıt kredi faizlerinde yaşanacak düşüş, TL'nin diğer para birimlerine karşı değer kaybı, Avrupa otomotiv sektörünün güçlü seyri

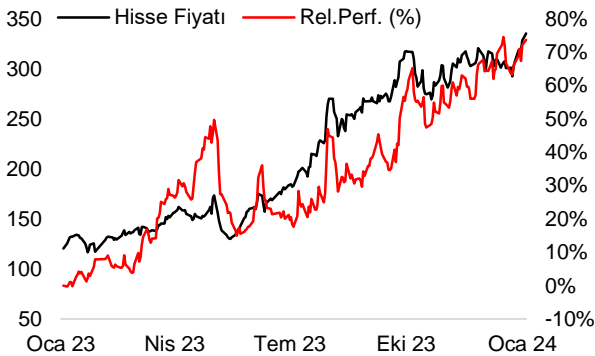
Riskler

Yurt içi otomotiv piyasasının beklentiden fazla daralması, döviz kurunun yatay seyretmesi/ TL'nin değer kazanması, çip krizinin yenilenmesi

Değerleme

Ford Otosan için hedef fiyatımız 1340.00TL/hisse ve önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir. Hisse, 2024T'ye göre 6,7x F/K ve 5,8x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

BIMAS		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		338.50			
Hedef Fiyat (TL)		494.00			
Yükseliş Potansiyeli		46%			
Piyasa Değeri (\$mn)		6,848			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		44			
Net Borç (TLmn)		8,851			
FD (TLmn)		214,388			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T	
Net Satışlar	70,699	147,716	265,526	430,785	
% büyüme	27%	109%	80%	62%	
VAFÖK	6,576	11,867	20,286	33,901	
% marj	9.3	8.0	7.6	7.9	
Net Kar	2,932	8,157	11,401	18,923	
% marj	4.1	5.5	4.3	4.4	
Özsermaye Karlılığı	40%	50%	41%	53%	
Temettü (TL - Brüt)	1,822	3,036	5,701	9,461	
Temettü Dağıtım Oranı	62%	37%	50%	50%	
Temettü Verimi	0.9%	1.5%	2.8%	4.6%	
F/K (x)	70.1	25.2	18.0	10.9	
FD/VAFÖK (x)	32.6	18.1	10.6	6.3	
PD/DD (x)	27.0	8.2	6.7	5.1	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

BİM'in mevcut ortamda defansif yapısı nedeniyle piyasadan daha iyi performans göstermesi muhtemeldir. Makro ekonomik koşulların da etkisiyle yüksek enflasyon ortamında tüketicilerin bütçeleri baskı altında kalmaktadır. Asgari ücretteki son %49'luk artış, ilk yarıda daha yüksek faaliyet giderlerini beraberinde getirecek olsa da satın alma gücünü de destekleyecektir. Piyasada rekabet zorlayıcı olmayı sürdürmektedir ve perakendecilerin özel markalı (PL) ürünleri arasındaki fiyat farklılıkları neredeyse ortadan kalkmıştır. Bununla birlikte, BİM'in Şubat 2023 tarihli yıkıcı depremlerde en çok etkilenen gıda perakendecileri arasında yer aldığı ve bunun baz etkisi olması gerektiği de unutulmamalıdır. Trafik büyümesindeki son açıklanan finansallardaki toparlanma olumludur. Ayrıca, Türkiye'deki yaygın mağaza ağı nedeniyle, BİM'in inşaat sektöründe beklenen güçlenmeden ve istihdam yaratımından (depremden etkilenen bölgelerin yeniden inşası ve Türkiye'nin genelindeki kentsel dönüşüm) fayda sağlayacağına inanıyoruz. İstihdamdaki gelişmeler ve genel olarak ücret ayarlamaları talepte etkili olacaktır.

BİM'in 3Ç23 FAVÖK marjı, brüt marjdaki 326 baz puanlık iyileşmenin desteğiyle yıllık bazda 192 baz puanlık artışla %9,0 olarak gerçekleşmiştir. Format ve coğrafya bazında 3Ç23 ciro dağılımında BİM Türkiye %88,8, File %5,6, BİM Fas %4,7 ve BİM Mısır %0,9 paya sahiptir. File gelirlerinde online satışların payı %5'tir. File satışlarındaki PL payı %32 iken, BİM Türkiye'nin payı %60,9'dur (markalı %29,9, spot %7,8 ve özel %1,4). Karşılaştırma yapmak gerekirse, BİM Türkiye'nin 3Ç22 PL payı %62,8 (markalı %29,1, spot %6,6 ve münhasır %1,5) olup, PL'nin payının azaldığını ve markalı ve spot ürünlerin payının arttığını göstermektedir. FAVÖK tarafında, uluslararası operasyonların konsolide 9A22'deki %5,1'lik payı 9A23'te %4,0'e gerilemiştir. 9A23 Türkiye operasyonları FAVÖK marjı %7,8, uluslararası operasyonların FAVÖK marjı %5,7 ve konsolide 9A23 FAVÖK marjı %7,7 olarak gerçekleşmiştir. Uluslararası operasyonların 9A23 FAVÖK büyümesi %36 olurken, Türkiye'nin FAVÖK büyümesi %78 olarak gerçekleşmiş ve 9A23 konsolide FAVÖK artışı %76 olmuştur.

Riskler

Zorlu rekabet, tüketici talebinde ciddi bozulma, pazar payı kaybı, gıda perakendesini etkileyecek olumsuz kanuni düzenlemeler, cezalar

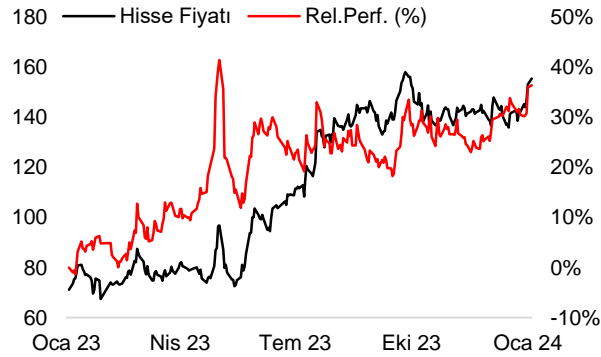
Katalistler

Üç aylık sonuçlar, trafik ve sepet büyüklüğündeki gelişmeler, temettü beklentileri, enflasyon muhasebesinin olası etkileri

Değerleme

Hisse için revize hedef fiyatımız hisse başına 494TL ile Endeks Üstü Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. Tahminlerimize göre 2024T F/K ve EV/FAVÖK sırasıyla 10,9x ve 6,3x değerlerinden işlem görmektedir.

KCHOL	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	160.30			
Hedef Fiyat (TL)	220.00			
Yükseliş Potansiyeli	37%			
Piyasa Değeri (\$mn)	13,543			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	71			
Holding Solo Net Nakit (TLmn)	17,311			
FD (TLmn)	540,209			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	15,193	69,806	94,445	119,028
Özsermaye Karlılığı (%)	27.6	65.5	50.5	41.8
Temettü	2,334	4,395	18,889	32,686
% ödeme oranı	15	6	20	27
% temettü verimi	0.6	1.1	4.6	8.0
F/K	26.8	5.8	4.3	3.4
F/DD	6.4	2.7	1.8	1.2



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Koç Holding bankacılık, otomotiv ve enerji sektörleri başta olmak üzere birçok sektördeki iştirak ve yatırımlarıyla Türkiye’de öncü bir holdingdir. Türkiye 5 yıllık CDS priminin 2023’ün sonuna doğru 300 seviyelerinin altına gelmesiyle BIST’teki yabancı yatırımcıların artacağını ve Koç Holding’in geniş sektörel yelpazesi sayesinde yatırımcıların ilgi odağı olacağını düşünmekteyiz. Bu sebeple Türkiye’nin büyüme potansiyeli ile paralel olarak hem de potansiyel yabancı yatırımcı ilgisi göz önünde bulundurulduğunda Koç Holding’in yatırım için en ideal hisselerden biridir.

Koç Holding 2023 yılı boyunca 3. Çeyreğe kadar elde ettiği 16 milyar TL değerindeki temettü gelirin yanında 4. Çeyrekte Ford şirketinden elde ettiği 7 milyar TL değerindeki temettü geliriyle yıl boyunca toplam 23 milyar TL temettü geliri elde etmiştir. Bunun dışında yıl içerisinde Yapı Kredi paylarının %6.8’ine denk gelen bir pay satışıyla yaklaşık 160 milyon USD kar elde edilmiştir. Holding’in net naktini 3 çeyrek sonuçlarında açıklanan 632 milyon USD’den 800 milyon USD’nin üzerine çıkarmasını ve 2024 yılının ilk yarısında Tat gıda paylarını da satarak net naktini daha da yükselteceğine inanıyoruz. Holding’in holding solo net nakitinin artması, yurtdışı ortaklarla beraber yapmayı planladığı batarya üretimi yatırımının rafa kaldırılması ve yeni yatırım planlarının olmaması sebebiyle yatırımcılarına yüksek miktarda temettü dağıtmasını bekliyoruz. Son olarak Koç Holding’in 5 yıllık ortalama iskontosu olan %23.7’nin üzerinde %29.6 iskonto ile işlem görmesi sebebiyle hissenin cazip olduğunu düşünmekteyiz.

Katalistler

Türk hisse senetlerine yabancı yatırımcıların ilgisinin artması, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha hızlı toparlanma

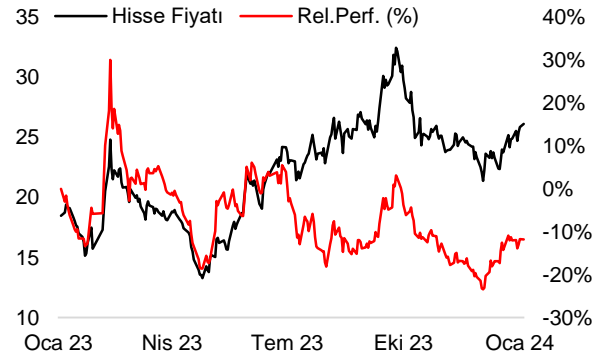
Riskler

Yatırımcı risk iştahının kötüleşmesi, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha uzun süren yavaşlama, herhangi bir değer azaltıcı yatırım veya satın alma, Avrupa’da tüketici talebinde artan zayıflık

Değerleme

KCHOL için 220.00 TL/hisse hedef fiyatımız bulunmaktadır. 220.00 TL/hisse olan hedef fiyatımız hisse için %37 yükselme potansiyeline işaret ediyor. Hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor.

KRDMD	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	26.00			
Hedef Fiyat (TL)	37.60			
Yükseliş Potansiyeli	45%			
Piyasa Değeri (\$mn)	676			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	46			
Net Borç (TLmn)	2,261			
FD (TLmn)	22,547			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	14,765	27,397	38,654	57,076
% büyüme	96%	86%	41%	48%
VAFÖK	4,891	4,324	6,359	9,847
% marj	33.1	15.8	16.5	17.3
Net Kar	3,853	2,174	2,358	5,624
% marj	26.1	7.9	6.1	9.9
Özsermaye Karlılığı	56%	20%	19%	36%
Temettü (TL - Brüt)	684	171	186	443
Temettü Dağıtım Oranı	18%	8%	8%	8%
Temettü Verimi	3.4%	0.8%	0.9%	2.2%
F/K (x)	5.3	9.3	8.6	3.6
FD/VAFÖK (x)	6.7	7.6	5.2	3.3
PD/DD (x)	3.0	2.6	2.2	1.7



Hisse senedini neden beğeniyoruz?

Küresel çapta uygulanan sıkılaştırıcı para politikalarında 2024 yılından itibaren beklenen gevşeme, Çin'in emlak sektörüne ilişkin uyguladığı destekler, yurt içinde Şubat ayındaki yıkıcı deprem felaketinin yaşandığı bölgelerin yeniden inşası, kentsel dönüşüm projeleri, devam eden ve başlaması beklenen demiryolu çalışmaları Kardemir'i yeni yılda ön plana çıkarabilir. 2024 yılında Kardemir'in ciro, FAVÖK ve net kar büyümelerinin TL bazında sırasıyla %41, %47 ve %138 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Düşük hammadde fiyatlarından sağlanan stoklarla 2024 yılında çelik fiyatlarında olası bir toparlanmanın Şirket'in marjları üzerinde olumlu bir etki yaratması kuvvetle muhtemeldir. Ton Başına FAVÖK'ün, 2024 yılında 121 USD seviyesine ulaşacağını, FAVÖK marjının ise 2024 yılında %17,3 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Kardemir, Zengezur – Laçın Demiryollarının kuruluşundan ve devam eden yüksek hızlı demiryolu projelerinden kazanım elde edebilir. Azerbaycan ve Ermenistan arasında bir anlaşma imzalanması halinde bölgede 381 kilometrelik demiryolu hattının inşa edilmesi planlanmaktadır. Azerbaycan, Zengezur'a Ahmetbeyli –Horadiz – Mincivan – Ağbend otoyol projesini başlatırken, Türkiye ve Azerbaycan'ın Kars'ı Nahçıvan'a bağlayacak bir demiryolu hattı projesi de bulunmaktadır. Ayrıca Bandırma – Osmaniye, Mersin – Adana – Gaziantep ve Eskişehir – Antalya Hızlı Demiryolu Projeleri de devam etmektedir. Kardemir, Ray ve Profil Haddehanesi'nde yılda 450 bin ton ray ve profil üretebilmektedir. 46 – 60 kg/m arasında ray üretebilen Şirket, 9A23'te %92 KKO'ya ulaşırken ray ve profillerin toplam satış hacmi ve satış gelirleri içindeki payları sırasıyla ~%17 ve ~%20,5'tir. Ayrıca, Kardemir yılda 200 bin adet demiryolu tekeri üretebilmektedir.

Katalistler

Güneydoğu bölgesinin yeniden inşası ve kentsel dönüşüm projeleri sayesinde yerel talebin güçlenmesi, küresel para politikalarında beklenen gevşeme ve Çin'in emlak sektörüne verdiği destek sayesinde küresel talebin daha hızlı toparlanması, devam eden ve öngörülen demiryolu projeleri sayesinde ray ve demiryolu tekeri satış hacminin artması

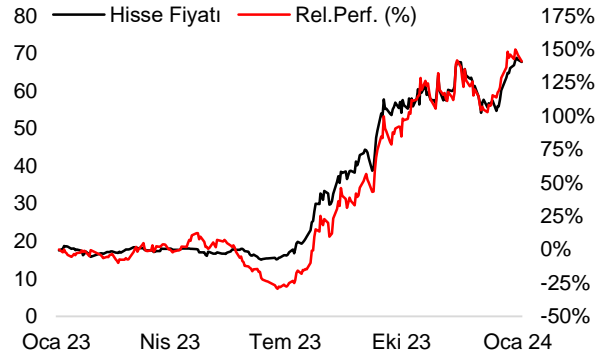
Riskler

Makroekonomik politikalarda beklenen gevşemenin gecikmesi, hükümetin olası tavan fiyat kararı veya satış fiyatlarına müdahale etmesi, Çin'de çelik için daha zayıf bir talep ortamı, ticari borçlarda yüksek kur farkı giderlerinin devam etmesi

Değerleme

37,60TL/hisse hedef fiyatı ile Endeks Üzeri Getiri önerimizi sürdürürken hedef fiyatımız %49 getiri potansiyeli anlamına gelmektedir. KRDMMD 2024 tahminlerimize göre 3,3x FD/FAVÖK ve 3,6x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

ANSGR		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		71.20			
Hedef Fiyat (TL)		98.66			
Yükseliş Potansiyeli		39%			
Piyasa Değeri (\$mn)		1,186			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		8.2			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T	
Net Kar	522	1,133	6,761	7,440	
% marj	13.3	117.2	496.6	10.0	
Özsermaye Karlılığı (%)	17.4	24.5	73.1	49.1	
Temettü (TLmn)	0	0	0	2,030	
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	27%	
Temettü Verimi	0%	0%	0%	6%	
F/K (x)	68.2	31.4	5.3	4.8	
F/DD (x)	11.1	5.9	2.9	2.0	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Motor branşı, Anadolu Sigorta'nın karlılık performansını etkileyen en önemli unsurlardan biridir. Kasko (Ekim 23 itibarıyla %13,3 pazar payı) marjları, yapılan fiyat artışları ve azalan hasar frekansı sayesinde şimdiden toparlanırken, zorunlu trafik sigortası (Ekim 23 itibarıyla %6,3 pazar payı) fiyatları Mayıs 2024'e kadar aylık %5 (Ocak ayında tek seferlik %10) artacaktır. Yükselen fiyatların orta vadede marjlar üzerindeki olumsuz baskıların çoğunu telafi etmesini ve karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Karlılığın 2023'te 6,8 milyar TL'den 2024'te 7,4 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Üç yıllık bileşik hisse başına kar büyümesi %142 gibi yüksek bir seviyede bulunurken, Anadolu Sigorta için uzun vadeli (2023-30T) %44 sermaye getirisi öngörüyoruz.

Anadolu Sigorta'nın 1Y23 itibarıyla 24 milyar TL civarında bir yatırım portföyü bulunmakta olup, bu portföyün yaklaşık %60'ını vadeli mevduat ve tahviller, yaklaşık %20'sini ise hisse senetleri oluşturmaktadır. Yatırım gelirlerinin 2023-24T karlılığın ana itici gücü olmasını bekliyoruz; çünkü yüksek getirili varlıklara yönelim portföy getirisini yüksek seviyelerde tutacaktır. Portföy büyüklüğünün 2023 yıl sonu itibarıyla 32 milyar TL'ye (yıllık +%84) ve 2024 yıl sonu itibarıyla 45 milyar TL'ye (yıllık +%38) ulaşmasını öngörüyoruz.

Katalistler

Motor segmentinde potansiyel olarak daha yüksek pazar payı kazanımları ve olası fiyat artışları.

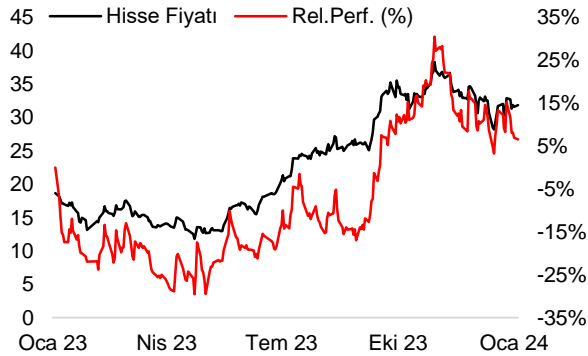
Riskler

Beklenenden daha düşük GSYH büyümesi, daha az tüketim, daha yavaş yatırım ve bankacılık faaliyetleri aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır. Anadolu Sigorta, özkaynak yöntemiyle konsolide ettiği Anadolu Hayat'ın (ANHYT T1) %20 hissesine sahiptir. ANHYT'nin piyasa değerindeki potansiyel artış, değerlememiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Değerleme

Anadolu Sigorta, %142'lik üç yıllık bileşik kar büyümesi ve %49'luk 24T özkaynak karlılığı ile 4,8x 24T F/K ve 2,0x F/DD ile cazip bir şekilde işlem görmektedir. Hissenin en azından defter değerinin 2,8 katından işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Hisse senedi için %27 temettü ödeme oranı varsayımıyla 24T %6 temettü verimi hesaplıyoruz.

TRGYO		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					33.40
Hedef Fiyat (TL)					62.86
Yükseliş Potansiyeli					88%
Piyasa Değeri (\$mn)					1,113
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					3
Net Borç (TLmn)					917
FD (TLmn)					34,317
<i>TL mn</i>	2021	2022	2023T	2024T	
Net Satışlar	1,456	2,580	4,112	6,135	
% büyüme	32%	77%	59%	49%	
VAFÖK	1,085	1,813	3,372	4,992	
% marj	74.5	70.3	82.0	81.4	
Net Kar	5,746	19,230	32,164	40,964	
% marj	394.5	745.5	782.2	667.7	
Özsermaye Karlılığı	49%	80%	64%	47%	
Temettü (TL - Brüt)	0	200	1,000	1,274	
Temettü Dağıtım Oranı	0%	1%	3%	3%	
Temettü Verimi	0.0%	0.6%	3.0%	3.8%	
F/K (x)	5.8	1.7	1.0	0.8	
FD/VAFÖK (x)	31.6	18.9	10.2	6.9	
PD/DD (x)	2.3	1.0	0.5	0.3	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

TRGYO'nun 2024 net karının 2023'te yıldan yıla %67 gibi yüksek bir büyüme kaydettikten sonra yıllık bazda %27 artmasını bekliyoruz. Artan kira gelirleri ve yüksek finansal kazançlar sayesinde 4Ç23 kazançları güçlü olacaktır. TRGYO'nun gayrimenkul portföyünün 2023 yıl sonu itibariyle yeniden değerlendirileceğini ve bundan 4Ç'de 29 milyar TL'lik büyük bir ek gelir beklediğimizi hatırlatalım.

Borç azaltımının 4Ç'de tamamlanacağını öngörüyoruz (3Ç: 911mn TL net borç), bu da TRGYO'nun 4Ç ve sonrasında zarar yerine finansal kazanç sağlayacağı anlamına geliyor. TRGYO, süresi dolan kira sözleşmelerinin çoğunu ofisler için ortalama enflasyona (yaklaşık %60) dayalı olarak yenilemiştir ve bu da bize göre 4Ç'de ve 2024'te karlılığı destekleyecektir. Mall of İstanbul Hilton Oteli, kongre merkezi ve bitişindeki konut projesi ileriye dönük kazançları destekleyecektir. Torunlar GYO'nun bir diğer odak noktası da 5. Levent Faz 2 (yaklaşık 500 ünite) ve Torun Center'da kalan konutların stoklarının eritilmesi olacaktır. Torun Center'daki kule için konut satışlarının (170 daire) 2024 yılında başlamasını öngörüyoruz, otel kısmı (110 oda) için Hilton ile anlaşma yapılmıştır.

Katalistler

Paşabahçe projesindeki otel için potansiyel bir uluslararası lüks marka ile anlaşma yapılması ve bu projeden birim satışlar hisse için orta vadeli katalistler olarak adlandırılabilir.

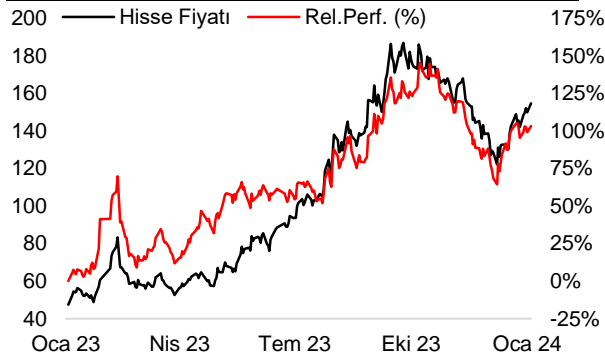
Riskler

Başlıca aşağı yönlü riskler arasında makroekonomik ortamda bozulma, ekonomik faaliyetlerde keskin daralma, TL'nin ABD Doları ve Avro karşısında artan volatilitesi ve devam eden ve planlanan projelerde olası gecikmeler yer almaktadır.

Değerleme

TRGYO'dan 2024 yılında %3,8 verime işaret eden 1,1 milyar TL temettü ödemesi bekliyoruz. TRGYO, 0,8x 24T F/K ve 0,3x F/DD ile mevcut NAD'ine göre %53 iskonto ile cazip bir şekilde işlem görmektedir.

AKCNS	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	152.40			
Hedef Fiyat (TL)	244.60			
Yükseliş Potansiyeli	60%			
Piyasa Değeri (\$mn)	972			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	6			
Net Borç (TLmn)	-970			
FD (TLmn)	28,207			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	2,871	8,899	14,754	21,762
% büyüme	46%	210%	66%	47%
VAFÖK	405	1,340	4,012	5,807
% marj	14.1	15.1	27.2	26.7
Net Kar	304	1,521	3,632	4,366
% marj	10.6	17.1	24.6	20.1
Özsermaye Karlılığı	22%	58%	82%	59%
Temettü (TL - Brüt)	92	250	597	718
Temettü Dağıtım Oranı	30%	16%	16%	16%
Temettü Verimi	0.3%	0.9%	2.0%	2.5%
F/K (x)	96.1	19.2	8.0	6.7
FD/VAFÖK (x)	69.6	21.1	7.0	4.9
PD/DD (x)	18.9	8.0	5.6	3.1



AKCNS

Hisseyi neden beğeniyoruz?

Elektrik ve petkok fiyatlarındaki düşüşler karlılığı yüksek ölçüde arttırmıştır. 9A23 sonuçlarına göre ortalama FAVÖK marjı %26.6 olarak gerçekleşmiştir. Tahminlerimize göre FAVÖK marjının 2023 yıl sonu sonuçlarında ciddi bir yükselişle %26.8 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Çimento sektöründe yılın 4. Çeyrekleri mevsimsellik sebebiyle diğer çeyreklere göre zayıf geçecektir fakat bu sene Marmara depremi öncesi önlem amaçlı özellikle İstanbul'da başlayan kentsel dönüşüm hareketinin etkisiyle gelirlerde önceki çeyrekle kıyaslandığında hafif aşağıda kalacak olmasına rağmen yıllık bazda %175 artış gerçekleşeceğini öngörmekteyiz. Ayrıca yıl içerisinde bu kentsel dönüşüm hareketinin ivme kazanıp gelirlere pozitif katkı sağlayacağını düşünmekteyiz.

Akçansa'nın kapasite kullanım oranı %90'ın üzerinde seyretmekteydi, 2024 yılı içerisinde kapasite kullanımının tam kapasiteye daha da yaklaşacağına inanıyoruz. Şirketin büyüme politikası büyük satın almalar yerine yapılan bakım onarım çalışmaları esnasında gerçekleşen ufak kapasite artışları ile küçük ama daha düzenli ve karlılığı en optimal şekilde arttırıp kapasite kullanım oranını düşürmeyecek şekilde büyüme. Ayrıca Akçansa satış kanallarındaki esnekliği sayesinde kapasite artışına ihtiyaç olmadan ürünlerin yurt içi veya yurt dışında satışına karar verilebilmesi karlılığını pozitif etkileyecektir.

Katalistler

Marmara Bölgesindeki kentsel dönüşüm hareketi ve kentsel dönüşümü destekleyen yasaların çıkmaya devam etmesi, maliyet tarafında düşen elektrik ve petkok fiyatlarının stabil devam etmesi ve şirketin fabrikalarında yaptığı bakım onarım çalışmaları esnasında kaydedilen kapasite artışları.

Riskler

Elektrik ve petkok fiyatlarında düzeltmeler yapılması, konut inşaatlarının azalmasına sebep olacak yeni parasal sıkılaştırma politikalarının uygulanması, hammadde fiyatlarının artması ve çimento fiyatlarının azalması veya fiyatlara kota getirilmesi.

Değerleme

AKCNS için hedef fiyatımız olan 244,60 TL/hisse hisse için %60 yükselme potansiyeline işaret ediyor. Hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor. AKCNS 2024 tahminlerimize göre 4.9x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

ALBRK	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	3.96			
Hedef Fiyat (TL)	6.34			
Yükseliş Potansiyeli	60%			
Piyasa Değeri (\$mn)	330			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	4.5			
<i>TL mn</i>	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	104	1,365	3,159	4,041
% marj	-59.0	1,207.9	131.3	27.9
Özsermaye Karlılığı (%)	2.4	21.4	29.9	26.9
Temettü (TLmn)	0	0	316	404
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	10%	10%
Temettü Verimi	0%	0%	3%	4%
F/K (x)	94.8	7.3	3.1	2.5
F/DD (x)	2.1	1.2	0.8	0.6

Hisseyi neden beğeniyoruz?

Albaraka'nın karlılığı, yüksek kredi getirileri, bireysel ve ticari kredilere yönelik seçici büyüme yönelimi ve güçlü takipteki krediler karşılıkları ile iyi yönetilen varlık kalitesiyle desteklenmektedir. Albaraka, potansiyel riskler için Eylül 2023 itibariyle 2,8 milyar TL serbest karşılık tamponuna sahiptir ve bu tutar 2023 yıl sonuna kadar 3,5 milyar TL'ye ulaşabilir. Buna ek olarak, Albaraka geçen yıl ortak gayrimenkul projelerinden 860mn TL yeniden değerlendirme kazancı elde etti ve bu rakam bize göre 2023 yılında 2 milyar TL olarak gerçekleşebilir. Tüm bunları yansıtarak, Albaraka'nın 24T net karının yıllık %28, 2023 için ise yıllık %131 büyümesini öngörüyoruz. Önümüzdeki iki yıl için özkaynak karlılığının %30 gibi yüksek bir seviyede olmasını beklerken, Albaraka için uzun vadede (2023-30T) %27 özkaynak karlılığı öngörüyoruz.

Albaraka'nın provizyon öncesi gelirleri, iyileşen komisyon üretimi, daha iyi maliyet ve varlık kalitesi yönetimi sayesinde önümüzdeki iki yıl boyunca ortalama %19 artabilir. Aktif insan kaynakları yönetimi ile maliyetleri kontrol altına alma ve şube ağını kullanarak gelirleri artırma çabaları sayesinde net komisyonların 2023 yılında faaliyet giderlerinin %56'sını, 2024 yılında ise %74'ünü karşılayacağını öngörüyoruz.

Katalistler

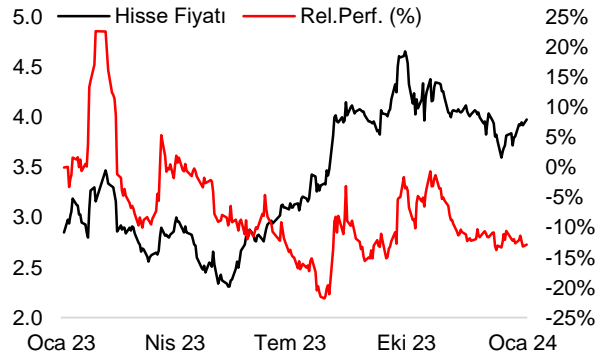
Ocak 2024 aylık bankacılık verileri hisse için önemli bir katalisttir.

Riskler

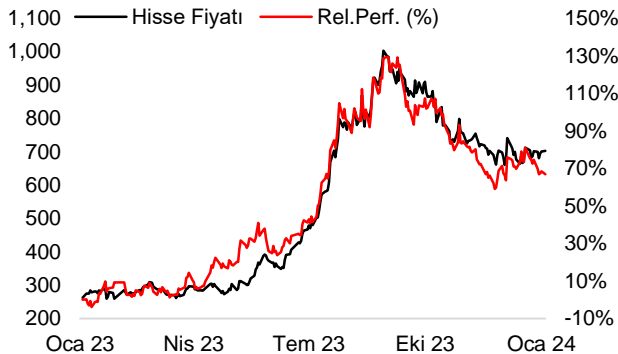
Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Albaraka, 24T F/DD 0,6x ve 2,5x F/K ile cazip bir şekilde işlem görürken, 24T %27 sermaye getirisi hesaplamaktayız. Serbest karşılıklardan arındırıldığında, 24T F/K'nın 1,4x gibi düşük bir seviyeye gerileyeceğini gözlemlemekteyiz.



TTRAK		Endekse Paralel Getiri			
Fiyat (TL)		726.50			
Hedef Fiyat (TL)		964.00			
Yükseliş Potansiyeli		33%			
Piyasa Değeri (\$mn)		2,422			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		15			
Net Borç (TLmn)		-4,107			
FD (TLmn)		68,592			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T	
Net Satışlar	11,644	21,835	48,144	65,080	
% büyüme	87%	88%	120%	35%	
VAFÖK	1,733	3,406	11,074	12,648	
% marj	14.9	15.6	23.0	19.4	
Net Kar	1,322	2,971	9,306	10,224	
% marj	11.4	13.6	19.3	15.7	
Özsermaye Karlılığı	76%	104%	182%	87%	
Temettü (TL - Brüt)	1,200	2,100	7,445	8,179	
Temettü Dağıtım Oranı	91%	71%	80%	80%	
Temettü Verimi	1.7%	2.9%	10.2%	11.3%	
F/K (x)	55.0	24.5	7.8	7.1	
FD/VAFÖK (x)	39.6	20.1	6.2	5.4	
PD/DD (x)	35.4	20.0	11.0	4.3	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Türk Traktör'ü; (i) ucuz çarpanla işlem görmesi (ii) yurt içi satışlarındaki karlılığı (iii) son dönemde yükselen faiz oranlarına rağmen çiftçilere sunulan uygun finansman kolaylığı ve sağlıklı bilanço yapısına sahip olması dolayısıyla beğeniyoruz. Hisse 2024 tahminlerimize göre 7,1x F/K ve 5,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla cazip olarak işlem görmektedir.

Türkiye'de Traktör üretimi 9A23'te yıllık %25 artışla 69,5bin adet seviyeye yükseldi. Bu dönemde, trafiğe kaydı yapılan traktör sayısı yıllık %29 arttı ve 57,5bin adete ulaştı. Ek olarak, yurt dışı satış hacmindeki yıllık büyüme devam etti ve yıllık bazda ihracat adedi %5 yükselerek yaklaşık 16,7bin adet oldu. Türk Traktör, aynı dönemde adetsel bazda üretimini yıllık %23, yurt içi satış hacmini %32 ve ihracatını %11 arttırmayı başardı. Şirketin, 2023 yılını %44 pazar payı ile kapatacağı düşüncesindeyiz. 2024 yılında tarımsal destek programlarının desteği devam etse de yüksek baz etkisi, politika faizindeki yükseliş, kurak geçen dönem sebebiyle rekoltenin düşmesi gibi etkenler göz önüne alındığında pazarda %15 daralma ile 65bin adet seviyesinde bir hacim olmasını öngörüyoruz. Traktör ve traktör dışı satış gelirlerinde başarılı fiyatlama stratejileri sayesinde marjlarda gözle görülür bir iyileşme olduğu görülüyor. Güçlü brüt kar marjının desteğiyle 2023T FAVÖK marjının %23,0 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 3Ç23'te, enflasyonist ortamda yaşanan operasyonel giderlerdeki artışa rağmen Operasyonel Gider/ Satışlar yıllık hafif üzerinde %5,2 olarak gerçekleşti. Rekor seviyelere ulaşılan 2023 yılının ardından 2024'te marjlarda normalleşme olacağını tahmin ediyoruz.

Katalistler

Güçlü serbest nakit akışı, 3Ç23 finansal sonuçlarına göre 4,1mlrTL net nakit pozisyonu ve yüksek temettü verimliliği, traktör alımı için Ziraat Bankası'nın uyguladığı finansman kolaylığı ve artan Tarımsal Destek Programları

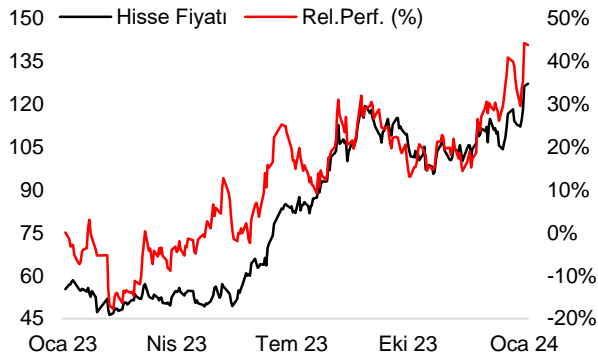
Riskler

Ziraat Bankası sübvansiyon sonrası faiz oranında yaşanacak sert yükseliş, yurt içi ve yurt dışında yaşanacak düşük talep, düşük rekolte sebebiyle çiftçilerin gelirlerindeki azalış

Değerleme

Şirket için 964.00TL olan hedef hisse fiyatımızı ve Endeks'e Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

MAVI	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	124.60			
Hedef Fiyat (TL)	180.00			
Yükseliş Potansiyeli	44%			
Piyasa Değeri (\$mn)	825			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	8			
Net Borç (TLmn)	-1,409			
FD (TLmn)	23,340			
TL mn	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	4,619	10,592	19,711	31,802
% büyüme	92%	129%	86%	61%
VAFÖK	1,038	2,491	4,654	7,396
% marj	22.5	23.5	23.6	23.3
Net Kar	400	1,439	2,666	4,314
% marj	8.7	13.6	13.5	13.6
Özsermaye Karlılığı	49%	78%	76%	72%
Temettü (TL - Brüt)	120	429	800	1,294
Temettü Dağıtım Oranı	30%	30%	30%	30%
Temettü Verimi	0.5%	1.7%	3.2%	5.2%
F/K (x)	61.8	17.2	9.3	5.7
FD/VAFÖK (x)	22.5	9.4	5.0	3.2
PD/DD (x)	22.2	9.5	5.6	3.3



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Mavi, Türkiye jean pazarında (14 yaş ve üzeri denim pazarı) %18,5 pazar payıyla en büyük oyuncu konumundadır. Cazip nüfus dinamikleri, güçlü marka bilinirliği ve yüksek yerel tedarik oranıyla (%80) Türkiye, Mavi'nin gelirlerinin %87'sini oluşturan ana hinterlandıdır. 31 Ekim 2023 itibarıyla Mavi'nin Türkiye'de 401, yurt dışında ise 64 (Rusya 34, RoW 25, Kanada 4, Avrupa 1) mono-brand mağazası bulunmaktadır. Global on-line satışların Mavi'nin konsolide 9A23 cirosundaki payı %10,7'dir ve tüm kategorilerde tam fiyat kanal stratejisi marjlara pozitif katkı sağlamaktadır.

Mavi'nin operasyonel karlılığını artırırken, artan ölçek ekonomisi sayesinde tedarikçiler üzerinde artan pazarlık gücü, mağaza genişlemeleri ve mağaza performansı sayesinde kira giderlerinin gelirlere oranının iyileşmesi ve sıkı faaliyet gideri yönetimi sayesinde cirosunu artırmasını bekliyoruz.

Türkiye için Kasım ayına ilişkin perakende ve online satış büyümeleri yıllık bazda sırasıyla %104 ve %102'dir. Aralık ayının ilk on gününde ise artışlar %125 ve %109 olarak gerçekleşerek yılın son çeyreğinin (Kasım-Ocak) iyi geçtiğine işaret etmiştir.

Markanın konumlandırılmasının güçlü bir avantaj olduğunu düşünüyoruz, zira son yıllarda şirket güçlü CRM yapısıyla ve gerek alt segment markalarından gerekse üst segment markalarından Pazar payı kazanarak güçlenmiştir. Bu makro açıdan zorlu zamanlarda katkısını artırabilir.

Katalistler

Tüketici güvenindeki gelişmeler, genişleme (yeni mağaza açılışları ve mevcut mağazalardaki genişleme), markaya olan bağlılık, uluslararası operasyonlardan beklenenden yüksek katkı, %100 bedelsiz sermaye artırımı, yaklaşan moda perakendecisi halka arzlarının çarpanları

Riskler

Makroekonomik dengelerde bozulma, turizmde yavaşlama, hem yurt içi hem de uluslararası genişleme ile ilgili uygulama riskleri

Değerleme

Hisse için revize hedef fiyatımız hisse başına 180TL ile Endeks Üstü Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır. Tahminlerimize göre 2024T F/K ve FD/FAVÖK sırasıyla 5,7x ve 3,3x'den işlem görmektedir.

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

BIST-100 hedefimiz olan 10.757 puan %34 yukarı potansiyele işaret etmektedir... İNA modellerimizde kullandığımız makroekonomik varsayımlarımızdaki değişikliklere bağlı olarak takibimizdeki şirketlerin tahmin ve hedef fiyatlarında revizyonlar yaptık. Tahminlerimiz enflasyon muhasebesini içermemektedir. Finansal ve finansal olmayan şirketlerin sırasıyla %8 ve %23 hisse başına kar büyümesi kaydetmesini beklediğimiz 2024 yılında, takibimizdeki şirketler için %17 hisse başına kar büyümesi öngörüyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımızı değiştirmeyerek %21'de bıraktık. Değerleme güncellemelerimiz 12 aylık BIST100 hedefini 10.757 olarak gösteriyor ve bu da mevcut seviyelerden %34 yukarı yönlü potansiyel anlamına gelmektedir. Bu raporla birlikte, **KOZAL** için tavsiyemizi Endeks Altı Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye ve **TTKOM** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. Öte yandan, **DOAS** için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz.

Hisse	Kapanış (TL)	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P. %	Satışlar ('23T)	FAVÖK ('23T)	Net Kar ('23T)	Satışlar ('24T)	FAVÖK ('24T)	Net Kar ('24T)	FD/FAVÖK ('23T)	FD/FAVÖK ('24T)	F/K ('23T)	F/K ('24T)
		Eski	Yeni	Eski	Yeni											
AKBNK	43.04	EÜ	EÜ	44.81	44.81	4%			64,999			75,179			3.4	3.0
ALBRK	4.01	EÜ	EÜ	6.34	6.34	58%			3,159			4,041			3.2	2.5
GARAN	66.85	EÜ	EÜ	65.70	65.70	-2%			74,357			71,858			3.8	3.9
HALKB	12.94	EP	EP	17.57	17.57	36%			11,556			10,621			8.0	8.8
ISCTR	25.60	EÜ	EÜ	32.08	32.08	25%			73,284			72,957			3.5	3.5
TSKB	7.52	EÜ	EÜ	10.15	10.15	35%			6,991			10,152			3.0	2.1
VAKBN	14.67	EP	EP	21.81	21.81	49%			20,236			21,549			7.2	6.8
YKBNK	22.64	EÜ	EÜ	27.96	27.96	23%			63,320			77,080			3.0	2.5
AKGRT	6.24	EP	EP	8.36	8.36	34%			875			1,226			11.5	8.2
AGESA	57.25	EP	EP	70.48	70.48	23%			1,333			1,841			7.7	5.6
ANSGR	68.65	EÜ	EÜ	98.66	98.66	44%			6,761			7,440			5.1	4.6
TURSG	44.74	EÜ	EÜ	55.73	55.73	25%			6,720			9,831			7.7	5.3
AKCNS	154.10	EÜ	EÜ	244.60	244.60	59%	14,754	4,012	3,632	21,762	5,807	4,366	7.1	4.9	8.1	6.8
AKSA	90.15	EÜ	EÜ	135.34	135.34	50%	19,143	4,166	2,828	33,227	7,177	4,915	7.5	4.3	10.3	5.9
AEFES	132.90	EÜ	EÜ	165.00	197.00	48%	147,907	31,168	7,863	230,847	45,743	12,236	2.9	2.0	10.0	6.4
ARCLK	134.80	EP	EP	193.00	150.70	12%	203,942	21,588	5,415	324,073	34,028	8,351	6.4	4.1	16.8	10.9
ASELS	48.08	EP	EP	54.00	62.45	30%	61,024	16,233	17,205	90,749	22,793	21,820	14.4	10.3	12.7	10.0
BIMAS	337.50	EÜ	EÜ	427.00	494.00	46%	265,526	20,286	11,401	430,785	33,901	18,923	10.5	6.3	18.0	10.8
CCOLA	508.50	EÜ	EÜ	563.00	697.00	37%	91,518	19,112	9,035	143,918	30,406	15,527	7.3	4.6	14.3	8.3
CIMSA	31.18	EP	EP	39.75	39.75	27%	13,159	2,851	3,320	18,522	4,183	4,207	10.9	7.4	8.9	7.0
DOAS	252.00	EÜ	EP	420.00	320.00	27%	118,227	22,463	20,650	146,875	17,625	16,622	2.3	3.0	2.7	3.3
FROTO	810.50	EÜ	EÜ	1340.00	1340.00	65%	359,656	40,945	33,890	590,581	54,885	42,723	7.7	5.8	8.4	6.7

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, 15/01/2024 Kapanış

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Hisse	Kapanış (TL)	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P. %	Satışlar ('23T)	FAVÖK ('23T)	Net Kar ('23T)	Satışlar ('24T)	FAVÖK ('24T)	Net Kar ('24T)	FD/FAVÖK ('23T)	FD/FAVÖK ('24T)	F/K ('23T)	F/K ('24T)
		Eski	Yeni	Eski	Yeni											
KRDMMD	26.34	EÜ	EÜ	37.60	37.60	43%	38,654	6,359	2,358	57,076	9,847	5,624	5.2	3.4	8.7	3.7
KCHOL	163.00	EÜ	EÜ	220.00	220.00	35%	n.a.	n.a.	94,445	n.a.	n.a.	119,028	n.a.	n.a.	4.4	3.5
KOZAL	20.48	EP	EP	21.00	22.00	7%	8,542	2,802	5,912	10,222	4,001	6,337	20.0	14.0	11.1	10.3
KRVGD	21.20	EP	EP	32.50	29.00	37%	7,609	1,228	474	12,404	2,142	961	5.7	3.3	10.7	5.3
MAVI	125.80	EÜ	EÜ	180.00	180.00	43%	19,711	4,654	2,666	31,802	7,396	4,314	5.1	3.2	9.4	5.8
MGROS	375.75	EÜ	EÜ	483.00	521.00	39%	145,461	10,001	5,609	243,869	18,390	8,168	6.3	3.4	12.1	8.3
MPARK	145.50	EÜ	EÜ	210.00	220.00	51%	16,943	4,103	2,188	26,152	6,343	3,671	8.2	5.3	13.8	8.2
OTKAR	437.00	EP	EP	514.00	572.00	31%	20,977	3,551	1,773	32,565	6,002	4,754	17.2	10.2	29.6	11.0
PGSUS	725.00	EÜ	EÜ	1250.00	1282.00	77%	71,888	22,574	8,812	116,471	32,785	12,926	6.1	4.2	8.4	5.7
PETKM	20.70	EP	EP	25.87	25.87	25%	47,304	2,326	3,875	77,815	8,873	6,355	33.5	8.8	13.5	8.3
SAHOL	70.30	EÜ	EÜ	95.00	95.00	35%	n.a.	n.a.	49,507	n.a.	n.a.	59,584	n.a.	n.a.	2.9	2.4
TATGD	32.08	EP	EP	40.00	40.00	25%	4,833	604	235	7,539	867	355	11.1	7.7	18.6	12.3
TAVHL	126.40	EÜ	EÜ	183.00	202.00	60%	33,320	9,718	4,091	55,250	16,873	4,411	9.7	5.6	11.2	10.4
TOASO	235.70	EÜ	EÜ	420.00	330.00	40%	104,485	18,157	17,778	163,580	21,036	18,575	5.8	5.0	6.6	6.3
TRGYO	33.16	EÜ	EÜ	62.86	62.86	90%	4,112	3,372	32,164	6,135	4,992	40,964	10.1	6.8	1.0	0.8
TCELL	62.25	EÜ	EÜ	79.80	91.50	47%	92,980	39,059	16,687	144,158	62,115	24,435	4.3	2.7	8.2	5.6
THYAO	251.25	EÜ	EÜ	395.00	402.00	60%	511,023	128,315	78,537	771,970	148,726	67,054	4.2	3.7	4.4	5.2
TTKOM	28.64	EP	EÜ	25.70	42.00	47%	80,951	24,105	6,733	119,201	43,032	10,611	5.9	3.3	14.9	9.4
TTRAK	726.50	EP	EP	964.00	964.00	33%	48,144	11,074	9,306	65,080	12,648	10,224	6.2	5.4	7.8	7.1
ULKER	80.85	EP	EP	89.00	89.00	10%	46,491	9,923	1,347	70,579	13,657	4,463	4.9	3.6	22.2	6.7

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veri Tabanı, 15/01/2024 Kapanış

Temettü Beklentileri

Hisse	Şirket İsmi	NET KAR (TL mn)						BRÜT TEMETTÜ (TL mn)						DAĞITIM ORANI (%)						PİYASA DEĞERİ (TLmn)	TEMETTÜ VERİMİ 2023T	HİSSE BAŞINA TEMETTÜ	
		2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T			2023T	2024T
DOAS	Doğuş Otomotiv	76	1,037	2,332	7,824	20,650	16,622	0	600	1,250	4,150	11,358	9,973	0%	58%	54%	53%	55%	60%	55,440	20.5%	51.63	45.33
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	1,482	1,784	3,281	8,562	17,778	18,575	1,200	1,500	3,200	3,000	12,445	12,074	81%	84%	98%	35%	70%	65%	117,850	10.6%	24.89	24.15
TTRAK	Türk Traktör	112	776	1,322	2,971	9,306	10,224	100	850	1,200	2,100	7,445	8,179	89%	109%	91%	71%	80%	80%	72,699	10.2%	74.40	81.74
FROTO	Ford Otosan	1,959	4,195	8,801	18,614	33,890	42,723	1,095	3,576	6,562	15,444	20,334	25,634	56%	85%	75%	83%	60%	60%	284,413	7.1%	57.95	73.05
AGESA	Agesa	209	291	448	834	1,333	1,841	160	160	0	150	666	1,381	77%	55%	0%	18%	50%	75%	10,305	6.5%	3.70	7.67
TURSG	Türkiye Sigorta	828	1,153	1,058	941	6,720	9,831	0	493	530	156	3,030	4,433	0%	43%	50%	17%	45%	45%	51,967	5.8%	2.61	3.82
SAHOL	Sabancı Holding	3,780	4,768	12,032	43,828	49,507	59,584	673	714	1,530	3,571	7,426	15,097	18%	15%	13%	8%	15%	25%	143,440	5.2%	3.64	7.40
KCHOL	Koç Holding	4,391	9,273	15,193	69,806	94,445	119,028	531	1,484	2,334	4,395	18,889	32,686	12%	16%	15%	6%	20%	27%	413,351	4.6%	7.45	12.89
TCELL	Turkcell	3,246	4,237	5,031	11,053	16,687	24,435	812	2,586	1,258	2,260	5,006	7,331	25%	61%	25%	20%	30%	30%	136,950	3.7%	2.28	3.33
KOZAL	Koza Altın	1,767	1,810	3,004	4,010	5,912	6,337	0	0	2,676	1,281	2,365	2,535	0%	0%	89%	32%	40%	40%	65,587	3.6%	0.74	0.79
TSKB	T.S.K.B.	776	733	1,089	4,055	6,991	10,152	0	73	0	0	699	1,015	0%	10%	0%	0%	10%	10%	21,056	3.3%	0.25	0.36
YKBANK	Yapı Kredi Bank	3,600	5,080	10,490	52,745	63,320	77,080	0	500	1,000	7,911	6,332	7,708	0%	10%	10%	15%	10%	10%	191,241	3.3%	0.75	0.91
MAVI	Mavi Giyim	95	5	400	1,439	2,666	4,314	0	30	120	429	800	1,294	0%	662%	30%	30%	30%	30%	24,987	3.2%	4.03	6.52
ALBRK	Albaraka Türk	63	255	104	1,365	3,159	4,041	0	0	0	0	316	404	0%	0%	0%	0%	10%	10%	10,025	3.2%	0.13	0.16
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	866	294	5,746	19,230	32,164	40,964	0	0	0	200	1,000	1,274	0%	0%	0%	1%	3%	3%	33,160	3.0%	1.00	1.27
AKSA	Aksa Akirlik	278	440	1,167	3,422	2,828	4,915	240	282	599	780	874	3,153	86%	64%	51%	23%	31%	64%	29,186	3.0%	2.70	9.74
ARCLK	Arçelik	925	2,848	3,065	4,325	5,415	8,351	0	1,500	1,500	1,800	2,708	4,176	0%	53%	49%	42%	50%	50%	91,088	3.0%	4.01	6.18
AKBNK	Akbank	5,417	6,267	12,126	60,024	64,999	75,179	0	626	1,212	8,996	6,500	7,518	0%	10%	10%	15%	10%	10%	223,808	2.9%	1.25	1.45
ISCTR	İş Bankası (C)	6,068	6,811	13,468	61,538	73,284	72,957	0	681	1,347	9,230	7,328	7,296	0%	10%	10%	15%	10%	10%	255,999	2.9%	0.73	0.73
BIMAS	Bim	1,225	2,607	2,932	8,157	11,401	18,923	1,518	2,429	1,822	3,036	5,701	9,461	124%	93%	62%	37%	50%	50%	204,930	2.8%	9.39	15.58
GARAN	Garanti Bank	6,159	6,238	13,601	58,509	74,357	71,858	0	624	1,307	8,776	7,436	7,186	0%	10%	10%	15%	10%	10%	280,770	2.6%	1.77	1.71
AKCNS	Akçansa	75	115	304	1,521	3,632	4,366	46	105	92	250	597	718	62%	91%	30%	16%	16%	16%	29,502	2.0%	3.12	3.75
AEFES	Anadolu Efes	1,022	815	1,068	3,429	7,863	12,236	1,050	1,146	1,098	1,262	1,573	2,447	103%	141%	103%	37%	20%	20%	78,691	2.0%	2.66	4.13
KRVGD	Kervan Gıda	75	122	133	408	474	961	0	25	43	60	95	192	0%	20%	32%	15%	20%	20%	5,088	1.9%	0.39	0.80
TTKOM	Türk Telekom	2,407	3,178	5,761	4,135	6,733	10,611	602	1,873	4,955	0	1,683	2,653	25%	59%	86%	0%	25%	25%	100,240	1.7%	0.48	0.76
CCOLA	Coca-Cola İçecek	966	1,233	2,271	4,331	9,035	15,527	450	501	600	750	1,806	3,105	47%	41%	26%	17%	20%	20%	129,348	1.4%	7.10	12.21
VAKBN	Vakıfbank	2,802	5,010	4,175	24,017	20,236	21,549	0	0	0	0	2,024	2,155	0%	0%	0%	0%	10%	10%	145,467	1.4%	0.20	0.22
CIMSABANK	Çimsa	13	176	1,017	3,432	3,320	4,207	0	0	200	400	387	490	0%	0%	20%	12%	12%	12%	29,484	1.3%	0.41	0.52
HALKBANK	Halkbank	1,720	2,600	1,508	14,754	11,556	10,621	0	0	0	0	1,156	1,062	0%	0%	0%	0%	10%	10%	92,971	1.2%	0.16	0.15
KRDMD	Kardemir (D)	81	61	3,853	2,174	2,358	5,624	0	0	684	171	186	443	0%	0%	18%	8%	8%	8%	20,551	0.9%	0.16	0.39
MPARK	MLP Sağlık Hizmetleri	36	65	290	1,619	2,188	3,671	0	0	0	0	219	367	0%	0%	0%	0%	10%	10%	30,269	0.7%	1.05	1.76
ASELSAN	Aselsan	3,340	4,449	7,131	11,916	17,205	21,820	335	400	460	400	602	1,091	10%	9%	6%	3%	4%	5%	219,245	0.3%	0.13	0.24
AKGRT	Aksigorta	366	444	189	-121	875	1,226	202	306	0	0	0	919	55%	69%	0%	0%	0%	75%	10,059	0.0%	0.00	0.57
ANSGR	Anadolu Sigorta	403	461	522	1,133	6,761	7,440	135	160	0	0	0	2,030	33%	35%	0%	0%	0%	27%	34,325	0.0%	0.00	4.06
OTKAR	Otokar	352	618	1,042	1,239	1,773	4,754	200	400	500	0	0	0	57%	65%	48%	0%	0%	0%	52,440	0.0%	0.00	0.00
PETKIM	Petkim	985	1,088	5,452	6,580	3,875	6,355	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	52,462	0.0%	0.00	0.00
PGSUS	Pegasus	1,333	-1,965	-1,972	7,100	8,812	12,926	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	74,167	0.0%	0.00	0.00
THYAO	Turkish Airlines	4,535	-5,588	8,213	47,429	78,537	67,054	0	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%	346,725	0.0%	0.00	0.00
ÜLKER	Ülker	997	1,081	-464	-353	1,347	4,463	0	277	0	0	0	0	0%	26%	0%	0%	0%	0%	29,856	0.0%	0.00	0.00

Kaynak: OYAK YATIRIM Tahminleri, Şirketler 2023T
Temettü verimine göre sıralanmıştır

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BİST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BİST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştiremeyebilir.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.