

TÜRKİYE STRATEJİ RAPORU

Enflasyon muhasebesi ve BIST

Enflasyon muhasebesi finans-dışı tüm şirketler için zorunlu hale geldi...

Bu sene Borsa İstanbul'da hisse görünümünü tahmin edebilmek her zamankinden daha zor. Öncelikle, ekonomi politikasında ortodoksiye dönüşün meyvelerini henüz alamadık ama makro tahminlerimiz enflasyonun düşeceğine işaret ediyor. Diğer taraftan, döviz cinsinden raporlama yapanlar hariç finansal olmayan şirketlerin muhasebe yöntemi değişti ve nominal tahmin yapmanın anlamı kalmadı. Bu nedenle, TEB Yatırım olarak bir takım basitleştirmeler yapmak suretiyle takip ettiğimiz şirketlerin 2023/24 bilanço tahminlerini enflasyon muhasebesine dayalı olarak yapmaya çalıştık. Enflasyon muhasebesine göre uyarlanmış rakamlarımız, 2023 yılı için nominal tahminlerimizle karşılaştırıldığında, ciro bazında %16 daha yüksek, FAVÖK marjı olarak 279 baz puan daha düşük ve net kar olarak ise %3 daha yüksek oluyor. 2023'te enflasyona göre düzeltilmiş özsermaye getirisinin nominal tahminlerimizdeki %29'a karşılık %16,4 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

2024T'de net karlarda reel büyüme beklemesek de çift haneli reel özsermaye karlılığı tahmin ediyoruz...

2023 düzenlemeleri sonrası enflasyon muhasebesine tabi şirketler için, 2024'te genel olarak yatay bir reel FAVÖK artışı ve reel net karlarda bir önceki yıla göre %19 düşüş bekliyoruz. Takibimizdeki tüm finansal olmayan şirketler için ise net karlarda yıllık bazda %10 oranında reel düşüş bekliyoruz. Finansal olmayan şirketler için 2024 özsermaye karlılığının %14 olacağını öngörüyoruz. Bu reel özsermaye karlılığı sürdürülebilir ve 2024T sonrası reel net kar büyümesi Türkiye'nin %3,5-4'lük reel GSYH büyüme oranına yaklaştığı takdirde, piyasanın adil PD/DD'si mevcut 1,1x'e karşı c.1,30x seviyesine gelmektedir. Diğer taraftan, 2024T yılı net kar beklentilerimiz finansal olmayan şirketler F/K'sının 8,5x olduğunu ima ediyor. Makro normalleşmeyle birlikte enflasyondaki düşüş eğiliminin görünür hale gelmesiyle hisse çarpanlarının hiper enflasyon öncesi dönemeye da takibimizdeki finansal olmayan şirketler için 10,3x seviyesine yükselmesi mümkün olabilir.

Enflasyon muhasebesinden fayda sağlayan şirketler: FROTO özsermaye karlılığı güçlü, perakendeciler ucuz görünüyor...

Model portföyümüzde zayıf marjlar nedeniyle demir-çelik sektörü ağırlığımızı azaltıp EREGL'yi çıkarıyoruz. Havacılıkta yolcu biletleme ücretlerinde normalleşme öngörüyoruz ancak THYAO güçlü yukarı yönlü potansiyeli nedeniyle portföyümüzde kalmayı sürdürüyor. Düşen enflasyondan fayda sağlayacağına inandığımız için TCELL yerine TTKOM'u tercih ediyoruz. VESBE, enflasyon muhasebesi kurallarına göre bile en ucuz dayanıklı tüketim hissesi olarak öne çıkıyor. FROTO, otomotiv sektöründeki en kârlı seçenek ve hisse senedi için pozitif net kar ivmesi bekliyoruz. Perakende tarafında, yabancı kurumsal fonların da tercihi ile BIMAS ve MGROS'un daha yüksek çarpanlar elde etme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. PETKM, TUPRS'a karşı tercih ettiğimiz emtia oyuncusu olmaya devam ediyor. CCOLA, genişleyen coğrafi kapsama alanı ve Türkiye'de enflasyon muhasebesine karşı daha fazla bağımsızlık sağlaması sebebiyle portföyümüze yeni giren hisse oluyor. ISTCR ve YKBNK ise tercih ettiğimiz bankacılık hisseleri arasında yer alıyor.

Tablo 1: TEB Yatırım tavsiyeleri

Hisse	Sembol	Son Kapanış	Tavsiye		Hedef Fiyat		% Değişim	Potansiyel Getiri
			Yeni	Eski	Yeni	Eski		
Arcelik	ARCLK TI	160.3	TUT	TUT	192.34	162.00	+19%	+20%
Aselsan	ASELS TI	63.3	TUT	AL	72.72	59.32	+23%	+15%
Aygaz	AYGAZ TI	156.7	TUT	TUT	173.81	108.54	+60%	+11%
Bim Birlesik Magazalar	BIMAS TI	395	AL	AL	560.99	395.19	+42%	+42%
Coca-Cola Icecek	CCOLA TI	644	AL	AL	888.63	501.23	+77%	+38%
Enka Insaat	ENKAI TI	40.96	TUT	TUT	49.59	40.10	+24%	+21%
Erdemir	EREGL TI	46.5	TUT	TUT	60.34	60.34	0	+30%
Ford Otosan	FROTO TI	1013	AL	AL	1416.01	1213.44	+17%	+40%
Koza Anadolu Metal	KOZAA TI	51.3	AZALT	AZALT	46.99	50.54	-7%	-8%
Koza Altin Isletmeleri	KOZAL TI	23.44	AZALT	AZALT	18.00	17.70	+2%	-23%
Kardemir	KRDMD TI	28.68	AL	AL	41.73	44.88	-7%	+46%
Logo Yazılım	LOGO TI	113	TUT	AL	99.00	96.00	+3%	-12%
Migros Ticaret	MGROS TI	475	AL	TUT	690.89	453.03	+53%	+45%
Otokar	OTKAR TI	529.5	AL	AL	764.62	583.47	+31%	+44%
Petkim	PETKM TI	25.44	AL	AL	44.17	33.64	+31%	+74%
Pegasus Airlines	PGSUS TI	852	TUT	AL	1046.25	1285.91	-19%	+23%
Sisecam	SISE TI	52.35	AL	AL	74.90	74.60	+0%	+43%
TAV Airports	TAVHL TI	166	AL	AL	327.66	327.66	0	+97%
Turkcell	TCELL TI	68.35	AL	AL	100.00	72.28	+38%	+46%
Turkish Airlines	THYAO TI	286.5	AL	AL	498.34	405.82	+23%	+74%
Tekfen Holding	TKFEN TI	46.84	TUT	TUT	48.46	44.75	+8%	+3%
Tofas	TOASO TI	275.5	TUT	TUT	326.31	314.94	+4%	+18%
Turk Telekom	TTKOM TI	33.2	AL	TUT	46.00	25.70	+79%	+39%
Turk Traktor	TTRAK TI	877	TUT	TUT	982.29	880.67	+12%	+12%
Tupras	TUPRS TI	164.1	TUT	TUT	175.69	140.50	+25%	+7%
Ulker Biskuvi Sanayi	ULKER TI	105.5	TUT	TUT	119.74	79.19	+51%	+13%
Vestel Beyaz Esya	VESBE TI	19.05	AL	AL	34.33	25.56	+34%	+80%
Vestel Elektronik	VESTL TI	92.6	AL	AL	123.86	87.31	+42%	+34%

Kaynak: TEB Yatırım/BNP Paribas tahminleri

Tablo 2: TEB Yatırım 2023 ve 2024 yılları için enflasyonla düzeltilmiş tahminleri

	2023T, enflasyonla düzeltilmiş			2024T, 2024T sonu beklenen enflasyonuna göre düzeltilmiş			Yıllık reel net kar büyümesi ***	--- FAVÖK marjı ---		Özsermaye Karlılığı	
	Ciro	FAVÖK	Net Kar	Ciro	FAVÖK	Net Kar		2024T	2023T		2024T
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)		(y-y %)	(%)		(%)
ARCLK	245,832	11,644	11,221	433,974	25,224	11,776	-22.3	4.7	5.8	11	
ASELS	72,529	12,213	3,708	100,305	18,477	8,381	67.4	16.8	18.4	7.6	
BIMAS	330,773	18,201	22,275	445,496	20,277	30,537	1.5	5.5	4.6	22.7	
COLLA	99,483	19,225	17,206	145,990	29,066	17,251	-25.7	19.3	19.9	17.6	
FROTO	394,835	28,110	41,201	661,378	52,937	53,372	-4	7.1	8	37	
KRDMD	48,522	5,714	1,725	62,120	8,898	6,372	173.7	11.8	14.3	10.5	
KOZAL	8,297	2,593	-2,375	11,260	4,154	-1,124	-64.9	31.3	36.9	-4.2	
LOGO	3,137	768	294	4,968	1,106	331	-16.6	24.5	22.3	5.8	
MGROS	182,941	8,751	12,087	251,748	15,429	13,069	-19.9	4.8	6.1	14.2	
OTKAR	27,687	3,976	64	44,491	7,400	4,686	nm	14.4	16.6	24.5	
PETKM	70,462	1,713	11,355	87,285	8,831	12,509	-18.4	2.4	10.1	15.7	
SISE	152,167	19,552	25,015	230,503	30,562	21,535	-36.2	12.8	13.3	7.6	
TCELL	111,407	47,302	12,601	159,988	69,532	14,145	-16.8	42.5	43.5	8.5	
TOASO*	127,601	19,659	15,083	248,991	26,908	15,051	-26.1	15.4	10.8	28.4	
TTKOM	101,334	32,762	20,633	140,988	50,051	10,551	-62.1	32.3	35.5	7.8	
TTRAK*	58,436	13,193	9,342	63,546	10,043	5,108	-59.5	22.6	15.8	26.1	
TUPRS	699,022	74,916	41,594	855,594	58,828	39,172	-30.2	10.7	6.9	16.9	
ULKER	57,539	9,912	1,635	75,255	14,250	7,177	225.1	17.2	18.9	25	
VESBE	61,037	7,219	3,624	77,576	8,427	4,140	-15.4	11.8	10.9	16.5	
VESTL	112,736	6,092	2,004	179,863	17,117	1,110	-59	5.4	9.5	2.7	
TOPLAM	2,965,775	341,941	250,295	4,281,320	477,518	275,148	-18.6	11.5	11.2	14.8	
ENKAI**	82,254	15,464	17,700	138,296	24,484	19,113	8	18.8	17.7	8.1	
EREGL**	147,900	15,573	4,033	232,131	35,132	21,830	441.3	10.5	15.1	10	
PGSUS**	68,132	20,785	11,485	117,098	33,357	8,924	-22.3	30.5	28.5	14.6	
TAVHL**	33,692	9,895	6,408	58,964	18,282	4,595	-28.3	29.4	31	9.7	
THYAO**	490,602	115,260	76,373	730,039	166,691	79,240	3.8	23.5	22.8	17.5	
GENEL TOPLAM	6,754,129	860,860	616,589	9,839,168	1,232,982	683,998	-9.9	13.7	13.6	14.2	

* 2023 sonu gerçekleşen veriler; **Fonksiyonel para birimi döviz olan şirketler oldukları için nominal hesaplanmıştır, *** ENKAI, EREGL, PGSUS, TAVHL, THYAO için nominal büyümeler

Kaynak: TEB Yatırım/BNP Paribas tahminleri

Tablo 3: 2024T enflasyonla düzeltilmiş çarpanlar

	2024T		
	FD/FAVÖK (x)	F/K (x)	PD/DD (x)
ARCLK	6.47	9.19	0.93
ASELS	14.79	33.95	2.52
BIMAS	12.93	7.85	1.62
CCOLA	6.05	9.32	1.56
FROTO	7.8	6.73	2.26
KRDMD	3.14	4.89	0.49
KOZAL	13.45	nm	2.91
LOGO	9.11	33.23	1.81
MGROS	4.45	6.59	0.89
OTKAR	9.66	13.56	2.97
PETKM	9.24	5.15	0.75
SISE	8.69	7.45	0.52
TCELL	2.55	10.33	0.85
TOASO*	5.4	8.84	2.37
TTKOM	3.24	10.78	0.82
TTRAK*	8.71	16.89	4.72
TUPRS	4.23	8.07	1.34
ULKER	4.61	5.49	1.21
VESBE	3.9	7.4	1.18
VESTL	3.79	28.89	0.76
TOPLAM	5.97	9.24	1.29
ENKAI**	3.56	12.51	0.91
EREGL**	6.14	7.72	0.67
PGSUS**	5.38	9.6	1.14
TAVHL**	7.17	13.38	1.05
THYAO**	4.62	4.96	0.74
GENEL TOPLAM	5.61	8.54	1.11

Kaynak: TEB Yatırım/BNP Paribas tahminleri

Model portföy önerileri

Değerlemelerimiz ve hedef fiyatlarımız hâlâ yüksek özsermaye maliyetiyle iskonto edilmiş nominal rakamlarla yürütülüyor. Bu yılın ilk portföy değişikliğine, enflasyon muhasebesinden fayda sağlayacak hisse senetlerini dahil etmek istiyoruz. Bankacılık sektörü ağırlığımızı %18'den %15'e (yüksek ağırlıktan piyasa nötr seviyeye) düşürüyoruz. Son bankacılık sektörü notumuzda belirttiğimiz gibi, bankacılık karlılıklarında anlamlı bir toparlanmanın muhtemelen 2024'ün ikinci yarısına doğru gerçekleşeceğine inanıyoruz. Bu zaman dilimi Türkiye'nin yerel seçimlerinin sonuçlandığı; enflasyonun zirve noktasının görülüp geride kaldığı; ve FED'in olası faiz indirim takviminin netleşeceği bir dönemi kapsıyor. Fırsat maliyetlerinin hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için hâlâ yüksek olduğu göz önüne alındığında, yatırımcıların Türk bankalarına yatırım yapmadan önce zamanlarının olduğuna inanıyoruz. Tavsiye ettiğimiz bankacılık hisseleri ISCTR ve YKBNK olmaya devam ediyor.

Demir-çelik sektöründe marjların tarihsel ortalamalara yükselememesi nedeniyle demir-çelik ağırlığımızı %12'den %7'ye düşürüyoruz ve EREGL'yi model portföyümüzden çıkarıyoruz. Havacılıkta ise yolcu biletleme gelirlerinde normalleşme öngörüyoruz fakat THYAO, yükseliş potansiyelinin hâlâ yüksek olması nedeniyle portföyümüzde kalmayı sürdürüyor. Telekomünikasyon sektöründe TCELL yerine

TTKOM'u tercih ediyoruz çünkü TTKOM'un düşen enflasyondan fayda sağlayacağını düşünüyoruz ek olarak TCELL'in temel katalizörlerinden biri olan Ukrayna operasyonlarının satışının sona ermesi de bu tercihimizi pekiştiriyor. Enflasyon muhasebesi kurallarına göre bile en ucuz dayanıklı tüketim hissesi olduğu için VESBE'yi de model portföye dahil ediyoruz. FROTO, otomotiv hisseleri içindeki en kârlı seçeneğimiz ve hisse için hâlâ pozitif karlılık ivmesi bulunduğunu düşünüyoruz. Perakende alanında, yabancı kurumsal yatırımcıların Türkiye pazarına dönmesiyle hem BIMAS'ın hem de MGROS'un daha yüksek çarpanlara erişme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz. PETKM, TUPRS'a kıyasla tercih ettiğimiz emtia oyuncusu olmaya devam ediyor. CCOLA, genişleyen coğrafi kapsama alanı ve Türkiye'de enflasyon muhasebesine karşı daha yüksek koruma sağlayacağını düşündüğümüz bir tercih olarak öne çıkıyor.

Tablo 4: Model portföy önerileri

İsim	BBG Kodu	Ağırlık (%)	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TRY m)	Son Kapanış (TRY)	Hedef Fiyat (TRY)	Getiri (%)	Filili Dolanım (%)	Günlük Hacim* (TRY m)	Haftalık beta** (BIST-100'e göre)
BIST-100	XU100	-	-	7,976,023	9,347	-	-	32	96,447	-
Model Portföy	-	-	-	1,961,266	-	-	49	37	26,047	1.01
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS TI	12.0	5.8	239,692	394.75	560.99	42	60	1,172	0.87
Coca Cola İçecek	CCOLA TI	8.0	1.6	160,762	632.00	888.63	41	25	320	0.52
Ford Otosan	FROTO TI	10.0	2.5	359,332	1024.00	1416.01	38	18	897	0.90
İş Bankası (C)	ISCTR TI	9.0	3.5	288,999	28.90	36.74	27	31	4,680	1.50
Migros	MGROS TI	8.0	1.7	86,182	476.00	690.89	45	51	615	0.91
Petkim	PETKM TI	10.0	1.2	64,374	25.40	44.17	74	47	2,046	1.13
Kardemir (D)	KRDMD TI	7.0	0.8	22,705	29.10	41.73	43	89	1,450	1.05
Türk Hava Yolları	THYAO TI	14.0	7.7	393,300	285.00	498.34	75	50	9,287	1.01
Türk Telekom	TTKOM TI	8.0	0.6	113,750	32.50	46.00	42	13	1,209	1.04
Vestel Beyaz Eşya	VESBE TI	6.0	n.a	30,624	19.14	34.33	79	19	270	0.84
Yapı Ve Kredi Bankası	YKBNK TI	8.0	3.2	201,547	23.86	30.03	26	39	4,102	1.28

22 Şubat 2024 kapanış fiyatları

* Son 3 ay

** Son 2 sene

Kaynak: TEB Yatırım Araştırma Tahminleri



Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.