

2024 HİSSE SENEDİ GÖRÜNÜMÜ

01

2024

İÇİNDEKİLER

2024 Görünüm

- Küresel Görünüm
- Türkiye Makro Görünüm
- BIST Görünüm
- YKY Model Portföy
- YKY İnceleme Kapsamındaki Şirketler
- Ekler

Sektörler

- Bankacılık:** Akbank, Albaraka, Garanti, Halkbank, İşbank, TSKB, Vakıfbank
- Sigorta & Emeklilik:** Agesa Emeklilik, Aksigorta, Anadolu Hayat, Türkiye Sigorta
- Yatırım:** ÜNLÜ Yatırım Holding
- Otomotiv:** Ford Otosan, Otokar, Tofaş, Türk Traktör
- Havacılık:** Pegasus, TAV, Türk Hava Yolları
- Holding:** Anadolu Grubu Holding, Alarko Holding, Enka İnşaat
- Savunma:** Aselsan
- Enerji:** Aksa Enerji
- Yiyecek & İçecek:** Anadolu Efes, Coca Cola İçecek, Ülker
- Petrol:** Aygaz, Tüpraş
- Petrokimya:** Petkim
- Perakende:** BIM, Mavi, Migros, Şok Marketler
- Demir Çelik:** Erdemir, Kardemir
- Telekom:** Turkcell, Türk Telekom
- Beyaz Eşya:** Arçelik

Çekince

Murat BERK
Mustafa Görkem GÖKER
Oğuzhan VURAL
Kutluhan Murat BULUT
Mehmet BODUR
İnanç GÜNGÖR
Umutcan ÖZDEMİR
Eren ERCİŞ
Nuray APARI BÜYÜKKAYA
yky_arastirma@yapikredi.com.tr
+90 212 319 79 49

Hassas dengede umutlu bekleyiş

"Goldilocks" dönemi sona ermek üzere. 2024 yılında AB ve ABD'nin resesyona girmesiyle küresel ekonominin önemli bir ivme kaybetme olasılığının normalden yüksek olduğunu görüyoruz. Mevcut yatırım ortamı "Goldilocks" olmaya devam etse de, yumuşak iniş durumunda bile, **halihazırda yüksek olan fiyatlamalar göz önüne alındığında küresel riskli varlıklar için yukarı yönlü potansiyel bizce sınırlıdır**. Merkez bankalarının uyguladığı hızlı faiz artışları, daha gevşek maliye politikaları ve işgücü piyasalarındaki gevşemenin ekonomik büyümeyi yavaşlatmasını bekliyoruz. Özellikle gelişmiş piyasa ekonomilerinin daha yavaş büyümesini bekliyoruz. AB ve ABD'de ise resesyona görülmesi muhtemel gözüküyor. Küresel riskli varlıklar ve özellikle ABD hisse senetleri Ocak'ta zirve yaptıktan sonra ilk yarıda ciddi düşüşler yaşayabilir. **Gelişmekte olan piyasalar için risk-getiri dengesinin gelişmiş piyasalara göre daha uygun olduğunu düşünüyoruz**. Başta altın olmak üzere değerli metalleri favori varlık sınıflarımızdan olmaya devam ediyor. Fed'in şahin tutumu zirveye ulaşırken, reel faiz oranlarının düşmeye devam etmesi, tarihsel olarak altın için yükselişe işaret eden bir durum. Emtia açısından beklenen resesyona talep üzerinde baskı oluşturacağını ancak arz tarafı dinamiğinin çeşitli emtia grupları arasında farklılık göstereceğini düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında Bakır diğerlerinden olumlu yönde sapabilir.

BIST için ihtiyatlı olumluuz. 2023'te TL %36 artan ancak USD cinsinden %14 düşen BIST'in 2024'teki görünümünü şekillendirecek temel makro başlık, yeni ekonomi ekibinin enflasyonla mücadele sürecinin etkinliği ve süresidir. Faiz artışlarının ve sıkılaştırılan finansal koşulların ekonomik faaliyet üzerindeki gecikmeli etkileri daha fazla ortaya çıktığında TCMB'nin takinacağı tutum belirleyici olacaktır.

Temel senaryomuzda, Mart ayındaki yerel seçimlerden önce ve sonra **TCMB'nin politika normalleşmesine devam edeceğini varsayıyoruz**. TCMB'nin veriye dayalı duruşunda ısrarı, makro dengesizliklerin düzelmesi, döviz rezervlerinin sürdürülebilir iyileşmesi ve yabancı yatırımcının dönüşü için büyük önem arz ediyor. Bu sağlandığı takdirde, yabancı yatırımcıların, muhtemelen önce tahvillere ve sonraki zamanlarda hisse senetlerine olan ilgisi artacaktır.

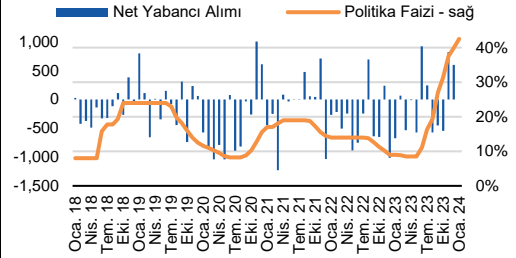
Öte yandan, faiz hassasiyeti yüksek ekonomisi ve dış finansman ihtiyacı ile **Türkiye'nin 2024 yılında FED'in faiz indirimlerine başlamasından en çok faydalanacak ülkelerden biri olabileceğini öngörüyoruz**. AB Gümrük Birliği görüşmelerinden çıkacak olumlu bir sonuç da görünümü destekleyecektir.

Bu doğrultuda, TL fonlama maliyetindeki artış ve hem yurtiçi hem de yurtdışındaki zayıf talep nedeniyle **şirketlerin yakın vadeli kazanç ve nakit akışlarının zayıf görünümünden** rahatsız olsak da, mevcut seviyelerde BIST'e ihtiyatlı olumlu yaklaşıyoruz. **~11.500 seviyesindeki 12 aylık endeks hedefimiz**, yılsonu enflasyon varsayımımız olan %40'nın hafif üzerinde, yıl sonu USD/TL varsayımımıza göre yatay bir seyir işaret etmektedir.

Neyi Beğeniyoruz? Genel olarak defansif duruşumuzu koruyor ve **yüksek enflasyona karşı iyi donanımlı** (fiyatlama gücü, brüt kar marjı yüksek), artan faiz ortamında nakit akışı güçlü (**düşük borçluluk, düşük net işletme sermayesi ihtiyacı**) ve büyüklüğü ve likiditesi ile **daha yüksek yabancı ilgisi çekme potansiyeli** olan hisseleri önceliklendiriyoruz. Model Portföyümüz **AKBNK, TSKB, BIMAS, THYAO, SOKM, AGHOL, AKGRT, AKSEN, MAVI** ve **TTKOM**'dan oluşmaktadır.

Ana Riskler: Yabancı girişinin tahmin edilen düzeyde gerçekleşmemesi, faiz indirimlerine erken başlanması, enflasyon beklentilerindeki atalet, düşük döviz rezervi birikimi, zayıf kazançlar ve ihracat da dahil olmak üzere zayıf ekonomik faaliyete ilişkin marj görünümü.

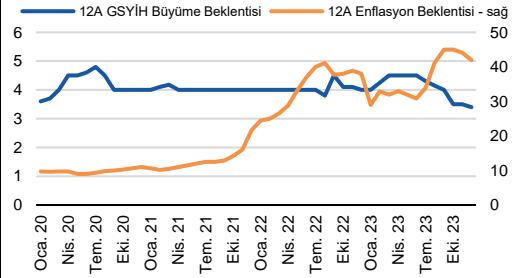
Seçim Sonrası Normalleşme



CDS Düşüşü Banka ve Sanayiye Yarıyor



Şirketler İçin Zorlu Görünüm



Beğendiğimiz Hisseler

Model Portföy:

- AKBNK
- TSKB
- BIMAS
- THYAO
- SOKM
- AGHOL
- AKGRT

Eklenenler:

- AKSEN
- MAVI
- TTKOM

Çıkanlar:

- CCOLA

Küresel Görünüm

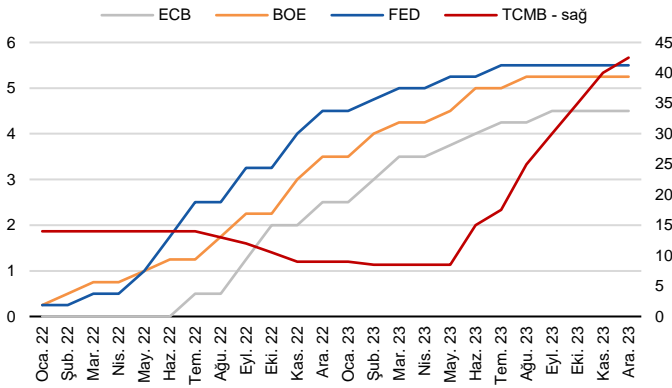
Kolay para dönemine yakın zamanda dönüş olmayacak.

Merkez bankalarının bu yıl faiz indirimini yapma ihtimali çok yüksek ancak yakın zamanda sıfır faiz politikalarına veya parasal genişlemeye dönüştürme tanık olmamız pek mümkün görünmüyor.

2023 yılında enflasyonda iyileşmeler yaşanırken küresel büyüme dirençli kalmayı sürdürdü. Küresel ekonominin dayanıklılığı kısmen güçlü tüketici harcamaları ile sıkı işgücü piyasaları arasındaki kendi kendini güçlendiren dinamikten kaynaklandı.

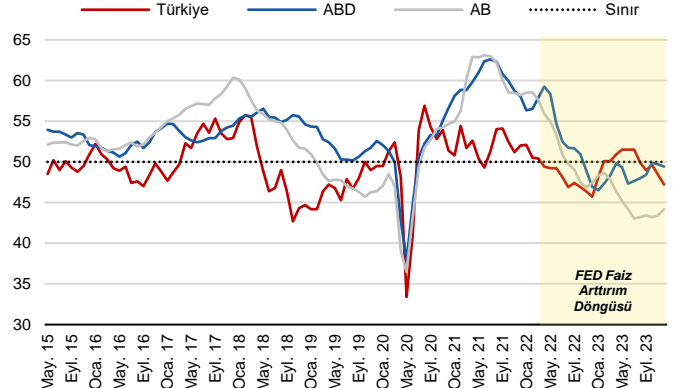
Para politikası uzun ve değişken gecikmelerle çalışmaktadır. 2024 yılında küresel büyümenin 2023'ten itibaren yavaşlayacağını düşünüyoruz. Merkez bankalarının uyguladığı hızlı faiz artışının, daha az gevşek maliye politikaları ve işgücü piyasalarında gevşemenin ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını bekliyoruz. Özellikle gelişmiş piyasa ekonomilerinin daha yavaş bir büyüme göstermesini bekliyoruz. AB ve ABD'de ise resesyon görülmesi muhtemel gözüküyor.

Grafik 1: Küresel Faiz Oranları (%)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 2: İmalat PMI – TR & ABD & AB



Kaynak: ISO, YKY Araştırma

Goldilocks algısı kaybolmaya başlayabilir

Mal grubu enflasyonunda belirgin bir düşüş yaşanırken, hizmet enflasyonundaki düşüş daha sınırlı ve katılık göstermeye devam ediyor. Bu, piyasanın şu anda beklediğinden daha az faiz indirimine yol açabilir. Beklenen yavaşlamanın çekirdek ve hizmet enflasyonunun gerilemesine olanak sağlayacağını düşünüyoruz. Aksi takdirde merkez bankaları, yüksek çekirdek ve hizmet enflasyonuna rağmen faiz indirmek ya da sıkı politikaları daha uzun süre sürdürmek arasında zor bir seçimle karşı karşıya kalacak.

Mevcut yatırım ortamı "Goldilocks", yani büyümenin ne aşırı hızlı ne de aşırı yavaş olmadığı ve enflasyonun gerilediği ve yatırım için olumlu olan bir ortam, olmaya devam ediyor. Bizim görüşümüz 2024 yılında yatırım rejiminin resesyona gireceği yönünde.

Bizim görüşümüze göre resesyon olasılığı normalden daha yüksek ancak yumuşak iniş de göz ardı edilemez. Yumuşak iniş sağlanabildiği ölçüde faiz indirimlerinin ertelenmesi muhtemel gözüküyor. Euro Bölgesi'nde beklediğimiz resesyon ise FED ile aynı dönemde ECB'nin faiz indirimine gitmesine yol açabilir. Merkez bankaları arasında Japonya Merkez Bankası farklı bir strateji izleyerek enflasyon yükselirken bile negatif politika faiz oranlarını korudu. 2024'ün önemli sorularından biri Japonya Merkez Bankası BOJ'un getiri eğrisi kontrolü politikasından çıkıp çıkmayacağı olacak. Yen G7 ülkeleri arasında en iyi performans gösterenlerden biri olabilir.

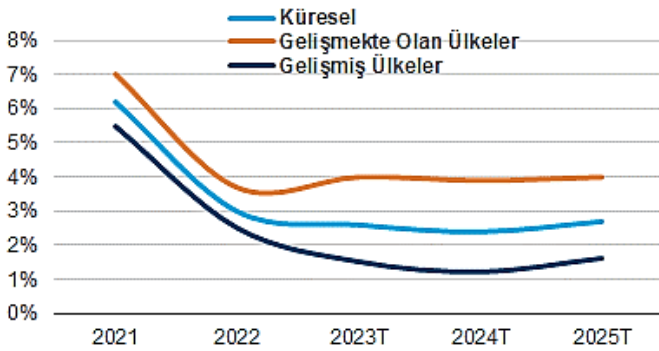
Derin mi yoksa sığ bir resesyon mu?

2024 yılında bir resesyon görülürse, resesyonun derin mi (sert iniş) yoksa sığ mı olacağı önemli olacak. Sert bir resesyon görülmesi volatilite ve spreadlerin genişlemesi ile birlikte piyasalarda riskten kaçışı tetikleyebilir. Sert iniş, özellikle kredi piyasalarında problemlere yol açması durumunda, gelişmekte olan piyasalar da dahil olmak üzere riskli varlıklar için oldukça zorlu bir ortam oluşturacaktır.

Büyük kredi olayları olmadan daha sığ bir resesyonun gelişmekte olan piyasalar için mutlaka kötü olması gerekmiyor çünkü potansiyel olarak daha geniş spreadler, genel olarak daha düşük gelişmiş piyasa getirileriyle telafi edilebilir.

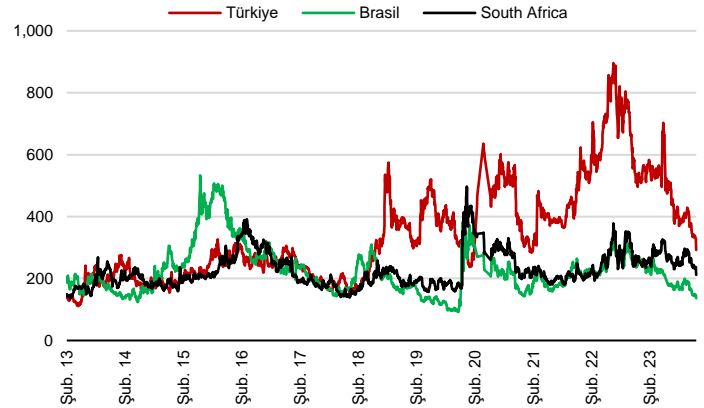
Sert inişin derin olmayan iniş ihtimalinden daha yüksek olduğuna inanıyoruz.

Grafik 3: Küresel Reel GSYİH Büyüme Gelişimi



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 4: CDS – Gelişmekte Olan Ülkeler



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Riskli varlıklar için sınırlı yükseliş

Yatırım temaları: Başlangıç seviyeleri göz önüne alındığında, gelişmiş piyasa hisse senetlerini genel olarak cazip bulmuyoruz ancak hisse bazında seçici riskler alınabileceğini düşünüyoruz. Hisse senedi çarpanları ve kar büyüme tahminleri yüksek görünürken, kredi spreadleri dar ve oynaklık düşükken, durgunluğun önleneyeceği konusunda güçlü fikir birliği var gibi görünüyor. Dolayısıyla yumuşak inişte bile riskli varlıklarda yükselişin sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Çeşitli duyarlılık ve pozisyon göstergeleri kısa vadede bir düzeltmeye işaret ediyor ancak Goldilocks'ta kaldığımız sürece düşüşlerin satın alınması muhtemel gözüküyor. Ancak resesyona girme ihtimalimiz yüksek olduğundan, küresel riskli varlıklar ve özellikle ABD hisse senetleri Ocak'ta zirve yapabilir ve ilk yarıda ciddi düşüşler yaşayabilir. Bu yılın ilk yarısında resesyon fiyatlandırmasında USD'nin güçlenmesi muhtemel, bu da EURUSD için aşağı yönlü bir etki yaratır. Ancak ikinci yarıda USD'nin zirveden dönüp gerilediğini görebiliriz, bu da riskli varlıklar ve özellikle gelişmekte olan piyasalar için daha olumlu bir ortam anlamına gelebilir.

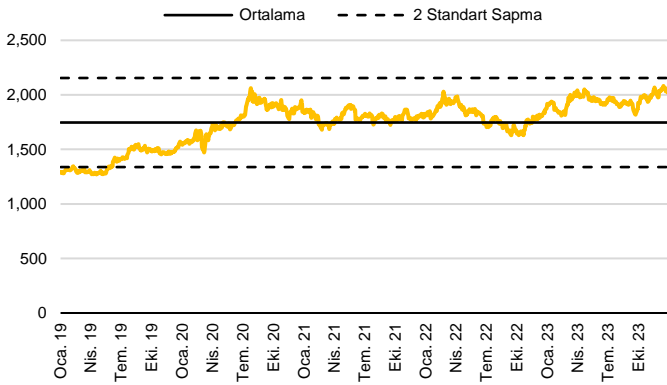
Gelişmekte olan piyasalar genel olarak faiz oranlarındaki yükselişi başarıyla atlattı ve fonlama baskısından genel olarak kaçındı. Sert inişten kaçınıldığı sürece, özellikle değerlemeler ve pozisyonlanmalar göz önüne alındığında, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan piyasalar için risk getirinin gelişmiş piyasalara göre daha olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak Çin, hükümetin çabalarının şu ana kadar pek başarı sağlayamadığı joker kart olmaya devam ediyor. Ancak karşıt bir perspektiften bakıldığında Çin 2024'te geri dönüş yapabilir.

Altın için yükseliş hazırlığı

Emtia açısından beklenen resesyonun talep üzerinde baskı oluşturacağını ancak arz tarafı dinamiğinin çeşitli emtia grupları arasında farklılık göstereceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, emtia için topyekün olumlu olmasak da, özellikle ikinci yarısında bakır gibi yapısal dinamikleri olumlu olanlar arasında seçici bir risk alma makul olabilir.

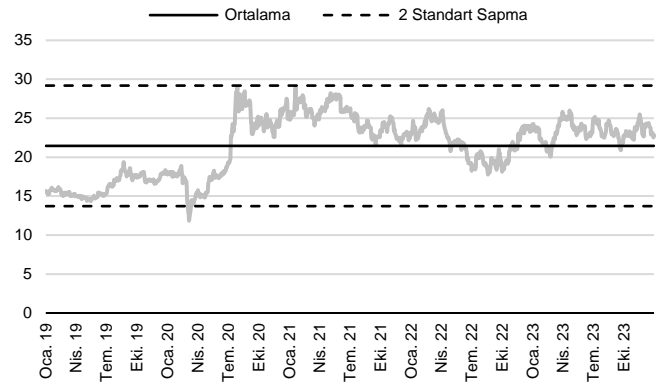
Başta altın olmak üzere değerli metalleri favori varlık sınıflarımızdan biri olarak görmeye devam ediyoruz. Fed'in şahin tutumu zirveye ulaşırken, reel faiz oranlarının düşmeye devam etmesi, tarihsel olarak altın için yükseliş işaret eden bir durum.

Grafik 5: Altın / USD



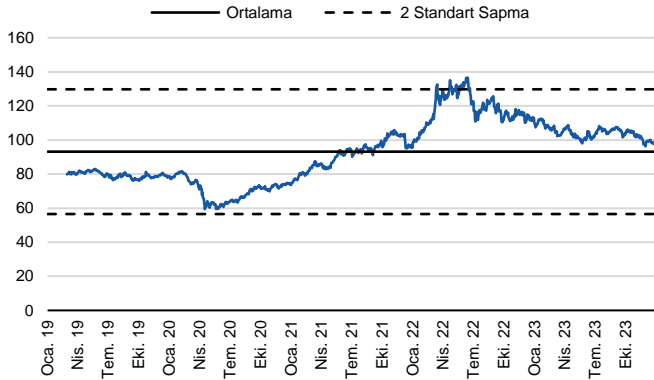
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 6: Gümüş / USD



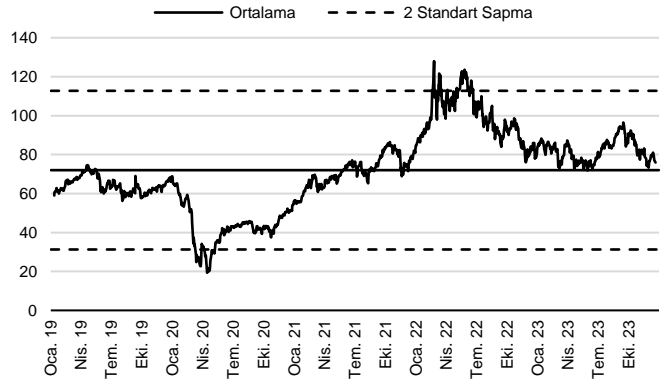
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 7: Bloomberg Emtia Endeksi



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 8: Brent Petrol / USD



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Makro Görünüm

Büyüme: Yavaşlama muhtemel ama resesyon değil

2024 yılında ekonomik aktivitede bir yavaşlama bekliyoruz. Tahminimiz %3 - %4 aralığında reel GSYİH büyümesi olsa da risklerin aşağı yönlü olduğunu düşünüyoruz. Eldeki en son verilere göre, Türkiye ekonomisi üçüncü çeyrekte yıllık bazda %5,9 oranında büyürken, çeyreksel bazda büyüme bir önceki çeyreğe göre belirgin bir şekilde yavaşlayarak %0,3'e geriledi. Faiz artışlarının gecikmeli etkilerinin, zayıf kredi büyümesini de içeren sıkı finansal koşulların ve yurt içi talebin ivme kaybetmesinin yanında net ihracatın da pek bir katkısı olmayacağını düşünüyoruz. Öte yandan, daha yüksek bütçe harcamaları ve güçlü bir işgücü piyasası büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratabilir. 2024 yılında resesyon beklemiyoruz.

Üretim tarafı talep tarafına göre daha zayıf görünüyor. Bir yandan sanayi üretimi beşinci aylık düşüşünü kaydetti ve yavaşlamayı sürdürüyor; imalat PMI'ı aylardır 50'nin altında seyrediyor.

Öte yandan tüketim malı ithalatı Aralık ayında %28 civarında artarken, perakende satışlar Kasım ayında da artış gösterdi ve tüketici güveni Ağustos ayından bu yana yükselişte. BloombergHT'nin tüketim eğilimi Temmuz 2020'den bu yana en yüksek seviyesine ulaştı ve tüketici güveni Ağustos ayından bu yana artıyor. Hizmet sektörü SAMEKS endeksi ise bir önceki aya göre %1,4 artışla son altı ayın en yüksek seviyesi olan 52,8'e yükseldi. Ayrıca yüksek ve yapışkan hizmet enflasyonu yurt içi talebin dirençli olduğuna işaret ediyor.

İç talebin beklendiği kadar yavaşlamaması önemli bir risk bizce. Politika yapıcılar, enflasyonun düşürülmesi ve cari açığın daraltılması için iç talebin yavaşlamasının öncelikli olduğunu defalarca dile getirdi. Politika yapıcıları, ekonomiyi fazla soğutmak veya iç talebin dirençli kalmasına izin vererek cari açık ve enflasyon riski almak arasında ince bir çizgide yürümesi gerekecek.

Enflasyon: Negatif sürprizler pozitif sürprizlerden daha olası

Yıllık enflasyonun Mayıs ayında %70 civarına ulaştıktan sonra 2024 yılının ikinci yarısında büyük ölçüde baz etkileri nedeniyle keskin bir düşüş göstermesini ve yıl sonunda %40 civarında TÜFE enflasyonu görmeyi bekliyoruz. Ancak risklerin (%40-45) yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.

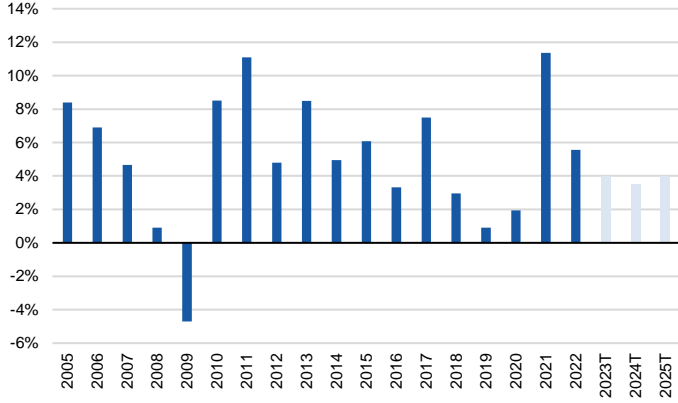
Aralık ayında TÜFE aylık bazda %2,93, yıllık bazda %64,77 arttı. ÜFE ise aylık bazda %1,14, yıllık bazda %44,22 arttı.

Aralık ayında tüm çekirdek endeksler yıllık bazda yükseldi. Çekirdek C endeksi (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içecekler, tütün ve altın hariç) aylık bazda %2,31, yıllık bazda ise %70,64 arttı. Diğer temel göstergeler olan TÜFE A, B, D, E ve F endeksi sırasıyla %65,68, %68,02, %61,2, %64,53 ve %70,12'ye yükseldi.

Hizmet enflasyonu Kasım'daki %89,7'den Aralık'ta %90,66'ya yükseldi (Kiralılar yıllık %108,58 arttı). Hizmet enflasyonu 2022 yılı sonunda %55,5 seviyesinde gerçekleşti. Hizmet enflasyonunun önümüzdeki yıl izleyeceği yol önemli bir soru.

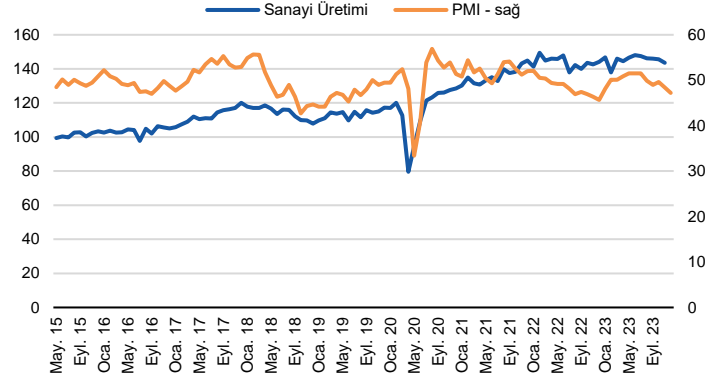
Ancak hizmet enflasyonunun talep kaynaklı görüldüğünü ve özellikle yüksek ve yapışkan hizmet enflasyonunun beklenenden yüksek enflasyon riskinin önemli olduğuna işaret ettiğini düşünüyoruz. Bizim görüşümüz, şu anda uygulanmakta olan kısıtlayıcı merkez bankası politikalarının, harcamalarda beklenen bir düşüşle birleştiğinde, hizmet enflasyonunun kademeli olarak soğumasına olanak tanıyacağı yönünde. Hizmet enflasyonu gerilemezse, merkez bankası sıkı politikaları beklenenden daha uzun süre sürdürme ihtimaliyle karşı karşıya kalabilir.

Grafik 9: Yıllık Reel GSYİH Büyümesi



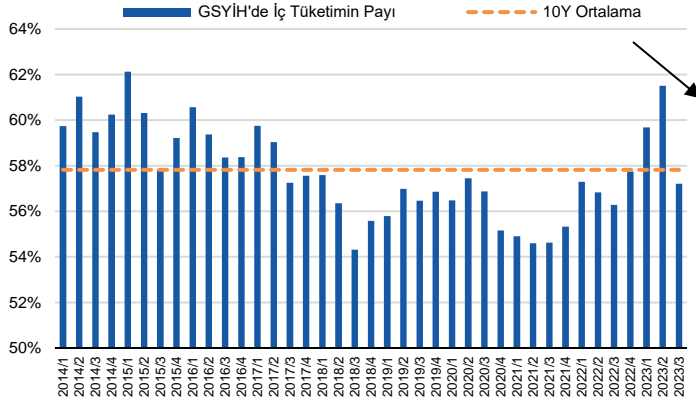
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 10: Sanayi Üretimi ve İmalat PMI



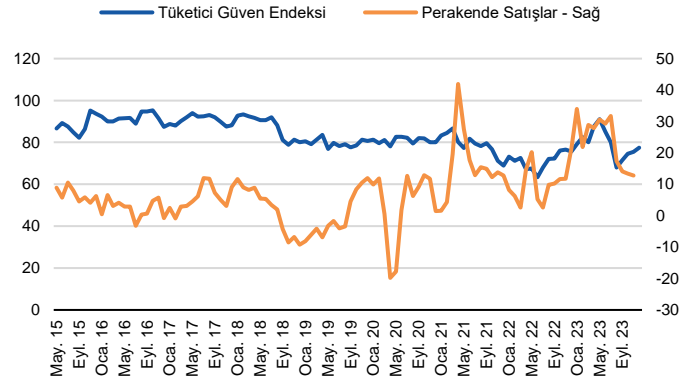
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 11: GSYİH'de İç Tüketimin Payı



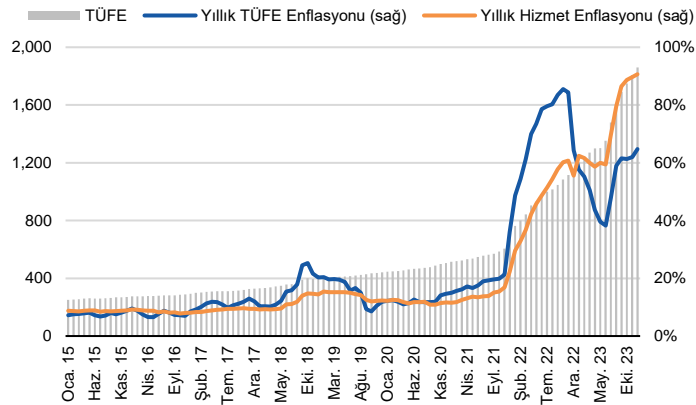
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 12: Tüketici Güveni ve Perakende Satış Endeksi



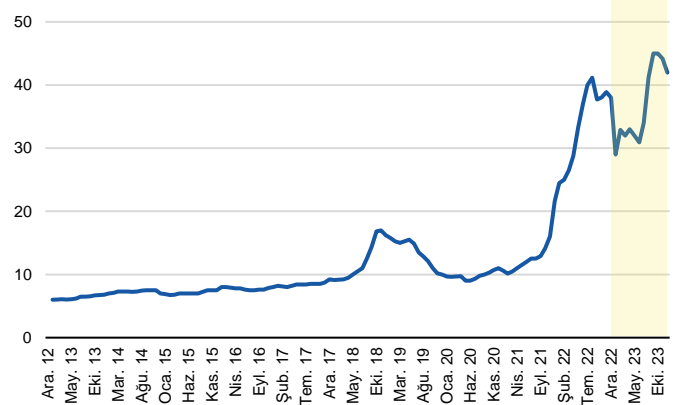
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 13: TÜFE ve Hizmet & TÜFE Enflasyonu



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 14: 12 Aylık Medyan TÜFE Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Ödemeler Dengesi: Ana endişe kaynağı değil

12 aylık cari işlemler açığı Ekim ayındaki 50,9 milyar ABD dolarından Kasım ayında 49,6 milyar dolara daraldı. Bu rakam 2022 sonunda 49,1 milyar ABD dolarıydı. Dolayısıyla hafif bir iyileşme olduğu görülüyor. Altın ve enerji hariç "çekirdek" cari işlemler fazlası 2022 sonundaki 50,4 milyar ABD dolarından Kasım 2023'te 32 milyar ABD dolarına gerilemiştir, beklenen yeniden dengelemenin henüz tam olarak başlamadığını gösteriyor. Cari açığın 2024 yılında GSYH'nin %3,3'ü civarında kalmasını bekliyoruz.

Finansman tarafında, ekonomi yönetim ekibindeki değişikliğin ardından sermaye girişleri hızlandı ve hem brüt hem de net döviz rezervlerinde artışa yol açtı. 2024 yılında dış finansman sorunu beklemiyoruz.

Bütçe: Başlangıçta gevşek, ancak daha sonra daha sıkılaştırılmış

Merkezi yönetim bütçe açığı, yıl sonu tahmini olan 1,6 trilyon TL'ye kıyasla Kasım ayı itibarıyla beklenenin çok altında 532 milyar TL olarak gerçekleşti. Ocak-Kasım döneminde merkezi yönetim bütçe gelirleri, vergi gelirlerindeki %89,6 oranındaki artışın etkisiyle yıllık bazda %83 oranında artış gösterdi. Ocak-Kasım döneminde bütçe harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre %102,2 arttı. Faiz dışı harcamalar bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %100,5 oranında artarken, bu artışta personel giderlerinin bir önceki yıla göre %117, cari transferlerin ise %104 oranında artması etkili oldu.

Böylece bütçe açığı geçen yılın aynı dönemindeki 20 milyar TL'den Ocak-Kasım 2023'te 532 milyar TL'ye yükseldi. Faiz dışı fazla Ocak-Kasım 2023'te yıllık bazda %63 azalarak 99,8 milyar TL'ye geriledi. Orta Vadeli Programda 2024 yılı için merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'nin %6,4'ü seviyesinde olduğu öngörülüyor. Bizim tahminimiz de geniş bir açıktır ancak risklerin daha düşük bir açıktır olduğunu düşünüyoruz.

Politika Faiz Oranı: Her şey veriye dayalı adımlara bağlı.

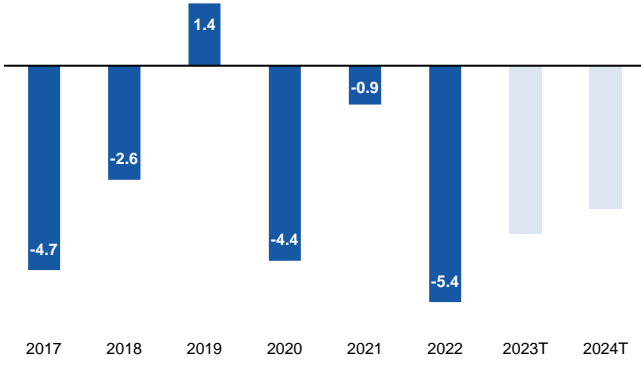
TCMB, Aralık ayındaki PPK toplantısında şahin tavrını sürdürerek, faiz artırımını döngüsü sona ermeden önce, Ocak ayında bir faiz artırımını daha yapılabileceği sinyalini verdi. Merkez bankasının son 250 baz puanlık bir faiz artışı daha yapacağını düşünüyoruz ve bu döngüde nihai faiz oranını %45,0 seviyesinde görüyoruz.

TCMB anketine göre yıllık TÜFE enflasyonu beklentisi 12 ve 24 ay sonrası için sırasıyla yüzde 41 ve yüzde 25'e geriledi. Ocak ayındaki son faiz artışının ötesinde, faizlerin uzun süre değişmeden kalacağı "uzun süre daha yüksek" bir duruş bekliyoruz. Enflasyonun beklenenden fazla düşmesi durumunda, 2024'ün ilk yarısında politika faizi indirimlerine yer açılacak. Ancak yukarıda da belirttiğimiz gibi risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz ve bu nedenle TCMB'nin 4Ç 2024'ten önce gevşemeye geçmesini beklemiyoruz.

En önemli sorulardan biri, ikinci yarıda enflasyon düşerken merkez bankasının nasıl bir duruş sergileyebileceği. Yumuşak iniş senaryosu ve iddialı 2025-2026 enflasyon tahminlerini nedeniyle enflasyon baskılarının ne zaman yeterince ortadan kalktığı sorusu önemli olacak. Sonuç olarak merkez bankasının faiz oranını daha uzun süre yüksek tutması gerekebilir.

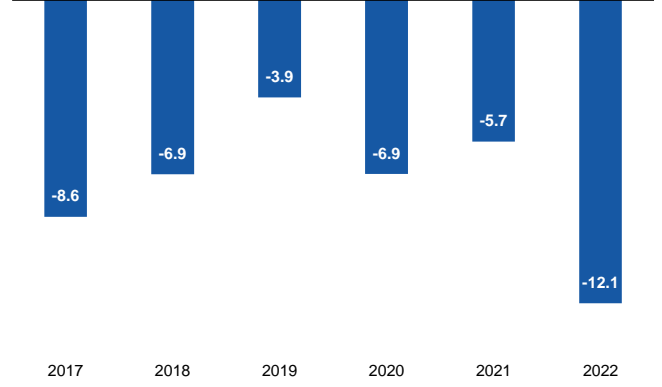
Piyasalar, Türkiye'nin İsveç'in NATO'ya katılımını onaylaması ve ABD'nin Türkiye'ye F-16 satışını onaylamasıyla ilgili gelişmeleri izleyecek. Ayrıca AB ile ilişkiler ve özellikle AB ile yeni bir Gümrük Birliği şansı piyasalar tarafından takip edilecek konular arasında. Bu alanda olası piyasa dostu adımların yabancı giriş beklentilerini artırmasını ve endeksi desteklemesini bekliyoruz.

Grafik 15: Cari Denge / GSYİH (%)



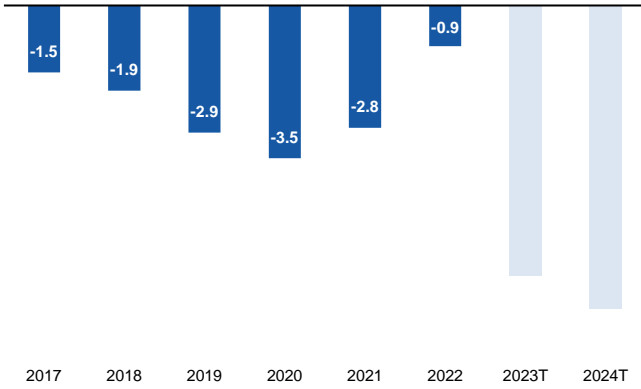
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 16: Türkiye – Dış Ticaret Dengesi / GSYİH (%)



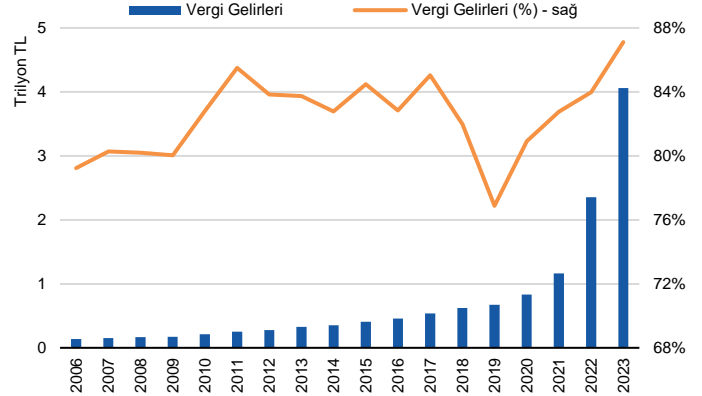
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Grafik 17: Bütçe Dengesi / GSYİH (%)



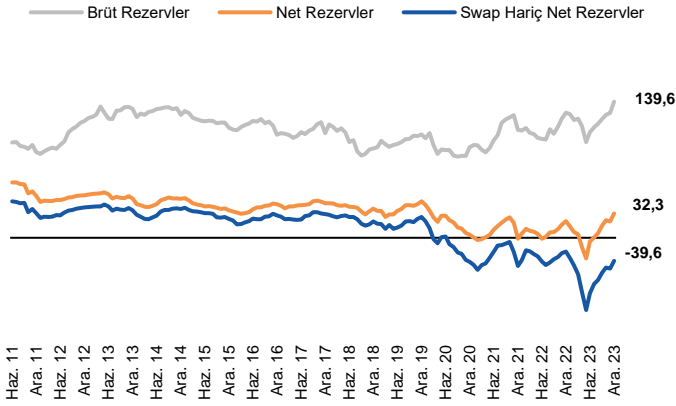
Kaynak: TÜİK, HMB, YKY Araştırma

Grafik 18: Vergi Gelirleri / Genel Yönetim Bütçesi (%)



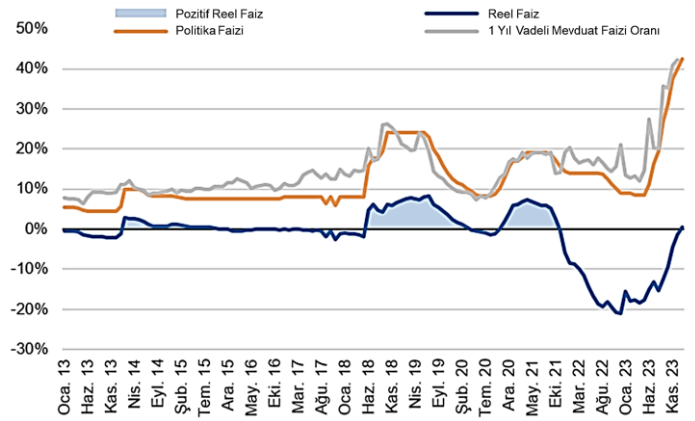
Kaynak: HMB, YKY Araştırma

Grafik 19: TCMB Rezervleri (mr USD)



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Grafik 20: 12 Aylık Medyan TÜFE Beklentisine Göre Reel Faiz



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

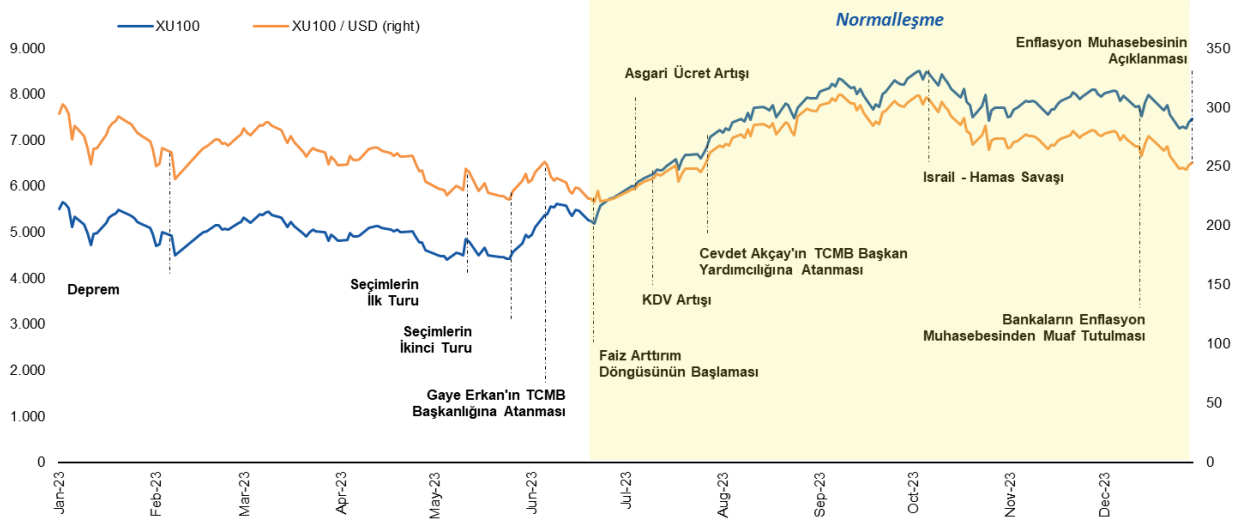
BİST Görünüm

2023'ten 2024'e ne kaldı

2023'ün başında yayınladığımız strateji raporunda, BIST için yılın iki yarısının farklı geçmeye namzet olduğunu belirtmiş, 23 Mayıs'taki cumhurbaşkanlığı/genel seçimler öncesi ve sonrası olmak üzere iki farklı yarı yıl öngörmüştük. Endeks, ayrıntılarda farklılıklar olsa da, başlangıçtaki beklentilerimize büyük oranda paralel hareket etti.

2023 yılında BIST-100 tüm yıl için %36, sadece 2Y23'te ise %30 değer kazandı. Endeks ABD doları bazında 1Y23'te %24 düşerken, 2Y23'teki %14'lik artış sayesinde 2023 yılının tamamında %14 düştü.

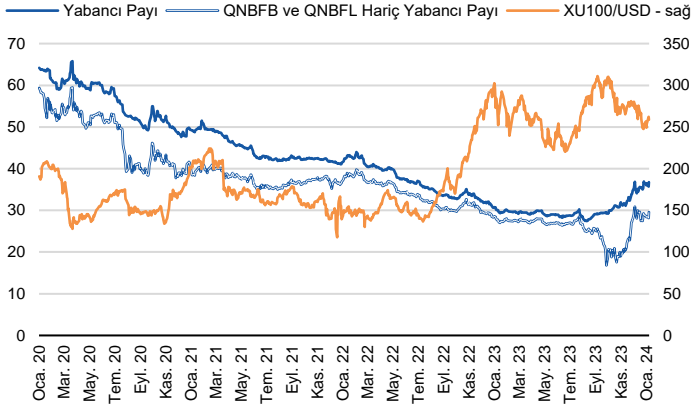
Grafik 21: BIST100 & BIST100 / USD – 2023



Kaynak: YKY Araştırma

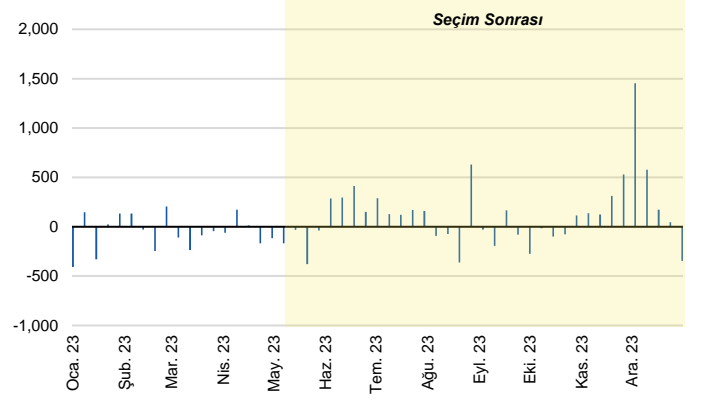
İki farklı yarının arkasındaki temel neden, seçim öncesi makro politikalardan seçim sonrası dönemde ortodoks politikalara doğru bir dönüş yaşanmasıydı. TCMB gösterge faizinde 340 puanlık artış, CDS'lerde yaklaşık 250 baz puanlık bir düşüşe olanak sağladı ve buna 4,6 milyar dolarlık kümülatif yabancı girişi eşlik etti. Gelişmekte olan piyasaların CDS'lerindeki düşüş trendi ile belirginleşen nispeten daha olumlu küresel risk iştahı, olumlu havayı yeniden canlandırdı.

Grafik 22: BIST Yabancı Oranı (%) ve BIST100 / USD



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 23: Net Yabancı Girişi - Haftalık (mn USD)

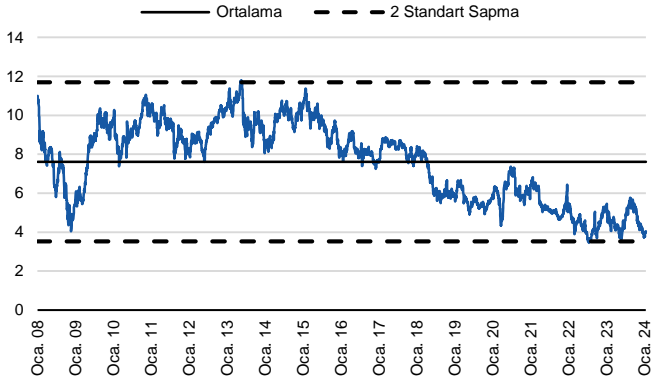


Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

BIST'in yıl başında 4.8x ve 5.5x olan geçmişe dönük ve ileriye dönük F/K'ları yıl ortasında 4.6x ve 4.9x'e gerilemiş, yıl sonunda ise sırasıyla 4.9x ve 3.8x olarak kapanmıştır. F/K değişiminin dağılımına bakıldığında, seçim sonrası dönemdeki F/K oranının %4'lük düşüşünde %67 kazanç revizyonu ve fiyattaki %59'lık değişimden kaynaklandığı görülmektedir.

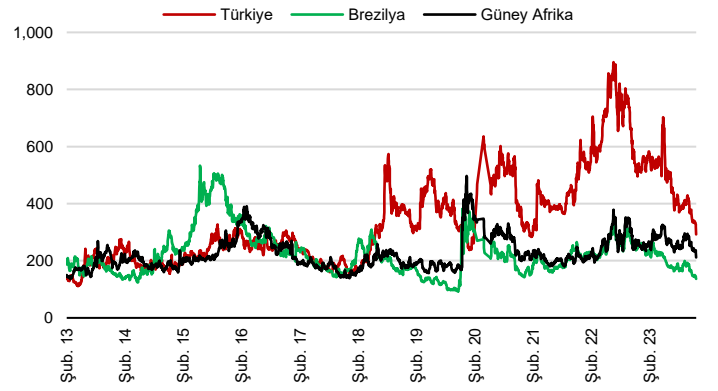
Aynı dönemde MSCI Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelere göre 2022 sonu itibarıyla %57 olan iskontosu 2023 sonunda %61'e yükselmiştir.

Grafik 24: XU100 - 4Ç İleriye Dönük F/K Çarpanı



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

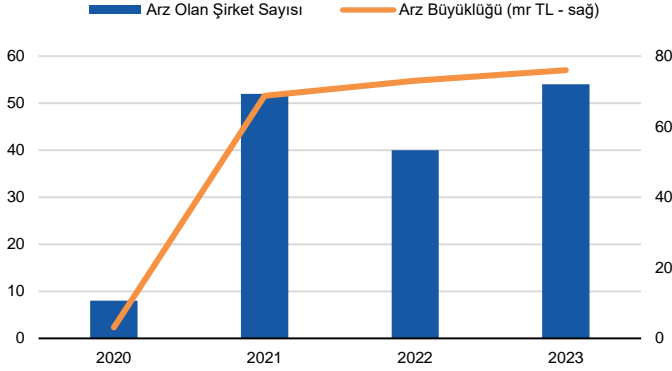
Grafik 25: CDS – Gelişmekte Olan Ülkeler



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

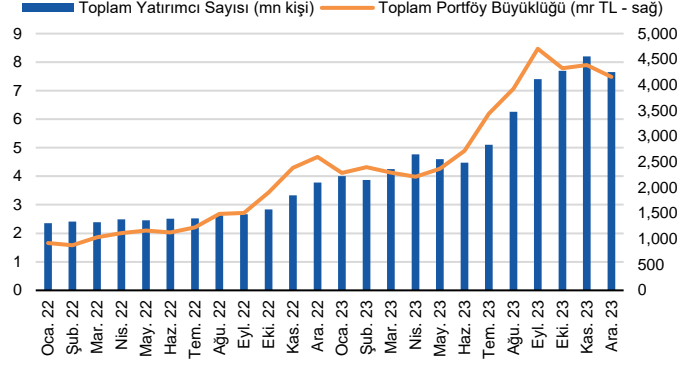
Son olarak, 2023 yılı halka arz çılgınlığı ile hatırlanacak bir yıl oldu. Toplam 54 şirket halka açılarak 76 milyar TL sermaye topladı ve bireysel yatırımcı sayısındaki 3,9 milyonluk artışta başrol oynadı. Yatırımcıların reel getiri arayışında olduğu bir dönemde halka arz sonrası hisse performansları oldukça etkiliydi. Ancak, yılsonuna yaklaşırken ve negatif reel faizler kademeli olarak pozitif bölgeye geçmeye hazırlanırken, ne talep ne de son halka arzların hisse performansları devam etti ve halka arz çılgınlığı büyük ölçüde sona erdi.

Grafik 26: Halka Arz Sayıları ve Büyüklükleri



Kaynak: YKY Araştırma

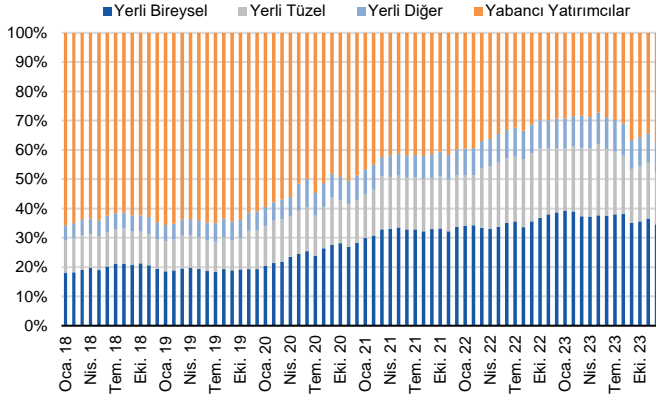
Grafik 27: Yatırımcı Sayısı ve Portföy Büyüklüğü



Kaynak: TSPB, MKK; YKY Araştırma

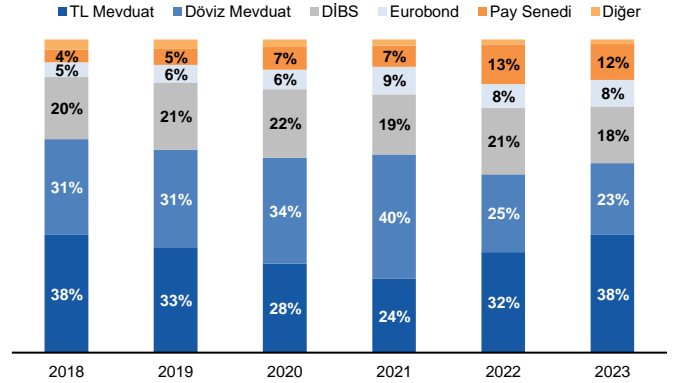
Genel olarak, makro politikalar ve buna bağlı piyasa performansları açısından 2023 yılının iki yarısı arasındaki farklılığın 2024 yılında da benzer bir sırayla (önce durgun, sonra daha olumlu) görüleceğini düşünüyoruz. Endeksin ana belirleyicisi, yabancı yatırımcıların BIST'e olan ilgisinin boyutu ve BIST'in son dört yıldaki kayıplarını ne kadar hızlı telafi edebileceği olacaktır.

Grafik 28: Türkiye – Pay Senedi Piyasası Yatırımcı Dağılımı



Kaynak: TSPB, MKK; YKY Araştırma

Grafik 29: Yerli Yatırımcıların Varlık Dağılımı



Kaynak: TSPB, MKK; YKY Araştırma

2024 için BİST görünümü nasıl olacak?

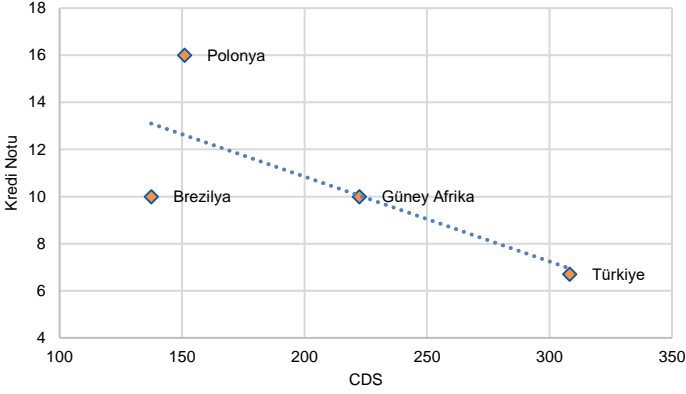
2024'te BIST'in görünümünü şekillendirecek en önemli makro konu, yeni ekonomi ekibinin enflasyonu düşürmeyi amaçlayan daha geleneksel politikaya ne kadar bağlı kalacağı, büyüme ve enflasyon arasındaki ödünleşimin maliyeti arttığında mevcut duruşlarında ısrarları olacaktır.

Tablo: Yatırımcı Takvimi - 2024

2024	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
PPK Toplantıları	25	22	21	25	23	27	25	22	19	17	21	26
Kredi Görünümü Değişikliği	12 - Moody's		8 - Fitch		3 - S&P		19 - Moody's		6 - Fitch		1 - S&P	
MSCI Endeks Değişikliği Açıklaması		12			14			12			7	
Siyaset Gündemi			31 Mart - Türkiye Yerel Seçimler	Nisan & Mayıs - Hindistan Genel Seçimleri							5 Kasım - ABD Genel Seçimler	

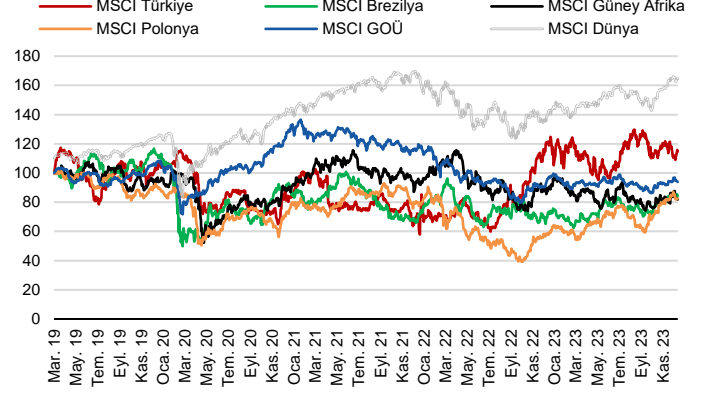
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 30: Gelişmekte Olan Ülkeler Kıyaslaması



Kaynak: Capital IQ, YKY Araştırma

Grafik 31: MSCI Endeksleri (2019 = 100)



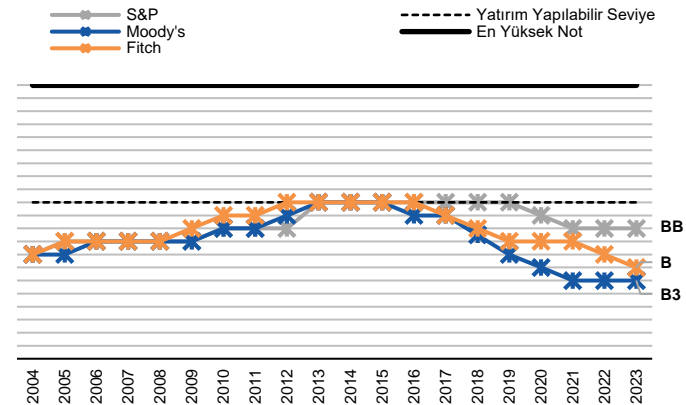
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

TCMB'nin son faiz artırımlarının kronolojisi ve iletişimleri, Banka'nın enflasyon beklentilerini çıplamak için parasal sıkılaştırma konusunda kararlı olduğunu göstermektedir. Verilerin gerektirmesi halinde ilave faiz artırımlarından çekilmeyecektir. Aslında, TCMB'nin Kasım ayında aldığı ve piyasa beklentisinin üzerinde bir artışla piyasayı şaşkırtan kararı, bize göre kredibilitésini artırmak için piyasanın önünde hareket etmeye çalışan yeni makro ekibin zihniyetine dair ipuçları vermektedir.

TCMB'nin ısrarlı duruşu ve kararlılığının BIST değerlemesi açısından birden fazla ve çoğunlukla birbirleriyle çelişen sonuçları bulunmaktadır.

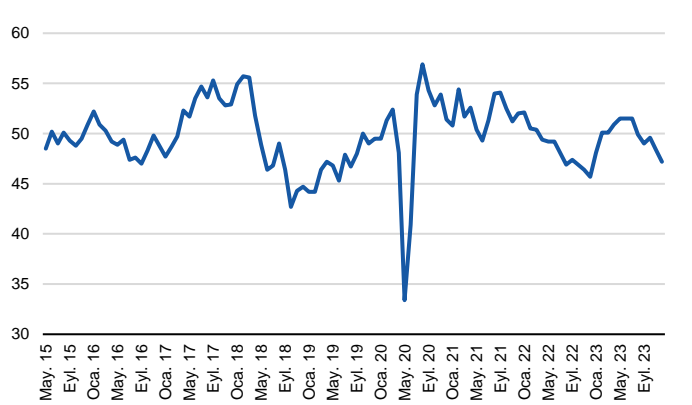
- Bir yandan, ne pahasına olursa olsun dezenflasyon sürecine bağlı kalmak, yerli ve yabancı yatırımcıların güvenini iyileştiriyor, not artırımı vaat ediyor ve nihayetinde daha düşük risk primleri sunması yönüyle hisse fiyatlarını destekleyecektir.
- Öte yandan, bu senaryo ekonomik aktivitenin zayıflaması, büyüme baskılarının azalması ve şirketler için yüksek fonlama maliyeti riskini doğurarak nakit akışlarını ve değerlemelerini olumsuz etkileyebilecektir. Ayrıca, dolarizasyonla mücadeleye yönelik para politikası adımları TL mevduatların yükselmesine neden olmakta ve BIST son birkaç yılın aksine reel getiri sağlayan tek varlık sınıfı olmaktan çıkmaktadır.

Grafik 32: Türkiye Kredi Notu Gelişimi



Kaynak: Capital IQ, YKY Araştırma

Grafik 33: İmalat PMI



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Baz senaryomuzda, para politikasındaki normalleşmenin Mart'taki yerel seçimlerden önce ve sonra devam edeceğini varsayıyoruz. Bu senaryo, düzeltilen makro dengesizliklerin sürdürülebilirliğine yönelik artan inanç ve döviz rezervlerindeki iyileşmeye paralel olarak yabancı yatırımcıları önce tahvillere, daha sonra da hisse senetlerine çekecektir. Ek olarak,

- Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin görünümüne ilişkin son artırımlarını 2024 yılında fiili not artırımlarının takip etmesini ve bunun da duyarlılığı daha da artırmasını bekliyoruz.
- Fed'in 2024 yılında faiz indirimlerine başlamasının hem DXY hem de küresel getirilerde düşüş trendini tetikleyerek gelişmekte olan piyasalara ilgiyi artıracaklarını öngörüyoruz. Faize duyarlılığı yüksek ekonomisi ve dış finansman ihtiyacı nedeniyle Türkiye'nin böyle bir trendden olumlu etkilenmesini bekliyoruz.
- Halihazırda rekor düzeyde düşük olan yabancı yatırımcı ilgisinin, 2023'teki pozitif girişten sonra bile, ve Türkiye'nin ileriye dönük F/K'da benzerlerine göre %60'a yakın iskontosunun, bir ralliyi tetiklemek için yeterli olmasa bile, aşağı yönlü riskleri sınırlaması gerektiğine inanıyoruz.

Aşağı yönlü ise, parasal sıkılaştırma ve düşen enflasyon, borsada işlem gören şirketler için geçtiğimiz birkaç yıla kıyasla daha zayıf finansallar ve nispeten kötü bir kazanç görünümü anlamına gelecektir. Özellikle, daha yüksek fonlama maliyeti ve krediye nispeten sınırlı erişim, 4Ç23'ten itibaren reel kazançları ve nakit bakiyelerini azaltacaktır. Bu nedenle, hisse performansının finansallardan sınırlı destek almasını, ancak yabancı girişlerinin değerlemeleri artırmasını riskin kademeli olarak azalmasını bekliyoruz.

Modellerimizdeki temel makro varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- GSYH büyümesinin aşağı yönlü risklerle birlikte %2,5-%3,5'e (2023t: %4,0) yavaşlayacağını varsayıyoruz.
- Yılsonunda TÜFE'nin yıllık bazda %40-%45 (2023: %66) ile daha düşük ancak yine de yüksek olacağını ve yukarı doğru risklerle birlikte ortalama TÜFE'nin %50-55 olacağını varsayıyoruz.
- Belirli bir yıl için risksiz oranımızı, risksiz oran varsayımımız ve o yıl için reel GSYH büyümemizin toplamı olarak formüle ediyoruz. Hisse senedi risk primini %6 olarak kabul ediyoruz. Buna göre, 1x Beta ile 2024 için %54 olan hisse senedi sermaye maliyetimiz 2025 için %32'ye düşmekte ve daha sonra uzun vadede kademeli olarak %20'ye gerilemektedir.

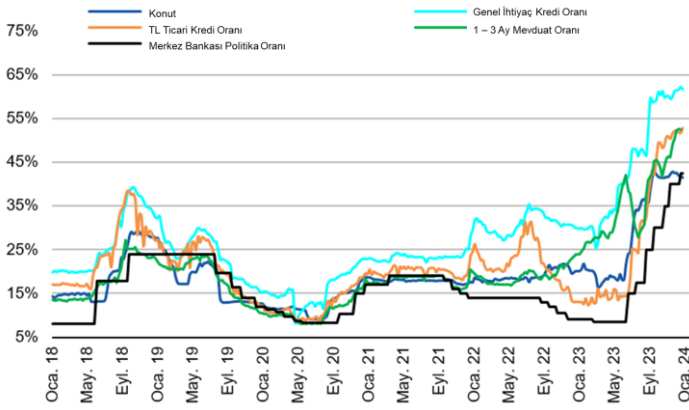
Sonuç olarak, artan fonlama maliyeti ve yurtiçi ve yurtdışında zayıflayan talep göz önüne alındığında, şirketlerin yakın vadeli kazanç ve nakit akışı görünümüne temkinli yaklaşıyoruz. Yine de mevcut seviyelerde BIST için ihtiyatlı bir şekilde pozitif kalmaya devam ediyoruz. 11.500 seviyesindeki 12 aylık endeks hedefimiz, yılsonu enflasyon varsayımımız olan %40 ve 42 USD/TL (yılsonu) ile TL bazında %43 artış ve USD bazında ise yatay bir seyir sunmaktadır.

Mevcut görünüm göz önüne alındığında neyi tercih ederiz?

Hisse senedi seçimine yönelik mevcut modelimiz üç temele dayanıyor: (i) defansif duruşumuzu koruyoruz, (ii) banka ve finans sektörlerini sanayi sektörüne tercih ediyoruz ve (iii) likiditesi yüksek büyük sermayeli isimleri, yabancı ilgisini daha fazla çekeceği için küçük sermayeli isimlere tercih ediyoruz.

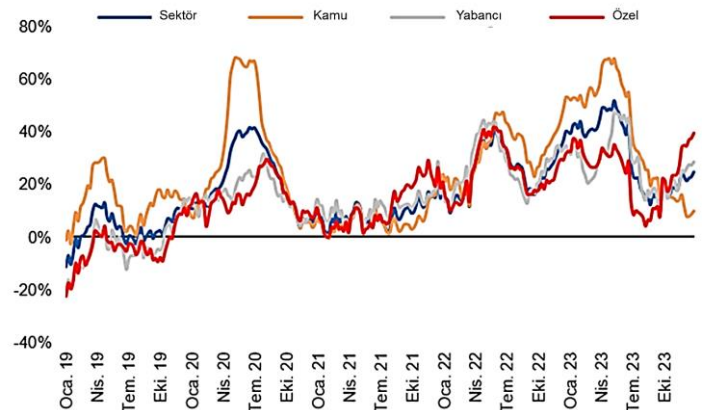
- Temkinli olmak daha iyidir. İlk olarak, mevcut görünümde genel olarak defansif duruşumuzu koruyoruz. Temelde, yüksek enflasyon için iyi donanımlı (örneğin, fiyatlama gücü, yüksek brüt marj) ve yüksek faiz ortamında nakit akışını koruyabilen (örneğin, düşük borçluluk, düşük NİS ihtiyacı) hisse senetlerine öncelik veriyoruz. TCMB'den "daha uzun süre daha yüksek faiz" duruşu beklediğimiz için bu yaklaşımı benimsiyoruz, bu da daha zayıf bir ekonomik faaliyet anlamına geliyor.

Grafik 34: Kredi ve Mevduat Oranları



Kaynak: BDDK, YKY Araştırma

Grafik 35: Yıllık Kredi Büyümesi

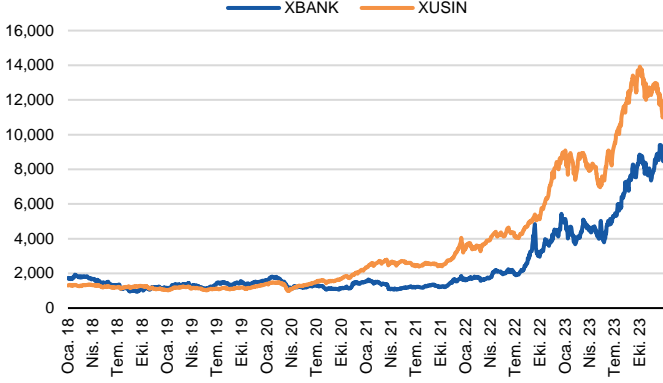


Kaynak: BDDK, YKY Araştırma

Son faiz artışlarının gecikmeli etkileri ve öngörülebilir gelecek için öngördüğümüz daha sıkı finansal koşullar, önümüzdeki dönemlerde, özellikle de %49'luk asgari ücret artışının olumlu etkisinin ortadan kalkacağı 1Ç24'ten sonra, iç tüketim ve ithalat üzerinde daha fazla baskı yaratacaktır. İhracatın da yetersiz kalacağı düşünüldüğünde, büyüme görünümüne ilişkin alarm zilleri çalıyor. TCMB'nin 2024 yılı için %4,0+ büyüme hedefine ulaşmasını zorlayıcı buluyoruz ve %2,5-%3 aralığında bir GSYH büyümesini daha olası görüyoruz. Bu senaryoda konjonktürel isimlere daha az pozisyonlanması ve defansif isimlere odaklanılması öne çıkabilir.

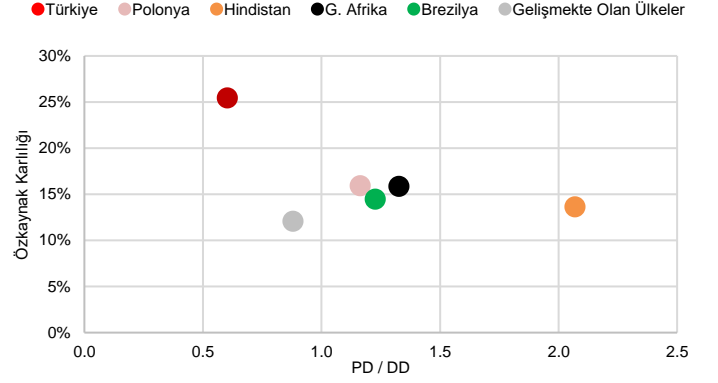
- "Ağırlıklı" olarak banka tutuyoruz. İkinci olarak, makro politikadaki normalleşmenin ana faydalanıcıları olmalarını beklediğimiz için, sanayi sektörüne göre nispeten daha zayıf kazanç büyümelerine rağmen mevcut görünümde bankaları tercih etmeye devam ediyoruz. Bankalar geçmiş dönemdeki alışılmışın dışındaki politiklardan daha fazla olumsuz etkilenen kesimdi. Bankaların azalan ulusal risk primlerine (CDS) karşı daha yüksek duyarlılığı da tercihimizi destekliyor; Ağustos 2023'ten bu yana XBANK, XUSIN'den %36 daha iyi performans gösterdi. Bankaların temel değerlendirme dayanaklarına yönelik zorlukların farkındayız. Yine de, azalan risk primleri ve Türkiye için potansiyel olarak daha yüksek risk iştahı ile iyileşen fiyatlama dinamiklerinin hisse senedi performansında daha belirleyici olmasını bekliyoruz.

Grafik 36: BIST – Banka & Sınai Endeksi



Kaynak: YKY Araştırma

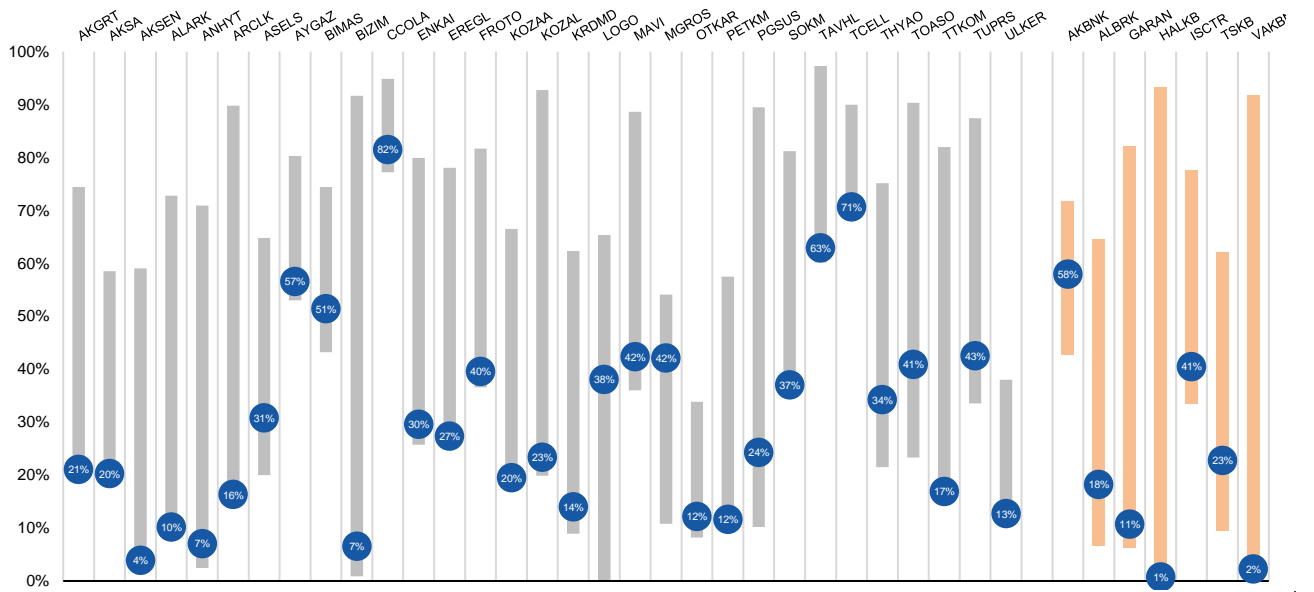
Grafik 37: Benzer Ülkeler Bankacılık Sektörü Kıyaslaması



Kaynak: YKY Araştırma

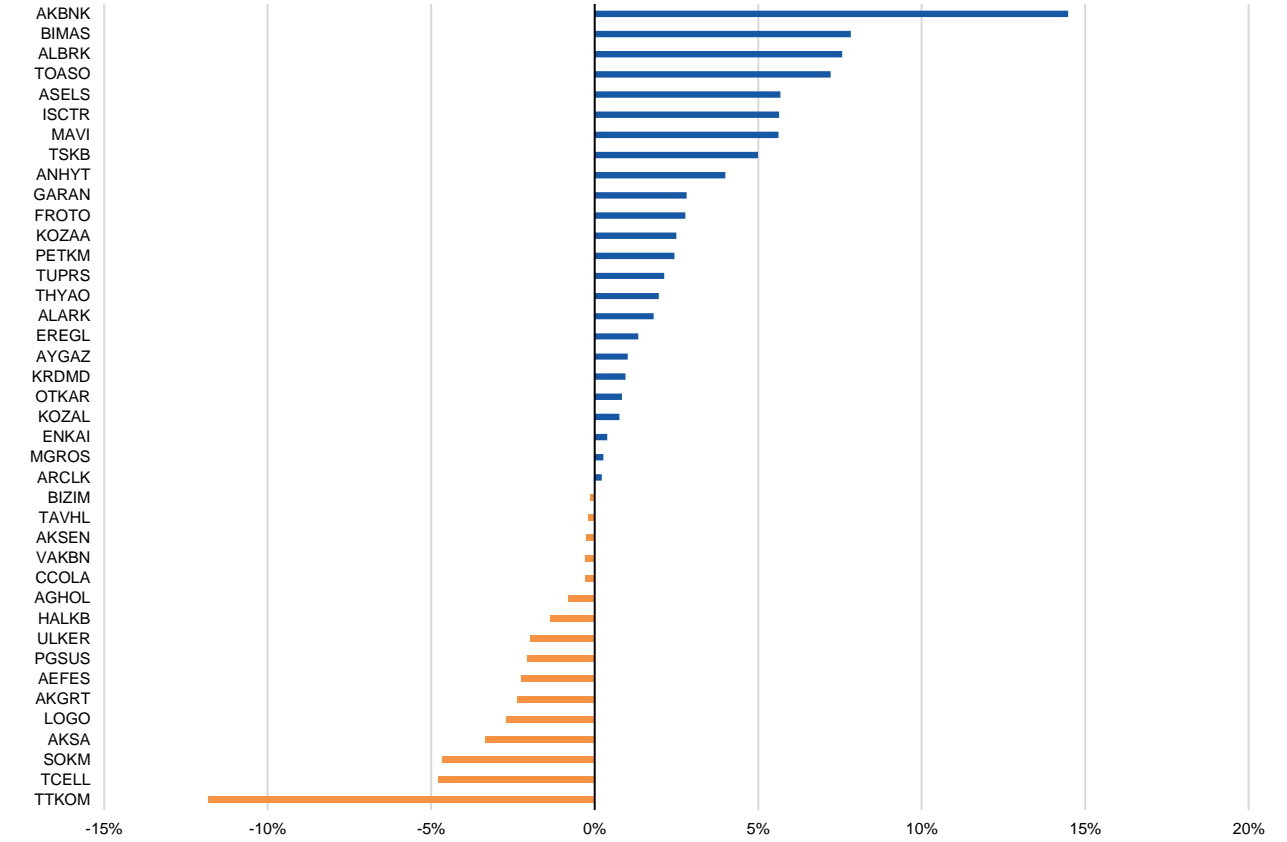
- **Değişen yatırımcı dengesi.** Üçüncü olarak, yabancı ilgisinin artmasını ve yerel iştahın azalmasını beklediğimizden, 2024 yılı için yatırımcı kompozisyonundaki bu muhtemel değişikliğin yansımaları olmasını bekliyoruz. Bu değişim, tarihi seviyelere yükseltecek kadar dramatik olmasa da, son iki yıla kıyasla daha belirgin olacaktır. Böyle bir değişimin daha çok büyük sermayeli şirketlerin, özellikle de sahiplik oranının yerlilere geçişi sırasında daha fazla etkilenen bankaların lehine olmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, daha fazla yabancı ilgisi çeken hisselerle öncelik verme eğilimindeyiz.

Grafik 38: YKY İnceleme Kapsamı – Yabancı Oranı Değişim Aralığı & Mevcut Seviyeler – 12.01.2024



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 39: YKY İnceleme Kapsamı – Seçim Sonrası Yabancı Paylarındaki Değişim



Kaynak: YKY Araştırma

En beğendiğimiz hisselerden oluşan Model Portföyümüz **AKBNK, TSKB, BIMAS, THYAO, SOKM, AGHOL, AKGRT, AKSEN, MAVI** ve **TTKOM**'dan oluşmaktadır.

Enflasyon Muhasebesi uygulaması hakkında

Türkiye Muhasebe Standartlarını oluşturmak ile görevli ‘Kamu Gözetimi Kurumu’ (KGK) ‘Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama’ başlıklı standartların (TMS29/IFRS25) 31 Aralık 2023 (veya sonrasında) sona eren mali tablolar için uygulanacağını açıkladı. Buna göre, BIST şirketleri (bankalar, sigortalar ve diğer bazı finansal kurumlar hariç) SPK mevzuatı kapsamında ve TMS/IFRS’ye göre hazırladıkları 31 Aralık 2023 tarihli mali tablolarını düzeltmesine tabi tutacaklar.

İnceleme kapsamımızdaki şirketlerle yaptığımız görüşmelerde, muhtemel etki hakkında yeterince bilgi edinemediğimiz ve mevcut bilgilerle de yapılacak her türlü çalışma, işin tekniği gereği çok varsayımsal ve yanlış yönlendirme payı yüksek olacağı için, **şimdilik tahminlerimizi, TMS29’u dikkate almadan paylaşmaya devam ediyoruz**. Bununla birlikte 4Ç23 finansalları sonrası, hesaplamalar daha sağlıklı bir zemine oturacaktır ve buna göre muhasebe bazlı tahminlerimizi güncelleyeceğiz.

Özetle, TMS29’un uygulanmasını memnuniyetle karşılıyoruz. Çünkü şirketlerin ekonomik kârlılığını ve nakit yaratma yeteneklerini anlamada temel kaynağımız olan mali tabloların, bu amaca şu anki mali tablolara göre daha iyi hizmet edeceğine inanıyoruz. Başka bir deyişle, Özsermaye Getirisi, Aktif Karlılık, Yatırım Karlılığı gibi muhasebe değerleri esas alınarak hesaplanan oran ve metriklerin, şirketler için esas önem arz eden nakit bazlı ekonomik kar (muhasebe karı değil) analizlerine daha sağlıklı zemin hazırlamasını bekleriz.

TMS29’nun işleyişi ve mali tablo ve fiyatlama muhtemel etkisi hakkında, 2022 yılının Haziran ayında, yayınladığımız [“Enflasyon Muhasebesi - Bilmekte her türlü fayda var”](#) başlıklı raporumuzda yer verdiğimiz görüşlerimizi muhafaza ediyoruz. İlgili rapor için lütfen [tıklayın](#).

YKY Model Portföy

En beğendiğimiz hisseler: Akbank, TSKB, BIM, Türk Havayolları, Şok Marketler, AG Anadolu Grubu Holding, Aksigorta, Aksa Enerji, Mavi Giyim ve Türk Telekom.

Şirket	Kod	Piyasa Değeri (TLmn)	3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Akbank	AKBNK	224.952	3.313	43,26	58,00	34%
T.S.K.B.	TSKB	21.028	408	7,51	11,00	46%
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	203.412	1.283	335,00	510,00	52%
Türk Hava Yolları	THYAO	346.380	8.795	251,00	400,00	59%
Şok Marketler Ticaret	SOKM	32.868	466	55,40	87,60	58%
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	52.896	150	217,20	330,00	52%
Aksigorta	AKGRT	9.865	189	6,12	8,20	34%
Aksa Enerji	AKSEN	39.856	226	32,50	55,00	69%
Mavi Giyim	MAVI	25.246	224	127,10	190,00	49%
Türk Telekom	TTKOM	99.960	1.119	28,56	45,90	61%

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet

Şirket	Kod	Portföy Giriş Tarihi	Giriş Fiyatı	Cari Fiyat	Nominal Getiri	BIST-100 Göreceli Getiri
Coca Cola İçecek	CCOLA	28.02.2020	40,68	500,00	1129,0%	66,5%
Akbank	AKBNK	01.09.2022	10,83	43,26	299,6%	58,0%
T.S.K.B.	TSKB	18.11.2022	3,33	7,51	125,5%	27,5%
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	16.01.2023	123,38	335,00	171,5%	73,3%
Türk Hava Yolları	THYAO	16.01.2023	140,48	251,00	78,7%	14,0%
Şok Marketler Ticaret	SOKM	24.04.2023	34,70	55,40	59,7%	0,3%
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	12.05.2023	106,87	217,20	103,2%	22,7%
Aksigorta	AKGRT	13.09.2023	6,07	6,12	0,9%	2,1%
Model Portföy Getiri (Başlangıçtan İtibaren) (*)					3285,6%	212,9%
Model Portföy Getiri (2023)					62,9%	25,2%
Model Portföy Getiri (2024)					9,6%	2,5%
BIST-100 Getiri (*)					836,5%	
BIST-100 Getiri (2023)					32,0%	
BIST-100 Getiri (2024)					4,8%	

Kaynak: YKY Araştırma, Rasyonet; * 21/01/2013'den itibaren

Akbank: Akbank'ı Model Portföy'ümüzde tutmaya devam ediyoruz. Bankanın, 1) güçlü özkaynak karlılığı (2024T: %32) ve 2) önde gelen sermaye oranları bankayı tercih etmemizin ana etkenleri. Akbank güncel 2024 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın 2023 net karından %4 temettü verimliliği ile temettü dağıtmasını tahmin ediyoruz. Akbank Eylül22'den beri Model Portföy'ümüzdedir ve XU100'a gorce %58 getiri elde etti.

TSKB: 1) Araştırma kapsamımızda yer alan bankalar arasında 2024'te en yüksek özkaynak karlılığına sahip olmasını beklediğimiz banka, 2) Yabancı para ağırlıklı bilançosu sayesinde son aylarda artan TL fonlama maliyetlerinden mevduat bankalarına göre çok daha sınırlı olumsuz etkilenmektedir ve 3) Yatırım bankası olması sayesinde birçok düzenlemenin (TL/YP mevduat hedefleri, KKM hedefleri) kapsamında değildir. TSKB güncel 2024 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 2.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2023/24 özkaynak karlılığı beklentimiz sırasıyla %43/%37 seviyesindedir. TSKB Kasım 2022'den beri Model Portföy'ümüzde yer almaktadır ve XU100'a görece %28 getiri elde etti.

BİM: 2023'teki oldukça güçlü hisse performansının sonrasında (BIST100'e göre +%66), enflasyonist ortamın satışlar üzerindeki olumlu etkisi, yıllık % 8 oranında mağaza alanı genişlemesi ve 2024 için tahmin ettiğimiz yaklaşık %2 oranındaki SNA marjı beklentimiz ile hissenin pozitif performansının devam etmesini bekliyoruz. Şirket için 2024 yılında %68 gelir büyümesi ile olumlu addedilebilecek %7,4 VAFÖK marjı hesaplıyoruz. Şirketin defansif yapısının ve 2024 tahminlerimize göre 6,4x FD/VAFÖK ve 10,8x F/K gibi cazip değerlendirme çarpanlarının hisseye yatırımcı ilgisini canlı tutacağını düşünüyoruz.

Türk Havayolları: THY'nin, i) Kovid sonrası dönemde yeni kapasiteler sunmaya yönelik çevik yaklaşımı ve genel olarak benzer kaynaklarla (filo, personel) rakiplerinin üzerinde sağladığı büyüme sayesinde pazar payı kazanımlarının devam etmesini memnuniyetle karşılıyoruz. Şirketin sektörün üzerinde seyreden kârlılığının ve büyümesinin 2024 yılında da devam edeceğine inanıyoruz. ii) Şirketin tarihi yüksek marjları ve düşük borçluluğu işaret eden 2022 sonuçlarının ardından 2023 yılında da yüksek seyreden performansının (~%30 FAVÖK marjı ve ~1,2x'Net Borç / VAFÖK) 2024 yılında da ve özellikle de, düşük baz etkisiyle yılın ilk yarısında devam edeceğini ve finansalların hisse fiyatını desteklemeyi sürdüreceğini bekliyoruz. 3) 5,2x hedef FD/VAFÖK çarpanına dayandırdığımız hedef fiyatımız, %60'lık artış potansiyeline işaret ederken, halihazırda %12'nin üzerinde seyreden yatırılan sermaye getirisinin bu seviyelerde kaldığı ve şirket güçlü nakit üretmeye devam ettiği sürece, hisse fiyatının da buna eşlik etmesini bekleriz.

Şok Market: Destekleyici enflasyon görünümü, güçlü müşteri talebi beklentisi ve %7'lik satış alanı büyümesi sayesinde, Şok'un 2024 yılında yıllık %67 gelir artışı sağlamasını bekliyoruz. Faaliyet karlılığı tarafında ise, artan maliyetlerin ardından yıllık bazda %57 VAFÖK büyümesi öngörüyoruz. Her ne kadar maliyet artışlarının etkilerinin daha fazla hissedileceği bir yıl olmasını beklesek de şirketin 2024'te oldukça olumlu bulduğumuz %2'lik bir SNA marjı elde etmesini tahmin ediyoruz. Hesaplamalarımıza göre, hisse 3,7x FD/düzeltilmiş VAFÖK ve 7,4x F/K gibi oldukça cazip değerlendirme çarpanlarından işlem görüyor. Dolayısıyla, şirket hisselerinin sağlam performansının 2024 yılında da süreceğini düşünüyoruz.

AG Anadolu Grubu Holding: AGHOL, 9A23'te ana faaliyet alanlarındaki (AEFES, CCOLA ve MGROS) çarpıcı performans sayesinde güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Finansallardaki olumlu ivmenin devam etmesini ve Holding'in yılı yıllık %144 net kar büyümesiyle tamamlamasını bekliyoruz. AGHOL'un 2024 yılında, AEFES'in güçlü performansı ve Migros'un enflasyon tahminimizin oldukça üzerinde büyüme görünümü sayesinde yıllık bazda %61 ciro ve %45 FAVÖK büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Grubun defansif ana faaliyet alanları, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir akışı, azalan kaldırıcı (0,4x net borç/VAFÖK) ve düşük işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle tercih etmeye devam ediyoruz. AGHOL tahminlerimize göre

%35'lik bir NAV iskontosuna sahiptir. Hissenin mevcut ekonomik konjonktüre uyumlu bir seçim sunduğunu düşünüyoruz

Aksigorta: Aksigorta'nın güncel makro ekonomik konjektürden olumlu etkilenmesini bekliyoruz. 1) Artan TL mevduat faizleri, Türkiye'nin iyileşen CDS seviyesi ve TL'nin reel değerlenmesinin şirketin 2024 karlılığını oldukça desteklemesini tahmin ediyoruz. 2) Aksigorta'nın 2024'te %47 özkaynak karlılığına ulaşmasını bekliyoruz. Şirket 2024 tahminlerimize göre 2.3x PD/DD ve 5.9x F/K ile işlem görmektedir. Aksigorta Eylül 2023'den beri Model Portföy'ümüzde yer almaktadır ve XU100'a görece %2 getiri elde etti.

Aksa Enerji: 1) Türkiye'de spot fiyatların düşük seyrettiği dönemde hisse için dirençli bir duruş sağlayan satın alım garantili anlaşmalar (PPA) payı (9A23 itibarıyla yaklaşık %64 ve 2022'de %49) sayesinde güçlü bir uluslararası VAFÖK katkısı öngörüyoruz. Mevcut tahminlerimiz, uzun vadede %70'in üzerinde olmasa da +%60 sürdürülebilir uluslararası VAFÖK payına dayanmaktadır. 2) İyileştirilmiş serbest nakit akışı veriminin (salgın öncesi 5 yıllık ortalama %10'a kıyasla 9A23 itibarıyla %13) uluslararası santraller aracılığıyla garantili kapasite ödemeleri ile sürdürülmesi beklenmektedir. 2024-2030 yılları arasında yaklaşık %20 sürdürülebilir getiri öngörüyoruz. 3) Türkiye'de spot toptan elektrik fiyatlarının (mevcut 72 USD/MWs ve 2022'de ortalama 147 USD/MWs) pandemi sonrası rallinin büyük kısmı normalleştiği için nihayet aşağı yönlü riskten korunduğuna inanıyoruz. 4) Hisse senedi, 2024 tahminlerimize göre 5,3x FD/VAFÖK ve 6,8x F/K çarpanlarında işlem görmekte olup, 5 yıllık ortalamalarına göre sırasıyla %23 ve %46 iskontoya işaret etmektedir.

Mavi: Mavi <MAVI TI>'yi model portföyümüze ekliyoruz. Sağlam pazar konumlandırması, güçlü marka bilinirliği ve geniş ürün portföyü sayesinde 2024'ün şirket için güçlü yıl olmasını bekliyoruz. 2024 yılında %55 LfL büyüme öngörüyoruz, 2Y24'teki olası düşük talebi göz önünde bulundurarak muhafazakar bir şekilde yıllık %2'lik bir fiş büyümesi tahmin ediyoruz. Genel olarak benzer gerekçeler ve olası bir rekabet artışı senaryosunu dikkate alarak 2Y24'te yaklaşık 200 baz puan brüt marj daralması öngörüyoruz. Yine de, 2024 yılında yıllık %61 net satış ve %49 VAFÖK büyümesi hesaplıyoruz. Bununla birlikte, rakamlarımız 2024 yılında %6'lık bir SNA marjına işaret ediyor ki bunu oldukça olumlu buluyoruz. Ayrıca, Mavi'nin 2,1 milyar TL'lik net nakit pozisyonu (piyasa değerinin %8'i) ile sağlıklı bilançosu bize pozitif duruşumuzda daha fazla güven veriyor.

Türk Telekom: Türk Telekom, mevcut müşteri tabanının fiyat artışları/ sözleşme yenilenmesi ve olumlu abone kazanımı sayesinde güçlü büyüme görünümüyle öne çıkacağını düşünüyoruz. Buna göre, Türk Telekom'un 2024 yılında yıllık %65 ciro ve %75 VAFÖK büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre, TTKOM hisseleri 3,5x FD/VAFÖK ile işlem görmektedir ve beş yıllık tarihsel çarpanlarına kıyasla yaklaşık %20 iskontoya işaret etmektedir. Bu nedenle, TTKOM hisselerinin parlak 2024 görünümü ve cazip değerlendirme çarpanları ile yatırımcıların ilgisini çekmeye devam edebileceğini düşünüyoruz

Coca Cola: Coca-Cola İçecek <CCOLA TI> hissesinin yüksek getiri performansının ardından (son altı ayda BIST100'ün yaklaşık %40 üzerinde getiri) model portföyümüzden çıkarıyoruz. Coca-Cola İçecek son birkaç yıldır model portföyümüzde yer alıyordu. Şirketin sağlam talep görünümü, güçlü fiyatlandırma kabiliyeti ve olumlu SNA büyümesini dikkate alarak hisseye dair pozitif görüşümüzü koruyoruz. Ancak, hissedeki son yükselişin ardından daralan yükseliş potansiyeli beklentimizi göz önünde bulundurarak, bu aşamada kar'ı realize etmeyi ve hisseyi model portföyümüzden çıkarmayı tercih ediyoruz.

YKY İnceleme Kapsamı

Sektörler	2023T			2024T			2025T		
	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar
Bankacılık			17%			17%			55%
Sigorta & Emeklilik			270%			68%			28%
Yatırım			54%			59%			44%
Sanayii Toplam	54%	54%	45%	59%	49%	39%	36%	39%	42%
Otomotiv	87%	95%	99%	67%	36%	25%	51%	43%	46%
Havacılık	61%	49%	62%	66%	55%	25%	39%	50%	60%
Holding	69%	66%	115%	62%	52%	49%	34%	38%	35%
Savunma	78%	69%	66%	63%	60%	28%	34%	32%	7%
Enerji	-40%	11%	-3%	66%	42%	33%	26%	20%	24%
Yiyecek & İçecek	67%	83%	169%	62%	55%	58%	32%	31%	39%
Petrol	20%	37%	11%	35%	12%	20%	24%	22%	26%
Petrokimya	-5%	-30%	-45%	58%	204%	122%	29%	55%	44%
Perakende	84%	70%	62%	69%	61%	50%	37%	37%	37%
Demir Çelik	25%	-16%	-97%	46%	58%	a.d.	33%	62%	55%
Telekom	71%	63%	58%	62%	62%	56%	32%	32%	43%
Beyaz Eşya	54%	82%	-2%	52%	53%	43%	35%	33%	55%

Bankalar: 2024'te 3 büyük özel bankanın net karının yaklaşık %17 artış göstermesini bekliyoruz (2023T: %20 kar artışı). 2024 tahminlerimize göre takibimizdeki 3 büyük özel banka 0.85x PD/DD ve 3x F/K ile işlem görmektedir ve ortalama özkaynak karlılığını %32 seviyesinde tahmin ediyoruz (2023T: %37). **Tercih ettiğimiz** ve **AL tavsiyemiz** olan bankalar **Garanti, Akbank, TSKB** ve **İş Bankası** olmaya devam ediyor. Bloomberg piyasa tahminlerine göre XBANK'ın 12-ay ileri dönük PD/DD ve F/K oranları sırasıyla 0.6x ve 2.4x seviyesindedir. XBANK'ın gelişmekte olan ülke bankalarına göre PD/DD çarpanı iskontosu %30 seviyesindedir.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			PD/DD (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Bankacılık									
AKBNK	58,0	34%	AL	1,9	3,0	2,0	0,6	0,8	0,6
ALBRK	4,9	23%	TUT	2,7	3,0	2,0	0,7	0,7	0,5
GARAN	89,0	31%	AL	2,0	3,0	1,9	0,7	0,9	0,6
HALKB	15,0	16%	TUT	8,6	8,3	4,1	0,7	0,7	0,6
ISCTR	34,0	31%	AL	2,4	3,1	2,0	0,7	0,8	0,6
TSKB	11,0	46%	AL	2,2	2,2	1,9	0,7	0,7	0,5
VAKBN	18,0	22%	TUT	4,2	4,9	3,2	0,7	0,8	0,6

Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı 2023'te kuvvetli bir seyir izleyerek yıllık %80 büyüme kaydetti. Bu güçlü büyümede yüksek enflasyon ve sermaye piyasalarının kuvvetli seyri en temel etkenler oldu. 2024 için büyüme beklentimiz ise yaklaşık %60/65 seviyesindedir. Hem **Anadolu Hayat Emeklilik** hem de **Avivasa Emeklilik**'in 2024'te bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Her iki hisse yaklaşık %5 temettü verimliliklerine sahipler. Sektörü destekleyici adımların atılmaya devam etmesini tahmin ediyoruz.

Hayat sigortacılığı: 2023'ün ilk yarısında düşük seyreden TL kredi faizleri neticesinde prim üretimleri yüksek seyretti. Hem **Agesa Emeklilik** hem de **Anadolu Hayat** bu konjektürden olumlu etkilendi. Fakat Merkez Bankası'nın faiz artış döngüsünün başlaması ve tüketici kredi faizlerindeki yükseliş, tüketici kredilerinde yavaşlamaya neden oldu. Bu trendin 2024'te de devam etmesini tahmin ediyoruz. Bu nedenle hayat sigortası prim üretiminde 2023'teki yaklaşık %100 artış trendinden sonra 2024'te yaklaşık %60 artış öngörüyoruz.

Hayat-dışı sigortacılık: 2023'te prim üretimlerinde yüksek enflasyon kaynaklı güçlü bir seyir gözlemledik. TL'deki değer kayıpları nedeniyle trafik segmentinde hasar oranları yüksek seyretti ve bu durum teknik sonuçları bir miktar baskı altına aldı. 2024'te prim üretimlerinin 2023'e göre bir miktar yavaşlamasını bekliyoruz fakat bu yavaşlamaya rağmen enflasyonun üzerinde seyretmeye devam etmesini öngörüyoruz. TL'nin reel değerlenmesi beklentimiz sayesinde ise teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin yüksek seyreden TL mevduat faizleri ve Türkiye'nin iyileşen CDS seviyesi sayesinde yatırım gelirlerinin karlılıkları desteklemeye devam etmesini tahmin ediyoruz. 2023 net karından **Türkiye Sigorta** için temettü ödemesi tahmin ediyoruz (%4 tahmini verimlilik ile) fakat Aksigorta'nın temettü ödemesini beklemiyoruz. **Aksigorta**'nın sermaye oranları yasal alt sınırlara halen yakın. Aksigorta'nın 2024'ün net karından 2025 yılında temettü ödemeye tekrar başlamasını bekliyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			PD/DD (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Sigorta & Emeklilik									
AKGRT	8,2	34%	AL	9,8	5,9	3,8	2,6	2,3	1,6
ANHYT	55,0	40%	AL	4,8	4,7	3,9	2,0	1,9	1,5
AGESA	70,0	27%	TUT	6,1	5,2	4,0	2,8	2,3	1,6
TURSG	62,0	39%	AL	3,7	4,5	3,6	1,9	2,3	1,6

Yatırım: Ünlü Yatırım Holding'in 2024'te de güçlü karlılık gelişimi elde etmesini tahmin ediyoruz. 2024'de Türk sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin karlılığının ivmelenerek devam etmesini tahmin ediyoruz. Yılın ilk yarısında şirketin takipteki krediler bölümünün tahsilat & karlılık gelişiminin güçlü olmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında tahsilatlarda yavaşlama görmeyi beklerken, bankacılık sektöründe artmasını beklediğimiz takipteki kredi portföy satışları sonrasında şirketin yeni portföyleri daha makul fiyatlarla satın alabileceğini ve cazip yatırım fırsatları çıkabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Ünlü Yatırım Holding için 2023 net karından yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirket halka açıklanan finansal raporlarında enflasyon muhasebesi uygulayacak ve tahminlerimizde enflasyon muhasebesinin potansiyel olumsuz etkisini dahil etmedik.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			PD/DD (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Yatırım									
UNLU	23,0	39%	TUT	5,7	4,4	3,1	1,8	1,6	1,1

Otomotiv: Rekor kıran 2023 performansının ardından, 2024 görünümü iç pazar için karışık bir görünüme sahiptir. Daha sıkı para politikasının olumsuz etkisine rağmen, firmalar tarafından sağlanan finansman olanakları, sıfır ve ikinci el fiyatları arasındaki farkın hala dar olması ve filo talebindeki toparlanma 2024 satışlarına katkı sağlayabilir. Ayrıca, 2024 yılı için beklenenden daha güçlü bir TL senaryosunun daha güçlü bir müşteri talebine yol açabileceğine inanıyoruz. Bunların ışığında, hafif araç satışları (binek + hafif ticari) için tahminlerimizi 900 bin adet satış olarak güncelledik. İhracat pazarında, satışlar 11A23'te yaklaşık %16 oranında artmış olsa da, tarihsel ortalamalarına kıyasla hala düşüktür. Bu nedenle, resesyonist görünüme rağmen, 2024 için talepte büyük bir gerileme beklemiyoruz. Otomotiv kapsamımızdaki hisseler arasında tercihimiz, şirketin Avrupa otomotiv pazarında artan ağırlığı ve iyi yürütülen kapasite artışı stratejisiyle FROTO'dur.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Otomotiv									
FROTO	1220,0	55%	AL	7,2	6,3	4,5	7,6	6,3	4,7
OTKAR	600,0	40%	TUT	24,7	13,8	9,9	12,9	9,1	7,0
TOASO	330,0	44%	AL	6,6	5,2	3,0	5,7	4,6	2,7
TTRAK	890,0	27%	TUT	6,1	8,3	7,0	4,3	6,5	5,4

Havacılık: 2024 yılının kapasite artışı açısından 2023'ün çok fazla gerisinde kalmasını beklemiyoruz ve Türk havacılık şirketlerinin küresel rakiplerinin üzerinde büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz. Bununla beraber, çoklukla güçlü talep ortamında arz sıkıntısı nedeniyle yüksek seyreden birim getirilerin, sektördeki kapasitenin tedricen yerine konması ve küresel talebin zayıf seyredeceği yönündeki beklentilerimiz nedeniyle gerilemesini bekliyoruz. Ancak yine de Türk taşıyıcıların, geçmiş ortalamaların üzerindeki yüksek marjlarını büyük oranda koruyarak, maliyet avantajları sayesinde rekabetten olumlu ayrışabileceklerine inanıyoruz. Talepte keskin bir bozulma beklemediğimiz ve geçen senenin ilk çeyreğinin görece düşük baz etkisini de dikkate aldığımız için, Türk taşıyıcıların genel olarak 2024 görünümü, özelde de ilk yarı performansları hakkında çok fazla endişe duymuyoruz. Hatırlanacağı üzere, Şubat 23'te yaşanan acı deprem sonrası çokça uçuş iptalleri ve ücretsiz tahliye ve kargo uçuşları gerçekleşmişti ve bu durum, özellikle Türk Hava Yolları için bu sene düşük baz etkisi yaratacaktır ve finansallardaki mevcut güçlü seyir, zayıflayacak olsa da öngörülebilir vadede ortadan kalkmayacaktır kanaatindeyiz. İnceleme kapsamımızdaki üç havacılık şirketi için de AL önerimiz bulunmakla birlikte sektördeki öncelikli tercihimiz THYAO olup, ardından TAVHL ve PGSUS gelmektedir.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Havacılık									
PGSUS	1000,0	40%	AL	7,3	5,4	3,7	6,4	5,6	4,4
TAVHL	180,0	46%	AL	6,5	6,0	3,8	7,5	6,2	4,1
THYAO	400,0	59%	AL	3,4	3,7	2,3	4,8	4,5	3,1

Holding: Türkiye'de konutlarda kullanılan elektrik fiyatları Avrupa'daki en düşük fiyatlar arasında yer almaktadır. Devam eden sübvansiyonlar sayesinde, BOTAŞ'taki yüksek doğal gaz maliyetleri son kullanıcıyı korumak adına tam olarak yansıtılmamaktadır. Doğal gaz ve/veya elektrik fiyatlarındaki sübvansiyonlar kalktığında Alarko Holding <ALARK TI> elektrik üretim ve dağıtım segmenti için yukarı yönlü potansiyellerin oluşabileceğini düşünüyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Holding									
AGHOL	330,0	52%	AL	3,9	3,9	2,7	2,7	2,4	2,0
ALARK	140,0	48%	AL	2,9	2,4	1,9	a.d.	a.d.	40,8
ENKAI	49,2	41%	AL	13,0	8,5	6,3	3,6	0,8	1,8

Savunma: Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB), tahmini değeri 70 milyar ABD Doları olan 700'ün üzerinde projeyi hayata geçirmeyi planlamaktadır. Türkiye'nin yıllık 15-16 milyar ABD Doları askeri harcaması göz önüne alındığında, yaklaşık 4-5 yılı kapsayacak proje başlangıcı gerçekleşmek üzere. Bu nedenle, Aselsan <ASELS TI> bakiye sipariş büyüklüğünün 2030 yılına kadar sürdürülebilir şekilde 13 milyar ABD Doları'nın üzerinde seyretmesini bekliyoruz fakat negatif serbest nakit akışının devam edeceğini öngörüyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Savunma									
ASELS	60,0	26%	TUT	7,8	8,6	8,0	10,2	8,8	6,8

Enerji: Ekim 2023 itibariyle enerji kaynağı bazlı tavan fiyat uygulaması kaldırılmış ve piyasa spot fiyatlara dönmüştür. Fosil yakıt maliyetlerindeki gevşeme nedeniyle spot fiyatları gerilemiş ve 6 aylık bir uzatma daha yapılmamıştır. Emtia fiyatlarındaki düşüş, yenilenebilir/nükleer kapasite artışları ve zayıf talep ortamı nedeniyle spot fiyatların uzun vadede aşağı yönlü olması bekleniyor. Böyle bir ortamda, Akse Enerji <AKSEN TI> yurtdışı alım garantili anlaşmalardan garanti VAFÖK katkısı ile pozitif ayrışabileceğini düşünüyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Enerji									
AKSEN	55,0	69%	AL	9,7	6,8	5,4	7,8	5,3	4,5

Yiyecek & İçecek: Enflasyonist ortamda birim fiyatlardaki artışın Coca-Cola İçecek <CCOLA TI> için gelir büyümesinin ana itici gücü olmaya devam etmesini bekliyoruz. Konsolide bazda, 2024 yılında %64'lük bir net satış büyümesi beklerken, muhafazakar bir tahminle büyük ölçüde yatay bir hacim artışı öngörüyoruz. Maliyet tarafında, 2024 yılı reçine ve alüminyum alımlarının yaklaşık %60'ı halihazırda hedge edilmiş durumdadır. Bu nedenle, VAFÖK performansına ilişkin olumlu görüşümüzü koruyor ve yıllık bazda %63 büyüme bekliyoruz. Anadolu Efes <AEFES TI> için, 2023 yılında yıllık %9 artışın ardından yurtiçi satış hacminde hafif bir daralma bekliyoruz ve Rusya'daki rekabeti göz önünde bulundurarak temkinli olmaya devam ediyoruz. Yine de, 2024 yılında yıllık %63 net satış büyümesi öngörüyoruz. Ancak, marj tarafında, özellikle Rusya'da

riskten korunma araçlarına erişimdeki zorluk nedeniyle marjda yaklaşık yıllık 120 baz puan daralma öngörüyoruz. Ülker <ULKER TI> için, güçlü borçluluk azaltma ve marj genişlemesinin ardından, Şirket 2023 yılında güçlü sonuçlar elde etti; böylece Ülker hisseleri 2023 yılında BIST100 Endeksi'nden yaklaşık %38 daha iyi performans gösterdi. 2024 yılında, her ne kadar VAFÖK marjında bir normalleşme öngörsek de, geçen yılın yüksek bazını göz önünde bulundurarak yıllık %43'lük tatmin edici bir VAFÖK büyümesi hesaplıyoruz. Ancak bunun büyük ölçüde fiyatlanmış olabileceğine inanıyoruz. Son olarak, şirketin açık döviz pozisyonu göz önüne alındığında, 2024 yılında TL'deki yaşanabilecek görece güçlü bir seyrin şirket için değer artırıcı olabileceğini hatırlatmak isteriz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Yiyecek & İçecek									
AEFES	190,0	43%	AL	5,6	6,1	4,4	3,8	3,3	2,5
CCOLA	690,0	38%	AL	9,0	9,1	6,5	4,9	4,7	3,4
ULKER	110,0	38%	TUT	7,4	6,6	5,1	4,1	4,1	3,5

Petrol & Gaz: Türkiye G7 üyesi olmadığı için Rus ham petrolü Ural, yaptırım engeli olmaksızın temin edilebilmektedir. 9A23'te Türk rafinerileri %27'si Rusya'dan Ural ham petrolü olmak üzere 22.9mn ton ham petrol ithal etmiştir. Fiyat ve lojistik açısından, Ural ham petrolünün mevcudiyeti Türk rafinerilerine rekabet avantajı sağlamaktadır. Her ne kadar Tüpraş'ın <TUPRS TI> ürün marjı görünümü 2024 yılı için yıllık düşüşe işaret etse de, net nakit pozisyonundan dolayı vergi öncesi kârın güçlü net finansal gelir ile destekleneceğini öngörüyoruz. Türkiye LPG pazarı yıllık 4.0 milyon tonluk talep seviyesini korumaktadır. Artan boru hattı doğal gaz penetrasyonundan kaynaklanan ev tipi tüp gaz talebi sürekli olarak daralmaktadır. Aygaz <AYGAZ TI> için Türkiye LPG pazarında sınırlı büyüme potansiyeli öngörürken, 2025 yılından itibaren Bangladeş'ten pozitif katkı gelmeye başlamasını bekliyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Petrol									
AYGAZ	170,0	26%	TUT	4,2	5,2	4,1	13,6	16,5	13,3
TUPRS	195,0	40%	TUT	4,5	4,9	3,9	2,1	2,8	2,2

Petrokimya: Rusya'ya karşı yaptırımların uygulanmasının ardından Avrupa'ya yapılan polimer ihracatı Türkiye'ye yönelmiştir. Çin'deki arz fazlası durum da göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'deki ürün marjları özellikle Rusya ve Çin'den ithal edilen küresel fiyatlara bağlı durumdadır. İskontolu ithal ürün fiyatları ile yüksek nafta maliyetleri, yerli üreticilerin marjlarını baskılamaktadır. Bu nedenle, Petkim <PETKM TI> etilen-nafta makasında 2024 yılında şu an için güçlü bir iyileşme beklemiyoruz ancak STAR Rafineri ile revize edilen anlaşma ve pay alımı gelişmelerini memnuniyetle karşılıyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Petrokimya									
PETKM	25,0	23%	TUT	12,3	6,5	4,5	30,3	11,9	8,0

Perakende: Enflasyonist rüzgarlar, pazar payı kazanımları ve güçlü mağaza ilaveleri ile çok güçlü geçen 2023'ün ardından, kapsamımızdaki tüm perakendeciler enflasyonun üzerinde ciro ve VAFÖK büyümesi kaydetti ve hisse fiyatları BIST100 Endeksinin büyük ölçüde üzerine çıktı. 2024 yılı için, enflasyonun büyüme görünümünün temel itici gücü olmaya devam edeceğine inanıyoruz. Perakende alan genişlemesi tarafında, 2024 yılında genel olarak benzer bir performans öngörüyoruz. Artan girdi maliyetleri, yani personel maliyetleri ve kira maliyetlerindeki enflasyonist ayarlamaların gecikmeli etkisi nedeniyle 2024 yılında tüm ulusal zincirlerin maliyet cephesinde zorluklar yaşayacağını ve 2024 yılında faaliyet marjlarını baskılayacağını görüyoruz. Yine de, güçlü faaliyet kaldırıcı potansiyeli ile SNA marjlarının yılın tamamında genel olarak sağlam kalacağını öngörüyoruz. Bu nedenle, kapsama alanımızdaki tüm gıda perakendecileri, Bim <BIMAS TI>, Migros <MGROS TI> ve Şok Marketler <SOKM TI> için olumlu duruşumuzu korumaya devam ediyoruz.

Mavi için, güçlü pazar konumlandırması ve geniş ürün portföyünün 2024 yılında güçlü performansını sürdürmesini sağlayacağına inanıyoruz. Mavi'nin 2024 yılında %55'lik bir satış geliri büyümesi kaydedeceğini öngörürken, %2'lik sınırlı bir fiş büyümesi öngörüyoruz. Maliyetler tarafında ise, güçlü LfL büyümesinin faaliyet gideri baskısını büyük ölçüde telafi etmesini bekliyoruz. Ancak, muhafazakâr bir yaklaşımla, 2Y24'teki zayıf talebi göz önünde bulundurarak brüt marjda 200 baz puanlık bir daralma öngörüyoruz. Yine de, 2,1 milyar TL'lik net nakit (kira yükümlülükleri hariç) ile sağlıklı bilançosu, güçlü SNA marjı ve cazip katsayıları sayesinde, hissenin yatırımcılar için iyi bir fırsat sunduğunu düşünüyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Perakende									
BIMAS	510,0	52%	AL	11,3	10,8	7,7	6,8	6,6	4,9
MAVI	190,0	49%	AL	5,8	6,7	5,6	3,0	3,1	2,2
MGROS	580,0	54%	AL	8,2	8,4	6,1	4,1	3,4	2,1
SOKM	87,6	58%	AL	6,7	6,8	5,0	3,2	2,2	1,0

Demir Çelik: Yerli çelik üreticilerinin rekabet gücü eksikliği ve buna bağlı olarak artan ithalat nedeniyle, son zamanlarda ithalata yönelik soruşturmalar açılmaya başlanmıştır. Yerli çelik sektörüne yönelik devam eden korumacılık önlemleri, fiyatlandırma kabiliyeti yoluyla daha yüksek kapasite kullanımını ve daha iyi marj görünümünü destekleyecektir. Kardemir'in <KRDM TI> son dönemdeki talepten ve yerel uzun çelik üreticilerini korumaya yönelik tedbirlerden faydalanarak pozitif ayrışabileceğini düşünüyoruz. Erdemir'in <EREGL TI> zayıf Avrupa talebi ve Çin'deki arz fazlası nedeniyle zayıf yassı çelik fiyat görünümüne karşı kırılğan kalmaya devam etmektedir.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Demir Çelik									
EREGL	55,0	26%	TUT	neg.	10,7	6,9	9,9	7,3	5,0
KRDM	40,0	53%	AL	13,3	7,2	4,7	4,4	3,0	2,2

Telekom: i) artan fiyatlar, ii) üst satış çabaları, iii) güçlü abone kazanımı, mevcut müşteri tabanında devam eden yeniden kontratlama, iv) mobil segmentte ön ödemeliden faturalıya müşteri geçişi sayesinde, 2024'ün telekom şirketleri için güçlü bir yıl olmasını bekliyoruz. Bu nedenle, ARPU seviyelerinin, özellikle 1Y24'te, her iki telekom şirketi Turkcell <TCELL TI> ve Türk Telekom <TTKOM TI> için oldukça olumlu olmasını bekliyoruz. VAFÖK marjı tarafında ise, TCELL'in artan enerji ve personel maliyetleri nedeniyle bir miktar daralmasını beklerken, TTKOM'un kontratların yeniden dengelenmesinin gecikmeli etkisiyle birlikte VAFÖK marjını genişletmesini bekliyoruz. Genel olarak, 2024 yılında Turkcell için sırasıyla %60 ve %55, Türk Telekom için ise %65 ve %73 gelir ve VAFÖK büyümesi bekliyoruz. TTKOM sektördeki en iyi seçimimizdir.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Telekom									
TCELL	88,8	46%	AL	5,8	5,2	3,9	3,3	3,1	2,5
TTKOM	45,9	61%	AL	10,0	8,5	5,1	4,5	3,5	2,8

Beyaz Eşya: Yurtiçi beyaz eşya sektöründe 2023 yılındaki güçlü talep ortamının ardından (11A23: %15 hacim artışı), yüksek baz ve para politikasındaki sıkılaştırmanın talep üzerindeki olumsuz etkisinin daha az beyaz eşya yenilemesine neden olabileceğini göz önünde bulundurarak yıllık yaklaşık %7 daralma bekliyoruz. Yine de sektör, maaş zamları ve 1Ç23'teki düşük bazın desteğiyle yıla nispeten güçlü başlayabilir. İhracat tarafında ise, Türkiye'deki beyaz eşya üreticilerinin ana pazarı olan Avrupa'daki durgunluk nedeniyle satışlar bu yıl, özellikle de ilk yarıda kırılgan olmaya devam edebilir. Ancak, 2Y24'te daha iyi bir talep ortamı görebiliriz. Hammaddede fiyatlarındaki stabilizasyon ve daha uygun EUR/USD kurları sayesinde faaliyet marjlarının güçlü kalmasını bekliyoruz. Yine de, Arçelik <ARCLK TI> için temkinli kalmayı tercih ederken, yüksek işletme sermayesi gereksinimi nedeniyle negatif SNA üretimi tahmin ediyoruz.

	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				23T	24T	25T	23T	24T	25T
Beyaz Eşya									
ARCLK	185,0	40%	TUT	20,8	14,8	9,5	6,7	5,1	4,1

Ekler

1) YKY Banka Dışı İnceleme Kapsamı 2023/24 Görünümü

	Net Satışlar			FAVÖK			Net Kar		
	2022T	2023T	2024T	2022T	2023T	2024T	2022T	2023T	2024T
AEFES	65%	63%	33%	81%	54%	32%	159%	46%	39%
AGHOL	85%	61%	32%	94%	45%	34%	144%	47%	45%
AKSEN	-40%	66%	26%	11%	42%	20%	-3%	33%	24%
ALARK	18%	52%	28%	-1%	41%	18%	16%	27%	26%
ARCLK	54%	52%	35%	82%	53%	33%	-2%	43%	55%
ASELS	78%	63%	34%	69%	60%	32%	66%	28%	7%
AYGAZ	35%	40%	26%	180%	15%	27%	12%	8%	25%
BIMAS	80%	68%	35%	70%	63%	36%	39%	66%	40%
CCOLA	72%	64%	33%	89%	63%	33%	96%	64%	41%
ENKAI	30%	67%	43%	18%	75%	48%	a.d.	70%	36%
EREGL	22%	45%	34%	-24%	55%	69%	a.d.	a.d.	55%
FROTO	94%	69%	41%	91%	41%	39%	88%	25%	39%
KRDMD	38%	49%	29%	32%	66%	39%	-15%	110%	53%
MAVI	89%	61%	30%	92%	49%	28%	93%	37%	19%
MGROS	96%	73%	40%	70%	68%	42%	121%	42%	38%
OTKAR	137%	73%	33%	174%	114%	37%	10%	173%	40%
PETKM	-5%	58%	29%	-30%	204%	55%	-45%	122%	44%
PGSUS	68%	72%	44%	60%	63%	44%	25%	52%	47%
SOKM	80%	67%	38%	60%	57%	38%	59%	27%	37%
TAVHL	91%	77%	44%	85%	76%	50%	194%	33%	60%
TCELL	73%	60%	33%	81%	55%	32%	51%	54%	32%
THYAO	59%	65%	38%	45%	51%	51%	62%	22%	62%
TOASO	53%	81%	91%	52%	41%	62%	100%	30%	70%
TTKOM	69%	65%	30%	42%	73%	32%	76%	61%	67%
TTRAK	116%	26%	37%	237%	-10%	22%	199%	-5%	19%
TUPRS	19%	35%	24%	36%	12%	22%	11%	21%	27%
ULKER	63%	53%	28%	78%	43%	23%	a.d.	76%	29%

2) Bir Bakışta YKY İnceleme Kapsamı

Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)		
							TLmn	USDmn	22T	23T	24T	22T	23T	24T
AEFES	133,10	190,00	43%	AL	2.626	32	383	13	5,6	6,1	4,4	3,8	3,3	2,5
AGESA	55,00	70,00	27%	TUT	330	20	30	1	6,1	5,2	4,0	2,8	2,3	1,6
AGHOL	217,20	330,00	52%	AL	1.762	34	150	5	3,9	3,9	2,7	2,7	2,4	2,0
AKBNK	43,26	58,00	34%	AL	7.494	52	3.325	115	1,9	3,0	2,0	0,6	0,8	0,6
AKGRT	6,12	8,20	34%	AL	329	28	189	7	9,8	5,9	3,8	2,6	2,3	1,6
AKSEN	32,50	55,00	69%	AL	1.328	21	220	8	9,7	6,8	5,4	7,8	5,3	4,5
ALARK	94,55	140,00	48%	AL	1.370	31	601	21	2,9	2,4	1,9	n.m.	n.m.	40,8
ALBRK	3,98	4,90	23%	TUT	331	38	129	5	2,7	3,0	2,0	0,7	0,7	0,5
ANHYT	39,30	55,00	40%	AL	563	17	31	1	4,8	4,7	3,9	2,0	1,9	1,5
ARCLK	132,30	185,00	40%	TUT	2.978	15	494	17	20,8	14,8	9,5	6,7	5,1	4,1
ASELS	47,54	60,00	26%	TUT	7.222	26	2.329	81	7,8	8,6	8,0	10,2	8,8	6,8
AYGAZ	135,00	170,00	26%	TUT	989	24	131	5	4,2	5,2	4,1	13,6	16,5	13,3
BIMAS	335,00	510,00	52%	AL	6.777	60	1.281	45	11,3	10,8	7,7	6,8	6,6	4,9
CCOLA	500,00	690,00	38%	AL	4.237	25	224	8	9,0	9,1	6,5	4,9	4,7	3,4
ENKAI	34,98	49,19	41%	AL	6.992	12	907	32	13,0	8,5	6,3	3,6	0,8	1,8
EREGL	43,80	55,00	26%	TUT	5.107	48	3.030	105	neg.	10,7	6,9	9,9	7,3	5,0
FROTO	787,00	1220,00	55%	AL	9.201	18	922	32	7,2	6,3	4,5	7,6	6,3	4,7
GARAN	67,80	89,00	31%	AL	9.487	14	1.923	67	2,0	3,0	1,9	0,7	0,9	0,6
HALKB	12,95	15,00	16%	TUT	3.100	9	605	21	8,6	8,3	4,1	0,7	0,7	0,6
ISCTR	25,96	34,00	31%	AL	8.649	31	3.783	131	2,4	3,1	2,0	0,7	0,8	0,6
KRDMD	26,12	40,00	53%	AL	929	89	1.316	46	13,3	7,2	4,7	4,4	3,0	2,2
MAVI	127,10	190,00	49%	AL	841	73	224	8	5,8	6,7	5,6	3,0	3,1	2,2
MGROS	376,50	580,00	54%	AL	2.271	51	530	18	8,2	8,4	6,1	4,1	3,4	2,1
OTKAR	427,75	600,00	40%	TUT	1.710	27	199	7	24,7	13,8	9,9	12,9	9,1	7,0
PETKM	20,40	25,00	23%	TUT	1.722	47	1.982	69	12,3	6,5	4,5	30,3	11,9	8,0
PGSUS	715,00	1000,00	40%	AL	2.437	43	1.337	46	7,3	5,4	3,7	6,4	5,6	4,4
SOKM	55,40	87,60	58%	AL	1.095	51	459	16	6,7	6,8	5,0	3,2	2,2	1,0
TAVHL	123,00	180,00	46%	AL	1.489	48	407	14	6,5	6,0	3,8	7,5	6,2	4,1
TCELL	61,00	88,80	46%	AL	4.471	54	1.738	60	5,8	5,2	3,9	3,3	3,1	2,5
THYAO	251,00	400,00	59%	AL	11.540	50	8.834	307	3,4	3,7	2,3	4,8	4,5	3,1
TOASO	229,60	330,00	44%	AL	3.825	24	950	33	6,6	5,2	3,0	5,7	4,6	2,7
TSKB	7,51	11,00	46%	AL	701	39	406	14	2,2	2,2	1,9	0,7	0,7	0,5
TTRAK	28,56	45,90	61%	AL	3.330	13	1.123	39	10,0	8,5	5,1	4,5	3,5	2,8
TTKOM	28,56	45,90	61%	AL	3.330	13	1.123	39	10,0	8,5	5,1	4,5	3,5	2,8
TUPRS	139,70	195,00	40%	TUT	8.968	49	3.947	138	4,5	4,9	3,9	2,1	2,8	2,2
TURSG	44,68	62,00	39%	AL	1.729	18	203	7	3,7	4,5	3,6	1,9	2,3	1,6
ULKER	79,90	110,00	38%	TUT	983	39	645	23	7,4	6,6	5,1	4,1	4,1	3,5
UNLU	16,56	23,00	39%	TUT	97	34	23	1	5,7	4,4	3,1	1,8	1,6	1,1
VAKBN	14,79	18,00	22%	TUT	4.886	6	961	33	4,2	4,9	3,2	0,7	0,8	0,6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma, * 12 Ocak 2024 kapanış fiyatları ile güncellenmiştir.

3) Hedef Fiyatlarımızdaki ve Tavsiyelerimizdeki Değişiklikler

(TL)	Tavsiyeler			Hedef Fiyat		
	Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Δ
AEFES	AL	AL		150,0	190,0	↑ 27%
AGESA	TUT	TUT		67,0	70,0	↑ 4%
AGHOL	AL	AL		304,0	330,0	↑ 9%
AKBNK	AL	AL		45,0	58,0	↑ 29%
AKGRT	AL	AL		8,2	8,2	↑ 0%
AKSEN	*	AL	AL	-	55,0	a.d.
ALARK	AL	AL		105,7	140,0	↑ 32%
ALBRK	TUT	TUT		4,7	4,9	↑ 4%
ANHYT	EAG	AL	AL	46,0	55,0	↑ 20%
ARCLK	*	TUT	TUT	-	185,0	a.d.
ASELS	*	TUT	TUT	-	60,0	a.d.
AYGAZ	*	TUT	TUT	-	170,0	a.d.
BIMAS	AL	AL		210,0	510,0	↑ 143%
CCOLA	AL	AL		485,0	690,0	↑ 42%
ENKAI	*	AL	AL	-	49,2	a.d.
EREGL	*	TUT	TUT	-	55,0	a.d.
FROTO	AL	AL		1.340,0	1.220,0	↓ -9%
GARAN	AL	AL		68,0	89,0	↑ 31%
HALKB	TUT	TUT		15,5	15,0	↓ -3%
ISCTR	AL	AL		29,5	34,0	↑ 15%
KRDMD	*	AL	AL	-	40,0	a.d.
MAVI	AL	AL		85,0	190,0	↑ 124%
MGROS	AL	AL		480,0	580,0	↑ 21%
OTKAR	*	TUT	TUT	-	600,0	a.d.
PETKM	*	TUT	TUT	-	25,0	a.d.
PGSUS	AL	AL		630,0	1.000,0	↑ 59%
SOKM	AL	AL		48,0	87,6	↑ 83%
TAVHL	AL	AL		165,0	180,0	↑ 9%
TCELL	*	AL	AL	-	88,8	a.d.
THYAO	AL	AL		360,0	400,0	↑ 11%
TOASO	AL	AL		434,0	330,0	↓ -24%
TSKB	AL	AL		9,8	11,0	↑ 12%
TTKOM	*	AL	AL	-	45,9	a.d.
TTRAK	**	TUT	TUT	-	890,0	a.d.
TUPRS	*	TUT	TUT	-	195,0	a.d.
TURSG	TUT	AL	AL	49,0	62,0	↑ 27%
ULKER	*	TUT	TUT	-	110,0	a.d.
UNLU	TUT	TUT		23,0	23,0	↑ 0%
VAKBN	TUT	TUT		19,5	18,0	↓ -8%

EAG: ENDEKS ALTI GETİRİ * Analist Değişikliği ** Öneri Başlangıcı

4) İnceleme Kapsamımızdaki Şirketlerimiz İçin Tahmin Değişiklikleri

(TL)	Net Satışlar		VAFÖK		Net Kar	
	2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
Banka					-5%	-11%
Sigorta					-6%	17%
Yatırım					-8%	-3%
Sanayi					5%	5%
AKBNK					-7%	-11%
GARAN					-1%	-5%
HALKB					-19%	-36%
ISCTR					-4%	-9%
VAKBN					-6%	-24%
ALBRK					6%	8%
TSKB					-2%	11%
AKGRT					-37%	-7%
ANHYT					-4%	1%
AGESA					-6%	7%
TURSG					-2%	30%
UNLU					-8%	-3%
AEFES	0%	4%	0%	0%	5%	-1%
AGHOL	1%	4%	1%	-5%	15%	7%
AKSEN	7%	52%	-11%	-4%	13%	15%
ALARK	-9%	16%	-57%	-49%	16%	34%
ARCLK	1%	19%	0%	14%	-20%	-44%
ASELS	25%	42%	39%	54%	35%	51%
AYGAZ	2%	17%	-35%	-37%	49%	50%
BIMAS	2%	18%	6%	14%	2%	20%
CCOLA	0%	7%	3%	9%	-1%	4%
ENKAI	-2%	30%	-12%	19%	2%	34%
EREGL	-11%	7%	-13%	-7%	a.d.	-22%
FROTO	-11%	-7%	-7%	-6%	-6%	-9%
KRDMD	-13%	6%	11%	29%	-46%	-35%
MAVI	29%	65%	39%	60%	36%	47%
MGROS	1%	7%	3%	5%	38%	36%
OTKAR	59%	92%	19%	64%	-47%	-2%
PETKM	-37%	-31%	-68%	-44%	5%	-3%
PGSUS	0%	30%	-3%	18%	-23%	-35%
SOKM	1%	23%	-4%	2%	30%	15%
TAVHL	15%	53%	14%	45%	108%	87%
TCELL	14%	44%	21%	44%	53%	52%
THYAO	-1%	6%	-3%	4%	10%	-2%
TOASO	-3%	-23%	-2%	-18%	-6%	-14%
TTKOM	22%	65%	7%	44%	-8%	-10%
TTRAK	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
TUPRS	19%	32%	24%	44%	14%	37%
ULKER	17%	44%	33%	53%	a.d.	-54%

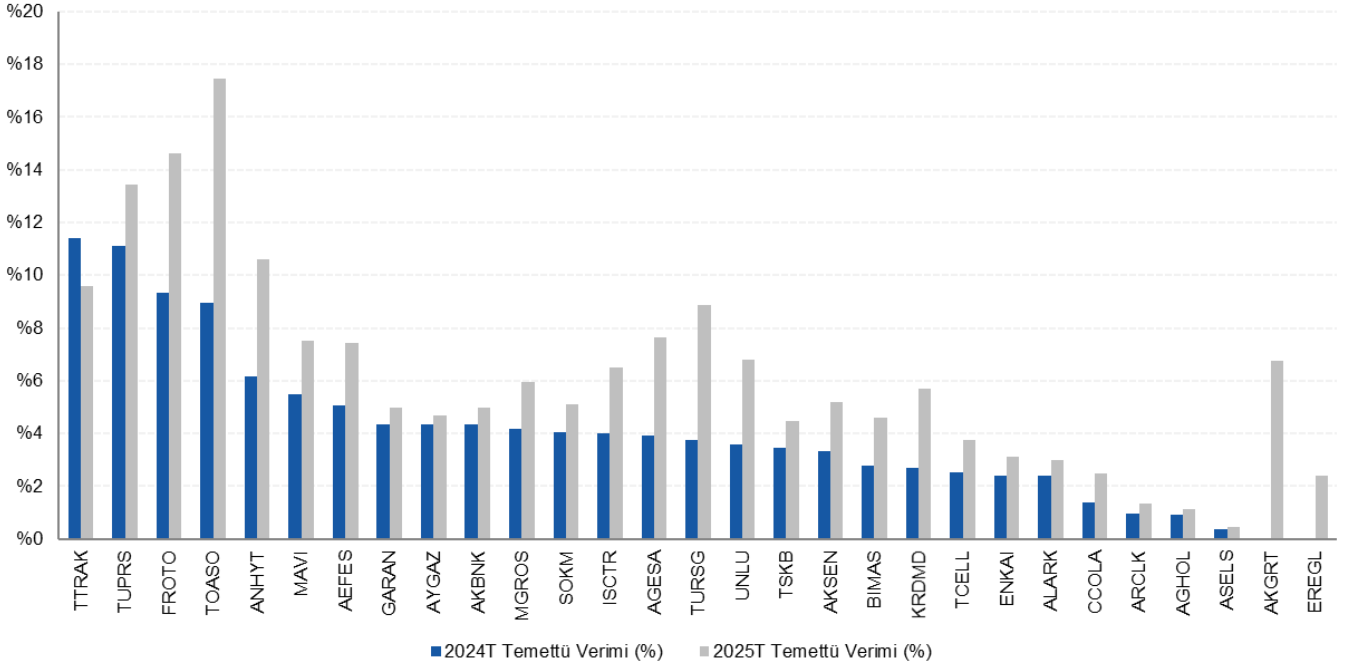
4) İnceleme Kapsamımızdaki Şirketlerin Büyüme Oranları

	Net Satışlar			FAVÖK			Net Kar		
	2022T	2023T	2024T	2022T	2023T	2024T	2022T	2023T	2024T
Banka							17%	17%	55%
Sigorta							270%	68%	28%
Yatırım							54%	59%	44%
Sanayii	54%	59%	36%	54%	49%	39%	45%	39%	42%
AKBNK							8%	15%	49%
GARAN							41%	15%	61%
HALKB							-33%	13%	104%
ISCTR							13%	21%	54%
VAKBN							10%	15%	50%
ALBRK							133%	5%	48%
TSKB							78%	30%	19%
AKGRT							a.d.	132%	54%
ANHYT							92%	38%	21%
AGESA							55%	47%	31%
TURSG							a.d.	77%	26%
UNLU							54%	59%	44%
AEFES	65%	63%	33%	81%	54%	32%	159%	46%	39%
AGHOL	85%	61%	32%	94%	45%	34%	144%	47%	45%
AKSEN	-40%	66%	26%	11%	42%	20%	-3%	33%	24%
ALARK	18%	52%	28%	-1%	41%	18%	16%	27%	26%
ARCLK	54%	52%	35%	82%	53%	33%	-2%	43%	55%
ASELS	78%	63%	34%	69%	60%	32%	66%	28%	7%
AYGAZ	35%	40%	26%	180%	15%	27%	12%	8%	25%
BIMAS	80%	68%	35%	70%	63%	36%	39%	66%	40%
CCOLA	72%	64%	33%	89%	63%	33%	96%	64%	41%
ENKAI	30%	67%	43%	18%	75%	48%	a.d.	70%	36%
EREGL	22%	45%	34%	-24%	55%	69%	a.d.	a.d.	55%
FROTO	94%	69%	41%	91%	41%	39%	88%	25%	39%
KRDMD	38%	49%	29%	32%	66%	39%	-15%	110%	53%
MAVI	89%	61%	30%	92%	49%	28%	93%	37%	19%
MGROS	96%	73%	40%	70%	68%	42%	121%	42%	38%
OTKAR	137%	73%	33%	174%	114%	37%	10%	173%	40%
PETKM	-5%	58%	29%	-30%	204%	55%	-45%	122%	44%
PGSUS	68%	72%	44%	60%	63%	44%	25%	52%	47%
SOKM	80%	67%	38%	60%	57%	38%	59%	27%	37%
TAVHL	91%	77%	44%	85%	76%	50%	194%	33%	60%
TCELL	73%	60%	33%	81%	55%	32%	51%	54%	32%
THYAO	59%	65%	38%	45%	51%	51%	62%	22%	62%
TOASO	53%	81%	91%	52%	41%	62%	100%	30%	70%
TTKOM	69%	65%	30%	42%	73%	32%	76%	61%	67%
TTRAK	116%	26%	37%	237%	-10%	22%	199%	-5%	19%
TUPRS	19%	35%	24%	36%	12%	22%	11%	21%	27%
ULKER	63%	53%	28%	78%	43%	23%	a.d.	76%	29%

5) YKY Temettü Tahminleri

Hisse Kodu	2024T Temettü Verimi (%)	2025T Temettü Verimi (%)
TTRAK	11,4%	9,6%
TUPRS	11,1%	13,4%
FROTO	9,3%	14,6%
TOASO	9,0%	17,4%
ANHYT	6,2%	10,6%
MAVI	5,5%	7,5%
AEFES	5,1%	7,4%
GARAN	4,3%	5,0%
AYGAZ	4,3%	4,7%
AKBNK	4,3%	5,0%
MGROS	4,2%	5,9%
SOKM	4,0%	5,1%
ISCTR	4,0%	6,5%
AGESA	3,9%	7,7%
TURSG	3,8%	8,9%

Hisse Kodu	2024T Temettü Verimi (%)	2025T Temettü Verimi (%)
UNLU	3,6%	6,8%
TSKB	3,4%	4,5%
AKSEN	3,3%	5,2%
BIMAS	2,8%	4,6%
KRDMD	2,7%	5,7%
TCELL	2,5%	3,7%
ENKAI	2,4%	3,1%
ALARK	2,4%	3,0%
CCOLA	1,4%	2,5%
ARCLK	0,9%	1,4%
AGHOL	0,9%	1,1%
ASELS	0,4%	0,4%
AKGRT	0,0%	6,8%
EREGL	0,0%	2,4%



Bankacılık - Artan öngörülebilirlik & İskontolu çarpanlar

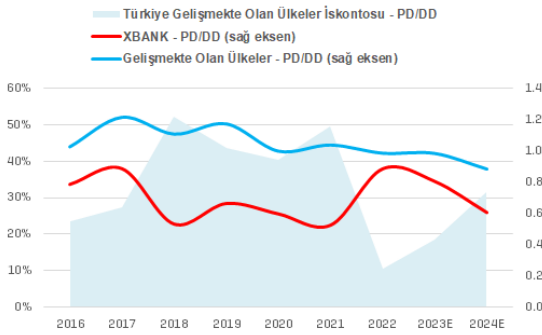
Merkez Bankası politika faiz artışı döngüsünün %45 seviyesinde tamamlanması tahmin ediyoruz ve yılın son çeyreğinden itibaren kademeli olarak faiz indirimlerinin başlamasını öngörüyoruz. TL mevduat faizleri son haftalarda %45-50 seviyelerine yükseldi ve bu seviyelerin korunmasını tahmin ediyoruz. Kredi faizleri ise %50-60 bandında. TL kredi-mevduat makasının 1Ç24'ten sonra çeyreklik bazda belirgin olarak iyileşmesini tahmin ediyoruz. TÜFE'deki düşüş beklentimiz nedeniyle 2024'te TÜFE'ye endeksli tahvil portföylerinden bankaların 2023'e göre daha düşük katkı elde etmelerini bekliyoruz.

2023'te bankacılık sektörünün toplam kredi büyümesi %54 seviyesinde gerçekleşti. Kur etkisi hariç artış yıllık %36 seviyesinde gelişti. 2023'te TL krediler yıllık %54 artış gösterirken yabancı para krediler ise \$ bazında %3 düşüş gösterdi. TL ticari krediler yıllık %45 artış gösterirken, kredi kartları yıllık %160 artış, tüketici kredileri ise yıllık %40 artış gösterdi. 2024'te TL kredi büyümesinin %35 olmasını varsayıyoruz. Kredi büyümesinin ağırlıklı olarak TL ticari kredilerde ve kredi kartlarında olmasını tahmin ediyoruz. Bankaların faaliyet giderleri ve komisyon gelirlerinin 2024'te sırasıyla yaklaşık %60 ve %70 artış kaydetmesini tahmin ediyoruz.

Aktif kalitesinde ise faiz artış döngüsü nedeniyle ekonomik yavaşlama ve takipteki kredilerde artış görmeyi bekliyoruz. Fakat bankalar son yıllarda kredi karşılık oranlarını ve serbest karşılıklarını ihtiyatlılık doğrultusunda yükselttiler ve bu sayede takipteki kredilerdeki artışın bankaların karşılık giderlerine yansımalarının sınırlı olmasını tahmin ediyoruz. Hâlihazırda oldukça yüksek ayrılan karşılıklar sayesinde bu durumun risk maliyetlerini ve karlılıkları baskılamasını öngörüyoruz.

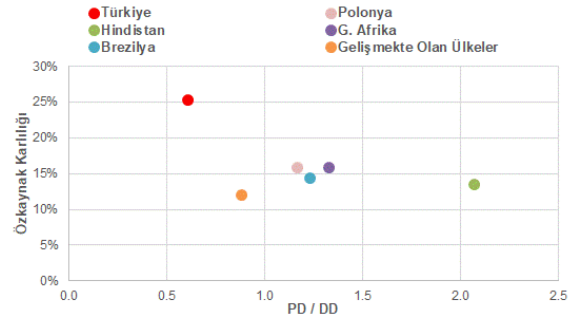
Bu raporda tahminlerimizde bazı revizyonlara gittik. 2024'te 3 büyük özel bankanın net karının yaklaşık %17 artış göstermesini bekliyoruz (2023T: %20 kar artışı). 2024 tahminlerimize göre takibimizdeki 3 büyük özel banka 0.85x PD/DD ve 3x F/K ile işlem görmektedir ve ortalama özkaynak karlılığını %32 seviyesinde tahmin ediyoruz (2023T: %37). **Tercih ettiğimiz ve AL tavsiyemiz olan bankalar Garanti, Akbank, TSKB ve İş Bankası** olmaya devam ediyor. Bloomberg piyasa tahminlerine göre XBANK'ın 12-ay ileri dönük PD/DD ve F/K oranları sırasıyla 0.6x ve 2.4x seviyesindedir. XBANK'ın gelişmekte olan ülke bankalarına göre PD/DD çarpanı iskontosu %30 seviyesindedir.

Grafik 1: XBANK & Gelişmekte Olan Ülkeler (PD/DD)



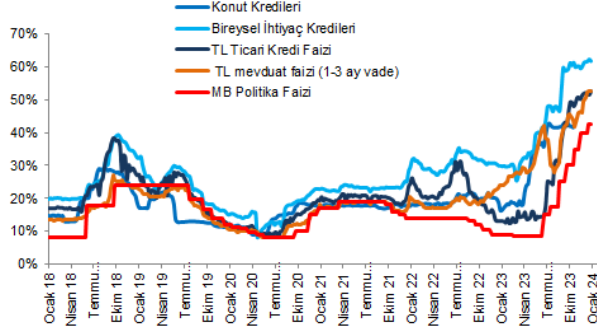
Kaynak: Bloomberg

Grafik 2: XBANK & Gelişmekte Olan Bankalar (2024T)



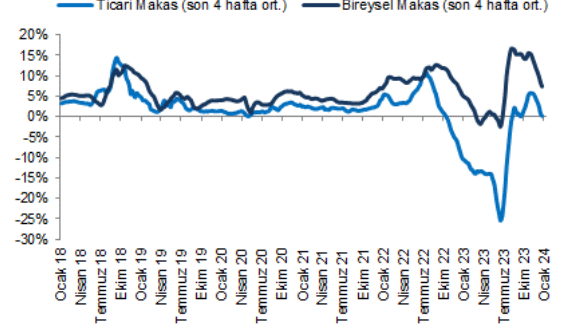
Kaynak: Bloomberg

Grafik 3: TL Kredi & Mevduat Faizleri



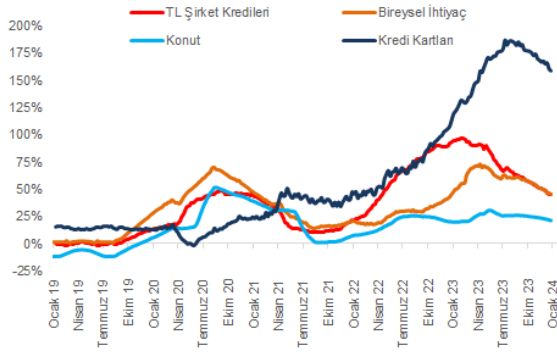
Kaynak: Merkez Bankası

Grafik 4: TL Kredi & Mevduat Faizi Makası (son 4 hafta ortalama)



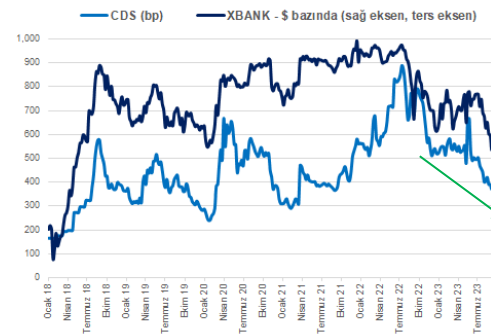
Kaynak: Merkez Bankası

Grafik 5: TL Kredi Büyümesi (Segment Bazında)



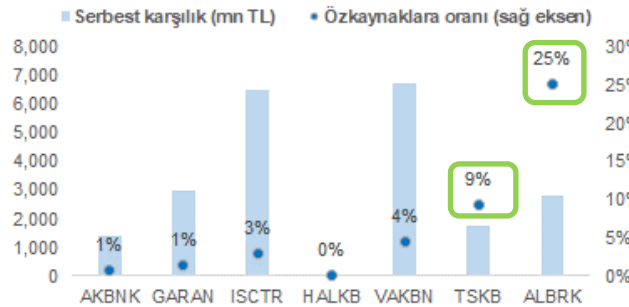
Kaynak: BDDK

Grafik 6: Türkiye CDS & XBANK (\$ bazlı)



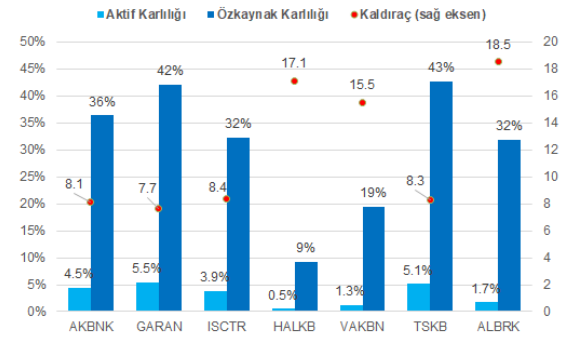
Kaynak: Bloomberg

Grafik 7: Serbest Karşılıklar



Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

Grafik 8: Aktif Karlılığı & Özkaynak Karlılığı & Kaldıraç



Kaynak: YKY Araştırma, Şirket Finansalları

AKBNK, GARAN, ISCTR ve TSKB için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. AKBNK ve TSKB'yi Model Portföy'ümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Katalistler:

- Swapların kademeli açılması yabancı yatırımcıların Türkiye sermaye piyasalarına girişini hızlandıracaktır
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının potansiyel not/görünüm artışları
- İleri dönük enflasyon beklentilerinde düşüş ve Merkez Bankası politika faizinde 4Ç24'ten itibaren düşüş başlaması, bu sayede banka karlarının 2025'te kuvvetli gelişecek olması beklentisi

Riskler:

- Ortodoks olmayan politikalar
- Politik & Jeopolitik riskler
- Banka karlılıklarını olumsuz etkileyebilecek olumsuz düzenlemelerin gelmesi

Tablo 1: YKY Bankacılık Tahminleri

Sadece Banka Finansallar (milyon TL)	AKBNK	GARAN	ISCTR	HALKB	VAKBN	TSKB	ALBRK	5 Büyük Banka Ort.	3 Özel Büyük Banka Ort.
Hisse Fiyatı	43.26	67.80	25.96	12.95	14.79	7.51	3.98		
Hedef Fiyat	58.00	89.00	34.00	15.00	18.00	11.00	4.90		
Potansiyel	34%	31%	31%	16%	22%	46%	23%		
Tavsiye	AL	AL	AL	TUT	TUT	AL	TUT		
Net Kâr									
2021	12,126	13,514	13,468	1,508	4,175	1,089	104		
2022	60,024	58,509	61,537	14,754	24,017	4,055	1,365		
2023T	64,929	82,389	69,418	9,954	26,351	7,228	3,181		
2024T	74,487	94,530	84,341	11,226	30,187	9,414	3,325		
2025T	110,752	152,244	130,199	22,876	45,307	11,238	4,931		
YKY Yıllık Net Kâr Büyümesi									
2021	93%	117%	98%	-42%	-17%	49%	-59%	66%	102%
2022	395%	333%	357%	879%	475%	272%	1208%	389%	360%
2023T	8%	41%	13%	-33%	10%	78%	133%	16%	20%
2024T	15%	15%	21%	13%	15%	30%	5%	16%	17%
2025T	49%	61%	54%	104%	50%	19%	48%	57%	55%
F/K (x)									
2021	2.5	2.9	1.9	7.9	3.5	3.7	23.0	3.8	2.4
2022	0.9	1.3	1.0	2.1	1.7	1.8	3.1	1.4	1.1
2023T	3.5	3.5	3.7	9.3	5.6	2.9	3.1	5.1	3.6
2024T	3.0	3.0	3.1	8.3	4.9	2.2	3.0	4.5	3.0
2025T	2.0	1.9	2.0	4.1	3.2	1.9	2.0	2.6	2.0
PD/DD (x)									
2021	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.3	0.4
2022	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
2023T	1.1	1.2	1.1	0.7	0.9	1.0	0.8	1.0	1.1
2024T	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
2025T	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
Temettü Verimi									
2021	0.3%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
2022	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%
2023	4.0%	3.1%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	3.5%
2024T	4.3%	4.3%	4.0%	0.0%	0.0%	3.4%	0.0%	2.5%	4.2%
2025T	5.0%	5.0%	6.5%	0.0%	0.0%	4.5%	0.0%	3.3%	5.5%
Sermaye Kârlılığı									
2021	17%	19%	17%	3%	8%	17%	2%	13%	18%
2022	52%	50%	44%	22%	30%	41%	21%	40%	49%
2023T	36%	42%	32%	9%	19%	43%	32%	28%	37%
2024T	32%	34%	31%	9%	17%	37%	25%	24%	32%
2025T	35%	39%	35%	16%	21%	32%	28%	29%	36%

Kaynak: YKY Araştırma

AKBANK

Güçlü özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar

Akbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 58TL olarak yukarı yönlü revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 45TL). Hedef fiyatımızı arttırmamızda uzun vade özkaynak karlılığı beklentimizi yukarı çekmemiz ana etken oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %34 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Akbank güncel 2024 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın 2023 net karından %4 temettü verimliliği ile temettü dağıtmasını tahmin ediyoruz. Akbank Eylül22'den beri Model Portföy'ümüzdedir ve XU100'a göre %58 getiri elde etti.

- Güçlü sermaye oranları:** Akbank'ın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %19.7 ve %16.5 seviyesinde ve bu seviyeler rakiplerinin oldukça üzerinde. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var. Banka için 2023 net karından yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- İhtiyatlı karşılık ayrılması sayesinde güçlü rezervler:** Banka 2023'te takipteki krediler toplam karşılık oranını %168 seviyesine yükseltti. Ayrıca toplam serbest karşılık rakamı ise 1.4 milyar TL.
- TL marjlarda iyileşme & TÜFE'ye endeksli tahvillerden azalan katkı:** Akbank, bankalar arasında en yüksek TÜFE'ye endeksli tahvile sahip bankalardan biri (toplam varlıkların yaklaşık %10'u). 2024'te TÜFE'de beklediğimiz düşüş nedeniyle TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünden daha sınırlı katkı öngörüyoruz.
- Çarpanlar cazip:** Akbank güncel 2024 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığının 2024'te %32 olmasını tahmin ediyoruz (2023T: %36). %29 ortalama özkaynak maliyeti varsayımımıza göre bankanın 2024T PD/DD çarpanının 1x-1.1x seviyesinde makul olarak değerlendiriyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklentiden fazla yavaşlama, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	60,024	395%	64,929	8%	74,487	15%	110,752	49%
Özsermaye	153,600	102%	203,493	32%	268,249	32%	367,837	37%
F/K (x)	0.9		1.9		3.0		2.0	
F/DD (x)	0.4		0.6		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	11.54		12.49		14.32		21.30	
Temettü Verimi (*)	3.2%		9.3%		4.3%		5.0%	
Sermaye Karlılığı	52.3%		36.4%		31.6%		34.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL58.00

Potansiyel Getiri

34%

Fiyat Bilgileri

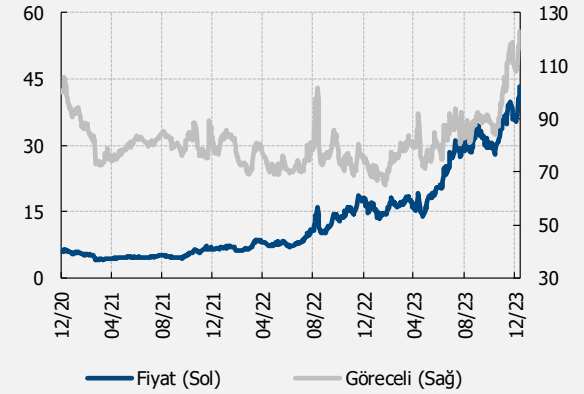
Kodu	AKBNK.TI / AKBNK.IS
Kapanış Fiyatı	TL43.26
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	224,952 / 7,494
Hisse Sayısı (mn)	5200
Saklama Oranı	52%

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	16%	13%
3 Aylık	31%	36%
1 Yıllık	186%	74%
Sene başından itibaren	18%	11%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Akbank - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	22,835	76,872	63,966	120,817	156,789
Net türev ve kur kar/zararı	5,788	14,208	33,313	293	7,616
Türev& Kur arındırılmış net faiz geliri	28,623	91,080	97,279	121,109	164,405
Ticari gelir	661	852	3,100	0	0
Komisyon geliri	5,233	10,316	30,900	54,645	85,913
Diğer gelirler	2,244	3,736	4,069	4,819	5,845
Toplam gelirler	36,761	105,982	135,348	180,573	256,163
Faaliyet Giderleri	9,326	19,138	44,593	70,375	100,083
Karşılık öncesi gelirler	27,435	86,844	90,755	110,198	156,081
Karşılık gideri	12,931	10,690	15,713	16,725	16,623
Faaliyet Geliri	14,503	76,154	75,042	93,473	139,458
İştirakler gelirleri	1,563	3,106	7,610	12,937	18,758
Vergi Öncesi gelir	16,066	79,260	82,652	106,410	158,216
Vergi gideri	3,940	19,236	17,723	31,923	47,465
Net Kar	12,126	60,024	64,929	74,487	110,752

Bilanço	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	708,911	1,075,186	1,817,608	2,454,149	3,222,055
Nakit ve Benzeri Değerler	143,362	160,592	334,352	451,444	592,701
Krediler	334,733	538,837	852,771	1,218,959	1,669,755
Takipteki Krediler	17,769	16,907	17,908	25,650	30,418
Menkul Kıymetler	153,074	266,161	452,472	506,769	567,581
Mevduatlar	413,261	679,325	1,147,932	1,508,843	1,959,109
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	29,542	22,440	23,786	26,640	29,837
Özkaynaklar	75,955	153,600	203,493	268,249	367,837

Temel Göstergeler	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	17.5%	52.3%	36.4%	31.6%	34.8%
Aktif karlılığı	2.1%	6.7%	4.5%	3.5%	3.9%
Faaliyet gideri artışı	21%	105%	133%	58%	42%
Net kar artışı	93%	395%	8%	15%	49%
Net faiz marjı (swap dahil)	3.3%	8.7%	4.7%	5.1%	5.7%
Takipteki Krediler Oranı	5.0%	3.0%	2.0%	2.1%	1.8%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.1%	0.9%	1.7%	1.2%	0.8%
Gider/Gelir oranı	24%	18%	31%	36%	36%
Kredi büyümesi	42%	62%	59%	41%	37%
Mevduat büyümesi	54%	64%	69%	31%	30%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

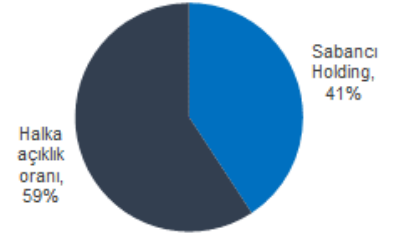
Şirket Tanımı

Akbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Ekonomik büyümeyi ivme kazanması aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Enflasyon beklentilerinde düşüş

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



ALBARAKA

Makul değerlendirme

Albaraka için 12 aylık hedef fiyatımızı 4.9TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 4.7TL) ve TUT tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız güncel fiyata göre %23 yukarı potansiyel taşımaktadır. Albaraka güncel 2024 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın sermaye karlılığının 2023'te %32 seviyesinden 2024'te %25 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

- Aktif kalitesi için tamponlar oldukça güçlendirildi:** Banka özellikle 2022 ve 2023'te kredi portföyünün karşılık oranlarını ihtiyatlılık doğrultusunda belirgin olarak yükseltti. Toplam karşılık %242'ye yükselirken buna ek olarak toplam serbest karşılık stoğu 2.8 milyar TL'ye ulaştı. Bu toplamın 1 milyar TL'si 2023'ün ilk 9 ayında ayrıldı. 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %9.1 seviyesindedir.
- Karlılık artışı sermaye oranlarını destekledi:** Sermaye yeterliliği ve çekirdek sermaye oranları (BDDK esneklikleri hariç) sırasıyla yaklaşık %16 ve %9 seviyesindedir. Serbest karşılıklar hariç sermaye oranları yaklaşık 250 baz puan daha yüksek olmaktadır.
- 2024'te özkaynak karlılığında sınırlı düşüş bekliyoruz:** Albaraka'nın 2024'te özkaynak karlılığının diğer mevduat bankalardaki gibi düşüş göstermesini tahmin ediyoruz. Sonuç olarak Albaraka'nın sermaye karlılığını 2024'te %25 olarak tahmin ediyoruz (2023T: %32).
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde beklentimizden daha fazla bir bozulmaya sebep olabilir, ii) Düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	1,365	a.d.	3,181	133%	3,325	5%	4,931	48%
Özsermaye	8,119	75%	11,878	46%	15,203	28%	20,133	32%
F/K (x)	3.1		2.7		3.0		2.0	
F/DD (x)	0.5		0.7		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.55		1.27		1.33		1.97	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	21.4%		31.8%		24.6%		27.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL4.90

Potansiyel Getiri

23%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ALBRK.TI / ALBRK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL3.98
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	9,950 / 331
Hisse Sayısı (mn)	2500
Saklama Oranı	38%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	133.25 / 4.66

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

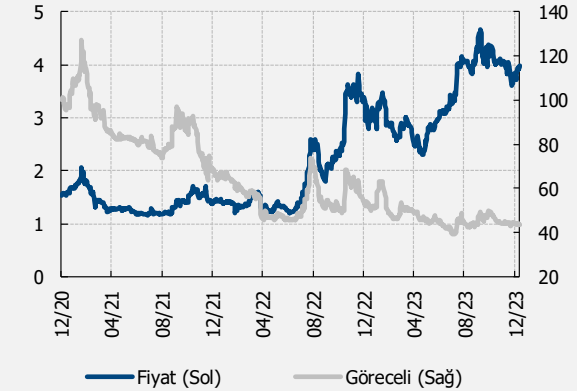
1 Aylık	4.04 / 3.60
1 Yıllık	4.66 / 2.31
Sene başından itibaren	3.98 / 3.72

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	-3%
3 Aylık	-12%	-10%
1 Yıllık	35%	-18%
Sene başından itibaren	4%	-3%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

ALBRK - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	1,693	5,382	6,701	9,834	11,293
Net türev ve kur kar/zararı	209	1,009	4,165	1,600	1,600
Komisyon geliri	1,903	6,391	10,866	11,434	12,893
Ticari gelir	-73	1,872	1,006	0	0
Temettü geliri	406	645	2,145	3,630	5,379
Diğer gelirler	1,143	1,658	1,446	1,858	2,694
Toplam gelirler	3,378	10,565	15,464	16,921	20,966
Faaliyet Giderleri	1,462	2,234	4,598	7,604	10,931
Karşılık öncesi gelirler	1,916	8,331	10,867	9,317	10,035
Karşılık gideri	1,835	6,017	6,005	4,568	2,992
Faaliyet Geliri	81	2,314	4,862	4,749	7,044
İştirakler gelirleri	1	1	0	0	0
Vergi Öncesi gelir	81	2,315	4,862	4,749	7,044
Vergi gideri	-23	950	1,681	1,425	2,113
Net Kar	104	1,365	3,181	3,325	4,931

Bilanço	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	108,955	146,340	224,164	301,864	388,779
Nakit ve Benzeri Değerler	31,795	32,205	58,014	78,167	100,673
Krediler	56,116	71,716	103,036	144,562	187,497
Takipteki Krediler	3,783	1,468	1,863	2,942	3,520
Menkul Kıymetler	17,238	35,387	49,539	59,446	71,335
Mevduatlar	91,237	112,676	152,592	203,496	242,185
Alınan krediler	6,259	4,412	7,942	8,339	8,756
Özkaynaklar	4,627	8,119	11,878	15,203	20,133

Temel Göstergeler	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	2.4%	21.4%	31.8%	24.6%	27.9%
Aktif karlılığı	0.1%	1.1%	1.7%	1.3%	1.4%
Faaliyet gideri artışı	16%	53%	106%	65%	44%
Net kar artışı	-59%	1208%	133%	5%	48%
Net faiz marjı	2.1%	4.3%	3.8%	3.9%	3.5%
Takipteki Krediler Oranı	6.4%	2.0%	1.7%	2.0%	1.8%
Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.2%	4.0%	3.3%	2.2%	0.3%
Gider/Gelir oranı	43%	21%	30%	45%	52%
Kredi-Mevduat oranı	61%	65%	69%	72%	78%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

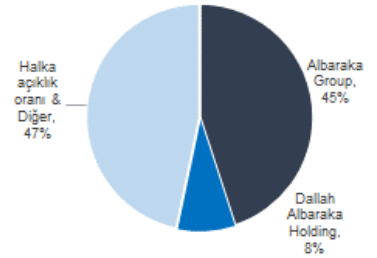
Şirket Tanımı

Albaraka katılım bankacılığı alanında faaliyet gösteren bir banka. Hem bireysel hem kurumsal müşterilere servis sağlamaktadır.

Katalizörler: i) Ekonomik büyüme ivme kazanması aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Enflasyon beklentilerinde düşüş

Riskler: i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde beklentimizden daha fazla bir bozulmaya sebep olabilir, ii) Düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



GARANTİ

Yüksek özkaynak karlılığı daha yüksek çarpanı hak etmektedir

Garanti için 12 aylık hedef fiyatımızı 89TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 68TL). Hedef fiyatımızı arttırmamızda daha yüksek uzun vade özkaynak karlılığı beklentimiz etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %31 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Garanti güncel 2024 tahminlerimize göre 0.9x PD/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir.

- Güçlü sermaye oranları:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %18.3 ve %16.1 seviyelerinde. Bankanın kaldıraç oranı da yaklaşık 8x gibi görece düşük bir seviyede.
- Muhafazakar aktif kalitesi yönetimi ve güçlü tamponlar:** Garanti 3 milyar TL serbest karşılığa sahip ve bu durum oynaklığın arttığı dönemlerde banka için tampon olacaktır. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %245 ve %70 seviyelerinde ve bu oranlar rakiplerine göre daha yüksek düzeyde. Bankanın ayrıca 3 milyar TL serbest karşılığı bulunmaktadır.
- Halka açıklık oranı düşük:** BBVA'in Garanti'de payı 86% seviyesinde (2022 yılındaki çağrı öncesi %49.8), halka açıklık oranı ise %14 seviyesine geriledi. Bu nedenle banka Mayıs 2022 sonunda MSCI endekslerinden çıkarıldı.
- Yüksek özkaynak karlılığı ve güçlü sermaye oranlarına göre daha yüksek PD/DD çarpanını hak etmektedir:** 2024'te sermaye karlılığının %34 seviyesinde öngörüyoruz (2023T: %42). Bu özkaynak karlılığı seviyesine göre bankanın 2024T PD/DD çarpanınının 1.1x seviyesine ulaşmasını makul değerlendiriyoruz. Banka için 2023 net karından yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) BBVA'in halka açıklığı arttırmak doğrultusunda hisse satışı hissede kısa vadeli baskıya neden olabilir.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	58,509	348%	82,389	41%	94,530	15%	152,244	61%
Özsermaye	152,685	94%	239,077	57%	321,249	34%	459,315	43%
F/K (x)	1.3		2.0		3.0		1.9	
F/DD (x)	0.5		0.7		0.9		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	13.93		19.62		22.51		36.25	
Temettü Verimi (*)	2.1%		7.1%		4.3%		5.0%	
Sermaye Karlılığı	50.5%		42.1%		33.7%		39.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL89.00
Potansiyel Getiri	31%

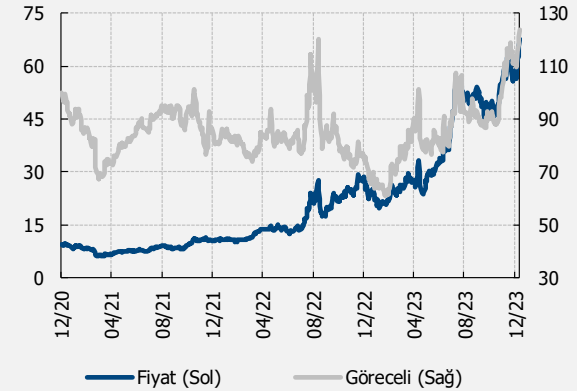
Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
Kapanış Fiyatı	TL67.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	284,760 / 9,487
Hisse Sayısı (mn)	4200
Saklama Oranı	14%

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	67.80 / 55.75
1 Yıllık	67.80 / 19.57
Sene başından itibaren	67.80 / 56.50

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	14%	11%
3 Aylık	36%	40%
1 Yıllık	198%	80%
Sene başından itibaren	16%	9%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	33,640	83,319	72,544	117,073	210,265
Net türev ve kur kar/zararı	1,176	9,630	27,737	6,220	-6,944
Ticari gelir	2,662	-1,103	1,809	0	0
Komisyon geliri	8,501	16,628	39,788	69,708	99,937
Diğer gelirler	8,980	11,974	26,784	35,485	41,643
Toplam gelirler	54,959	120,447	168,662	228,486	344,901
Faaliyet Giderleri	12,673	22,909	47,743	75,457	110,055
Karşılık öncesi gelirler	42,286	97,538	120,919	153,029	234,846
Karşılık gideri	27,019	27,310	36,216	39,272	48,219
Faaliyet Geliri	15,266	70,228	84,703	113,757	186,628
İştirakler gelirleri	2,480	5,375	12,900	21,286	30,864
Vergi Öncesi gelir	17,746	75,603	97,603	135,043	217,492
Vergi gideri	4,232	17,094	15,214	40,513	65,248
Net Kar	13,514	58,509	82,389	94,530	152,244

Bilanço					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	758,880	1,152,172	1,851,418	2,482,980	3,312,971
Nakit ve Benzeri Değerler	167,274	161,000	397,331	527,313	703,562
Krediler	398,058	632,361	1,010,712	1,431,448	1,987,428
Takipteki Krediler	16,071	17,613	19,714	34,703	46,016
Menkul Kıymetler	93,072	187,992	263,188	284,243	306,982
Mevduatlar	513,240	790,664	1,374,722	1,872,282	2,356,237
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	21,843	12,873	9,011	10,362	11,917
Özkaynaklar	79,981	152,685	239,077	321,249	459,315

Temel Göstergeler					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	19.0%	50.3%	42.1%	33.7%	39.0%
Aktif karlılığı	2.2%	6.1%	5.5%	4.4%	5.3%
Komisyon geliri büyümesi	42%	96%	139%	75%	43%
Faaliyet gideri artışı	26%	81%	108%	58%	46%
Net kar artışı	117%	333%	41%	15%	61%
Net faiz marjı	6.4%	9.4%	5.2%	6.0%	8.0%
Takipteki Krediler Oranı	3.8%	2.6%	1.9%	2.3%	2.2%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	3.2%	2.8%	2.2%	1.4%	1.3%
Gider/Gelir oranı	22%	18%	26%	30%	29%
Kredi büyümesi	36%	59%	59%	40%	38%
Mevduat büyümesi	60%	54%	74%	36%	26%
Kredi-Mevduat oranı	80%	82%	76%	78%	85%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

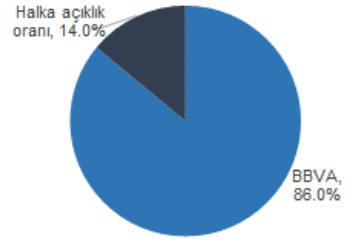
Şirket Tanımı

Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Enflasyon beklentilerinde düşüş

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) BBVA'nın halka açıklığı artırmak doğrultusunda hisse satışı hissede kısa vadeli baskıya neden olabilir

Ortaklık Yapısı



HALKBANK

Özel bankaların gerisinde özkaynak karlılığı
& çekirdek sermaye oranı

Halkbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 15TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 15.5TL). 12 aylık hedef fiyatımız %16 sınırlı getiri potansiyeline işaret etmektedir. Halkbank güncel 2024 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 8.3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özel bankalara göre daha düşük özkaynak karlılığı ve sermaye oranları nedeniyle çarpanları makul olarak değerlendiriyoruz.

- Marjlarda diğer bankaların gerisinde gelişim:** Bankanın TL fonlamasının toplam fonlama içindeki payının yaklaşık %60 gibi yüksek bir seviyede. Bu nedenle TL fonlama faizlerindeki artıştan banka görece daha olumsuz etkilenmektedir.
- Aktif kalitesinde tamponlar son yıllarda güçlendirildi:** Olumlu olarak 2022 ve 2023 yıllarında ihtiyatlılık doğrultusunda ayrılan yüksek karşılıklar sayesinde Halkbank'ın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %269 ve %81 seviyelerine yükseldi. Bankanın serbest karşılığı bulunmamaktadır. 2. evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %6.1 ile rakiplerinin altındadır.
- Sermaye oranları özel bankaların gerisinde:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %12 ve %9 seviyelerinde ve bu seviyeler özel bankaların belirgin gerisinde. Bankanın 2023 net karından temettü ödememesini öngörüyoruz.
- 2024'te özkaynak karlılığının diğer bankaların gerisinde kalmaya devam etmesini tahmin ediyoruz:** Halkbank'ın 2024'te sermaye karlılığının 2023'teki yaklaşık %9 seviyesinde yatay kalmasını öngörüyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklentilerden fazla yavaşlama, ii) Karlılığı azaltıcı düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	14,754	a.d.	9,954	-33%	11,226	13%	22,876	104%
Özsermaye	89,844	107%	124,695	39%	135,921	9%	158,797	17%
F/K (x)	2.1		8.6		8.3		4.1	
F/DD (x)	0.4		0.7		0.7		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	2.97		1.39		1.56		3.18	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	22.1%		9.3%		8.6%		15.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL15.00

Potansiyel Getiri

16%

Fiyat Bilgileri

Kodu	HALKB.T1 / HALKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL12.95
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	93,043 / 3,100
Hisse Sayısı (mn)	7184.778042
Saklama Oranı	9%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	624.42 / 21.70

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

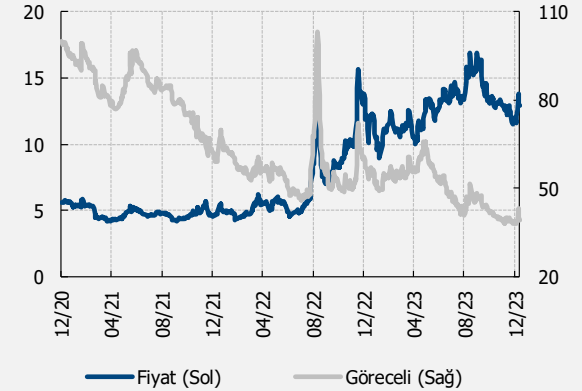
1 Aylık	13.79 / 11.49
1 Yıllık	16.92 / 8.99
Sene başından itibaren	13.79 / 11.59

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	-2%
3 Aylık	-19%	-16%
1 Yıllık	-20%	-27%
Sene başından itibaren	8%	1%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

HALKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	25,160	68,245	42,373	62,067	105,594
Net türev ve kur kar/zararı	-12,757	-6,081	-14,573	-23,863	-20,524
Komisyon geliri	12,403	62,164	27,800	38,204	85,070
Ticari gelir	38	205	3,340	0	0
Temettü geliri	4,088	8,462	17,405	29,288	42,572
Diğer gelirler	6,267	3,573	12,904	12,601	15,520
Toplam gelirler	22,796	74,404	61,448	80,092	143,162
Faaliyet Giderleri	9,670	17,716	47,955	63,527	92,028
Karşılık öncesi gelirler	13,126	56,688	13,493	16,566	51,135
Karşılık gideri	11,913	36,970	3,176	1,149	19,323
Faaliyet Geliri	1,213	19,718	10,317	15,417	31,811
İştirakler gelirleri	193	426	443	620	869
Vergi Öncesi gelir	1,406	20,144	10,760	16,037	32,680
Vergi gideri	-102	5,390	806	4,811	9,804
Net Kar	1,508	14,754	9,954	11,226	22,876

Bilanço	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	901,217	1,392,140	2,279,021	2,878,807	3,725,742
Nakit ve Benzeri Değerler	126,959	166,171	386,429	487,550	630,985
Krediler	517,208	789,276	1,281,384	1,703,345	2,324,541
Takipteki Krediler	16,297	18,594	19,033	34,044	37,893
Menkul Kıymetler	223,301	374,181	523,852	570,998	622,388
Mevduatlar	625,904	1,060,923	1,830,503	2,515,726	3,293,514
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	6,413	8,976	10,771	12,926	15,511
Özkaynaklar	43,500	89,844	124,695	135,921	158,797

Temel Göstergeler	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	3.5%	22.1%	9.3%	8.6%	15.5%
Aktif karlılığı	0.2%	1.3%	0.5%	0.4%	0.7%
Komisyon geliri büyümesi	56%	107%	106%	68%	45%
Faaliyet gideri artışı	21%	83%	171%	32%	45%
Net kar artışı	-42%	879%	-33%	13%	104%
Net faiz marjı	3.5%	6.4%	2.3%	2.5%	3.3%
Takipteki Krediler Oranı	3.0%	2.2%	1.4%	1.9%	1.6%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.7%	5.1%	0.0%	-0.1%	0.7%
Gider/Gelir oranı	42%	24%	77%	79%	64%
Kredi-Mevduat oranı	84%	78%	72%	68%	71%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

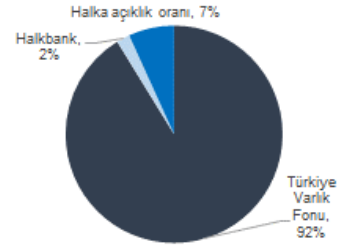
Sirket Tanımı

Halkbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Enflasyon beklentilerinde düşüş

Riskler: i) Ekonomik büyümede belirgin yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir ii) Düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



İŞBANKASI

Güçlü iştirak katkısı & cazip değerlendirme

İşbankası için 12 aylık hedef fiyatımızı 34TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (eski hedef fiyat 29.5TL). 12 aylık hedef fiyatımız %31 getiri potansiyeline işaret etmektedir. İşbankası güncel 2024 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 3.1x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın 2023'te BIST100'e göre yaklaşık %40 görece daha güçlü hisse performansında iştiraklerinden artan karlılık katkısı ve güçlenen sermaye oranlarının en temel etkenler olduğunu düşünüyoruz.

- Sermaye yeterlilik oranları son yıllarda oldukça kuvvetlendi:** Bankanın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %18 ve %14.6 seviyelerindedir.
- Karşılık oranı ve tamponlar güçlendirildi:** İşbankası'nın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %178 ve %81 seviyelerinde. Bankanın serbest karşılık stoğu da 6.5 milyar TL seviyesine ulaştı.
- İştirak gelirleri karlılığı destekliyor & iyileşen net aktif değer iskontosu:** 2024'te bankanın toplam iştirak gelirlerinin 61 milyar TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz (yıllık %65 artış). Bankanın güncel piyasa değerinin net aktif değerine göre iskontosu %35 seviyesindedir. Bu iskonto 2023'ün ilk yarısında yaklaşık %60 seviyesindeydi. Banka Ağustos 2023'te iştiraklerinin yeni bir holding çatısı altında toplanacağını açıklamıştı.
- Halen iskontolu çarpanlar:** Banka için 2024'te yaklaşık %31 özkaynak karlılığı hesaplıyoruz (2023T: %32). Bu sayede 2024T PD/DD'nin 1x olmasını ortalama %29 özkaynak maliyeti varsayımımıza göre makul olarak değerlendiriyoruz.
- Riskler:** i) Düzenlemeler ii) İştirak yapılanma işleminde gecikme, iii) Bankanın düşük&sabit faizli devlet tahvili portföyü yaklaşık 100 milyar TL (aktiflerin %5'i).

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	61,537	357%	69,418	13%	84,341	21%	130,199	54%
Özsermaye	191,376	120%	239,085	25%	313,013	31%	426,344	36%
F/K (x)	1.0		2.4		3.1		2.0	
F/DD (x)	0.3		0.7		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	6.15		6.94		8.43		13.02	
Temettü Verimi (*)	3.5%		7.1%		4.0%		6.5%	
Sermaye Karlılığı	44.2%		32.3%		30.6%		35.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL34.00
Potansiyel Getiri	31%

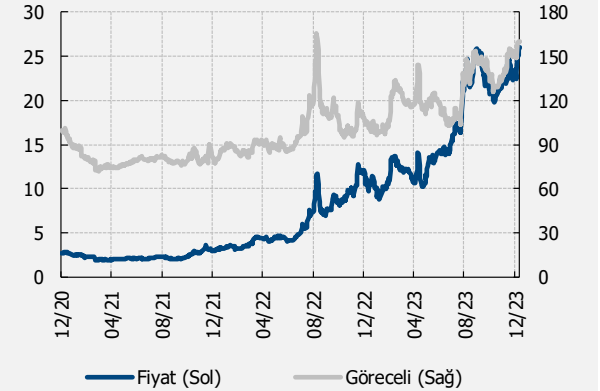
Fiyat Bilgileri

Kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL25.96
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	259,599 / 8,649
Hisse Sayısı (mn)	9999.97
Saklama Oranı	31%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,751.02 / 129.75

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	25.96 / 22.30
1 Yıllık	25.96 / 8.84
Sene başından itibaren	25.96 / 22.44

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	16%	12%
3 Aylık	5%	9%
1 Yıllık	157%	56%
Sene başından itibaren	11%	4%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

ISCTR - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	30,941	75,203	64,982	121,081	198,068
Net türev ve kur kar/zararı	-5,506	1,208	12,673	-3,702	-2,635
Komisyon geliri	25,435	76,411	77,654	117,379	195,433
Ticari gelir	357	3,315	3,949	0	0
Temettü geliri	7,620	16,147	38,859	69,422	98,931
Diğer gelirler	4,402	6,081	14,484	18,769	24,702
Toplam gelirler	37,813	101,953	134,946	205,570	319,066
Faaliyet Giderleri	15,912	34,029	73,803	128,594	203,437
Karşılık öncesi gelirler	21,902	67,924	61,144	76,976	115,629
Karşılık gideri	14,450	15,804	17,199	25,751	30,814
Faaliyet Geliri	7,452	52,120	43,945	51,225	84,815
İştirakler gelirleri	8,024	21,829	37,109	61,230	88,784
Vergi Öncesi gelir	15,476	73,949	81,054	112,455	173,599
Vergi gideri	2,008	12,411	11,636	28,114	43,400
Net Kar	13,468	61,537	69,418	84,341	130,199

Bilanço					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	926,566	1,408,318	2,192,266	2,824,729	3,499,779
Nakit ve Benzeri Değerler	206,051	221,964	468,580	507,206	549,016
Krediler	514,205	782,421	1,066,346	1,494,571	1,971,547
Takipteki Krediler	20,830	23,134	20,165	34,028	41,617
Menkul Kıymetler	155,892	280,999	403,506	459,997	524,396
Mevduatlar	595,624	931,074	1,483,743	1,939,621	2,441,393
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	30,636	28,314	50,965	57,081	63,931
Özkaynaklar	86,839	191,376	239,085	313,013	426,344

Temel Göstergeler					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	17.4%	44.2%	32.3%	30.6%	35.2%
Aktif karlılığı	1.8%	5.3%	3.9%	3.4%	4.1%
Komisyon geliri büyümesi	36%	112%	141%	79%	43%
Faaliyet gideri artışı	35%	114%	117%	74%	58%
Net kar artışı	98%	357%	13%	21%	54%
Net faiz marjı	4.7%	7.0%	3.9%	5.5%	7.3%
Takipteki Krediler Oranı	4.1%	3.0%	1.8%	2.2%	2.1%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.6%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%
Gider/Gelir oranı	35%	27%	43%	48%	50%
Kredi büyümesi	43%	54%	43%	39%	32%
Mevduat büyümesi	61%	56%	59%	31%	26%
Kredi-Mevduat oranı	83%	82%	73%	78%	81%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

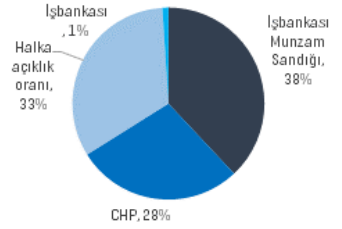
Şirket Tanımı

İşbankası bireysel ve kurumsal müşterilere bankacılık hizmeti vermektedir. Ayrıca varlık yönetimi, özel bankacılık, sermaye piyasaları ve sigorta alanlarında da Türkiye'deki yaygın şube ağı sayesinde aktiftir. Bankanın cam sektörünün önde gelen firmalarında da ortaklığı bulunmaktadır.

Katalizörler: i) Ekonomik büyümeyi ivme kazanması aktif kalitesini destekleyecektir, ii) Enflasyon beklentilerinde düşüş

Riskler: i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Regülasyon, iii) İştirak yapılanma işleminde gecikme, iv) Bankanın düşük&sabit faizli tahvil portföyü yaklaşık 100 milyar TL (aktiflerin %5'i). Bu konuda bankaların aleyhine bir adım atılması halinde (eğer adım atılırsa) İşbankası diğer bankalardan daha olumsuz etkileyebilir

Ortaklık Yapısı



TSKB

Olumlu 2024 görünümü & yüksek özkaynak karlılığı

TSKB için 12 aylık hedef fiyatımızı 11TL olarak yukarı yönlü güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz (önceki hedef fiyat: 9.8TL). 12 aylık hedef fiyatımız %46 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2024 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 2.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2024 özkaynak karlılığı beklentimiz %37 seviyesindedir (2023T: %43). TSKB Kasım 2022'den beri Model Portföy'ümüzde yer almaktadır ve XU100'a görece %28 getiri elde etti.

- Yabancı para ağırlıklı bilanço marjları korumaktadır:** TSKB'nın kredilerinin %93'ü yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %71'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %36'sı elektrik üretimi, %5'i ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Ayrıca enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %91'i yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 10 yıl, kredilerde ise ortalama 5 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir.
- TL fonlamanın payının çok düşük olması marjlarda korunaklılık sağlamaktadır:** TSKB yatırım bankası olması sayesinde mevduat fonlamasına sahip değil ve mevduat faizlerindeki artıştan olumsuz etkilenmemektedir. Ayrıca geçmişte uygulanan bazı karlılığı azaltıcı düzenlemelerin kapsamında değildir (TL mevduat ile ilgili tahvil alım düzenlemesi, KKM zorunlu karşılıkları).
- Artan karlılık sayesinde sermaye oranlarında iyileşme söz konusu:** Bankanın SYR ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç %17.6 ve %12.6 seviyelerinde.
- İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları:** TSKB son dönemde tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde artırdı. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %316 ve %95 seviyesindedir. Ayrıca bankanın 1.75 milyar TL (özkaynakların %10'u) serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Riskler:** i) Enerji sektörü görünümünde bozulma bankanın aktif kalitesini olumsuz etkileyecektir, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	4,055	272%	7,228	78%	9,414	30%	11,238	19%
Özsermaye	12,782	84%	21,097	65%	29,426	39%	40,665	38%
F/K (x)	1.8		2.2		2.2		1.9	
F/DD (x)	0.6		0.7		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	1.45		2.58		3.36		4.01	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		3.4%		4.5%	
Sermaye Karlılığı	41.1%		42.7%		37.3%		32.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL11.00
Potansiyel Getiri	46%

Fiyat Bilgileri

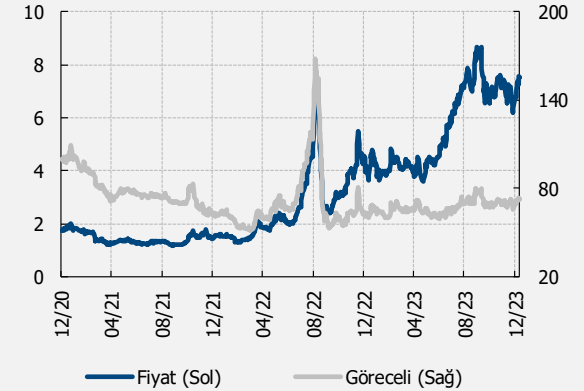
Kodu	TSKB.TI / TSKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL7.51
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	21,028 / 701
Hisse Sayısı (mn)	2800
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	414.21 / 14.46

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	7.56 / 6.19
1 Yıllık	8.65 / 3.58
Sene başından itibaren	7.56 / 6.55

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	9%	5%
3 Aylık	-9%	-6%
1 Yıllık	98%	20%
Sene başından itibaren	15%	7%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	2,863	6,735	9,137	12,880	14,692
Net türev ve kur kar/zararı	500	786	2,050	50	224
Düzeltilmiş net faiz geliri	3,363	7,521	11,187	12,930	14,917
Ticari gelir	9	15	-21	0	0
Komisyon gelirleri	71	158	357	608	912
Diğer gelirler	58	93	133	180	240
Toplam gelirler	3,501	7,788	11,657	13,718	16,068
Faaliyet Giderleri	263	505	1,095	1,846	2,853
Karşılık öncesi gelirler	3,238	7,283	10,562	11,872	13,215
Karşılık gideri	2,011	3,139	2,761	2,226	2,674
Faaliyet Geliri	1,226	4,143	7,802	9,646	10,541
İştirakler gelirleri	232	998	2,377	3,802	5,514
Vergi Öncesi gelir	1,458	5,141	10,178	13,448	16,055
Vergi gideri	369	1,086	2,950	4,034	4,816
Net Kar	1,089	4,055	7,228	9,414	11,238

Bilanço					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	84,096	115,575	166,485	236,452	321,031
Nakit ve Benzeri Değerler	3,820	4,170	5,515	7,833	10,634
Krediler	60,445	74,395	120,909	178,809	248,230
Takipteki Krediler	2,077	2,327	2,100	3,143	3,718
Menkul Kıymetler	13,140	23,880	26,744	30,756	33,832
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	14,928	21,048	26,565	38,902	50,418
Özkaynaklar	6,941	12,782	21,097	29,426	40,665
Repo	775	1,443	2,886	3,751	4,877
Alınan Krediler	54,936	71,552	111,753	162,123	217,883

Temel Göstergeler					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	16.7%	41.1%	42.7%	37.3%	32.1%
Aktif karlılığı	1.6%	4.1%	5.1%	4.7%	4.0%
Net Faiz Geliri büyümesi	43%	135%	36%	41%	14%
Komisyon geliri büyümesi	41%	124%	126%	70%	50%
Faaliyet gideri artışı	19%	92%	117%	69%	55%
Net kar artışı	49%	272%	78%	30%	19%
Net faiz marjı	5.7%	8.0%	8.5%	6.9%	5.8%
Takipteki Krediler Oranı	3.3%	2.9%	1.6%	1.7%	1.4%
Net Kredi Risk Maliyeti	2.8%	3.2%	1.5%	1.3%	1.1%
Gider/Gelir oranı	7%	6%	8%	11%	13%
Kredi büyümesi	65%	26%	62%	46%	38%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

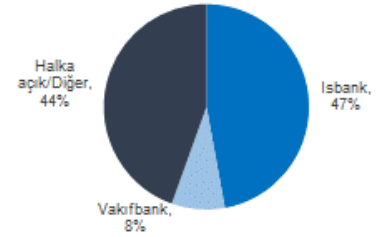
Sirket Tanımı

TSKB kurumsal müşterilere ağırlıklı uzun vadeli yatırım kredileri sağlayan bir bankadır. Fonlmasının büyük bir kısmı da yurtdışından uzun vadeli elde etmektedir. GYO sektöründe iştiraki bulunmaktadır.

Katalistler: i) Enflasyon beklentilerinde düşüş

Riskler: i) Enerji sektörü görünümünde bozulma bankanın aktif kalitesini olumsuz etkileyecektir, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



VAKIFBANK

Makul değerlendirme

Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 18TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz (önceki hedef fiyat 19.5TL). 12 aylık hedef fiyatımız %22 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2024 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 4.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özel bankalara göre daha düşük özkaynak karlılığı beklentimiz ve çekirdek sermaye oranı nedeniyle çarpanları makul olarak değerlendiriyoruz.

- 2024 yılında TL kredi-mevduat makasında toparlanma bekliyoruz:** TL kredi-mevduat makasında iyileşme beklentimiz sayesinde swap dahil net faiz marjında 70 baz puan artış öngörüyoruz.
- Muhafazakâr karşılık oranları tampon yaratmaktadır:** Bankanın toplam ve 3.evre karşılık oranları sırasıyla %252 ve %82 gibi rakiplerinin üstünde seviyelerdedir. Ayrıca bankanın 6.7 milyar TL serbest karşılığı bulunmaktadır.
- Sermaye oranları özel bankaların gerisinde:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %13.1 ve %10 seviyelerinde. Özel bankalara göre daha düşük sermaye oranları nedeniyle bankanın temettü dağıtmamasını bekliyoruz.
- Güncel çarpanların makul olduğunu düşünüyoruz:** 2023'te %10 net kar artışı beklerken, 2024'te ise %15 kar artışı tahmin ediyoruz. Özkaynak karlılığının 2024'te %17 seviyesine gerilemesini bekliyoruz (2023T: %19).
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	24,017	475%	26,351	10%	30,187	15%	45,307	50%
Özsermaye	106,985	106%	164,561	54%	194,749	18%	240,056	23%
F/K (x)	1.7		4.2		4.9		3.2	
F/DD (x)	0.4		0.7		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	3.38		2.66		3.04		4.57	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	30.2%		19.4%		16.8%		20.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL18.00

Potansiyel Getiri

22%

Fiyat Bilgileri

Kodu	VAKBN.TI / VAKBN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL14.79
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	146,656 / 4,886
Hisse Sayısı (mn)	9915.921523
Saklama Oranı	6%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,001.42 / 34.98

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

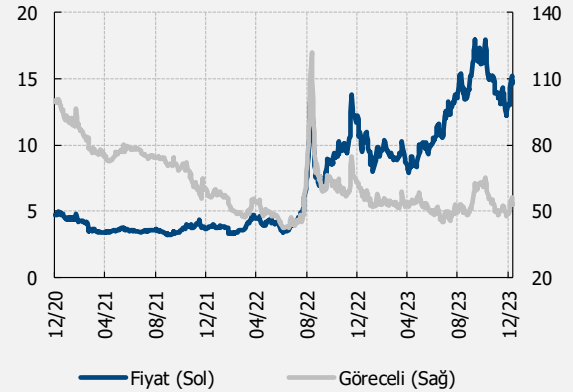
1 Aylık	15.25 / 12.22
1 Yıllık	18.00 / 7.91
Sene başından itibaren	15.25 / 12.84

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	9%	6%
3 Aylık	-18%	-15%
1 Yıllık	51%	-8%
Sene başından itibaren	15%	8%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

VAKBN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net faiz geliri	19,543	73,715	38,950	76,113	119,924
Net türev ve kur kar/zararı	-5,498	3,249	16,223	-4,866	-8,740
Komisyon geliri	14,045	76,964	55,173	71,246	111,185
Ticari gelir	749	1,741	6,014	0	0
Temettü geliri	4,501	10,793	24,058	43,266	66,815
Diğer gelirler	7,947	9,678	38,122	30,697	31,352
Toplam gelirler	27,242	99,176	123,367	145,210	209,352
Faaliyet Giderleri	9,508	17,932	53,847	66,526	96,152
Karşılık öncesi gelirler	17,734	81,244	69,520	78,685	113,200
Karşılık gideri	12,559	44,150	36,106	35,941	49,009
Faaliyet Geliri	5,175	37,095	33,414	42,743	64,191
İştirakler gelirleri	121	149	231	381	534
Vergi Öncesi gelir	5,296	37,244	33,645	43,125	64,725
Vergi gideri	1,120	13,226	7,294	12,937	19,417
Net Kar	4,175	24,017	26,351	30,187	45,307

Bilanço					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Varlıklar	1,007,214	1,681,061	2,532,905	3,256,922	4,087,731
Nakit ve Benzeri Değerler	165,455	297,481	400,005	514,344	645,548
Krediler	566,075	912,168	1,439,920	1,946,848	2,530,424
Takipteki Krediler	18,310	20,274	20,280	45,038	55,475
Menkul Kıymetler	228,821	372,852	558,879	614,767	676,244
Mevduatlar	590,943	1,127,702	1,818,248	2,387,232	3,099,706
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	61,975	69,854	80,332	89,972	100,769
Özkaynaklar	51,953	106,985	164,561	194,749	240,056

Temel Göstergeler					
	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak karlılığı	8.5%	30.2%	19.4%	16.8%	20.8%
Aktif karlılığı	0.5%	1.8%	1.3%	1.0%	1.2%
Komisyon geliri büyümesi	33%	140%	123%	80%	54%
Faaliyet gideri artışı	6%	89%	200%	24%	45%
Net kar artışı	-17%	475%	10%	15%	50%
Net faiz marjı	2.6%	6.0%	1.9%	2.8%	3.5%
Takipteki Krediler Oranı	3.1%	2.1%	1.4%	2.2%	2.1%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.0%	2.5%	1.0%	0.8%	1.2%
Gider/Gelir oranı	35%	18%	44%	46%	46%
Mevduat büyümesi	43%	91%	61%	31%	30%
Kredi büyümesi	36%	63%	58%	34%	30%
Kredi-Mevduat oranı	97%	83%	81%	83%	83%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

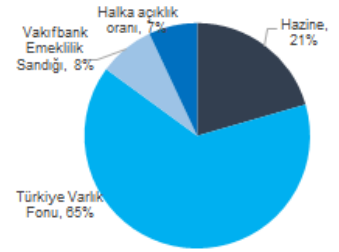
Sirket Tanımı

Vakıfbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



Bireysel Emeklilik & Sigorta & Yatırım

Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı 2023'te kuvvetli bir seyir izleyerek yıllık %80 büyüme kaydetti. Bu güçlü büyümede yüksek enflasyon ve sermaye piyasalarının kuvvetli seyri en temel etkenler oldu. 2024 için büyüme beklentimiz ise yaklaşık %60/65 seviyesindedir. Sektörü destekleyici ek adımlar atılması halinde bu tahminimizde yukarı yönlü potansiyel olacaktır. Fon yönetim ücretlerinin asgari ücrete de bağlı olması sayesinde emeklilik şirketlerinin 2024 karlılık gelişimlerine olumlu yansımaları tahmin ediyoruz. Hem **Anadolu Hayat Emeklilik** hem de **Agesa Emeklilik**'in 2024'te bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Her iki hisse yaklaşık %5 temettü verimliliklerine sahipler. Sektörü destekleyici adımların atılmaya devam etmesini tahmin ediyoruz.

Sigorta: Hayat sigortacılığında 2023'ün ilk yarısında düşük seyreden TL kredi faizleri neticesinde prim üretimleri yüksek seyretti. Hem **Agesa Emeklilik** hem de **Anadolu Hayat** bu konjektürden olumlu etkilendi. Fakat Merkez Bankası'nın faiz artış döngüsünün başlaması ve tüketici kredi faizlerindeki yükseliş, tüketici kredilerinde yavaşlamaya neden oldu. Bu trendin 2024'te de devam etmesini tahmin ediyoruz. Bu nedenle hayat sigortası prim üretiminde 2023'teki yaklaşık %100 artış trendinden sonra 2024'te yaklaşık %50-%60 bandında artış öngörüyoruz.

Hayat-dışı sigortacılıkta ise 2023'te prim üretimlerinde yüksek enflasyon kaynaklı güçlü bir seyir gözlemledik. TL'deki değer kayıpları nedeniyle trafik segmentinde hasar oranları yüksek seyretti ve bu durum teknik sonuçları bir miktar baskı altına aldı. 2024'te prim üretimlerinin 2023'e göre bir miktar yavaşlamasını bekliyoruz fakat bu yavaşlamaya rağmen enflasyonun üzerinde seyretmeye devam etmesini öngörüyoruz. TL'nin reel değerlendirilmesi beklentimiz sayesinde ise teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin yüksek seyreden TL mevduat faizleri ve Türkiye'nin iyileşen CDS seviyesi sayesinde yatırım gelirlerinin karlılıkları desteklemeye devam etmesini tahmin ediyoruz. 2023 net karından **Türkiye Sigorta** için temettü ödemesi tahmin ediyoruz (%4 tahmini verimlilik ile) fakat Aksigorta'nın temettü ödemesini beklemiyoruz. **Aksigorta**'nın sermaye oranları yasal alt sınırlara halen yakın. Aksigorta'nın 2024'ün net karından 2025 yılında temettü ödemeye tekrar başlamasını bekliyoruz.

Yatırım: Ünlü Yatırım Holding'in 2024'te de güçlü karlılık gelişimi elde etmesini tahmin ediyoruz. 2024'de Türk sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin karlılığının ivmelenerek devam etmesini tahmin ediyoruz. Yılın ilk yarısında şirketin takipteki krediler bölümünün tahsilat & karlılık gelişiminin güçlü olmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında tahsilatlarda yavaşlama görmeyi beklerken, bankacılık sektöründe artmasını beklediğimiz takipteki kredi portföy satışları sonrasında şirketin yeni portföyleri daha makul fiyatlarla satın alabileceğini ve cazip yatırım fırsatları çıkabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Ünlü Yatırım Holding için 2023 net karından yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirket halka açıklanan finansal raporlarında enflasyon muhasebesi uygulayacak ve tahminlerimizde enflasyon muhasebesinin potansiyel olumsuz etkisini dahil etmedik.

Resmi Araştırma kapsamımız dışındaki şirketlerden Gelecek Varlık <GLCVY Tİ>'in 2024'te BIST100 endeksinin üzerinde bir performans göstermesini tahmin ediyoruz. Şirket takipteki krediler alanında yaklaşık %25 pazar payı ile Türkiye'de lider konumlanmaya sahip. 2024'te TL faizlerin artması ve ekonomik yavaşlama nedeniyle bankacılık sektöründe takipteki kredilerde artış öngörüyoruz. Bu artış nedeni ile bankaların 2024'te takipteki kredi satışlarında ivmelenme bekliyoruz bu durum takipteki kredi satış ihalelerinde fiyatları aşağı baskılayacaktır. 2023'te bu sektörde yaklaşık 14 milyar TL'lik bir satış gerçekleşmişti. 2024'te ise bu rakamın 20-25 milyar TL bandına ulaşmasını tahmin ediyoruz. Ayrıca 2023 sonunda gerçekleşen asgari ücret artışının Gelecek Varlık'ın tahsilatlarını özellikle ilk 6 ayda olumlu etkilemesini tahmin ediyoruz. Gelecek Varlık düzenli temettü ödeyen bir şirket. Şirket için tahmini 700 milyon TL 2023 net karına göre ve %50 temettü dağıtım oranı varsayımına göre yaklaşık %7 temettü verimi öngörüyoruz. Şirket 2023T 3.3x PD/DD ve 7x F/K çarpanlarından işlem görmektedir ve %55 özkaynak karlılığına sahiptir.

Tablo 2: YKY Sigorta & Emeklilik & Yatırım Tahminleri

mn TL	AKGRT Hayat-dışı	TURSG Hayat-dışı & Emeklilik	ANHYT Hayat & Emeklilik	AGESA Hayat & Emeklilik	UNLU Yatırım
Hisse Fiyatı	6.12	44.68	39.30	55.00	16.56
Hedef Fiyat	8.20	62.0	55.00	70.00	23.00
Potansiyel	34%	39%	40%	27%	39%
Tavsiye	AL	AL	AL	TUT	TUT
Net Kar					
2021	189	1,058	686	448	80
2022	-121	941	1,355	834	269
2023T	717	6,518	2,601	1,294	414
2024T	1,666	11,517	3,580	1,896	659
2025T	2,569	14,517	4,316	2,485	946
YKY Yıllık Net Kar Gelişimi Tahmini					
2021	-57%	-8%	32%	54%	30%
2022	n.m.	-11%	98%	86%	238%
2023T	n.m.	592%	92%	55%	54%
2024T	132%	77%	38%	47%	59%
2025T	54%	26%	21%	31%	44%
F/K (x)					
2020	4.7	3.1	6.1	8.6	
2021	13.3	6.2	6.2	7.6	12.1
2022	14.7	7.2	9.2	10.4	14.6
2023T	9.8	3.7	4.8	6.1	5.7
2024T	5.9	4.5	4.7	5.2	4.4
2025T	3.8	3.6	3.9	4.0	3.1
PD/DD (x)					
2020	1.8	1.0	2.0	3.7	
2021	2.4	1.5	2.3	3.9	1.6
2022	1.2	1.2	1.9	2.8	1.3
2023T	2.6	1.9	2.0	2.8	1.8
2024T	2.3	2.3	1.9	2.3	1.6
2025T	1.6	1.6	1.5	1.6	1.1
Temettü Verimi					
2021	3.1%	0.9%	2.1%	1.6%	0.0%
2022	0.0%	1.0%	2.6%	0.0%	0.6%
2023T	0.0%	0.3%	2.7%	1.5%	1.7%
2024T	0.0%	3.8%	6.2%	3.9%	3.5%
2025T	6.8%	8.9%	10.6%	7.7%	6.7%
Özkaynak Karlılığı					
2020	42%	39%	36%	49%	27%
2021	17%	28%	40%	57%	19%
2022	-7%	18%	52%	65%	36%
2023T	29%	68%	54%	58%	38%
2024T	47%	66%	47%	53%	42%
2025T	48%	53%	43%	48%	41%

Kaynak: YKY Araştırma

AGESA EMEKLİLİK

Makul değerlendirme

Agesa Emeklilik için 12 aylık hedef fiyatımızı 70TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 67TL). Hedef fiyatımızı yukarı revize etmemizde beklentilerimizden daha olumlu gelişen yatırım gelirleri etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %27 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2024 tahminlerimize göre 2.3x PD/DD ve 5.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2023 net karından %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat birimi prim üretiminde 2024'te yavaşlama tahmin ediyoruz:** 2024'te şirketin hayat prim üretiminin yıllık %60 büyüme göstermesini bekliyoruz. Bu yavaşlama beklentimizin ana nedeni son aylarda yavaşlayan tüketici kredileri hızı. Tüketici kredileri faizlerinde yaşanan yükseliş, hayat sigortacılığı prim üretimi büyümesini bir miktar sınırlandırmasını bekliyoruz.
- Bireysel emeklilik segmentinde enflasyonun üzerinde artış bekliyoruz:** Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2023'te yaklaşık %90 büyüme gösterdi. 2024'te ise büyümenin yaklaşık %62 olmasını öngörüyoruz. Bireysel emekliliği destekleyici adımlar ve olumlu makro-ekonomik görünüm bu büyümenin en temel etkenleri olacaktır.
- Düzenli kar payı dağıtımı:** 2023 net karından Agesa için yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirketin sermaye yeterlilik oranı 3Ç23 itibarı ile %145 seviyesindedir.
- Riskler:** i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme ve bankacılık sektörü tüketici kredi büyümesi, özellikle hayat birimi büyümesini olumsuz etkileyecektir ii) Makroekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir iii) bankasürans alanında ek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	834	86%	1,294	55%	1,896	47%	2,485	31%
Özsermaye	1,691	92%	2,775	64%	4,343	56%	6,069	40%
F/K (x)	5.6		6.1		5.2		4.0	
F/DD (x)	2.8		2.8		2.3		1.6	
Hisse Başına Kar (TL)	4.63		7.19		10.53		13.80	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.4%		3.9%		7.7%	
Sermaye Karlılığı	64.8%		57.9%		53.3%		47.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL70.00
Potansiyel Getiri	27%

Fiyat Bilgileri

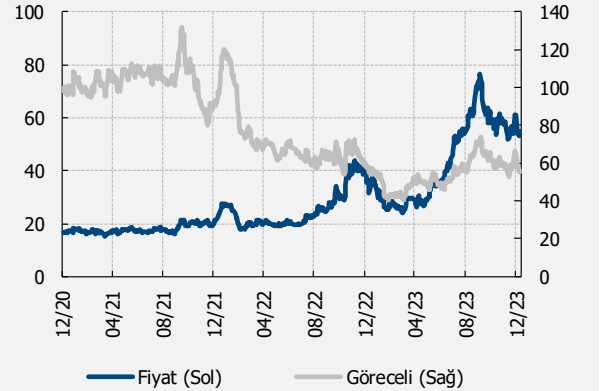
Kodu	AGESA.TI / AGESA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL55.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	9,900 / 330
Hisse Sayısı (mn)	180
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	30.57 / 1.06

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	61.10 / 51.90
1 Yıllık	76.55 / 24.12
Sene başından itibaren	61.10 / 53.10

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	5%	2%
3 Aylık	-18%	-16%
1 Yıllık	68%	2%
Sene başından itibaren	-10%	-16%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Bilanço (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Benzeri	1,038	1,091	1,627	1,952	2,343
Finansal Yatırımlar	753	2,371	3,790	5,685	7,675
Hayat Sigortası Yatırımları	4,258	7,357	13,901	21,517	31,031
Emeklilik Alacakları	43,489	75,639	134,310	217,569	319,553
Diğer Varlıklar	677	1,124	950	1,045	1,150
Toplam Varlıklar	50,216	87,583	152,992	246,317	360,591
Emeklilik Borçları	43,858	76,357	135,586	219,635	322,587
Teknik Rezervler	5,106	8,774	14,163	21,807	31,348
Diğer yükümlülükler	370	761	468	533	587
Özkaynaklar	882	1,691	2,775	4,343	6,069
Toplam Yükümlülükler	50,216	87,583	152,992	246,317	360,591

Kar/Zarar Tablosu	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Hayat Sigortası brüt primler	1,966	3,640	7,280	11,648	16,307
Yatırım gelirleri	1,994	2,048	2,048	2,048	2,048
Brüt hasarlar	-233	-531	-1,181	-1,889	-2,645
Net karşılıklar	-2,678	-3,540	-5,497	-7,640	-9,547
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-542	-878	-1,537	-2,383	-3,455
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	363	485	681	1,199	1,984
Hayat dışı sigorta teknik kar/zarar	6	5	5	5	5
Fon yönetim komisyon geliri	442	758	1,450	2,457	3,619
Yönetim & Giriş komisyonu	104	149	327	487	676
Net diğer gelir/giderler	-31	-58	-89	-139	-194
Fon yönetim gideri	-65	-116	-218	-344	-470
Emeklilik faaliyet giderleri	-567	-1,160	-2,321	-3,713	-5,384
Emeklilik teknik kar/zararı	-117	-428	-851	-1,252	-1,754
Toplam teknik kar/zarar	251	63	-164	-47	236
Net yatırım geliri	358	941	2,033	2,719	3,273
Diğer gelir/giderler	6	29	32	36	41
Vergi öncesi kar	615	1,033	1,902	2,709	3,550
Vergi gideri	-167	-199	-608	-813	-1,065
Net Kar	448	834	1,294	1,896	2,485

Temel Göstergeler	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Hayat teknik kar marjı	18%	18%	10%	11%	13%
Brüt prim büyüme oranı	55%	85%	100%	60%	40%
Emeklilik Fon büyüme oranı	43%	72%	82%	62%	47%
Emeklilik Fon büyüklüğü	42,816	73,634	134,310	217,569	319,553
Fon yönetim komisyon oranı	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
Net kar büyüme oranı	54%	86%	55%	47%	31%
Özkaynak Karlılığı	57%	65%	58%	53%	48%
F/K	7.6	5.6	7.7	5.2	4.0
PD/DD	3.9	2.8	2.8	2.3	1.6

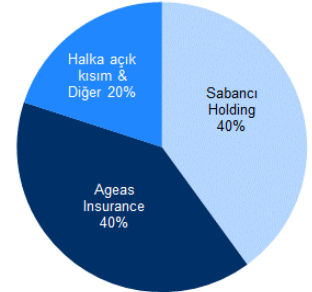
Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Sirket Tanımı

Avivasa 2007'de Avivasa International ve Sabancı Holding ortaklığıyla kurulmuştur. Şirket 2.5 milyon müşteriye servis sağlamaktadır. Bankasürans ağını Akbank üzerinden gerçekleştirmektedir. Ayrıca direkt satış ekipleri ve alternatif dağıtım kanalları ve acenteler üzerinden de satışlar yürütülmektedir. Şirket, Ageas'ın Avivasa'nın payını satın alması sonrası Ageas Hayat & Emeklilik olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

Şirket emeklilik fon tutarında 2023 sonu itibarı ile %19.6 pazar payı ile 1. sıradadır. Toplam katılımcıların fon tutarı (devlet katkısı dahil) yaklaşık 136 milyar TL seviyesindedir. Emeklilik katılımcı sayısında ise %9.6 ile 5. sıradadır.

Ortaklık Yapısı



AKSIGORTA

Olumlu 2024 görünümü

Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 8.2TL olarak koruyoruz ve %34 artış potansiyeli sayesinde AL tavsiyemizi koruyoruz. Teknik sonuçların 2024'te bir miktar toparlanmasını öngörüyoruz. Yatırım gelirlerinin güçlü seyrini devam ettirmesini bekliyoruz. Aksigorta 2024 tahminlerimize göre 2.3x PD/DD ve 5.9x F/K ile işlem görmektedir. Şirketin 2023 net karından temettü dağıtmamasını varsayıyoruz. Aksigorta Eylül 2023'den beri Model Portföy'ümüzde yer almaktadır ve XU100'a görece %2 getiri elde etti.

- Ekonomik görünüm ve ilk 6 ayki enflasyonist ortam brüt prim üretimini destekleyecek:** 2024'te prim üretiminin %65 artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- 2024'te teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma bekliyoruz:** Zorunlu trafik sigortasında 2022/23'te teknik sonuçlar olumsuz gelişti. 2024'te teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma tahmin ediyoruz. Aralık 2023'te yayımlanan düzenlemeyle zorunlu trafik sigortasında azami prim artırımı tutarı Ocak ve Şubat için aylık %10, Mart-Nisan döneminde ise aylık %5 olarak belirlendi. Bu oran Nisan 2023 itibarı ile aylık %2 olarak uygulanmaktaydı. Mayıs 2024'ten itibaren ise bu oran hasar maliyet endeksine göre belirlenecek.
- Güçlenen yatırım portföyü karlılığı destekleyecek:** Yönetilen fon tutarı 3Ç23 itibarı ile 9 milyar TL'ye ulaştı. TL mevduat faizlerinde yüksek seyir ve Türkiye CDS'inin gerilemesi Şirket'in yatırım gelirlerini desteklemektedir.
- Sermaye oranı yasal alt sınıra yakın:** Aksigorta 2016-2020 net karlarından kar payı dağıtmıştır. 2021/22'de hem sermaye oranının yasal sınırlara yaklaşmış olması hem de zayıf sonuçlar nedeniyle temettü dağıtılmadı. 2023 sonuçlarından da temettü dağıtımı tahmin etmiyoruz. 2024 sonrası için temettü beklentimizi koruyoruz.
- Riskler:** (i) Sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, (ii) Beklenenden erken faiz indirim döngüsüne başlanması, (iii) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	-121	a.d.	717	a.d.	1,666	132%	2,569	54%
Özsermaye	1,304	24%	2,688	106%	4,354	62%	6,257	44%
F/K (x)	a.d.		9.8		5.9		3.8	
F/DD (x)	2.1		2.6		2.3		1.6	
Hisse Başına Kar (TL)	-0.08		0.44		1.03		1.59	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		6.8%	
Sermaye Karlılığı	-10.3%		29.1%		47.3%		48.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL8.20
Potansiyel Getiri	34%

Fiyat Bilgileri

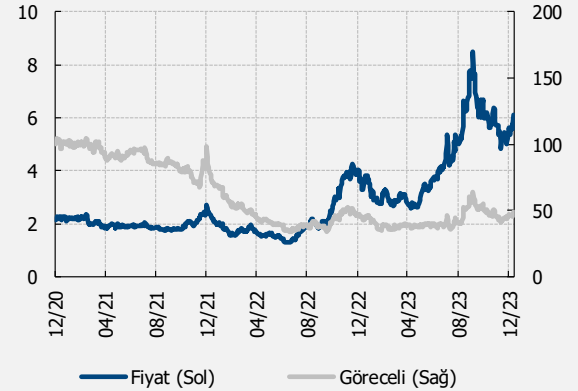
Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL6.12
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	9,865 / 329
Hisse Sayısı (mn)	1612
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	190.48 / 6.62

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	6.12 / 4.83
1 Yıllık	8.50 / 2.59
Sene başından itibaren	6.12 / 5.25

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	20%	17%
3 Aylık	-12%	-9%
1 Yıllık	87%	13%
Sene başından itibaren	17%	9%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Bilanço (TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Benzerleri	2,194	5,149	5,882	7,586	10,213
Finansal Yatırımlar	2,962	2,892	3,304	4,261	5,737
Yatırımlar	1,548	2,867	5,770	9,520	13,804
Toplam Varlıklar	7,388	9,370	13,944	20,450	28,181
Teknik Rezervler	4,074	6,840	11,285	16,364	20,455
Özkaynaklar	1,049	2,234	2,688	4,354	6,257
Toplam Yükümlülükler	7,388	9,370	13,944	20,450	28,181

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Teknik Gelir	3,360	5,000	8,674	14,501	21,670
Brüt prim	6,988	13,563	27,299	45,044	65,313
Net prim	3,294	4,912	8,618	14,414	21,553
Teknik Gider	-3,905	-6,638	-10,336	-15,882	-22,713
Brüt hasar	-3,457	-6,663	-17,974	-28,756	-41,696
Net hasar	-3,050	-5,261	-7,880	-12,033	-17,447
Faaliyet giderleri	-671	-1,056	-2,195	-3,446	-4,721
Diğer	-185	-320	-260	-403	-545
Teknik Kar	-545	-1,637	-1,662	-1,382	-1,043
Net yatırım geliri (gideri)	832	1,473	2,666	3,761	4,713
Diğer gelir (gider)	8	43	-252	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	295	-121	751	2,380	3,670
Vergi öncesi kar (zarar)	-105	0	-34	-714	-1,101
Net kar (zarar)	189	-121	717	1,666	2,569

Finansal Oranlar	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt prim üretimi büyümesi	33%	94%	101%	65%	45%
Teknik kar büyümesi	-	-	-	-	-
Net kar büyümesi	-57%	-	-	132%	54%
Gider oranı	20%	21%	25%	24%	22%
Teknik marj	-17%	-33%	-19%	-10%	-5%
Kombine oranı	116%	133%	119%	110%	105%
Yatırım getirisi	22%	27%	33%	31%	28%
Kaldıraç (x)	7.0	5.9	7.7	7.0	6.2
Aktif karlılığı	2.9%	-1.2%	4.2%	6.5%	7.4%
Özkaynak karlılığı	17%	-	29%	47%	48%
PD /DD	2.4	1.2	2.6	2.3	1.6
F / K	13.3	-22.9	9.8	5.9	3.8
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

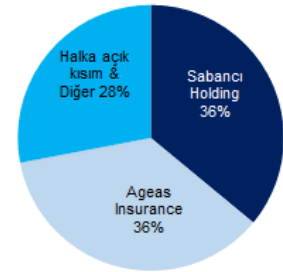
Şirket Tanıtımı

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'sar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta 2023'ün ilk 9 ayı itibarı ile brüt prim üretiminde 6. sıradadır ve %6.2 pazar payına sahiptir. Aksigorta yangın & doğal afet ve kasko branşlarında ise sırasıyla %9 ve %7 pazar payına sahiptir. Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı yaklaşık %100 seviyesindedir

Güçlü Alanlar: i) Etkin faaliyet gideri yönetimi ve ürün fiyatlama

Riskler: i) Sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, (ii) Beklenenden erken faiz indirim döngüsüne başlanması, (iii) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir

Ortaklık Yapısı



ANADOLU HAYAT

Olumlu 2024 görünümü & güçlü sermaye oranı

Anadolu Hayat için 12 aylık hedef fiyatımızı 55TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 46TL/hisse) ve Endeks Altı Getiri olan tavsiyemizi AL olarak revize ediyoruz. Beklentilerimizden daha olumlu gelişen emeklilik sonuçları ve yatırım gelirleri beklentilerimiz, hedefi fiyatımızı arttırmamızda etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %40 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2024 tahminlerimize göre 1.9x PD/DD ve 4.7x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2023 net karından hisse için %6 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat birimi prim üretiminin yavaşlamasını bekliyoruz:** 2024'te şirketin hayat prim üretiminin yıllık %50 büyüme göstermesini bekliyoruz. Şirket 2023 yılında %100'e yakın bir artış kaydetmişti. Yavaşlama beklentimizin ana nedeni artan TL tüketici kredi faiz oranları ve buna bağlı olarak yavaşlayan kredi büyümesi.
- Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı enflasyonun üzerinde büyüme kaydetmeye devam etmektedir:** Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2023'te yaklaşık %80 büyüme gösterdi. 2024'te ise büyümenin yaklaşık %60 olmasını öngörüyoruz. Bireysel emekliliği destekleyici adımlar ve iyileşen makro-ekonomik görünüm bu büyümenin en temel etkenleri olacaktır.
- Düzenli kar payı dağıtımı geleneği & güçlü sermaye oranı:** 2023 net karından Anadolu Hayat için %40 dağıtım oranı ile %6 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %264 gibi oldukça kuvvetli bir seviyededir. Şirketin 2024'te %47 sermaye karlılığı elde etmesini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) BES komisyonları/ bankasürans ile ilgili olası karlılığı azaltıcı değişiklikler, ii) Makro-ekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	1,355	98%	2,601	92%	3,580	38%	4,316	21%
Özsermaye	3,389	83%	6,328	87%	8,867	40%	11,394	28%
F/K (x)	4.6		4.8		4.7		3.9	
F/DD (x)	1.9		2.0		1.9		1.5	
Hisse Başına Kar (TL)	3.15		6.05		8.32		10.04	
Temettü Verimi (*)	6.5%		5.6%		6.2%		10.6%	
Sermaye Karlılığı	51.7%		53.5%		47.1%		42.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL55.00
Potansiyel Getiri	40%

Fiyat Bilgileri

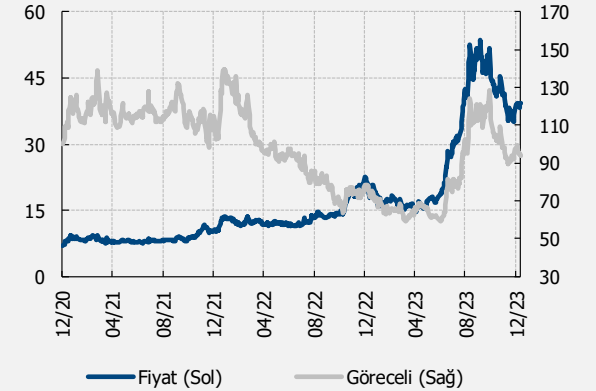
Kodu	ANHYT.TI / ANHYT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL39.30
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	16,899 / 563
Hisse Sayısı (mn)	430
Saklama Oranı	17%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	33.14 / 1.16

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	39.40 / 35.16
1 Yıllık	53.50 / 14.77
Sene başından itibaren	39.40 / 38.10

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	5%
3 Aylık	-19%	-16%
1 Yıllık	115%	30%
Sene başından itibaren	3%	-4%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Bilanço (TL milyon)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Benzeri	423	1,302	2,023	833	1,069
Finansal Yatırımlar	2,323	4,440	7,804	10,926	14,204
Hayat Sigortası Yatırımları	4,657	7,732	13,833	21,442	28,625
Emeklilik Alacakları	43,162	75,664	133,821	216,488	301,807
Diğer Varlıklar	899	1,443	62	1,809	2,026
Toplam Varlıklar	51,465	90,582	157,543	251,498	347,731
Emeklilik Borçları	43,595	76,471	135,248	218,796	305,024
Teknik Rezervler	5,564	9,454	14,446	22,085	29,300
Diğer yükümlülükler	457	1,268	1,522	1,750	2,012
Özkaynaklar	1,849	3,389	6,328	8,867	11,394
Toplam Yükümlülükler	51,465	90,582	157,543	251,498	347,731

Kar/Zarar Tablosu (TL milyon)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Hayat Sigortası brüt primler	1,968	3,521	7,042	10,563	14,788
Brüt hasarlar	-592	-797	-1,818	-2,898	-4,301
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-428	-795	-1,676	-2,483	-3,444
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	310	430	975	1,545	2,280
Fon yönetim komisyon geliri	450	727	1,351	2,173	3,086
Yönetim & Giriş komisyonu	140	218	304	448	581
Net diğer gelir/giderler	-5	-29	-27	-19	0
Fon yönetim gideri	-15	-28	-53	-85	-120
Emeklilik faaliyet giderleri	-376	-754	-1,282	-2,115	-3,035
Emeklilik teknik kar/zararı	193	141	293	403	513
Toplam teknik kar/zarar	503	571	1,268	1,948	2,793
Net yatırım geliri	410	1,126	2,339	3,166	3,373
Diğer gelir/giderler	-31	1	-95	0	0
Vergi öncesi kar	880	1,692	3,512	5,114	6,166
Vergi gideri	-194	-337	-911	-1,534	-1,850
Net Kar	686	1,355	2,601	3,580	4,316

Temel Göstergeler	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Hayat teknik kar marjı	16%	12%	14%	15%	15%
Brüt prim büyüme oranı	17%	79%	100%	50%	40%
Emeklilik Fon büyüme oranı	42%	75%	78%	62%	39%
Emeklilik Fon büyüklüğü	43,012	75,320	133,821	216,488	301,807
Fon yönetim komisyon oranı	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
Net kar büyüme oranı	32%	98%	92%	38%	21%
Özkaynak Karlılığı	40%	52%	54%	47%	43%
F/K	6.2	4.6	4.8	4.7	3.9
PD/DD	2.3	1.9	2.0	1.9	1.5

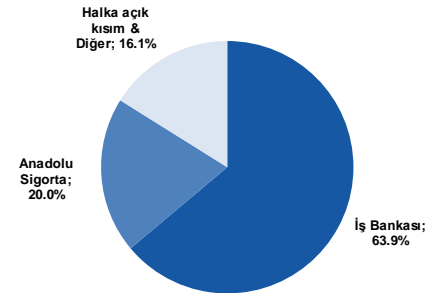
Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Sirket Tanımı

Anadolu Hayat, hayat sigortası alanında ilk kurulan firmadır. Kuruluş yılı 1990'dır. 2003 yılında bireysel emeklilik alanına da giriş yapmıştır. Şirketin ağırlıklı bankalar kanalı ile (İşbankası, Anadolubank, TSKB ve Bankpozitif) 1,396 şubeden oluşan bir satış ağı vardır. Ayrıca direkt satış, acenteler, brokerler ve alternatif dağıtım kanalları üzerinden de satışlar gerçekleştirilmektedir.

2023 sonu itibarı ile Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü (devlet katkısı hariç) ve katılımcı sayısı sırasıyla 111 milyar TL ve 1.4 milyon katılımcıya ulaştı. Anadolu Hayat katılımcı sayısında (%16) ikinci sırada, fon büyüklüğünde (%17.8) ise üçüncü sıradadır. Devlet katkısı dahil fon büyüklüğü ise aynı dönemde 127 milyar TL seviyesindedir.

Ortaklık Yapısı



TÜRKİYE SİGORTA

Olumlu 2024 görünümü

Türkiye Sigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 62TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 49TL) ve yüksek getiri potansiyeli sayesinde TUT olan tavsiyemizi AL olarak revize ediyoruz. 2024'te teknik karlılıkta toparlanma beklerken yatırım gelirlerinin güçlü gelişmeye devam etmesini tahmin ediyoruz. Çarpanların 2024 görünümünü henüz tam yansıtmadığını düşünüyoruz. Türkiye Sigorta 2024 tahminlerimize göre 2.3x PD/DD ve 4.5x F/K ile işlem görmektedir. 2023 net karından %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Yılın ilk yarısında yüksek TÜFE ve ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek:** 2024'te prim üretiminin yaklaşık %65 artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- 2024'te teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma bekliyoruz:** Şirket brüt prim üretimi bazında zorunlu trafik sigortasında lider, kasko alanında ise 4. konumdadır. 2024'te karlılık odaklı büyüme sayesinde teknik sonuçlarda toparlanma tahmin ediyoruz
- Yatırım gelirleri karlılığı desteklemeye devam edecek:** Şirketin toplam yönetilen fon tutarı 43 milyar TL'ye ulaştı. Bu sayede yatırım gelirlerinin karlılığı 2024'te de belirgin olarak desteklemesini bekliyoruz. TL mevduat faizlerinin artışı da şirketin gelirlerini destekleyecek.
- Düzenli kar payı potansiyeli ve güçlü sermaye oranı:** Türkiye Sigorta birleşme sonrası temettü dağıtmıştır. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %172 seviyesindedir. 2023 yılı karından %30 temettü dağıtım oranı ile Türkiye Sigorta için %4 temettü verimi tahmin ediyoruz. Şirketin 2024'te %66 sermaye karlılığı elde etmesini öngörüyoruz.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net Kar	941	-11%	6,518	a.d.	11,517	77%	14,517	26%
Özsermaye	4,631	10%	12,783	176%	22,345	75%	32,255	44%
F/K (x)	8.1		3.7		4.5		3.6	
F/DD (x)	1.6		1.9		2.3		1.6	
Hisse Başına Kar (TL)	0.81		5.61		9.92		12.50	
Temettü Verimi (*)	7.7%		0.5%		3.8%		8.9%	
Sermaye Karlılığı	21.3%		67.9%		65.6%		53.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL62.00

Potansiyel Getiri

39%

Fiyat Bilgileri

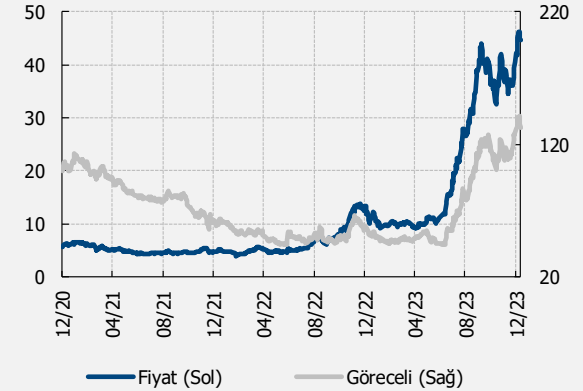
Kodu	TURSG.TI / TURSG.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL44.68
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	51,897 / 1,729
Hisse Sayısı (mn)	1161.523363
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	202.31 / 7.04

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	46.30 / 34.50
1 Yıllık	46.30 / 9.06
Sene başından itibaren	46.30 / 40.56

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	26%	22%
3 Aylık	4%	8%
1 Yıllık	325%	157%
Sene başından itibaren	10%	3%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

Sirket Tanıtımı

Şirket, Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta'nın Ağustos 2020'de birleşmesiyle kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu (TVF) %82 ile en büyük hissedardır. Geri kalan %18 ise Borsa İstanbul'da halka açıktır.

Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretiminde Şirket %13.4 pazar payıyla lider konumdadır. Şirket, hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını Türkiye Hayat&Emeklilik AŞ'deki %7 iştirak oranıyla yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,651 acenta, 122 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) yaklaşık 4,500 şubesi üzerinden devam etmektedir. Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın & doğal afet ve zorunlu trafik branşlarıdır.

Şirket'in sermaye yeterlilik oranı %172 seviyesindedir.

Güçlü Alanlar: i) açık ara lider konumlanma, ii) bankrasürans alanında kuvvetli pozisyonlanma

Riskler: i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon,

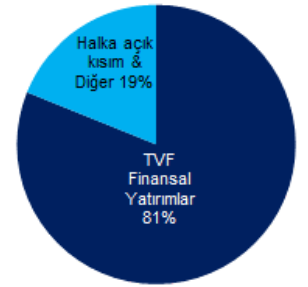
Bilanço (TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	6,104	9,034	12,372	18,271	25,706
Finansal yatırımlar	2,174	8,606	11,786	17,404	24,486
Alacaklar	3,377	4,536	10,776	17,780	25,782
Diğer	2,697	6,024	13,784	19,916	20,065
Toplam aktifler	14,351	28,199	48,718	73,372	96,038
Teknik karşılıklar	6,739	14,726	24,299	34,504	43,130
Diğer	3,392	7,052	11,636	16,523	20,654
Özkaynak	4,220	6,421	12,783	22,345	32,255
Toplam yükümlülükler & özkaynak	14,351	28,199	48,718	73,372	96,038

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Teknik Gelir	4,273	7,032	22,086	36,414	54,189
Brüt prim	11,750	25,173	59,810	98,686	143,095
Net prim	4,101	6,893	21,848	36,050	53,703
Teknik Gider	-4,092	-9,161	-22,509	-34,920	-48,799
Brüt hasar	-3,770	-6,916	-28,823	-45,585	-63,236
Net hasar	-3,114	-7,263	-17,715	-27,105	-37,601
Faaliyet giderleri	-957	-1,869	-4,757	-7,777	-11,161
Diğer	-22	-29	-38	-38	-38
Teknik Kar	181	-2,129	-424	1,494	5,390
Net yatırım geliri (gideri)	1,406	3,159	9,434	14,960	15,348
Diğer gelir (gider)	-184	235	-535	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	1,403	1,266	8,475	16,453	20,738
Vergi öncesi kar (zarar)	-345	-324	-1,957	-4,936	-6,221
Net kar (zarar)	1,058	941	6,518	11,517	14,517

Finansal Oranlar	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt prim üretimi büyümesi	32%	114%	138%	65%	45%
Teknik kar büyümesi	-75%	-1277%	-80%	-452%	261%
Net kar büyümesi	-8%	-11%	592%	77%	26%
Gider oranı	23%	27%	22%	22%	21%
Teknik marj	4%	-31%	-2%	4%	10%
Kombine oranı	96%	130%	102%	96%	90%
Yatırım getirisi	20%	27%	29%	26%	21%
Kaldıraç (x)	3.4	4.4	3.8	3.3	3.0
Aktif karlılığı	8.3%	4.4%	16.9%	18.9%	17.1%
Özkaynak karlılığı	28%	18%	68%	66%	53%
PD /DD	1.5	1.2	1.9	2.3	1.6
F / K	6.2	8.1	3.7	4.5	3.6
Piyasa Değeri / Brüt Prim	0.6	0.3	0.4	0.5	0.4

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Ortaklık Yapısı



ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG

Olumlu 2024 görünümü

Ünlü Yatırım Holding için “TUT” tavsiyemizi koruyoruz ve hedef fiyatımızı hisse başı 23TL olarak koruyoruz. Hedef fiyatımız %39 artış potansiyeli taşımaktadır. Ünlü Yatırım Holding hissesi 2024 tahminlerimize göre 1.6x PD/DD ve 4.4x F/K ile işlem görmektedir ve 2024 özkaynak karlılığının %42 seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Tahminlerimizde enflasyon muhasebesinin potansiyel olumsuz etkisi dahil değil.

- Önde gelen finansal hizmetler kurumu:** ÜNLÜ&Co Türkiye şirket birleşmeleri ve satın almaları hizmetlerinde lider konumdadır. Ayrıca, sermaye piyasaları, borç piyasaları, takipteki krediler yönetimi ve varlık yönetimi alanlarında önde gelen konumdadır. 2024'te Türkiye sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin karlılığının ivmelenerek devam etmesini tahmin ediyoruz. Takipteki krediler operasyonun özellikle yılın ilk yarısında karlılığı desteklemesini öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısında ise bu alanda cazip yeni yatırım fırsatları çıkabileceğini düşünüyoruz.
- Yatırım bankası olma doğrultusunda büyüme adımları:** Şirket'in hâlihazırda BDDK'nın değerlendirme aşamasında olan yatırım bankacılığı lisansı başvurusu bulunmaktadır. Tahminlerimize yatırım bankacılığı lisansı onayının alınmasını takiben yaratılacak ek katma değeri dahil etmedik.
- Önümüzdeki dönemde karlılıkta daha da ivmelenme öngörüyoruz:** 2024'te şirketin özkaynak karlılığının %42'ye ulaşmasını öngörüyoruz (2023T: %38). Ayrıca 2023 net karından %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- Riskler:** (i) Küresel piyasalarda oynaklık gelişmekte olan ülkelere fon akımlarını olumsuz etkileyecektir, (ii) Makro-ekonomik, jeopolitik riskler (iii) Olumsuz regülasyon, (iv) Enflasyon muhasebesi etkisi, (v) Wellcome Trust'ın potansiyel hisse satışı

Consolidated Financials and Multiples

(TLmn)	2022	Δ	2023E	Δ	2024E	Δ	2025E	Δ
Net Income	269	237%	414	54%	659	59%	946	44%
Book Value	894	47%	1,310	46%	1,860	42%	2,711	46%
P/E (x)	4.3		5.7		4.4		3.1	
P/BV (x)	1.3		1.8		1.6		1.1	
EPS (TL)	1.54		2.37		3.76		5.40	
Div. Yield (*)	0.0%		0.7%		3.5%		3.6%	
ROE	35.8%		37.6%		41.6%		41.4%	

(*) yields are based on payment dates

Source: Company Financials, YKY Research

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL23.00

Potansiyel Getiri

39%

Fiyat Bilgileri

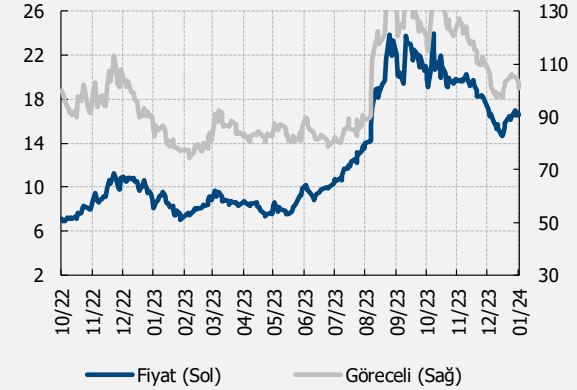
Kodu	UNLU.TI / UNLU.IS
Kapanış Fiyatı	TL16.56
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	2,898 / 97
Hisse Sayısı (mn)	175
Saklama Oranı	34%

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-3%	-6%
3 Aylık	-17%	-14%
1 Yıllık	101%	22%
Sene başından itibaren	5%	-2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Gelirler	300	692	1,260	2,085	3,236
yıllık büyüme	24%	131%	82%	66%	55%
Kurumsal Finansman	41	71	105	179	339
gelirlerde payı	14%	10%	8%	9%	10%
yıllık büyüme	15%	75%	47%	70%	90%
Kurumsal Satış	36	87	140	280	532
gelirlerde payı	12%	13%	11%	13%	16%
yıllık büyüme	37%	143%	62%	100%	90%
Yatırım Danışmanlığı	56	152	305	519	830
gelirlerde payı	19%	22%	24%	25%	26%
yıllık büyüme	38%	171%	100%	70%	60%
Takipteki Alacaklar	142	287	460	721	1,012
gelirlerde payı	47%	41%	37%	35%	31%
yıllık büyüme	23%	102%	60%	57%	40%
Hazine & Diğer	26	95	250	388	523
gelirlerde payı	8%	14%	20%	19%	16%
Faaliyet Giderleri	246	484	967	1,596	2,314
yıllık büyüme	32%	97%	100%	65%	45%
Faaliyet Karı	55	209	293	490	922
yıllık büyüme	-2%	282%	40%	67%	88%
Net yatırım/finansman gelirleri	56	142	275	400	356
Vergi Öncesi Kar	110	351	568	890	1,278
Net Kar	80	269	414	659	946
marj	26.5%	38.8%	32.9%	31.6%	29.2%
Net Kar yıllık gelişim	30%	238%	54%	59%	44%

Bilanço (milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Toplam Aktifler	939	1,716	2,818	4,309	6,237
Nakit ve benzerleri	271	264	1,146	1,805	2,750
Finansal Yatırımlar	107	505	334	485	606
Takipteki Alacaklar	271	270	198	396	731
Toplam Yükümlülükler	332	822	1,508	2,450	3,526
Toplam Finansal Borç	188	609	396	722	1,152
Özkaynak	607	894	1,310	1,860	2,711

Göstergeler	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	19%	36%	38%	42%	41%
Aktif Karlılığı	10.3%	20.2%	18.3%	18.5%	17.9%
F/K	12.1	4.3	5.7	4.4	3.1
PD/DD	1.6	1.3	1.8	1.6	1.1
Kaldıraç (x)	1.5	1.9	2.2	2.3	2.3
Gider / Gelir	82%	70%	77%	77%	72%

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

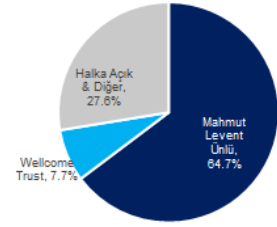
Sirket Tanıtımı

1996 yılında kurulan Şirket, 4 ana iş kolunda faaliyet göstermektedir: i) Kurumsal Finansman: Şirket birleşmeleri, satın almalar, borç piyasaları işlemleri, ii) Kurumsal Satış: Sermaye piyasaları işlemleri (aracılık, blok satışlar, halka arzlar, araştırma hizmetleri), iii) Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi: Varlık yönetimi (DAHA) ve portföy yönetimi hizmetleri ve iv) Tahsili Gecikmiş Alacak (TGA) Yönetimi: Bankalardan TGA portföylerinin satın alınması ve tahsilatı

Güçlü Alanlar: i) Çeşitlendirilmiş ve tamamlayıcı iş kolları, ii) Lider konumlanma, iii) Tecrübeli ve vizyoner üst yönetim

Riskler: i) Makro-ekonomik ve jeopolitik riskler, ii) Yükselen küresel tahvil faizleri, iii) Olumsuz yönde gelişebilecek regülasyon (komisyon oranlarında kısıtlama vs), iv) enflasyon muhasebesi etkisi, (v) Wellcome Trust'ın potansiyel hisse satışı

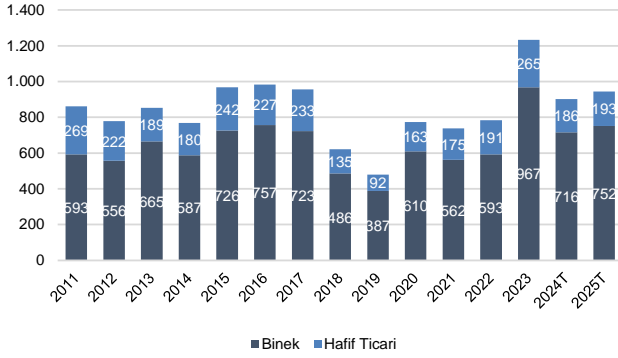
Ortaklık Yapısı



Rekor düzeyde 2023'ün ardından satışlarda gerileme

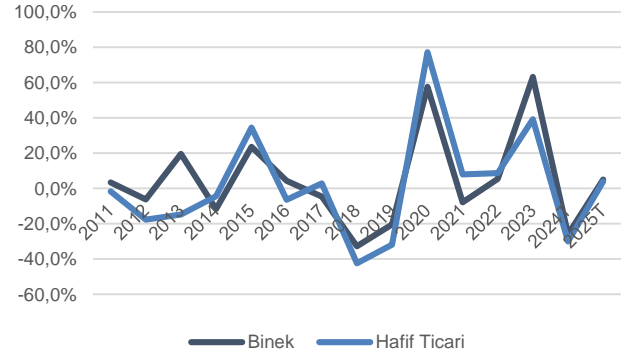
2023 yılı yurtiçi otomotiv satışları açısından rekorların kırıldığı bir yıl oldu. Buna göre, binek araç satışları yılı %63 artışla 967,3 bin adetlik olağanüstü bir performansla kapatırken, hafif ticari araç satışları 265,3 bin adetlik satışla %39 artış gösterdi. 2023'te toplam hafif araç satışları yıllık bazda %57 artarak 1,2 milyon seviyesini aştı. Etkileyici talep, parça sıkıntısının hafiflemesiyle arz tarafındaki sorunların iyileşmesine, 5 yıldır bastırılmış olan talebe ve 1Y23'teki düşük faiz ortamında enflasyon ve döviz korumalı bir enstrüman olarak yapılan otomobil alımlarına bağlanabilir. Sektörün ihracat performansı da, parça sıkıntısından ve 3 yıllık bastırılmış talepten sonra Avrupa pazarındaki olumlu ivme sayesinde %15'lik büyüme ile güçlü olmuştur. Son verilere göre Avrupa otomotiv sektörü (AB+Birleşik Krallık+EFTA) 1Y23'te binek araçta %16 ve hafif ticari araç tarafında %12 büyümüştür.

Grafik 1: Yurtiçi hafif araç kayıtları – 000',birim



Source: ODMD, YKY Araştırma

Grafik 2: Yıllara göre araç satışları büyümesi



Source: ODMD, YKY Araştırma

İkinci el araç fiyatlarının, birinci el satışları açısından izlenmesi gereken önemli bir faktör olduğunu düşünüyoruz. İkinci el pazarının Türkiye'nin sıfır araç pazarından 7-8 kat daha büyük olduğunu hatırlatmak isteriz. Buna göre, 2023 yılında ikinci el ve sıfır otomobiller arasındaki fark, yoğun talep karşısında araç bulunamaması nedeniyle daralmıştı. Şimdiye kadar fiyatlarda bir miktar normalleşme gördük; ancak fiyatlar her yıl %10 oranında azalan normal seviyelerden uzak kalmaya devam ediyor. Dolayısıyla bu durum yeni araç talebini destekleyebilir. Ancak, ikinci el ve yeni araç fiyatları arasındaki farkın 1Y24'te normalleşmesiyle birlikte ikinci el araç alımlarına geri dönüş görebiliriz. Önceki yıllara kıyasla daha az olan filo alımları da satışlara katkıda bulunabilir. Son olarak, TL'nin beklenenden daha düşük değer kaybı ve daha büyük promosyonlar sektördeki talebi destekleyebilir. Bunları göz önünde bulundurarak, satış tahminlerini 850 bin adet satıştan 900 bin adet satışa güncelledik. Bu da yıllık bazda %27'lik bir daralmaya karşılık geliyor.

Otokar <OTKAR TI> 2023 yılı konsolide olmayan rakamlarını açıkladı. Buna göre şirket, güçlü otobüs kategorisi performansı ve ihracat satışlarındaki yıllık %68'lik artış sayesinde yıllık %44 artışla 5,1 bin adet satış elde etti. Ayrıca, yeni sözleşmelerin de eklenmesiyle zırhlı araç satışları yıllık %43 artışla 305 adede yükseldi ve bu da marj performansı açısından önem taşıyor. Genel olarak, 2024 yılı için zırhlı araç teslimatlarına ilişkin daha olumlu düşünüyoruz ve artan proje portföyü ve yeni sözleşme kazanma potansiyeli sayesinde bu kategorinin hisse için ana katalizör olmasını bekliyoruz.

Türkiye traktör pazarı, Ziraat Bankası'nın yerli traktörler için %50, ithal traktörler için %25 indirim sağladığı uygun kredi oranları gibi faktörlerin etkisiyle %18'lik hacim artışıyla oldukça olumlu bir performans sergilemiştir. Kredi oranlarındaki yükseliş trendi ve 2023 yılında talebin karşılanmasıyla pazarda yaklaşık %20'lik bir daralma bekliyoruz. Bu da, traktör fiyatlarını dolar bazında aşağı çekebilir ve sektör oyuncularının marjlarının normalleşmesine yol açabilir.

FORD OTOSAN

2024'te güçlü gelir büyümesi görünümü

FROTO için rakamlarımızı yeni makro varsayımlarımıza göre güncellerken, AL tavsiyemizi koruyor ve hisse için hedef fiyatımızı 1.310 TL'den (45,3 EUR) 1.220 TL'ye (37,1 EUR) düşürüyoruz. Artan üretim kapasitesi ile Avrupa otomobil pazarında genişleyen ayak izi göz önüne alındığında, Şirket'in büyüme hikayesini beğenmeye devam ediyoruz. Ayrıca, Ford Courier'in üretiminin Romanya fabrikasına devredilmesi ve yeni Ford Custom'ın devreye alınmasıyla, satış hacmi performansının 2024 yılında destekleneceğini tahmin ediyoruz. Şimdilik, rekor kıran 2023 yılının ardından 2024 yılında Türkiye otomobil pazarında daralma beklentimize rağmen toplam satış hacminde %12 artış öngörüyoruz. Yine de, şirketin satışlarının yaklaşık %80'inin uluslararası pazarda gerçekleşmesi sayesinde, FROTO'nun iç pazardaki bir gerilemeden daha az etkileneceğini öngörüyoruz. Tahminlerimize göre FROTO hisseleri, güçlü büyüme görünümü, sağlam bilançosu (2023T: 1,0x net borç/VAFÖK) ve esnek SNA marjı (2024T: %3) göz önüne alındığında yersiz bulduğumuz 3 yıllık tarihsel ortalamasına kıyasla yaklaşık %15 iskontoya karşılık gelen 6,3x FD/VAFÖK gibi cazip bir katsayıdan işlem görmektedir.

- 2024'te yıllık %69 ciro büyümesi öngörüyoruz.** FROTO'nun 2023 yılında yıllık %28 satış hacmi büyümesi kaydetmesini bekliyoruz (yurtiçi: %32, yurtdışı: %27). 2024 yılı için, artan yıllık efektif üretim kapasitesini takiben %9 satış hacmi büyümesi öngörüyoruz. Yıllık %69 ciro büyümesi ve Euro bazında %8 gelir artışı öngörüyoruz.
- Arz-talep dengesizliğinden sonra nispeten daha az marj daralması** İç pazardaki talep ortamının ılımlaşmasının ardından VAFÖK marjının önceki yıllardaki seviyelere gerilemesini bekliyoruz. Öte yandan, elektrikli araç modellerinin toplam satışlar içindeki payının artması da önümüzdeki yıllarda konsolide karlılığı aşağı çekebilir. Yine de, temel olarak yurtiçi satışların düşük payı nedeniyle marjlardaki düşüşün nispeten minimal kalmasını bekliyoruz.
- Beklenenden daha güçlü TL bir miktar risk oluşturabilir** Para politikasındaki sıkılaştırmanın ardından, beklenenden daha güçlü bir TL senaryosu, şirketin Türkiye'nin en büyük ihracatçısı olması nedeniyle büyüme ve marj performansı üzerinde baskı yaratabilir.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	171,797	142%	333,548	94%	562,619	69%	793,052	41%
VAFÖK	19,727	108%	37,631	91%	53,118	41%	74,020	39%
Net Kar	18,614	111%	34,997	88%	43,833	25%	60,897	39%
F/K (x)	6.1		7.2		6.3		4.5	
FD/VAFÖK (x)	7.1		7.6		6.3		4.7	
FD/Satış (x)	0.8		0.9		0.6		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	53.0		99.7		124.9		173.5	
Temettü Verimi (*)	5.4%		5.8%		9.3%		14.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	2.0%		-0.1%		2.6%		1.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL1,220.00
Potansiyel Getiri	55%

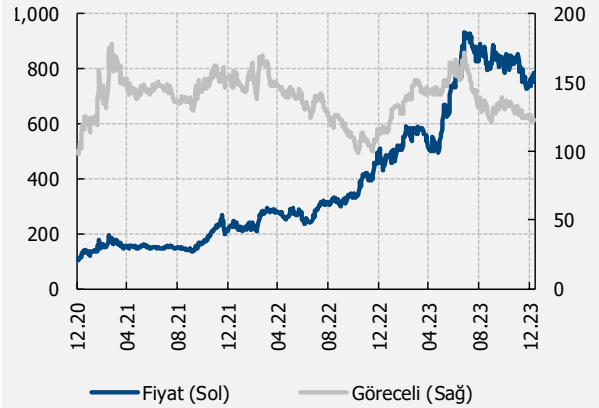
Fiyat Bilgileri

Kodu	FROTO.TI / FROTO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL787.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	276,166 / 9,201
Hisse Sayısı (mn)	350.91
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	934.80 / 32.59

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	801.50 / 728.00
1 Yıllık	931.17 / 445.37
Sene başından itibaren	787.00 / 739.50

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-1%	-4%
3 Aylık	-6%	-3%
1 Yıllık	76%	6%
Sene başından itibaren	6%	0%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	71,101	171,797	333,548	562,619	793,052
Brüt Kar	11,154	23,941	47,697	69,483	96,752
Faaliyet Giderleri	-2,745	-6,109	-13,331	-21,471	-29,658
VAFÖK (*)	9,464	19,727	37,631	53,118	74,020
Amortisman	1,054	1,895	3,264	5,106	6,925
Faaliyet Gelirleri	8,410	17,832	34,366	48,012	67,094
Finansal Gelir/Gider	-716	-3,503	-12,016	-12,353	-17,110
Diğer Gelir/Gider	993	1294	10980	7314	10310
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	8,687	15,623	33,330	42,974	60,294
Vergi	114	2,991	1,667	859	603
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	8,801	18,614	34,997	43,833	60,897
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	14,174	10,115	32,203	24,539	22,145
Stoklar	5,269	13,854	26,784	46,207	65,243
Ticari Alacaklar	11,407	25,851	50,190	84,660	119,334
Diğer Alacaklar	1,964	5,305	8,820	13,704	17,434
Dönen Varlıklar	32,814	55,125	117,997	169,109	224,155
Sabit Kıymetler (**)	6,636	27,096	45,847	65,431	82,842
Finansal Yatırımlar	50	146	153	161	161
Diğer Duran Varlıklar (**)	3,293	13,686	23,129	34,436	43,799
Duran Varlıklar	9,979	40,928	69,130	100,028	126,802
Toplam Varlıklar	42,793	96,052	187,127	269,137	350,957
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	8,257	13,219	29,278	39,589	47,918
Ticari Borçlar	11,379	30,146	58,282	100,545	141,968
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,147	2,841	2,841	2,841	2,841
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,782	46,206	90,401	142,975	192,727
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	10,799	24,700	37,864	42,782	47,622
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,063	3,744	6,365	9,007	11,511
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,862	28,444	44,229	51,789	59,133
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,149	21,402	52,496	74,373	99,097
Toplam Kaynaklar	42,793	96,052	187,127	269,137	350,957
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	5,314	16,907	30,021	39,553	51,805
Yatırım Faaliyetlerinden	-2,369	-9,632	-21,940	-6,179	-33,727
Finansman Faaliyetlerinden	11,362	21,544	31,845	17,870	15,673
Temettü Ödemesi	-3,576	-6,562	-15,444	-25,812	-40,348
Serbest Nakit Akışı	571	2,267	-317	7,298	4,514
Net Borç	4,882	27,804	34,939	57,831	73,395
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	15.7%	13.9%	14.3%	12.4%	12.2%
VAFÖK Marjı	13.3%	11.5%	11.3%	9.4%	9.3%
Net Kar Marjı	12.4%	10.8%	10.5%	7.8%	7.7%
Sermaye Karlılığı	102.4%	118.0%	94.7%	69.1%	70.2%
Satış Büyümesi	44%	142%	94%	69%	41%
VAFÖK Büyümesi	79%	108%	91%	41%	39%
Net Kar Büyümesi	110%	111%	88%	25%	39%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.5	1.3	0.7	0.8	0.7
Net Borç/VAFÖK (x)	0.5	1.4	0.9	1.1	1.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

Ford Otosan 1959 yılında Ankara'da kurulmuştur. Şirket, 2023 yılı itibarıyla yıllık 746.500 araç, 436.500 motor ve 140.000 aktarma organı üretim kapasitesi ile Ford Avrupa'nın en büyük ticari araç üretim merkezidir.

Ford Otosan, 8 yıldır üst üste Türkiye'nin mal ihracat şampiyonudur.

Ford Otosan, Kocaeli'nde Gölcük ve Yeniköy Fabrikaları, Eskişehir'de Eskişehir Fabrikası, İstanbul'da Sancaktepe Ar-Ge Merkezi ve Yedek Parça Deposu ve Romanya'da Craiova Fabrikası ile 4 ana merkezde faaliyet göstermektedir.

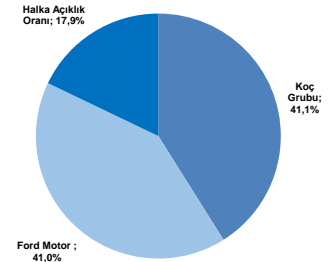
Ford Motor Company'nin Avrupa'da sattığı LCV'lerin %75'ini üreten Şirket, Transit ve Custom gibi Ford'un en çok satan LCV'lerinin yanı sıra Ford'un Avrupa'da en çok satan PC'si Puma'yı da üretmektedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: i) daha güçlü talep; ii) TL'nin değer kaybetmesi; iii) Ford Motor Company'nin ağınlığının daha da genişlemesi.

Potansiyel riskler: i) rekabet; ii) kapasite artışında gecikme; iii) beklenenden daha güçlü TL.

Ortaklık Yapısı



OTOKAR

2023'de ciddi yükseliş

OTKAR için analist değişikli nedeniyle rakamlarımız güncelliyoruz ve 600 TL/hisse hedef fiyatı ile TUT önerisinde bulunuyoruz (önceki: GG). Şirket 9A23'te savunma sözleşmelerindeki hızlanmanın desteğiyle cirosunu yaklaşık %150 ve VAFÖK'ünü yaklaşık %190 artırmayı başardı. Şirketin konsolide olmayan satış hacminde %44'lük bir büyüme kaydedildiğini ve zırlı araç satışlarının %43 arttığını hatırlatarak, 4Ç için parlak bir performansa işaret ediyoruz. Ayrıca, yaklaşık 136 milyon USD tutarındaki son zırlı araç sözleşmesi de hem gelir hem de marjlar için önemli ölçüde olumludur. Hissenin, küresel savunma harcamalarındaki artışla desteklenebilecek kısa ve orta vadeli büyüme görünümünü desteklemekle birlikte, 2023 yılındaki %51'lik yüksek performansını göz önünde bulundurarak şimdilik temkinli kalmayı tercih ediyoruz.

- İvme kazanan savunma sözleşmeleri.** Şirketin birikmiş bakiye siparişleri 3Ç23'te yaklaşık 265 milyon USD seviyesindeydi; ek olarak şirket ihraç edilmek üzere yaklaşık 136 milyon USD değerinde bir sözleşme imzaladı. 4Ç satış rakamlarında da gördüğümüz gibi, bunun 2024 yılında büyümenin itici güçlerinden biri olacağını düşünüyoruz.
- Borçluluk endişe kaynağı olmaya devam ediyor.** 9A23 itibarıyla net borç 7 milyar TL (4,1x Net Borç/VAFÖK) seviyesindedir. Yakın zamanda imzalanan sözleşmeden avans ödemelerinin alınmasıyla birlikte bu rakam azalacaktır. Yine de, mevcut kredi oranlarını dikkate alarak 2024 yılı karlılığın baskılayacağını öngörüyoruz.
- Bu aşamada ihtiyatlı olmayı tercih ediyoruz.** Çalkantılı küresel jeopolitik ortam 2024 yılı için daha fazla askeri harcamayı tetikleyebilir ve bu Otokar için daha fazla fırsat doğurabilir. Mevcut değerlendirme çarpanları göz önüne alındığında, bu beklentinin bir dereceye kadar fiyatlanmış olabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, finansallardaki iyileşmeyi memnuniyetle karşılasak da, sözleşme eklemelerinde ilave artış görene kadar tavsiyemizi "TUT" olarak bırakıyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	9.604	113%	22.765	137%	39.468	73%	52.526	33%
VAFÖK	1.244	36%	3.405	174%	7.275	114%	9.944	37%
Net Kar	1.239	19%	1.362	10%	3.714	173%	5.206	40%
F/K (x)	10,0		24,7		13,8		9,9	
FD/VAFÖK (x)	14,7		12,9		9,1		7,0	
FD/Satış (x)	1,9		1,9		1,7		1,3	
Hisse Başına Kar (TL)	51,6		56,7		154,8		216,9	
Temettü Verimi (*)	4,8%		0,0%		0,0%		0,0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-15,0%		-3,8%		-2,3%		1,6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL600,00
Potansiyel Getiri	40%

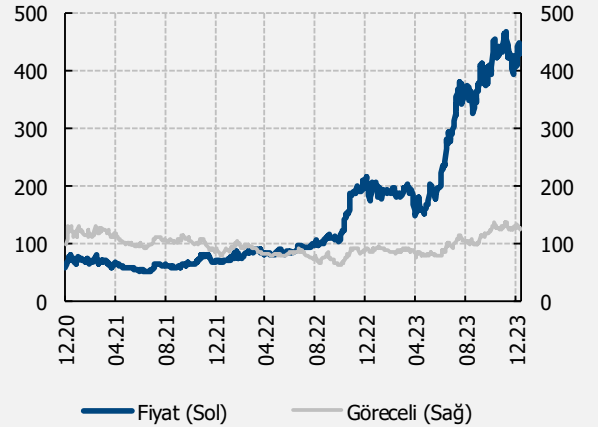
Fiyat Bilgileri

Kodu	OTKAR.TI / OTKAR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL427,75
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	51.330 / 1.710
Hisse Sayısı (mn)	120
Saklama Oranı	27%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	208,74 / 7,32

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	445,50 / 393,50
1 Yıllık	467,00 / 148,10
Sene başından itibaren	445,50 / 406,75

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-4%	-7%
3 Aylık	4%	7%
1 Yıllık	141%	46%
Sene başından itibaren	1%	-6%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	2,909	4,509	8,067	14,354	20,509
Brüt Kar	1,194	1,717	2,478	5,240	7,894
Faaliyet giderleri	619	909	1,484	2,785	3,979
VAFÖK (**)	672	913	1,216	2,850	4,428
Amortisman	97	105	222	395	513
Faaliyet gelirleri	575	807	994	2,455	3,915
Finansal gelir/gider	-110	-280	-600	-756	-784
Diğer gelir/gider	160	377	741	864	672
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	625	905	1,136	2,563	3,804
Vergi	-1	0	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	625	905	1,136	2,563	3,804
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	517	645	1,010	1,465	2,033
Stoklar	1,336	1,426	3,227	4,306	5,743
Ticari alacaklar	1,189	1,761	2,824	5,168	7,178
Diğer alacaklar	137	128	140	154	169
Dönen Varlıklar	3,179	3,960	7,201	11,093	15,123
Maddi duran varlıklar	728	1,170	1,324	1,414	1,471
Finansal yatırımlar	170	182	201	221	243
Diğer duran varlıklar	258	677	746	824	910
Duran Varlıklar	1,156	2,029	2,270	2,459	2,624
Toplam Varlıklar	4,334	5,990	9,472	13,552	17,746
Kısa vadeli finansal borçlar	875	1,117	2,427	2,861	2,824
Ticari borçlar	350	555	1,291	2,153	3,076
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	902	1,180	1,267	1,400	1,523
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,127	2,852	4,984	6,414	7,423
Uzun vadeli finansal borçlar	979	1,261	1,820	2,342	2,728
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	221	379	452	472	492
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,200	1,641	2,272	2,814	3,221
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,007	1,497	2,216	4,324	7,103
Toplam Kaynaklar	4,334	5,990	9,472	13,552	17,746
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	732	938	1,092	1,582	3,321
Yatırım faaliyetlerinden	-498	-810	-575	-671	-743
Finansman faaliyetlerinden	291	2,027	1,028	369	-5,531
Temettü Ödemesi	-200	-400	-600	-800	-1,100
Serbest Nakit Akışı	90	-74	246	320	1,715
Net Borç	1,337	1,734	3,237	3,738	3,519
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	41.1%	38.1%	30.7%	36.5%	38.5%
VAFÖK marjı	23.1%	20.2%	15.1%	19.9%	21.6%
Net Kar marjı	21.5%	20.1%	14.1%	17.9%	18.5%
Sermaye Karlılığı	75.9%	72.3%	61.2%	78.4%	66.6%
Satış Büyümesi	20%	55%	79%	78%	43%
VAFÖK Büyümesi	56%	36%	33%	134%	55%
Net Kar Büyümesi	78%	45%	26%	126%	48%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.3	1.2	1.5	0.9	0.5
Net Borç / VAFÖK (x)	2.0	1.9	2.7	1.3	0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

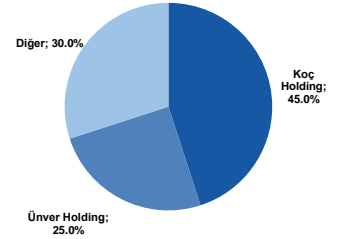
Otokar, 1963 yılında kurulmuş olup yalıtım taşımacılığına yönelik otobüs/minibüs, yük taşımacılığına yönelik kamyon ve savunma sanayi ine yönelik taktik tekerlekli/paletli zırhlı araçlar üretmektedir.

Şirket, 3.000'den fazla çalışanı, 552.000 m2 üretim alanı ve 300'e yakın satış ve servis ağı ile 75'ten fazla ülkede ürünleri ve fikri mülkiyet hakları ile faaliyet göstermektedir.

Şirketin mevcut yıllık üretim kapasitesi: 5.300 otobüs/minibüs, 2.000 taktik araç, 1.600 kamyon/hafif kamyon, 700 taktik zırhlı araç.

Şirketin birikmiş iş hacmi 9A23 itibarıyla 7,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirket, 3. çeyrek sonrasında Estonya'ya 6x6 taktik zırhlı araç, bakım ekipmanları ve eğitim hizmetleri ihracatı için yaklaşık 136 milyon ABD Dolar tutarında bir anlaşma imzaladı. Bu anlaşmanın 2024 yılında finansallara katkı sağlanmasını bekliyoruz. Siparişlerin daha da hızlanması, Şirket'in ana yükü olduğunu düşündüğümüz borçluluğunu da azaltabilir.

Ortaklık Yapısı



TOFAŞ

2024'e dair tahminlerimizi düşürüyoruz

Tofaş için AL önerimizi koruyoruz fakat yeni makro varsayımlarımız ve Stellantis Otomotiv satın alımındaki gecikmeye bağlı olarak 2024 yılsonu tahminlerimizde düşüş nedeniyle hedef fiyatımızı 11,5 EUR'dan 10,0 EUR'e düşürüyoruz. Stellantis Otomotiv anlaşması 2024 yılında takip edilecek en önemli konu olmaya devam ediyor. Hatırlanacağı üzere, Rekabet Kurumu satın alma işlemini Rekabetin Korunması Kanunu uyarınca nihai incelemeye almış ve daha önce 1Ç24'te tamamlanması beklenen işlem belirsiz bir süreye uzatılmıştı. Şu anda hesaplamalarımızı anlaşmanın yıl ortasında tamamlanması senaryosuna göre yapıyoruz ve satın almadan yaklaşık 48 milyar TL gelir katkısı bekliyoruz. Dolayısıyla 2024'de %81 net satış ve %41 VAFÖK büyümesi öngörüyoruz. Bu tarihi baz alarak, onayın geciktiği her ayın 2024 net satış tahminlerimizde yaklaşık %5'lik bir düşüşe yol açacağını hesaplıyoruz. Rakamlarımıza göre, Tofaş hisseleri 5,2x F/K ve 4,6x FD/VAFÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Şirketin nakit açısından zengin bilançosu (2023T: 16 milyar TL net nakit), düşük değerleme çarpanları ve organik/inorganik büyüme potansiyeliyle, yukarıda belirtilen risklere rağmen tavsiyemizi AL olarak koruyoruz.

- Güçlü 2023 sonuçlarının ardından 2024 yılı Stellantis Otomotiv anlaşmasına bağlı.** 2023 yılında yurtiçi otomotiv pazarındaki 1,2 milyonluk rekor satış performansının etkisiyle Tofaş'ın VAFÖK'ünü %52 artırmayı ve kârını iki katına çıkarmasını bekliyoruz. 2024 yılı için net satış tahminimizi, anlaşmadaki gecikme nedeniyle %23 oranında düşürerek %81'e ve VAFÖK tahminimizi %18 düşürerek %41'e çekiyoruz. K0 tarafında, 2024 yılı için %3'lük sınırlı bir gelir katkısı tahmin ediyor ve bunun tüm etkisinin 2025 yılında ortaya çıkmasını bekliyoruz.
- Rekabet Kurumu ile ilgili olarak.** Satın alma işleminin büyüklüğü ve zamanlama konusundaki belirsizlik göz önüne alındığında, tahminlerimiz önemli sapmalara açıktır. Stellantis birleşmesi 2020'de küresel olarak ilgili ülkelerin rekabet kurumlarınınca onaylandığından, bu işlemin de tamamlanma olasılığının daha yüksek olduğuna inanıyoruz. Dolayısıyla satın alımı 2024 tahminlerimize dahil ettik. Yine de, yatırımcılar işlemin sonuçlanma tarihini tahmin etmenin mümkün olmadığını ve buna ilişkin risklerin bulunduğunu bilmelidir.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	66.793	119%	102.296	53%	184.650	81%	352.310	91%
VAFÖK	11.270	95%	17.124	52%	24.110	41%	39.019	62%
Net Kar	8.562	161%	17.143	100%	22.246	30%	37.756	70%
F/K (x)	5,3		6,6		5,2		3,0	
FD/VAFÖK (x)	3,5		5,7		4,6		2,7	
FD/Satış (x)	0,6		1,0		0,6		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	17,1		34,3		44,5		75,5	
Temettü Verimi (*)	7,1%		2,6%		9,0%		17,4%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-11,2%		8,5%		-3,1%		16,2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL330.00
Potansiyel Getiri	44%

Fiyat Bilgileri

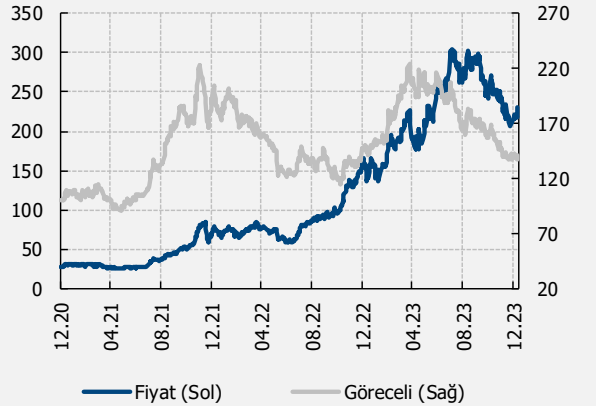
Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL229.60
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	114,800 / 3,825
Hisse Sayısı (mn)	500
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	978.36 / 34.17

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	233.70 / 206.00
1 Yıllık	303.70 / 136.67
Sene başından itibaren	229.60 / 210.00

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	1%
3 Aylık	-20%	-18%
1 Yıllık	60%	-3%
Sene başından itibaren	9%	2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	30,513	66,793	102,296	184,650	352,310
Brüt Kar	5,828	12,319	21,840	32,314	55,313
Faaliyet Giderleri	-1,233	-2,568	-5,890	-10,163	-18,611
VAFÖK (*)	5,794	11,270	17,124	24,110	39,019
Amortisman	1,199	1,519	1,175	1,958	2,318
Faaliyet Gelirleri	4,595	9,751	15,950	22,151	36,701
Finansal Gelir/Gider	-622	-452	4,598	3,675	7,011
Diğer Gelir/Gider	-461	-737	-1710	-1108	-1762
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	3,512	8,562	18,838	24,718	41,951
Vergi	-231	0	-1,695	-2,472	-4,195
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	3,281	8,562	17,143	22,246	37,756
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,215	12,019	24,775	23,620	31,814
Stoklar	2,379	3,260	8,817	19,199	37,430
Ticari Alacaklar	7,142	14,956	19,618	31,365	59,844
Diğer Alacaklar	2,433	3,150	5,355	8,419	10,759
Dönen Varlıklar	16,170	33,385	58,566	82,603	139,847
Sabit Kıymetler (**)	1,904	1,741	2,645	14,742	19,255
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar (**)	5,400	5,250	8,276	14,493	19,436
Duran Varlıklar	7,304	6,991	10,921	29,236	38,690
Toplam Varlıklar	23,473	40,376	69,486	111,838	178,538
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	4,138	5,071	6,266	13,316	16,330
Ticari Borçlar	8,768	19,002	27,553	43,823	85,438
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	851	1,997	4,395	6,909	8,830
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,758	26,069	38,214	64,048	110,597
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	3,621	1,889	2,168	5,652	7,248
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	351	1,104	1,876	2,950	3,770
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,972	2,993	4,044	8,602	11,018
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,743	11,314	27,228	39,189	56,923
Toplam Kaynaklar	23,473	40,376	69,486	111,838	178,538
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	2,712	-2,814	18,081	20,336	36,498
Yatırım Faaliyetlerinden	-2,620	-2,147	-2,557	-17,419	-7,981
Finansman Faaliyetlerinden	1,157	-47	2,247	11,608	5,430
Temettü Ödemesi	-1,500	-3,200	-3,000	-10,286	-20,021
Serbest Nakit Akışı	1,206	-5,042	9,709	-3,599	18,601
Net Borç	3,544	-5,059	-16,341	-4,652	-8,236
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	19.1%	18.4%	21.4%	17.5%	15.7%
VAFÖK Marjı	19.0%	16.9%	16.7%	13.1%	11.1%
Net Kar Marjı	10.8%	12.8%	16.8%	12.0%	10.7%
Sermaye Karlılığı	64.3%	100.4%	89.0%	67.0%	78.6%
Satış Büyümesi	27%	119%	53%	81%	91%
VAFÖK Büyümesi	92%	95%	52%	41%	62%
Net Kar Büyümesi	84%	161%	100%	30%	70%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.6	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	0.6	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

1968'de kurulan Tofaş, Türkiye'nin 7. büyük sanayi kuruluşudur. Şirketin 1971 yılında açılan Bursa'daki tesisi, yıllık 450 bin araç üretim kapasitesine sahiptir ve Türkiye'de hem PC hem de LCV üreten tek testistir.

Şirket, Fiat araçlarının üretimini yanı sıra Alfa Romeo, Jeep, Maserati ve Ferrari'nin de distribütörlüğünü yapmaktadır.

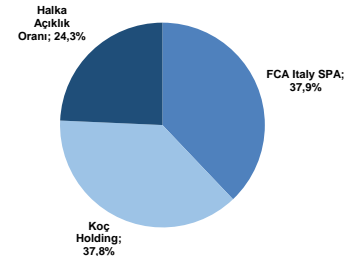
Mart 2023'te açıklandığı üzere Tofaş, Peugeot, Opel, Citroen ve DS Automobiles'in Türkiye distribütörü Stellantis Otomotiv'in 400 milyar Avro işlem bedeli karşılığında tek sahibi olacaktır. Anlaşmanın şu anda Rekabet Kurumu'nun nihai incelemesi altında olduğunu belirtelim.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: i) daha güçlü talep; ii) Stellantis'in ağında daha fazla genişleme; iii) Stellantis Otomotiv anlaşmasının onaylanması.

Potansiyel riskler arasında: i) zayıf talep, ii) FAVÖK/araçta daha yüksek gerileme, iii) rekabet, iv) Stellantis Otomotiv anlaşmasının daha fazla gecikmesi/iptali

Ortaklık Yapısı



TÜRK TRAKTÖR

Olağanüstü bir yıldan geri dönüş

TTRAK'ı, 2023 yılında BIST100'den %59 daha iyi performans göstermesinin ardından TUT tavsiyesi ve %27 yukarı yönlü potansiyeline tekabül eden TL890/hisse hedef fiyat ile yeniden kapsama alıyoruz. TTRAK'ın yıl boyunca yurt içi traktör pazarındaki büyük talep sayesinde parlak bir faaliyet performansı sergilediğini görüyoruz. Şirketin yılı %116 büyüme ile tamamlamasını ve 2023 yılında %24,4'lük bir marj elde etmesini bekliyoruz. 2024'te doymuş talep ve kredi faizlerindeki artış nedeniyle tersine dönmesini tahmin ederek satış hacminde %12 daralma öngörüyor ve TTRAK için 2024 görünümünü daha zayıf buluyoruz. Şirket, 2024 yılında %10 VAFÖK daralması beklentimize göre, 5 yıllık tarihsel ortalaması olan 5,3x'e kıyasla primli 8.3x FD/VAFÖK çarpanından işlem görmektedir.

- Ciroda %26'lık sınırlı bir artış öngörüyoruz.** 2023'teki rekor yüksek performansın ardından 2024'te toplam satış hacminin %12 (yurtiçi: %15, ihracat: %5) daralacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, geçen yıl arz-talep dengesizliğinin çözülmesinin ardından, birim fiyatlarda USD bazında bir miktar düşüş bekliyoruz ve bunun da VAFÖK marjının %17,4'e normalleşmesine neden olabileceğini hesaplıyoruz.
- Potansiyel temettü getirisinin yüksek olması olumsuzluğu sınırlayabilir.** Şirketin geçtiğimiz 5 yılda temettü dağıtım ortalaması %94'dur. 8,9 milyar TL'lik (%199) net kazanç tahminimizi dikkate alırken, %11'lik brüt temettü getirisi hesaplıyoruz, bu da hisselerdeki düşüşü sınırlayabilir. Ayrıca şirketin 3Ç23 itibarıyla 4,1 milyar TL'lik sağlam net nakit pozisyonunun, artan mevduat faizleri ortamında daha yüksek finansal gelire yol açacağını öngörüyoruz.
- Ancak 2024 için hala sınırlı bir yükseliş potansiyeli görüyoruz.** Hisse senedindeki son satışlara rağmen (mutlak anlamda %21), mevcut özsermaye maliyeti varsayımımız göz önüne alındığında olumlu bir risk getirisi öngörmüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	21.835	88%	47.140	116%	59.532	26%	81.338	37%
VAFÖK	3.406	97%	11.481	237%	10.372	-10%	12.611	22%
Net Kar	2.971	125%	8.889	199%	8.435	-5%	10.004	19%
F/K (x)	5,2		6,1		8,3		7,0	
FD/VAFÖK (x)	7,4		4,3		6,5		5,4	
FD/Satış (x)	1,2		1,0		1,1		0,8	
Hisse Başına Kar (TL)	55,7		166,6		158,0		187,5	
Temettü Verimi (*)	7,8%		3,9%		11,4%		9,6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	32,7%		9,8%		8,4%		10,4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL890.00
Potansiyel Getiri	27%

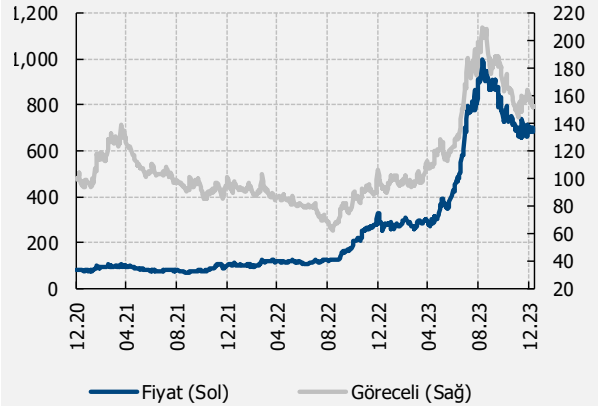
Fiyat Bilgileri

Kodu	TTRAK.TI / TTRAK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL702.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	70,247 / 2,340
Hisse Sayısı (mn)	100.066875
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	424.67 / 14.76

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	740.50 / 659.50
1 Yıllık	1.002.40 / 258.94
Sene başından itibaren	712.00 / 680.00

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	3%	0%
3 Aylık	-20%	-17%
1 Yıllık	169%	63%
Sene başından itibaren	-1%	-8%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	11.644	21.835	47.140	59.532	81.338
Brüt Kar	2.133	4.366	13.718	13.097	16.268
Faaliyet Giderleri	-560	-1.173	-2.640	-3.427	-4.745
VAFÖK (*)	1.733	3.406	11.481	10.372	12.611
Amortisman	161	213	403	702	1.089
Faaliyet Gelirleri	1.573	3.193	11.078	9.670	11.522
Finansal Gelir/Gider	95	-176	424	536	732
Diğer Gelir/Gider	-157	-153	-660	-833	-1139
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	1.510	2.863	10.842	9.372	11.116
Vergi	-188	108	-1.953	-937	-1.112
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1.322	2.971	8.889	8.435	10.004
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.567	4.837	6.988	5.038	8.159
Stoklar	1.739	3.615	6.916	8.747	12.252
Ticari Alacaklar	1.264	2.102	4.538	5.216	7.125
Diğer Alacaklar	369	1.023	1.786	4.112	5.414
Dönen Varlıklar	4.940	11.577	20.228	23.113	32.950
Sabit Kıymetler (**)	1.068	1.553	2.357	3.575	5.013
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar (**)	103	666	1.132	1.980	2.530
Duran Varlıklar	1.171	2.219	3.489	5.555	7.543
Toplam Varlıklar	6.111	13.796	23.718	28.668	40.493
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	580	3.313	1.209	1.509	3.369
Ticari Borçlar	2.409	4.925	9.423	13.092	18.346
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	378	978	978	995	1.001
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.367	9.216	11.610	15.596	22.717
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	555	577	693	874	2.051
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	138	365	620	975	1.246
Uzun Vadeli Yükümlülükler	693	942	1.313	1.849	3.297
Azınlık Payları	203	208	250	300	330
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.051	3.638	10.794	11.223	14.479
Toplam Kaynaklar	6.111	13.796	23.718	28.668	40.493
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	4.220	7.542	7.290	7.989	9.638
Yatırım Faaliyetlerinden	-3.721	-6.909	-170	-237	-140
Finansman Faaliyetlerinden	-106	2.983	-1.733	836	3.309
Temettü Ödemesi	-850	-1.200	-2.100	-8.007	-6.748
Serbest Nakit Akışı	5.785	5.024	5.262	5.925	7.279
Net Borç	5.153	9.730	-5.085	-2.655	-2.739
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	18,3%	20,0%	29,1%	22,0%	20,0%
VAFÖK Marjı	14,9%	15,6%	24,4%	17,4%	15,5%
Net Kar Marjı	11,4%	13,6%	18,9%	14,2%	12,3%
Sermaye Karlılığı	75,7%	104,4%	123,2%	76,6%	77,8%
Satış Büyümesi	87%	88%	116%	26%	37%
VAFÖK Büyümesi	64%	97%	237%	-10%	22%
Net Kar Büyümesi	70%	125%	199%	-5%	19%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	2,5	2,7	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	3,0	2,9	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.(**)

Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıklar içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

Türk Traktör, 1954 yılında kurulmuş olup, %44'lük pazar payı ile Türkiye'nin önde gelen traktör üreticilerinden biridir. Şirket, çoğunluğu Avrupa ve Kuzey Amerika'da olmak üzere 120'den fazla ülkeye ihracat yapmaktadır.

Türk Traktör'ün operasyonel altyapısını iki fabrika, iki iş makinesi tesisi, bir satış sonrası operasyon merkezi ve iki Ar-Ge merkezi oluşturmaktadır.

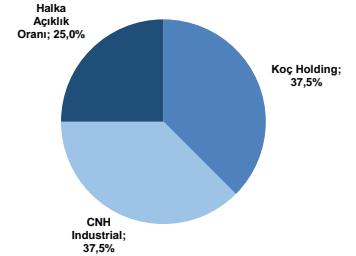
Koç Holding ve CNH Industrial, Türk Traktör'de eşit olarak %37,5 paya sahiptir ve kalan %25'lik kısım halka açıktır.

Potential katalizörler and riskler:

Potansiyel katalizörler: i) Yurt içinde beklenen daha yüksek talep, ii) daha güçlü ihracat performansı ve iii) sabit geniş bantta beklenen daha yüksek büyüme.

Potansiyel riskler: i) düşük talep ii) maliyet baskısı ve iii) rekabet otoritesi tarafından alınacak herhangi bir olumsuz karar.

Ortaklık Yapısı



Havacılık Sektörü

Güçlü nakit akış hız kaybetse de tam olarak inişe geçmiyor

Güçlü talep dinamikleri 2023 yılında da devam etti... Yüksek büyüme ve rekor marjlarla geçen 2021 ve 2022 yılının ardından, 2023'ün başında Türk Havacılık Sektörü için mütevazı bir 2023 beklemek oldukça makul olurdu. Ancak, Şubat ayında yaşanan elim deprem ve Orta Doğu'daki gerginlik gibi zorluklara rağmen hem Türk Hava Yolları hem de Pegasus, Covid sonrası dönemde kapasite kayıplarını fazlasıyla telafi edip bir çok benzer rakipleriyle arayı açarken birim gelirlerin zirve yaptığı 2023'te de durum farklı olmadı. Sektör toplamda dış hatlarda %12'lik trafik artışının da etkisiyle toplamda %11 büyüdü.

Başından beri bir güçlü performans daha. Kapasite artışı açısından 2024'ün 2023'e büyük ölçüde benzer olmasını bekliyoruz. Yüksek birim gelirlerin normalleşmesini bekliyoruz çünkü hem küresel büyüme ortamının talebi desteklemeyeceğini düşünüyoruz hem de çok kısa sürede olmasa da, sektördeki kapasite problemlerinin azalarak ilerlemesini bekliyoruz. Bu görünümde, Türk oyuncuların yüksek marjlarını koruyarak doğal maliyet avantajlarıyla rekabetten olumlu bir şekilde ayrılmaya devam edeceğini düşünüyoruz. THY 2019 sonu kapasitesinin (AKK) %25 önündeysen, Pegasus o günlerin %32 üzerinde kapasite sunmaktadır. Bununla birlikte, sektörün çatı organizasyonlarından IATA'ya göre ise, küresel kapasite 1Ç2024'te 2019 kapasite seviyelerinin altında kalmaya devam edecek, yılın tamamında ise 2019 düzeyine nihayetinde gelebilecek. Talepte keskin bir bozulma değil, tedrici bir zayıflama öngördüğümüzde ve kapasitelerin tedricen yerine konduğundan, Türk taşıyıcılarının operasyonel ve finansal anlamda 2024 görünümünde endişe duymuyoruz. Aksine, yıla güçlü bir başlangıç yapmalarını ve geçen yılın görece düşük bazı nedeniyle yılın ilk yarısında, yıllık bazda güçlü sonuçlar öngörüyoruz. Geçen yılın düşük bazı büyük ölçüde Şubat'23'te meydana gelen elim deprem olmuştur. Deprem sonrası uçuş iptalleri, ücretsiz tahliye ve kargo uçuşlarının tek seferlik harcamalar olduğu düşünülürse, havacılık şirketleri finansallarındaki güçlü seyrin yılın ilk yarısında da devam etmesini bekliyoruz. finansallardaki mevcut gücün yakın zamanda ortadan kalkmayacağını gösteriyor. 2024 yılı için, pazar paylarında önemli bir değişiklik olmaksızın toplam pazarda %10'luk bir yolcu büyümesi öngörüyoruz. Projeksiyonlarımız, tüm yıl ve tüm kapsama alanımız için % 12 USD gelir büyümesi ve toplamda 2,0 puan daha düşük manşet VAFÖK marjı anlamına geliyor.

Risk cephesinde olağan dışı bir şey yok. Türk havacılık hisselerine ilişkin yapıcı görüşümüzün temel risk faktörü, her zaman olduğu gibi, her ne sebeple olursa olsun talepte yaşanacak bir gerilemedir. Talep cephesinde bir sorun yaşanmadığı sürece, ki bu ne yazık ki nadir görülen bir durum değildir, kalan tüm risk faktörlerinin, daha yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz. (i) daha yüksek jet yakıtı fiyatları (ii) nispeten daha sert rekabet (iii) çoğunlukla personel olmak üzere girdi enflasyonu ve (iv) döviz hareketleri başta olmak üzere geri kalan tüm riskler ikincil öneme sahiptir ve geçmişte birçok kez görüldüğü gibi bir şekilde aşılabılır. Sektörün motor ve yedek parça sorunlarının 2024 yılında sona ermesini beklemiyoruz ve gerçekten de B737-Max 7'lerin mevcut grounding'i girdi maliyetlerine ilişkin endişelerimizi artırdı. Yine de şimdilik olumsuz bir tutum benimsemek için erken olduğunu düşünüyoruz. Tüm B737Max'ların yere indirildiği 2019-20 dönemindeki bir önceki örnekte, THY'nin uğradığı zararın nihayetinde tazmin edilmiş olması endişelerimizi büyük ölçüde hafifletiyor.

PEGASUS HAVAYOLLARI

Sıkışıklıktan kurtuluyor

Pegasus Hava Yolları için 'AL' önerimizi yineliyoruz. Yeni 12 aylık hedef fiyatımızı 30,8 EUR (önceki: 32,0 EUR), TL cinsinden 1,000TL'ye isabet etmektedir ve %40 artış potansiyeli barındırmaktadır. Birim gelirler açısından istisnai bir yıl olan 2022'nin yüksek bazına rağmen, şirketin 2023 yılını %12 büyümeyle kapatmasını bekliyoruz. Şirketin 2023 yılını %32 VAFÖK marjıyla kapatmasını bekliyoruz (2012: %34) ki bu da olumlu duruşumuzu sürdürebilmemize yetecek düzeydedir. Ayrıca şirketin, emsallerinin çoğundan daha iyi performans gösteren daha yüksek bir ROIC ile kapasitesini çift haneli rakamlarla artırdığını da not ediyoruz.

Kapasitesinin büyük bir kısmını ağırlıklı olarak Avrupa'ya olmak üzere uluslararası hatlara tahsis etmesinin ardından, dış yolcu talebi Pegasus'un sonuçları üzerinde daha etkili olmaktadır. Dolayısıyla şirket, 2024 yılı için küresel durgunluk endişelerimize karşı daha önce olduğundan daha kırılğan hale gelmiştir. Bununla birlikte, 2024 tahminlerimiz ışığında hisselerin işlem gördüğü 5.6x FD/VAFÖK ve 5.4x F/K'nın çarpan seviyelerini makul kılacak düzeyde ve uluslararası ölçekte talep daralması öngörmüyoruz. Bize göre, risk-getiri dengesi halen Pegasus lehinedir.

- Sabiha Gökçen'deki (SAW) yeni pistten en çok Pegasus yararlanacak.** Şirketin ana üssü SAW'da açılan 2. pist, Pegasus'un yeni kapasitelerini daha sorunsuz bir şekilde sunmasına ve operasyonlarının daha büyük bir bölümünü tek bir çatı altında yönetmesine olanak sağlayacaktır. Öte yandan, ilave pist kapasitesiyle elde edilecek faydaların, havalimanının terminal kapasitesinin genişletilmesiyle görülebileceğine inanıyoruz. Yine de ikinci pist sayesinde ana merkezdeki sıkışıklığın azalmasının Pegasus'a kapasite yönetimi için daha fazla alan sağlayacağını ve 2024 itibarıyla marjlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.
- Pegasus'un 2024 yılı için mevcut kapasite varsayımlarımız olan %15'lik AKK büyümesi, 10'luk uçuş sayısı artışı ve 3 milyar EUR'luk ciro seviyelerine ulaşmasında ciddi bir sorun görmüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	42,732	301%	71,605	68%	122,837	72%	176,591	44%
VAFÖK	14,099	a.d.	22,545	60%	36,693	63%	52,977	44%
Net Kar	7,100	a.d.	8,897	25%	13,493	52%	19,806	47%
F/K (x)	3.0		7.3		5.4		3.7	
FD/VAFÖK (x)	5.1		6.4		5.6		4.4	
FD/Satış (x)	1.7		2.0		1.7		1.3	
Hisse Başına Kar (TL)	69.4		87.0		131.9		193.6	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	42.2%		-38.0%		-61.1%		-24.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL1,000.00
Potansiyel Getiri	40%

Fiyat Bilgileri

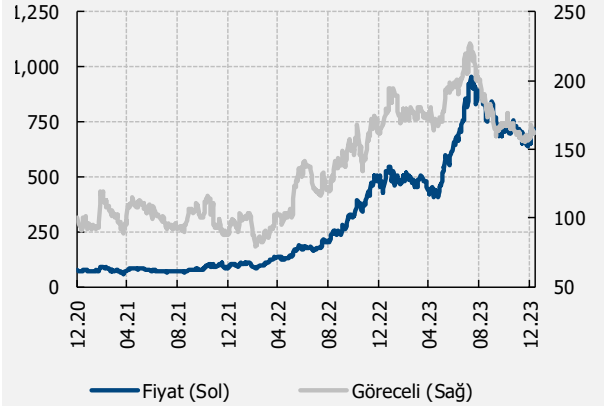
Kodu	PGSUS.TI / PGSUS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL715.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	73,144 / 2,437
Hisse Sayısı (mn)	102.299707
Saklama Oranı	43%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,350.43 / 46.98

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	715.00 / 639.00
1 Yıllık	956.00 / 405.60
Sene başından itibaren	715.00 / 649.50

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	6%	3%
3 Aylık	-2%	1%
1 Yıllık	59%	-4%
Sene başından itibaren	10%	3%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	10,664	42,732	71,605	122,837	176,591
Brüt Kar	118	11,577	17,815	28,635	41,110
Faaliyet Giderleri	-663	-1,943	-3,131	-5,483	-7,885
VAFÖK (*)	2,271	14,099	22,545	36,693	52,977
Amortisman	2,816	4,465	7,860	13,541	19,751
Faaliyet Gelirleri	-545	9,634	14,684	23,152	33,225
Finansal Gelir/Gider	-1,486	-3,525	-5,401	-9,072	-12,558
Diğer Gelir/Gider	-36	41	0	0	0
İştirak Karı/Zararı	11	19	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	-2,057	6,619	9,284	14,080	20,668
Vergi	61	481	-387	-587	-862
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	-1,996	7,100	8,897	13,493	19,806
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,977	10,558	22,557	42,574	73,534
Stoklar	141	502	391	560	689
Ticari Alacaklar	337	1,175	2,068	3,364	4,545
Diğer Alacaklar	5,232	8,482	7,655	10,971	13,497
Dönen Varlıklar	12,687	20,717	32,670	57,470	92,264
Sabit Kıymetler (**)	34,535	3,802	119,709	204,019	272,805
Finansal Yatırımlar	2,340	4,643	7,587	11,672	14,358
Diğer Duran Varlıklar (**)	3,386	66,641	10,587	16,340	20,101
Duran Varlıklar	40,261	75,086	137,882	232,030	307,265
Toplam Varlıklar	52,948	95,803	170,552	289,500	399,529
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	7,768	10,363	16,492	28,106	37,583
Ticari Borçlar	1,891	477	8,227	12,947	18,160
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,021	9,920	8,958	12,839	15,794
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,679	20,760	33,677	53,892	71,537
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	28,898	51,113	85,261	145,309	194,302
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,516	5,885	10,587	15,173	18,666
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33,414	56,999	95,848	160,483	212,967
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,855	18,045	41,028	75,126	115,025
Toplam Kaynaklar	52,948	95,803	170,552	289,500	399,529
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	2,607	15,116	40,602	53,160	70,708
Yatırım Faaliyetlerinden	-16,130	-5,944	-65,183	-97,850	-88,538
Finansman Faaliyetlerinden	16,894	-8,196	36,608	64,708	48,789
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-13,523	8,940	-24,582	-44,690	-17,830
Net Borç	29,689	50,918	79,196	130,842	158,351
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	1.1%	27.1%	24.9%	23.3%	23.3%
VAFÖK Marjı	21.3%	33.0%	31.5%	29.9%	30.0%
Net Kar Marjı	a.d.	16.6%	12.4%	11.0%	11.2%
Sermaye Karlılığı	-32.6%	57.0%	30.1%	23.2%	20.8%
Satış Büyümesi	122%	301%	68%	72%	44%
VAFÖK Büyümesi	372%	a.d.	60%	63%	44%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	25%	52%	47%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	4.3	2.8	1.9	1.7	1.4
Net Borç/VAFÖK (x)	13.1	3.6	3.5	3.6	3.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

Pegasus, ana merkezi Sabiha Gökçen (SAW) olan düşük maliyetli havayolu iş modelinin Türkiye'deki tek gerçek uygulayıcısıdır. Şirketin filosu 9A23 sonu itibarıyla 105 uçaktan (16 Boeing ve 85 Airbus) oluşmaktadır.

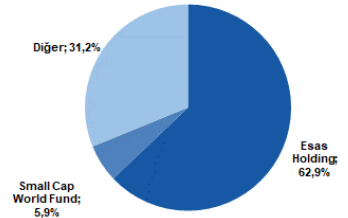
Pegasus 2019 yılında 560 milyon EUR VAFÖK ve 205 milyon EUR net kar ile 1,7 milyar EUR gelir elde etti. Şirketin 2018 yılında uluslararası riskini artırma hedefiyle önemli ölçüde değişmeye başlayan yatırım hikayesi Covid-19 nedeniyle ciddi şekilde sekteye uğramış ve 2020-21 döneminde 361 milyon EUR kümülatif net zarar açıklamıştır. Ancak şirket, kapasitesinin daha büyük bir bölümünü yüksek marjlı uluslararası uçuşlara ayırmaya başladıktan sonra 2022 yılının başında zararlarını beklentilerden daha hızlı bir şekilde telafi etti. Bu doğrultuda, şirketin 2024 yılında da benzer bir performans elde etmesini bekliyoruz.

Bizim 2024 tahminlerimiz için uyguladığımız 5,9x FD/VAFÖK hedefimiz aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır: Önümüzdeki iki yıl içinde %22 VAFÖK marjı ve %16 ROIC ile %7 NOPAT YBBO ve bunu takiben %12 ROIC ile %8 büyüme. EUR AOSM'miz %11,0'tir. .

Potansiyel katalizörler arasında; i. talebin canlandığını gösteren güçlü trafik verileri; ii. beklenenden daha iyi getiriler ve marjlar; iii. pax başına yan gelirlerde daha fazla iyileşme

Potansiyel riskler arasında; i. talepte gerileme; ii. yüksek yakıt fiyatları; iii. özellikle yüksek enflasyon ortamında maliyet sınırlama çabalarında başarısızlık ve iv. SAW'da ikinci pist inşaatının uzaması yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı



CAPACITY ASSUMPTIONS						REVENUE & COST ASSUMPTIONS					
	2021	2022	2023	2024	2025		2021	2022	2023	2024	2025
Daily Landing	379	455	513	560	605	Breakdown of Revenues (EURm)	1.025	2.449	2.731	3.047	3.375
- Domestic	214	182	188	200	200	Scheduled flights	693	1.755	1.866	2.073	2.316
- International	160	263	318	355	400	Domestic scheduled flights	226	311	308	324	327
Number of Landing	138.436	166.191	187.071	204.960	220.825	International scheduled flight	466	1.444	1.558	1.749	1.989
- Domestic	78.266	66.405	68.748	73.200	73.000	Ancillary revenue	315	626	824	937	1.021
- International	58.323	95.949	115.957	129.930	146.000	Charter flights	10	60	32	25	25
Load Factor	77,8%	83,6%	84,8%	83,7%	83,6%	Other revenue	6	8	10	11	12
- Scheduled	77,7%	83,3%	84,8%	83,7%	83,7%	Yields (PAX) – EUR	50,8	90,9	85,6	85,6	87,0
- Domestic	81,6%	85,2%	87,7%	86,0%	86,0%	Scheduled flights	34,6	66,7	59,2	58,8	60,2
- International	72,4%	82,0%	83,1%	82,5%	82,5%	Domestic scheduled flights	18,9	28,5	25,7	25,2	25,2
Number of Passengers	20,2	26,9	31,9	35,6	38,8	International scheduled flight	58,2	93,8	79,7	78,1	78,1
- Scheduled	20,0	26,3	31,5	35,3	38,5	Ancillary revenue	15,6	23,3	25,8	26,3	26,3
- Domestic	12,0	10,9	12,0	12,9	13,0	Charter flights	64,8	93,4	79,4	79,4	79,4
- International	8,0	15,4	19,5	22,4	25,5	Other revenue	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
- Unscheduled (Charter)	0,2	0,6	0,4	0,3	0,3	Yields (PAX) Increase – EUR	19%	79%	-6%	0%	2%
ASK	33.052	47.643	58.217	67.166	75.498	Scheduled flights	27%	93%	-11%	-1%	2%
- Scheduled	32.414	46.461	57.254	66.386	74.703	Domestic scheduled flights	16%	51%	-10,0%	-2,0%	0,0%
- Domestic	11.491	9.381	10.052	11.012	11.114	International scheduled flight	20%	61%	-15,0%	-2,0%	0,0%
- International	20.923	37.080	47.201	55.374	63.589	Ancillary revenue	8%	49%	11,0%	2,0%	0,0%
- Unscheduled (Charter)	639	1.182	963	780	795	Charter flights	28%	44%	-15,0%	0,0%	0,0%
ASK Growth	48%	44%	22%	15%	12%	Other revenue	2%	1%	1,0%	1,0%	1,0%
- Scheduled	49%	43%	23%	16%	13%	COSTS (EURmn)	1.035	1.871	2.171	2.472	2.740
- Domestic	25%	-18%	7%	10%	1%	Jet fuel expenses	301	832	816	917	1.031
- International	65%	77%	27%	17%	15%	Ex-Fuel	734	1.039	1.355	1.555	1.709
Total Fleet	90	97	105	115	125	RASK	3,10	5,14	4,69	4,54	4,47
- Financial Lease	62	75	82	103	114	CASK	3,13	3,93	3,73	3,68	3,63
- Operational Lease	28	22	23	12	11	Fuel	0,91	1,75	1,40	1,37	1,37
Total Seat Capacity (eop)	17.185	19.405	21.600	24.391	26.831	Ex-Fuel	2,22	2,18	2,33	2,32	2,26
Pax per Landing	146	162	171	174	176	Personnel expenses	0,39	0,53	0,57	0,56	0,53
- Scheduled	146	162	171	174	176	Fuel Expense	301	832	816	917	1.031
- Domestic	153	164	174	176	178	Fuel Consumption (mn)	560	785	960,6	1108,2	1245,7
- International	137	160	169	172	174	Fuel Consumption / ASK	16,9	16,5	16,5	16,5	16,5
Daily Landing per Aircraft (qua)	4,38	4,87	5,07	5,09	5,04	Fuel Price	538	1061	850,0	827,5	827,5

INCOME STATEMENT						BALANCE SHEET					
	2021	2022	2023	2024	2025		2021	2022	2023	2024	2025
EUR mn						EUR mn					
Total revenues	1.025	2.449	2.731	3.047	3.375	Cash and liquid assets	475	530	692	912	1.280
COGS	-977	-1.762	-2.052	-2.336	-2.589	Inventories	10	25	12	12	12
Gross profit	48	688	680	710	786	Accounts receivable	23	59	63	72	79
Opex	-63	-109	-119	-136	-151	Total current assets	864	1.039	1.003	1.231	1.606
EBITDA	254	835	860	910	1.012	Fixed assets	2.352	3.138	3.675	4.370	4.750
Depreciation	269	257	300	336	377	Financial and equity investment	159	233	233	250	250
Operating income	-22	578	560	574	635	Total non-current assets	2.742	3.767	4.233	4.970	5.350
Financial income/expense	-140	-205	-206	-225	-240	Total assets	3.606	4.806	5.236	6.201	6.956
Net other income/expense	-5	28	15	15	15	Total current liabilities	864	1.041	1.034	1.154	1.246
Profit (Loss) from Subsidiaries	1	1	0	0	0	Short-term debt	529	496	506	602	654
Pre-tax income	-158	403	369	364	410	Accounts payable	129	197	253	277	316
Tax	8	28	-15	-15	-16	Total current liabilities	864	1.041	1.034	1.154	1.246
Minority interest/other	0	0	0	0	0	Long-term debt	1.968	2.564	2.617	3.112	3.383
Net income	-150	431	354	350	394	Total non-current liabilities	2.276	2.859	2.942	3.437	3.708
						Total shareholders' equity	467	905	1.260	1.609	2.003
						Total liabilities and equity	3.606	4.806	5.236	6.201	6.956

TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG

Borç yüksek ama yönetilebilir

TAV için 'AL' önerimizi pay başı 5.6 euro yeni hedef fiyatla (önceki (önceki 5,5 Euro) muhafaza ediyoruz. Şirket, bir defaya mahsus giderler dışında, 2023 mali tablolarında büyük bir sürpriz yaşamadı. Bizi yılın tamamında, şirket yönetiminin öngördüğü tahmin aralığının üzerinde ciro ve VAFÖK artışı öngörüyoruz. Hisse için model varsayımlarımızı büyük ölçüde koruyoruz. 2024 yılını, devam eden yatırımların nakit akışı üzerindeki mevcut yükünün kalkmasını beklediğimiz 2025 öncesi geçiş yılı olarak değerlendiriyoruz.

TAV'ın 2023 yılında THY ve Pegasus'a nazaran gösterdiği düşük performansı, öncelikle havayollarının, birim yolcu gelirlerinin yüksek getiri vaad ettiği ortamda daha cazip görünmesine ve aynı zamanda, TAV'ın küresel faiz oranlarının arttığı bir dönemde, yatırımları nedeniyle artan borçluluğuna bağlıyoruz ve bu haliyle, ayrılmayı belli ölçüde anlaşılabilir buluyoruz. Bununla birlikte, yolcu birim getirilerin zayıfladığı ancak talebin güçlü seyrettiği ve yatırımlarının yükünün yıl sonuna Doğru azalan bir seyre gireceği 2024 görünümünde, söz konusu ayrışmanın devamını beklemeyiz

2024'te, 2023'deki gibi karlı büyüme. TAV, 2023 yılında, karlılığı yüksek dış hatlarda, geçen yıla kıyasla %25 ve Covid öncesi döneme kıyasla %13 artışla 63 milyon yolcu ağırladı. Antalya'ya artan turist talebi, Ajet ve SunExpress'in Ankara ve İzmir'i daha yüksek oranda kullanması ve Almatı'daki güçlü hacimler, büyümenin motoru oldu. Mevcut 2023 tahminlerimiz (1,3 milyar USD gelir ve 390 milyon USD VAFÖK) şirket yönetiminin beklentilerinin üzerindedir. 2024 yılında cironun %14, VAFÖK'ün de %16 büyümesini bekliyoruz.

Borç yüksek ama ödeme kapasitesi de. TAV'ın borçluluğu, Almatı, Ankara ve Antalya'daki toplam 1,2 milyar USD'lik yatırımları nedeniyle artmıştır. Devam eden bu yatırımların katkısı 2025 ile görülecektir. Ancak, bu havalimanları halihazırda nakit ürettiği için ve Gürcistan başta, diğer tüm operasyonlardan 2024'te daha yüksek katkı beklediğimiz için borcu yönetilebilir buluyoruz ve Net Borç / VAFÖK oranının 2025 yılı sonunda c.2.5x'a gerilemesini bekliyoruz (güncel: ~4.0x).

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	18,308	235%	34,960	91%	61,953	77%	89,213	44%
VAFÖK	5,726	254%	10,568	85%	18,644	76%	27,923	50%
Net Kar	1,899	306%	5,579	194%	7,421	33%	11,856	60%
F/K (x)	10.8		6.5		6.0		3.8	
FD/VAFÖK (x)	4.7		4.4		3.5		1.6	
FD/Satış (x)	1.5		1.3		1.0		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	5.2		15.4		20.4		32.6	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-21.0%		-1.7%		-0.2%		22.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL180.00
Potansiyel Getiri	46%

Fiyat Bilgileri

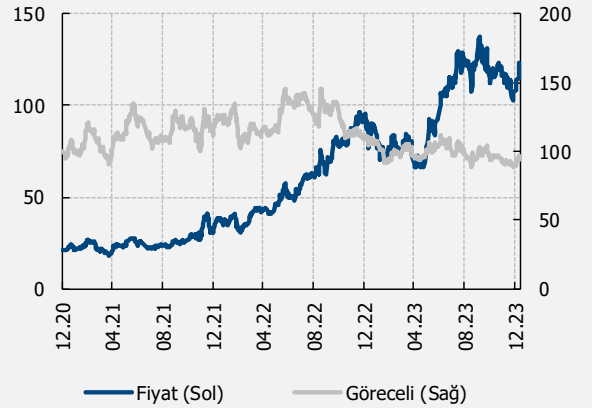
Kodu	TAVHL.TI / TAVHL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL123.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	44,684 / 1,489
Hisse Sayısı (mn)	363.28125
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	412.81 / 14.39

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	123.00 / 102.50
1 Yıllık	137.50 / 66.00
Sene başından itibaren	123.00 / 107.50

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	5%
3 Aylık	-2%	1%
1 Yıllık	53%	-8%
Sene başından itibaren	14%	7%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökem Göker
gokem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	5,459	18,308	34,960	61,953	89,213
Brüt Kar	0	0	0	0	0
Faaliyet Giderleri	-4,700	-14,439	-28,240	-49,513	-70,061
VAFÖK (*)	1,616	5,726	10,568	18,644	27,923
Amortisman	857	1,858	3,745	-6,205	-8,771
Faaliyet Gelirleri	759	3,869	6,823	12,440	19,152
Finansal Gelir/Gider	369	-2,657	-3,160	-7,868	-10,910
Diğer Gelir/Gider	-25	386	0	328	421
İştirak Karı/Zararı	-238	826	2904	4233	5927
Vergi Öncesi Kar	865	2,424	6,810	9,132	14,590
Vergi	-329	-361	-1,199	-1,370	-2,189
Azınlık Hisseleri/Diğer	55	148	-239	-341	-545
Net Kar	468	1,899	5,579	7,421	11,856
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,642	8,154	15,310	16,933	46,836
Stoklar	313	997	2,213	3,423	4,673
Ticari Alacaklar	1,461	2,477	5,018	7,763	10,597
Diğer Alacaklar	2,331	3,358	6,500	9,007	11,174
Dönen Varlıklar	6,747	14,986	29,041	37,125	73,279
Sabit Kıymetler (**)	5,597	9,425	21,496	33,252	45,392
Finansal Yatırımlar	4,816	14,582	33,340	51,572	70,401
Diğer Duran Varlıklar (**)	34,810	45,342	86,350	130,286	145,935
Duran Varlıklar	45,222	69,350	141,186	215,110	261,728
Toplam Varlıklar	51,970	84,335	170,227	252,236	335,007
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	5,197	7,736	13,682	18,615	22,682
Ticari Borçlar	751	1,685	3,106	4,804	6,559
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,404	5,155	12,025	18,595	25,379
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,353	14,575	28,813	42,015	54,620
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	12,787	20,088	44,448	68,755	93,858
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,582	26,107	47,366	65,401	80,852
Uzun Vadeli Yükümlülükler	29,369	46,195	91,815	134,156	174,710
Azınlık Payları	226	399	705	959	1,168
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	15,022	23,166	48,895	75,105	104,510
Toplam Kaynaklar	51,970	84,335	170,227	252,236	335,007
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	2,490	4,837	5,510	10,254	15,358
Yatırım Faaliyetlerinden	-4,658	-9,137	-6,111	-10,349	-5,316
Finansman Faaliyetlerinden	-1,876	8,041	2,244	2,388	3,068
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-2,168	-4,300	-601	-94	10,041
Net Borç	13,359	20,521	42,821	70,438	69,704
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
VAFÖK Marjı	29.6%	31.3%	30.2%	30.1%	31.3%
Net Kar Marjı	8.6%	10.4%	16.0%	12.0%	13.3%
Sermaye Karlılığı	6.2%	9.9%	15.5%	12.0%	13.2%
Satış Büyümesi	a.d.	235%	91%	77%	44%
VAFÖK Büyümesi	a.d.	254%	85%	76%	50%
Net Kar Büyümesi	a.d.	306%	194%	33%	60%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7
Net Borç/VAFÖK (x)	8.3	3.6	4.1	3.8	2.5

Sirket Tanımı

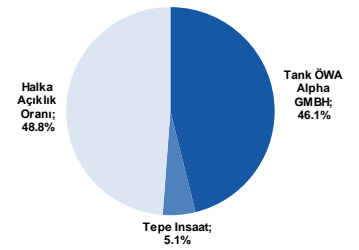
1997'de kurulan TAV Havalimanları Holding, Türkiye, Gürcistan, Kuzey Makedonya, Tunus, Suudi Arabistan ve Kazakistan olmak üzere sekiz ülkede faaliyet gösteren Türkiye'nin lider havalimanı terminal işletmecisidir. Şirket, iştirakleri aracılığıyla bir havalimanındaki tüm gelir getirci faaliyetleri (ör. dutyfree, catering, yer hizmetleri) ele geçirmeye çalışmaktadır. Örneğin Hırvatistan ve Lativa, TAV'in terminal işletmecisi olarak değil, yalnızca hizmet şirketleriyle konumlandığı ülkelerdir. TAV'in çoğunlukla döviz cinsinden olan gelirleri esas olarak yolcu trafiğine bağlıyken, TL cinsinden olan maliyetleri genellikle sabit ve yolculara nispeten daha az bağımlı olduğundan şirkete operasyonel bir kaldıraç avantajı sağlamaktadır. Diğer taraftan, hacimlerin düştüğü zamanlarda, 2020'de açıkça görüldüğü gibi şirketin marjları hemen olumsuz etkilenmektedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler arasında; i. Portföye yeni eklemeler ve/veya büyük ihaleler, ii. düşük petrol fiyatlarının daha yüksek hava yolcu trafiğini tetiklemesi iii. yönetimin temettü dağıtımına bağlılığı

Potansiyel riskler arasında; i. yolcu trafiğinde gerileme; ii. imtiyaz yenilemelerinde ve/veya yeni ilavelerde başarısızlık; iii. Düşük duty free satış harcamaları veya hizmet gelirleri.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

YKY TAV Tahminler	2021a	2022	2023e	y/y inc.	2024e	y/y inc.	2025e	y/y inc.
Operational Data								
Number of Pax (mn)	51,8	78,5	95,5	22%	102,3	7%	108,4	6%
-Domestic	23,3	28,2	32,6	16%	31,1	-5%	32,3	4%
-International	28,5	50,3	62,9	25%	71,2	13%	76,1	7%
Financials (EUR mn)								
Gelirler	522	1.051	1.316	25%	1.496	14%	1.676	12%
Faaliyet Giderleri	449	825	1.063	29%	1.196	13%	1.316	10%
Amortisman Gider	77	96	136	43%	150	10%	165	10%
-Nakit Giderler	373	729	926	27%	1.046	13%	1.152	10%
VAFÖK	150	322	389	21%	450	16%	525	17%
Faaliyet Karı	73	227	253	12%	300	19%	360	20%
Net Kar	45	107	182	71%	179	-2%	223	24%
Özsermayeler (eop)	996	1.205	1.387	15%	1.566	13%	1.789	14%
Marjlar								
EBITDA	28,6%	30,6%	29,6%	-1pp	30,1%	1pp	31,3%	1pp
Net	8,6%	10,1%	13,9%	4pp	12,0%	-2pp	13,3%	1pp
Borçluluk								
Net Borç (EURmn)	1.171	1.497	1.680	12%	1.934	15%	1.659	-14%

TÜRK HAVA YOLLARI

En çok tercih ettiğimiz havayolu şirketi

Türk Hava Yolları için yenilenen pay başı 13,5 USD (önceki 13,3 hedef fiyatı ile 'AL' tavsiyemizi yineliyoruz 2022 yılından devreden sonuçlarını, 2023 yılında rekor yüksek marjlarla (örn. ~%30 VAFKÖK marjı) ve rekor düşük borçlulukla devam ettiren THY'nin bu performansını, tek seferlik deprem giderleri (+200 milyon USD), motor ve yedek parça sorunları ve Orta Doğu gerilimi gibi çeşitli zorluklara rağmen gerçekleştiğini not ediyoruz. .

- 2024'te ne bekliyoruz?** Şirketin 2023 yılını USD bazında %13 büyüme ve %26 VAFÖK marjı (şirket tanımlı) ile kapatmasını bekliyoruz. Daha düşük getiriler ve yeni uçak teslimatları nedeniyle 2024 yılında marjlarda ve borçlulukta tarihsel seviyelere göre göreceli bir normalleşme öngörürken, mevcut talep, yüksek marjlı uluslararası uçuşların artan payı, iyileşen kargo gelirleri ve zayıflayan TL sayesinde öngörülebilir gelecekte Covid öncesi seviyelere geri dönüş beklemiyoruz. 2024'te %6 gelir artışı ve %24 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Deniz kargo taşımacılığının Kızıldeniz'de yaşadığı sorunlar devam ederse, şirketin kargo operasyonlarının katkısından olumlu bir sürpriz görebiliriz.
- B737-MAX problemi.** THY'nin tedbir amaçlı olarak filosunda bulunan Boeing 737-MAX 9'ların beşini birden yere indirmesi, bize göre problem MAX-8'lere uzanmadığı sürece şirketin operasyonlarında şimdilik bir kesintiye neden olmayacaktır. Sıkıntı uzadığı takdirde üstlenilecek mali yükün, 2019-2020 yıllarında şirketin MAX-8'ler de dahil olmak üzere tüm B737-MAX uçaklarını yere indirmek zorunda kaldıktan sonra olduğu gibi, mali yükü hafifletecek bir tazminatla hafifleyeceği fikrindeyiz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	311,169	220%	494,188	59%	813,667	65%	1,125,893	38%
VAFÖK	78,684	182%	114,123	45%	172,486	51%	261,116	51%
Net Kar	47,429	477%	76,790	62%	93,573	22%	151,290	62%
F/K (x)	1.8		3.4		3.7		2.3	
FD/VAFÖK (x)	3.2		4.7		4.4		3.1	
FD/Satış (x)	0.8		1.1		0.9		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	34.4		55.6		67.8		109.6	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	105.3%		25.3%		27.6%		53.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri **AL**

Hedef Fiyat **TL400.00**

Potansiyel Getiri **59%**

Fiyat Bilgileri

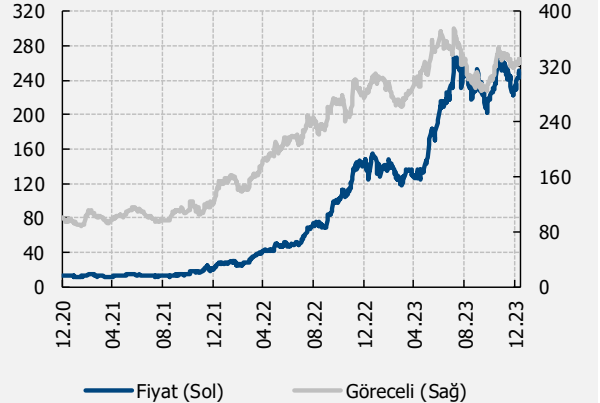
Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS
Kapanış Fiyatı	TL251.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	346,380 / 11,540
Hisse Sayısı (mn)	1380
Saklama Oranı	50%

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	253.25 / 222.20
1 Yıllık	268.50 / 118.50
Sene başından itibaren	251.00 / 228.60

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	1%	-2%
3 Aylık	12%	15%
1 Yıllık	85%	12%
Sene başından itibaren	10%	3%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	97,378	311,169	494,188	813,667	1,125,893
Brüt Kar	22,145	75,641	131,001	201,144	304,343
Faaliyet Giderleri	-9,696	-27,910	-64,092	-108,092	-144,979
VAFÖK (*)	27,922	78,684	114,123	172,486	261,116
Amortisman	15,473	30,953	47,214	79,434	101,752
Faaliyet Gelirleri	12,449	47,731	66,910	93,052	159,364
Finansal Gelir/Gider	-6,870	-4,764	20,238	-18,202	-24,263
Diğer Gelir/Gider	2921	6256	4762	35912	46002
İştirak Karı/Zararı	743	2180	3929	6022	7714
Vergi Öncesi Kar	9,191	51,403	95,838	116,784	188,817
Vergi	-977	-3,971	-19,047	-23,210	-37,526
Azınlık Hisseleri/Diğer	1	0	0	0	0
Net Kar	8,213	47,429	76,790	93,573	151,290
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	35,748	87,897	108,014	156,725	307,456
Stoklar	3,481	6,196	12,486	19,922	26,235
Ticari Alacaklar	12,323	18,618	33,706	50,626	66,670
Diğer Alacaklar	14,245	22,384	43,297	65,670	86,481
Dönen Varlıklar	65,797	135,095	197,504	292,943	486,842
Sabit Kıymetler (**)	259,576	396,988	704,755	1,163,605	1,532,355
Finansal Yatırımlar	4,335	8,258	10,774	22,452	29,567
Diğer Duran Varlıklar (**)	24,000	38,230	75,595	115,353	151,909
Duran Varlıklar	287,911	443,476	791,125	1,301,410	1,713,831
Toplam Varlıklar	353,708	578,571	988,629	1,594,353	2,200,673
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	53,464	70,184	112,606	172,256	226,844
Ticari Borçlar	11,896	22,482	37,459	59,766	78,706
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	25,083	61,374	88,799	134,875	177,617
Kısa Vadeli Yükümlülükler	90,443	154,040	238,863	366,897	483,168
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	145,647	192,799	274,459	419,848	552,899
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	26,968	50,305	93,574	149,760	197,219
Uzun Vadeli Yükümlülükler	172,615	243,104	368,034	569,607	750,118
Azınlık Payları	10	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	90,640	181,422	381,732	657,849	967,387
Toplam Kaynaklar	353,708	578,571	988,629	1,594,353	2,200,673
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	49,362	117,012	124,736	199,504	286,441
Yatırım Faaliyetlerinden	-4,630	-26,494	-57,871	-103,933	-102,922
Finansman Faaliyetlerinden	-22,346	-50,005	-59,978	-46,860	-32,788
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	44,732	90,518	66,865	95,571	183,519
Net Borç	163,363	175,086	279,050	435,379	472,288
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	22.7%	24.3%	26.5%	24.7%	27.0%
VAFÖK Marjı	28.7%	25.3%	23.1%	21.2%	23.2%
Net Kar Marjı	8.4%	15.2%	15.5%	11.5%	13.4%
Sermaye Karlılığı	12.6%	34.9%	27.3%	18.0%	18.6%
Satış Büyümesi	110%	220%	59%	65%	38%
VAFÖK Büyümesi	238%	182%	45%	51%	51%
Net Kar Büyümesi	a.d.	477%	62%	22%	62%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	1.8	1.0	0.7	0.7	0.5
Net Borç/VAFÖK (x)	5.9	2.2	2.4	2.5	1.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde

Sirket Tanımı

Türk Hava Yolları, 1933 yılında kurulmuş olup, Türkiye Cumhuriyeti'nin ulusal bayrak taşıyıcısıdır ve 1Ç22 sonu itibarıyla 373 uçaklık bir filo ile faaliyet göstermektedir. Şirketin ana stratejisi, İstanbul'un konum avantajını kullanarak transfer yolcularına daha fazla odaklanmaktır. Şirketin son on yılda küresel ortalamadan daha hızlı büyümesi 2016 yılından itibaren çeşitli nedenlerle sekteye uğramış ve 2020 yılında Covid-19 salgını sonrasında düşüşe geçmiştir. Bununla birlikte, 2Y21'den itibaren şirketten ilk beklentilerimizden ve benzerlerinden çok daha güçlü bir kapasite tanıtımı gözlemledik ve bu da güçlü talep ortamında rekor yüksek gelir getirileriyle taçlandırıldı.

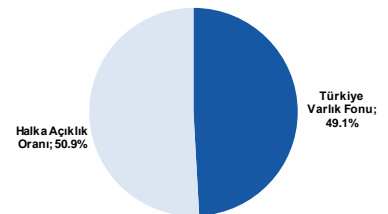
2024 tahminlerimize uyguladığımız 5,2x hedef FD/VAFÖK çarpanımız, önümüzdeki iki yılda %5'lik YBBO NOPAT büyümesi, %14'lik EBIT marjı ve %12'lik ROIC'e; sonraki yıllar için ise %2.5'lük büyüme ve %11'lik ROIC'e dayanmaktadır. ABD Doları cinsinden AOSM'miz %10,0'dur.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler arasında; i. güçlü talebe işaret eden güçlü trafik verileri, özellikle de iyileşen yük faktörleri; ii. getirilerde beklenenden daha düşük erozyon ve daha iyi marjlar; iii. Türkiye'nin yakın çevresindeki istikrarlı siyasi ortam yer almaktadır;

Potansiyel riskler arasında; i. daha düşük talebin daha düşük yük faktörlerini tetiklemesi, ii. beklenenden daha yüksek erozyon geliri getirileri; iii. olumsuz petrol fiyatı ve parite hareketleri.

Ortaklık Yapısı



YKY THY Model Assumptions & Forecasts (USDmn)

CAPACITY ASSUMPTIONS						REVENUE & COST ASSUMPTIONS				
	2021	2022	2023	2024	2025		2021	2022	2023	2024
Daily Landing	893	1.238	1.424	1.495	1.559	Breakdown of Revenues	10.685	18.426	20.756	22.023
-Domestic	409	473	563	575	592	Pax Revenues	6.389	14.291	17.714	18.311
-International	483	765	861	920	967	Scheduled	6.310	14.179	17.615	18.261
Number of Landing	325.825	451.694	519.734	547.190	569.030	Domestic	776	1.235	1.405	1.372
-Domestic	149.362	172.469	205.451	210.300	216.146	International	5.534	12.944	16.210	16.889
-International	176.463	279.225	314.283	336.890	352.884	Unscheduled	79	112	99	50
Load Factor	71,4%	82,2%	83,2%	83,7%	84,2%	Cargo Revenues	4.015	3.735	2.494	3.179
-Scheduled	70,9%	81,6%	82,9%	83,4%	83,9%	Technic Revenues	253	367	474	433
-Domestic	78,1%	85,8%	84,4%	84,5%	85,0%	Others	28	33	75	100
-International	65,9%	79,3%	82,0%	82,8%	83,3%	Passenger Revenue Yields (RPK)				
Number of Passengers	44,8	71,8	83,4	89,4	93,6	Pax Revenues	7,37	8,78	9,13	8,54
-Scheduled	43,7	68,2	80,0	87,6	91,7	Scheduled	7,43	9,17	9,46	8,71
-Domestic	19,8	25,3	30,2	30,2	31,2	Domestic	5,80	7,23	6,76	6,32
-International	23,9	42,9	49,8	57,4	60,5	Domestic (TRY)	51,52	119,88	169,16	233,64
ASK	127.781	201.757	234.839	257.480	272.741	International	7,73	9,41	9,80	8,98
-Scheduled	126.033	193.399	226.301	252.817	267.798	Passenger Revenue Yields (RPK) (y/y)				
-Domestic	17.142	19.904	24.640	25.688	26.977	Pax Revenues	3%	19%	4%	-6%
-International	108.891	173.495	201.661	227.129	240.821	Scheduled	3%	23%	3%	-8%
ASK Growth	70%	58%	16%	10%	6%	Domestic	1%	25%	-7%	-6%
-Scheduled	71%	53%	17%	12%	6%	Domestic (TRY)	28%	133%	41%	38%
-Domestic	40%	16%	24%	4%	5%	International	3%	22%	4%	-8%
-International	77%	59%	16%	13%	6%	Cargo Revenues per Ton	2.135	2.224	1.503	1.600
Total Fleet	370	394	420	445	445	Breakdown of Total Costs	9.411	15.710	17.946	19.504
Passenger Aircraft	350	373	399	424	424	Fuel	2.756	6.467	6.096	6.896
Cargo Aircraft	20	21	21	21	21	Ex-Fuel	6.655	9.243	11.850	12.609
Total Fleet	370	394	420	445	445	CASK	7,36	7,79	7,64	7,58
Total Seat Capacity (eop)	75.313	79.934	85.346	90.762	90.762	Fuel	2,16	3,21	2,60	2,68
Pax per Landing	137	159	160	163	165	Ex-Fuel	5,21	4,58	5,05	4,90
-Domestic	133	147	147	144	144	Personnel	1,02	1,06	1,38	1,36
-International	135	154	158	170	171	Fuel	2756,00	6467,00	6095,86	6895,91
Daily Landing per Aircraft (qua)	2,6	3,4	3,7	3,6	3,7	Fuel Consumption (mn)	4,2	5,7	6,4	6,9
Cargo carried (tons)	1.881	1.679	1.659	1.987	2.080	Fuel Consumption / ASK	32,5	28,0	27	27

INCOME STATEMENT						BALANCE SHEET					
	2021	2022	2023	2024	2025		2021	2022	2023	2024	2025
USD mn						USD mn					
Total revenues	10.686	18.426	20.756	22.023	23.790	Cash and liquid assets	2.682	4.701	3.669	3.693	5.942
COGS	-8.322	-14.036	-15.254	-16.579	-17.359	Inventories	261	331	424	469	507
Gross profit	2.364	4.390	5.502	5.444	6.431	Accounts receivable	925	995	1.145	1.193	1.289
Opex	-1.089	-1.674	-2.692	-2.926	-3.063	Total current assets	4.938	7.225	6.709	6.902	9.409
EBITDA	3.015	4.580	4.793	4.669	5.517	Fixed assets	19.474	21.300	23.940	27.416	29.616
Depreciation	1.740	1.864	1.983	2.150	2.150	Financial and equity investmer	237	277	366	529	571
Net Operating Profit	1.275	2.716	2.810	2.519	3.367	Total non-current assets	21.599	23.719	26.874	30.663	32.461
Financial income/expense	-666	-254	850	-493	-513	Total assets	26.537	30.944	33.583	37.565	42.532
Net other income/expense	339	356	200	972	972	Short-term debt	3.996	3.747	3.825	4.059	4.384
Profit (Loss) from Subsidiaries:	75	121	165	163,0	163,0	Accounts payable	891	1.200	1.272	1.408	1.521
Pre-tax income	1.023	2.939	4.025	3.161	3.990	Total current liabilities	6.773	8.224	8.114	8.645	9.338
Tax	-64	-214	-800,0	-628,2	-792,9	Long-term debt	10.907	10.292	9.323	9.892	10.686
Minority interest/other	0	0	0	0	0	Total non-current liabilities	12.927	12.978	12.502	13.421	14.498
Net income	959	2.725	3.225	2.533	3.197	Total shareholders' equity	6.836	9.742	12.967	15.500	18.697
						Total liabilities and equity	26.537	30.944	33.583	37.565	42.532

Anadolu Grubu Holding

Mevcut makro koşullarda güvenli oyun

Anadolu Grubu Holding için AL notumuzu koruyor ve grup şirketleri için yeni tahminlerimiz ve yeni makro varsayımlarımız doğrultusunda hedef fiyatımızı 304 TL'den 330 TL'ye güncelliyoruz. AGHOL, ana faaliyet alanlarındaki (AEFES, COLA ve MGROS) güçlü sonuçlar sayesinde 9A23'te güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Finansallardaki olumlu ivmenin devam etmesini ve Holding'in yılı %144 net kar büyümesi ile kapatmasını bekliyoruz. Hisse, 2023 yılı boyunca BIST100'e kıyasla önemli bir üstün performans göstermiştir ve defansif ana faaliyet kolları, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir akışı, azalan kaldıraç (0,4x net borç/VAFÖK) ve düşük işletme sermayesi ihtiyaçları göz önüne alındığında bunun devam etmesini bekliyoruz. AGHOL, tahminlerimize göre %35'lik bir NAD iskontosuna sahiptir. Bu nedenle, mevcut makroekonomik temada güvenli bir oyun sağladığını düşündüğümüz AGHOL'ü beğenmeye devam ediyoruz.

- Temel faaliyetler güçlü kalmaya devam edecek.** Fiyat artışları, TL'deki yıllık değer kaybı ve esnek hacim görünümü sayesinde, AEFES'in 2024 yılında yıllık %63 ciro ve %54 VAFÖK büyümesi ile güçlü kalmasını bekliyoruz. Gıda perakende tarafında, devam eden enflasyonist ortam ve hedeflenen pazarı artırmaya yönelik girişimler göz önünde bulundurulduğunda, 2024 yılında %73 net satış büyümesi ve %68 VAFÖK büyümesi öngörüyoruz. Sonuç olarak, AGHOL'ün 2024 yılında yıllık %61 ciro ve %45 VAFÖK büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz.
- Bilanço tarafında önemli gelişim.** 9A23'te temel ve temel olmayan iş kollarından gelen güçlü performansın ardından, şirketin konsolide Net Borç/VAFÖK oranı 9A22'deki 0,8x seviyesinden 0,4x seviyesine geriledi. Ana faaliyet alanlarına ilişkin olumlu görüşümüz sayesinde, borçluluk oranının 2024 yılında daha düşük bir hızda da olsa düşmeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	177,978	119%	328,995	85%	529,682	61%	699,181	32%
VAFÖK	24,421	140%	47,490	94%	68,685	45%	92,058	34%
Net Kar	3,801	194%	9,264	144%	13,600	47%	19,707	45%
F/K (x)	3.9		3.9		3.9		2.7	
FD/VAFÖK (x)	3.2		2.7		2.4		2.0	
FD/Satış (x)	0.4		0.4		0.3		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	15.6		38.0		55.8		80.9	
Temettü Verimi (*)	0.4%		0.6%		0.9%		1.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-31.3%		-8.7%		15.7%		9.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL330.00
Potansiyel Getiri	52%

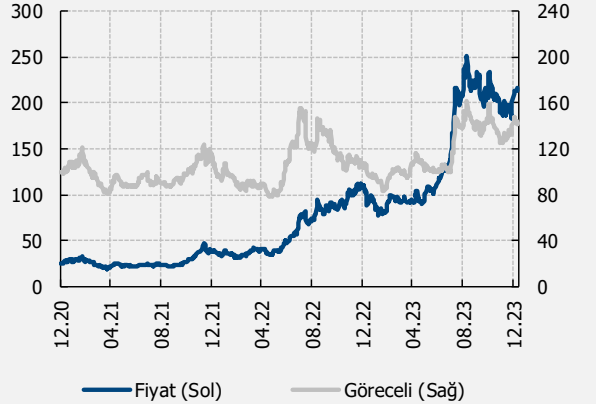
Fiyat Bilgileri

Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL217.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	52,896 / 1,762
Hisse Sayısı (mn)	243.534518
Saklama Oranı	34%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	153.01 / 5.33

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	217.20 / 183.50
1 Yıllık	251.00 / 76.71
Sene başından itibaren	217.20 / 200.90

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	12%	8%
3 Aylık	4%	7%
1 Yıllık	142%	47%
Sene başından itibaren	8%	1%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	81,368	177,978	328,995	529,682	699,181
Brüt Kar	24,279	53,631	103,305	159,964	213,250
Faaliyet Giderleri	-17,508	-34,630	-64,812	-103,606	-136,847
VAFÖK (*)	10,195	24,421	47,490	68,685	92,058
Amortisman	3,424	5,420	8,998	12,327	15,655
Faaliyet Gelirleri	6,771	19,001	38,492	56,358	76,403
Finansal Gelir/Gider	-1,677	-4,677	-4,112	-6,356	-8,390
Diğer Gelir/Gider	382	-1339	-1184	-1292	-1706
İştirak Karı/Zararı	-552	-300	-555	-894	-1180
Vergi Öncesi Kar	4,925	12,685	32,640	47,815	65,127
Vergi	-1,409	-2,669	-9,792	-14,345	-20,189
Azınlık Hisseleri/Diğer	-2,225	-6,215	-13,585	-19,871	-25,230
Net Kar	1,291	3,801	9,264	13,600	19,707
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,294	37,282	67,772	98,224	126,440
Stoklar	11,423	27,361	52,558	86,099	113,162
Ticari Alacaklar	5,993	9,091	27,041	43,536	57,467
Diğer Alacaklar	4,341	6,365	9,755	10,778	11,643
Dönen Varlıklar	38,051	80,100	157,125	238,637	308,711
Sabit Kıymetler (**)	56,721	75,927	116,532	159,617	201,494
Finansal Yatırımlar	733	1,160	1,350	1,520	1,700
Diğer Duran Varlıklar (**)	16,786	25,018	33,884	40,367	48,200
Duran Varlıklar	74,241	102,104	151,767	201,504	251,395
Toplam Varlıklar	112,292	182,204	308,892	440,141	560,106
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	13,069	21,562	35,857	49,730	59,643
Ticari Borçlar	23,259	43,003	78,050	127,858	168,048
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,228	13,293	30,072	48,417	63,910
Kısa Vadeli Yükümlülükler	43,556	77,857	143,979	226,005	291,601
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	21,794	32,802	52,635	76,743	101,301
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,619	10,852	14,853	14,853	14,853
Uzun Vadeli Yükümlülükler	29,413	43,655	67,488	91,596	116,154
Azınlık Payları	30,335	46,178	71,178	83,181	94,000
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,323	60,692	97,425	122,540	152,351
Toplam Kaynaklar	112,292	182,204	308,892	440,141	560,106
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	8,120	13,969	23,552	43,020	49,186
Yatırım Faaliyetlerinden	-8,679	-16,792	-23,017	-29,504	-37,035
Finansman Faaliyetlerinden	12,281	22,734	38,129	37,980	34,471
Temettü Ödemesi	-70	-60	-200	-483	-600
Serbest Nakit Akışı	-1,502	-4,668	-3,117	8,331	5,078
Net Borç	18,569	17,081	20,720	28,248	34,504
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	29.8%	30.1%	31.4%	30.2%	30.5%
VAFÖK Marjı	12.5%	13.7%	14.4%	13.0%	13.2%
Net Kar Marjı	1.6%	2.1%	2.8%	2.6%	2.8%
Sermaye Karlılığı	4.1%	7.6%	11.7%	12.4%	14.3%
Satış Büyümesi	31%	119%	85%	61%	32%
VAFÖK Büyümesi	28%	140%	94%	45%	34%
Net Kar Büyümesi	a.d.	194%	144%	47%	45%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
Net Borç/VAFÖK (x)	1.8	0.7	0.4	0.4	0.4

Sirket Tanıtımı

Anadolu Grubu Holding 1950 yılında kurulmuş olup, 86 üretim tesisi ile yedi sektörde faaliyet göstermektedir.

Holding, içecek (AEFES & CCOLA), gıda perakendesi (MGROS), otomotiv (ASUZU), Anadolu Motor, Çelik Motor), Enerji ve Sanayi (ADEL, Paravani ve Aslanck) sektörlerinde faaliyet göstermektedir.

Ana faaliyet alanları (bira, meşrubat ve gıda perakendesi) konsolide net satışların %92'sini ve VAFÖK'ün %89'unu oluşturmaktadır.

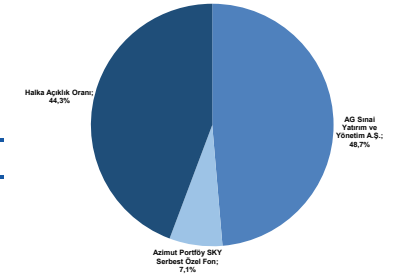
Grup ayrıca Türkiye'nin ilk büyük elektrikli otomobil üreticisi TOGG'da %23 paya sahiptir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler arasında; i) grup şirketlerine beklenenden daha güçlü talep; ii) daha iyi faaliyet marjları; iii) önümüzdeki yıllarda TOGG'un halka arzı yer almaktadır.

Potansiyel riskler arasında; i) makroekonomik ve jeopolitik zorluklar; ii) mevzuat değişiklikleri ve vergi artışı; iii) hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

ALARKO HOLDİNG

Elektrik segmentinin azalan borçluluğu operasyonları destekleyici

Alarko Holding için 12 aylık 140 TL/hisse (önceki: GG) hedef fiyatı ile 'AL' tavsiyesi veriyoruz. Şirketin 3Ç23 itibarıyla 163 milyon ABD Doları döviz cinsinden net nakit pozisyonu bulunmaktadır. %75'i döviz bazlı finansal varlıklardan oluşan solo nakit pozisyonu 305 milyon ABD Doları seviyesindedir. 2024 yılında 2 milyar TL net kur farkı geliri bekliyoruz. Güçlü 2022 yılı sayesinde Meram'ın 2024 yılında temettü dağıtmaya başlayacağına inanıyoruz. Bu katkıyı tahminlerimize dahil etmemekle birlikte, Alarko Holding nakit pozisyonu için yukarı yönlü bir potansiyel olarak görüyoruz.

2022-23'e kıyasla mevcut düşük elektrik fiyatları, 2024 için aşağı yönlü riskleri sınırlıyor. 2023 sonu itibarıyla, toptan spot elektrik fiyatları 2022 seviyelerine göre ABD Doları bazında ortalama ~%50 oranında gerilemiştir. 2024'te ulusal tarifeye kademeli olarak zam yapılacağını öngörüyoruz. Tahminlerimize dahil etmesek bile, 2024 yılında sübvansiyonların hafifletilmesinin özkaynak değerlendirme yönetimi yoluyla tutulan yatırımlardan gelen katkıya pozitif etki etmesini bekliyoruz. Şirket 2024 tahminlerimize göre 2.4x F/K ile işlem görüyor ve bu da 5-yıllık tarihsel ortalamasına göre %58 iskontoya işaret etmektedir.

- Net nakit tarıma yapılan yatırım harcamalarına yeter.** Alarko Holding, açıkladığı 650 milyon ABD Doları yatırım planıyla tarım ve gıda işlerine girmeye karar verdi. Faaliyete geçtiklerinde, beklenen VAFÖK yıllık 175 milyon ABD Doları'dır. Güçlü nakit pozisyonu (planlanan yatırım tutarının yaklaşık %47'si) ve kaldıraçsız elektrik segmenti göz önüne alındığında, finansman ihtiyacının nakit pozisyonu ile kısmen dengeleneceğine inanıyoruz. Dolayısıyla, 2024-25 yıllarında önemli bir dış kaynak finansman yükü öngörmüyoruz.
- Elektrik segmentinde yukarı yönlü potansiyel.** Arz yönlü maliyetlerin azalması ve enflasyonun düşmesiyle birlikte, doğal gaz ve elektriğe yönelik sübvansiyonların kalkabileceğini varsayıyoruz. 2024 yılında elektrik dağıtım ve üretiminden 13 milyar TL katkı bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	7,123	253%	8,426	18%	12,807	52%	16,367	28%
VAFÖK	593	a.d.	590	-1%	832	41%	982	18%
Net Kar	11,441	a.d.	13,314	16%	16,855	27%	21,290	26%
F/K (x)	1.6		2.9		2.4		1.9	
FD/VAFÖK (x)	26.4		>50		>50		40.8	
FD/Satış (x)	2.2		4.3		3.3		2.4	
Hisse Başına Kar (TL)	26.3		30.6		38.7		48.9	
Temettü Verimi (*)	0.5%		2.1%		2.4%		3.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	19.5%		-3.4%		7.5%		13.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL140.00
Potansiyel Getiri	48%

Fiyat Bilgileri

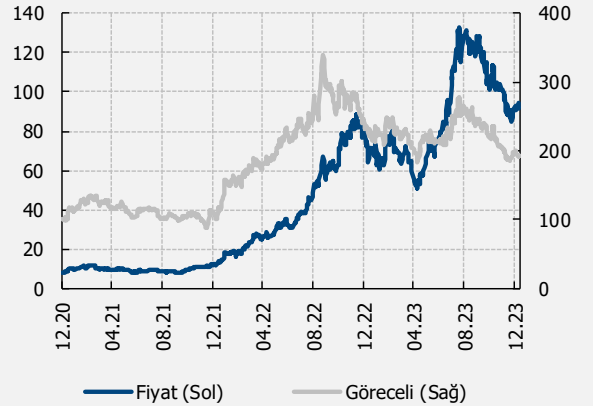
Kodu	ALARK.TI / ALARK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL94.55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	41,129 / 1,370
Hisse Sayısı (mn)	435
Saklama Oranı	31%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	612.18 / 21.40

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	94.55 / 85.10
1 Yıllık	132.79 / 50.64
Sene başından itibaren	94.55 / 90.60

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	6%	3%
3 Aylık	-20%	-17%
1 Yıllık	43%	-13%
Sene başından itibaren	4%	-2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur
mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Gökem Göker
Gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	2,017	7,123	8,426	12,807	16,367
Brüt Kar	30	932	1,095	1,601	1,964
Faaliyet Giderleri	162	411	674	1,025	1,309
VAFÖK (*)	-83	593	590	832	982
Amortisman	49	72	169	256	327
Faaliyet Gelirleri	-132	521	421	576	655
Finansal Gelir/Gider	-57	-102	-590	-704	-900
Diğer Gelir/Gider	796	1468	2371	2038	2615
İştirak Karı/Zararı	925	9623	11832	15698	19738
Vergi Öncesi Kar	1,532	11,510	14,035	17,607	22,107
Vergi	52	354	-60	-96	-123
Azınlık Hisseleri/Diğer	309	423	661	657	694
Net Kar	1,274	11,441	13,314	16,855	21,290
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,325	5,810	9,007	7,906	11,912
Stoklar	279	586	693	1,053	1,345
Ticari Alacaklar	535	1,626	1,923	2,923	3,736
Diğer Alacaklar	295	575	680	1,033	1,320
Dönen Varlıklar	2,434	8,596	12,303	12,916	18,314
Sabit Kıymetler (**)	974	1,054	3,661	8,830	15,353
Finansal Yatırımlar	2,471	11,740	18,068	27,759	35,558
Diğer Duran Varlıklar (**)	1,252	3,283	3,947	4,832	5,738
Duran Varlıklar	4,698	16,077	25,676	41,421	56,649
Toplam Varlıklar	7,132	24,673	37,980	54,336	74,962
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	165	1,554	4,142	5,666	7,240
Ticari Borçlar	385	1,069	1,264	1,921	2,455
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,577	4,848	5,241	5,590	6,783
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,126	7,470	10,647	13,176	16,479
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	52	141	281	261	241
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	395	811	974	1,304	1,721
Uzun Vadeli Yükümlülükler	447	951	1,256	1,565	1,962
Azınlık Payları	867	1,320	1,980	2,637	3,331
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,559	16,252	26,077	39,594	56,521
Toplam Kaynaklar	7,132	24,673	37,980	54,336	74,962
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	844	3,372	5,265	13,716	16,951
Yatırım Faaliyetlerinden	-174	224	-6,582	-10,632	-11,253
Finansman Faaliyetlerinden	-106	953	6,301	6,929	8,512
Temettü Ödemesi	-60	-100	-700	-978	-1,226
Serbest Nakit Akışı	670	3,596	-1,317	3,084	5,698
Net Borç	-1,108	-4,116	-4,584	-1,979	-4,430
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	1.5%	13.1%	13.0%	12.5%	12.0%
VAFÖK Marjı	a.d.	8.3%	7.0%	6.5%	6.0%
Net Kar Marjı	63.2%	160.6%	158.0%	131.6%	130.1%
Sermaye Karlılığı	34.2%	110.0%	62.9%	51.3%	44.3%
Satış Büyümesi	95%	253%	18%	52%	28%
VAFÖK Büyümesi	a.d.	a.d.	-1%	41%	18%
Net Kar Büyümesi	59%	a.d.	16%	27%	26%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

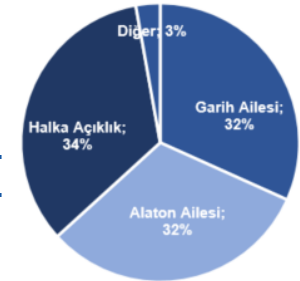
(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıklar içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içersindedir

Şirket Tanımı

Şirket, BIST-100'ün önde gelen enerji oyuncularından biridir. Cengiz Holding ile kurduğu iş ortaklığı aracılığıyla Meram DISK'te %50 paya ve Çanakkale'de 1.320 MW kömür santraline sahiptir. Bu iki varlık şirket için ana değer unsurlarıdır. Ayrıca 87 MW kurulu güce sahip iki hidroelektrik santrali ve 50,6 MW kurulu güce sahip bir güneş enerjisi santrali bulunmaktadır. Şirketin diğer iş kolları turizm, sanayi (borsada işlem gören Alarko Carrier) ve GYO'dur (Alarko GYO).

Alarko Holding için Net Aktif Değer yöntemini kullandık ve her bir iş bölümünü ayrı ayrı değerlendirdik. Elektrik segmenti için indirgenmiş Nakit Akımı yöntemini uyguladık. Elektrik dağıtımı için %4 SNA ile %11 YBBO Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı varsayılmıştır. Ayrıca, üretim segmenti için %19 SNA getirisi ile %12 YBBO Vergi Sonrası Net Faaliyet Geliri varsayılmıştır. Halka açık Alarko Carrier ve Alarko GYO için mevcut piyasa değerini kullandık. Her biri NAD'ımızın %10'unu oluşturan müteahhlik ve turizm için benzer katsayılarla değerlendirme yaptık.

Ortaklık Yapısı



ENKA İNŞAAT

Defansif bir tercih

Yeni makro varsayımlarımız ve operasyonel tahminlerimizdeki değişiklikler ışığında ve analist değişikliğine müteakip Enka için hedef fiyatımızı 49,19 TL olarak güncelledik ve tavsiyemizi %41 getiri potansiyeli sayesinde AL olarak belirledik. Enka, 9A23 itibarı ile güncel piyasa değerinin ~%70'ini oluşturan 4,7 milyar ABD doları tutarındaki net nakit pozisyonu sayesinde defansif bir tercih olarak öne çıkıyor. Yatırım portföyünün ~%55'ini oluşturan yabancı devlet tahvillerinin küresel piyasalarda beklediğimiz faiz indirimlerinden olumlu etkilenmesini bekliyoruz. İnşaat sektörünün birikmiş iş portföyünde Türkiye'deki projelerin payının düşük olması, sıkı yurt içi para politikasının olumsuz etkisini sınırlıyor. Aynı şekilde FED'in para politikasındaki gevşeme sinyallerinin de küresel inşaat sektörünü canlandıracağını ve Enka'nın olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. 2024 tahminlerimize göre 0,8x FD/VAFÖK çarpanına karşılık gelen hisse senedinin 2024 yılı için defansif bir tercih olduğunu düşünüyoruz.

- Güçlü net nakit pozisyonu ve savunma yapısı.** Enka, 9M23 itibarı ile 4,7 milyar ABD doları tutarındaki net nakit pozisyonuyla dikkat çekici görünüyor. Yatırım portföyünün ağırlıklı kısmını oluşturan yabancı devlet tahvili ve hisse senetlerinin, FED'in faiz indirimine başlamasıyla birlikte şirket finansallarına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.
- Makro görünümüne uygun birikmiş iş portföyü.** İnşaat sektöründe biriken işlerin ülke bazında çeşitlenmesini ve sıkı para politikası uygulanan Türkiye ile savaş nedeniyle risklerin arttığı Rusya'nın payının görece düşük olmasını risk faktörünü azaltan faktörler olarak görüyoruz. Şirket'in elindeki iş portföyü toplamı 4.3 milyar USD'dir.
- İnşaat dışı segmentlerde olumlu görünüm.** Gayrimenkul kiralama segmentindeki yüksek doluluk oranlarını Enka açısından olumlu buluyor ve defansif görünüme katkıda bulunduğunu düşünüyoruz. Ayrıca Türkiye ve Bulgaristan'da 2025 yılında tamamlanması planlanan enerji yatırım projelerini de takip etmekte fayda görüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	61,804	140%	80,134	30%	134,100	67%	191,220	43%
VAFÖK	13,986	105%	16,553	18%	29,014	75%	42,886	48%
Net Kar	1,961	-62%	14,443	a.d.	24,609	70%	33,498	36%
F/K (x)	54.0		13.0		8.5		6.3	
FD/VAFÖK (x)	1.8		3.6		0.8		1.8	
FD/Satış (x)	0.4		0.7		0.2		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	0.3		2.4		4.1		5.6	
Temettü Verimi (*)	4.4%		2.6%		2.4%		3.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	6.9%		2.9%		5.5%		13.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL49.19
Potansiyel Getiri	41%

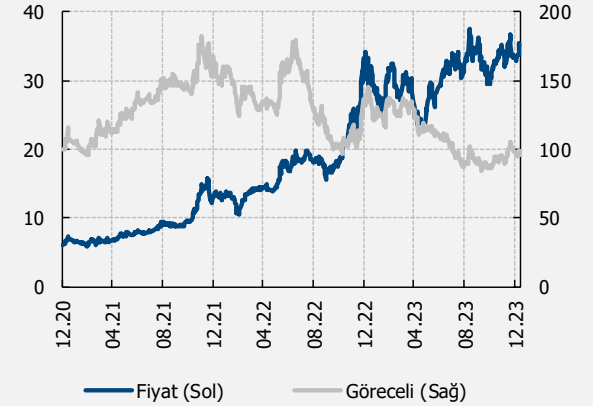
Fiyat Bilgileri

Kodu	ENKAI.TI / ENKAI.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL34.98
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	209,880 / 6,992
Hisse Sayısı (mn)	6000
Saklama Oranı	12%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	917.67 / 31.92

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	36.65 / 32.84
1 Yıllık	37.62 / 22.82
Sene başından itibaren	35.36 / 32.84

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	0%
3 Aylık	10%	14%
1 Yıllık	11%	-32%
Sene başından itibaren	4%	-2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	25,782	61,804	80,134	134,100	191,220
Brüt Kar	6,709	14,297	17,386	30,075	42,713
Faaliyet Giderleri	-1,001	-1,823	-2,966	-4,653	-5,243
VAFÖK (*)	6,809	13,986	16,553	29,014	42,886
Amortisman	1,101	1,511	2,133	3,592	5,416
Faaliyet Gelirleri	5,708	12,475	14,420	25,421	37,470
Finansal Gelir/Gider	0	0	0	0	0
Diğer Gelir/Gider	1258	-8695	2990	3465	0
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	6,966	3,779	18,499	32,704	45,020
Vergi	-1,890	-1,665	-4,007	-8,046	-11,473
Azınlık Hisseleri/Diğer	83	-153	-50	-49	-49
Net Kar	5,159	1,961	14,443	24,609	33,498
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	56,911	46,828	74,750	104,650	136,045
Stoklar	3,409	6,962	8,252	13,680	19,530
Ticari Alacaklar	3,676	5,852	9,880	16,533	23,575
Diğer Alacaklar	4,071	6,478	8,670	8,670	8,670
Dönen Varlıklar	68,067	66,120	101,552	143,533	187,820
Sabit Kıymetler (**)	11,828	15,329	21,630	36,433	54,931
Finansal Yatırımlar	13,272	39,130	58,695	88,042	132,063
Diğer Duran Varlıklar (**)	28,157	39,863	53,815	72,650	98,077
Duran Varlıklar	53,258	94,321	134,140	197,125	285,072
Toplam Varlıklar	121,325	160,441	235,691	340,658	472,892
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	804	1,145	578	578	578
Ticari Borçlar	4,643	8,436	9,455	15,675	22,378
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,956	18,126	22,626	32,703	45,398
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,403	27,708	32,660	48,956	68,354
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,395	2,378	2,714	2,714	2,714
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,669	7,948	15,520	22,767	26,718
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,063	10,326	18,234	25,481	29,432
Azınlık Payları	881	1,399	1,399	1,399	1,399
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	88,978	121,009	179,101	247,143	339,307
Toplam Kaynaklar	121,325	160,441	229,995	321,580	437,093
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	6,544	2,665	6,897	15,093	45,419
Yatırım Faaliyetlerinden	-1,142	-2,293	-3,914	-6,499	-9,032
Finansman Faaliyetlerinden	3,855	2,603	7,341	7,246	3,951
Temettü Ödemesi	-2,000	-3,920	-4,900	-5,000	-6,500
Serbest Nakit Akışı	5,263	7,263	5,456	11,569	28,604
Net Borç	-67,984	-82,434	-130,153	-189,400	-132,753
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	26.0%	23.1%	21.7%	22.4%	22.3%
VAFÖK Marjı	26.4%	22.6%	20.7%	21.6%	22.4%
Net Kar Marjı	20.0%	3.2%	18.0%	18.4%	17.5%
Sermaye Karlılığı	7.5%	1.9%	9.6%	11.5%	11.4%
Satış Büyümesi	122%	140%	30%	67%	43%
VAFÖK Büyümesi	141%	105%	18%	75%	48%
Net Kar Büyümesi	15%	-62%	a.d.	70%	36%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

Enka'nın üç ana faaliyet alanı bulunmaktadır; i) inşaat, ii) gayrimenkul kiralama ve iii) enerji.

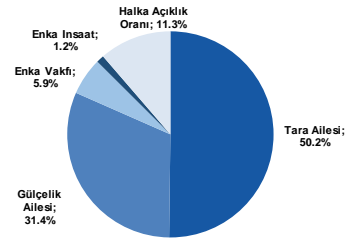
İnşaat segmentinde aslan payını, toplam birikmiş işlerin %70'ine varan oranla Özel Projeler, Kuzey Makedonya, Sırbistan ve Birleşik Krallık alıyor.

Gayrimenkul kiralama segmentinde şirket Moskova ve St. Petersburg'da faaliyet göstermektedir. Sahip olduğu ofis ve mağazalardan kira geliri elde etmektedir.

Enerji segmentinde ise başta doğal gaz santralleri olmak üzere toplam 4.085 MW kurulu güç ile sektörün önde gelen oyuncularından biridir. Şirket, Türkiye ve Bulgaristan'da devam eden enerji yatırımlarıyla kurulu gücünü yüzde 23 artırmayı planlıyor.

Riskler -- i) Yeni inşaat projelerinin beklenenden düşük olması **ii)** Küresel faiz politikalarında beklenenden uzun sürecek şahin bir duruş **iii)** Enka'nın faaliyet gösterdiği ülkelerdeki istikrarsızlık **iv)** Enerji sektöründe karlılığı baskılayabilecek düzenleme olasılığı

Ortaklık Yapısı



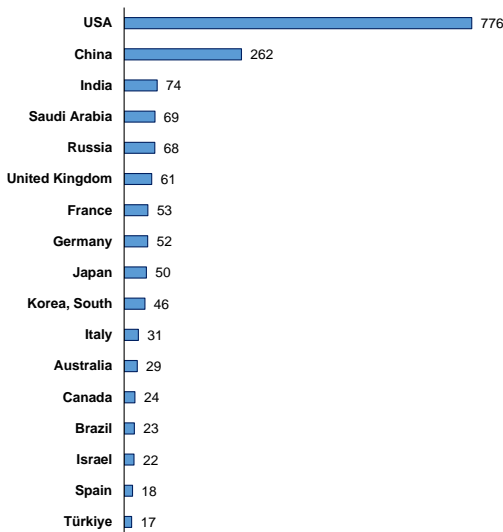
Yerli ve milli

Rus işgali bütçeler için bir dönüm noktası. Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü'nün (SIPRI) son verilerine göre toplam askeri harcamalar 2022 yılında dünya genelinde yaklaşık %3.7 oranında artarak 2.2 milyar ABD Doları ile tarihi zirveye ulaşmıştır. Son yıllarda artan küresel ve bölgesel güvenlik kaygıları nedeniyle, ülkeler arasında askeri harcamaların artmasını bekliyoruz. Rusya-Ukrayna savaşının ardından, çeşitli ülkeler NATO'nun %2'lik hedefine uygun olarak 2023 yılında askeri harcamalarını artırma hedeflerini açıklamaya başlamıştır. Orta ve Batı Avrupa ülkeleri 2022 yılında reel olarak 1989 yılındaki Soğuk Savaş sonrası harcamalarını aşmışlardır. Askeri ve güvenlik harcamalarındaki mevcut ivmenin orta vadede de devam edeceğini öngörüyoruz.

NATO'nun %2'lik hedefi artık kaçınılmaz. 2006 yılında NATO Savunma Bakanları, ittifakın hazır olma durumunu sürdürmek için GSYH'nin en az %2'sine eşdeğer savunma harcaması yapılması konusunda mutabık kalmışlardır. ABD hariç tutulduğunda, 2022 yılında ittifakın savunma harcamaları GSYH'nin ortalama %1.7'sine (ABD dahil %2.6'sına) ulaşacaktır. Üye devletlerin 2023 ve sonrası için yaptıkları harcamaya artırma açıklamaları taahhütlerin ciddiyetini göstermektedir. Dolayısıyla ABD'nin katkısı olmaksızın NATO üyelerinin taahhüt edilen asgari %2 eşliğine ulaşmaları gerekmektedir. Genel Sekreter Jens Stoltenberg, açıklanan askeri harcamaya planlarının 2024 yılı için 46 milyar ABD Dolar bir artış anlamına geldiğini paylaştı.

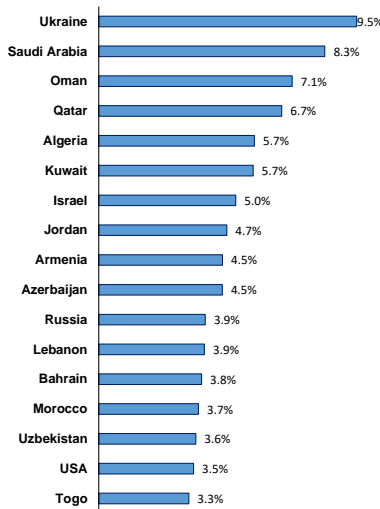
Savunma sektörü teknolojik açıdan yeniden şekilleniyor. Askeri harcamalardaki artışın, ortaya çıkan teknolojik ihtiyaçlara cevap verebilmek için savunma uygulamalarında inovasyona öncülük etmesi bekleniyor. Deloitte 2024 Havacılık ve Savunma Sanayi Görünümü raporuna göre ABD Savunma Bakanlığı (DoD), 2024 yılında ortak savaş için değerlendirme ve değerlendirme için 1,8 milyar ABD Doları değerinde yapay zekâ uygulaması düşünüyor. Küresel Havacılık ve Savunma (A&D) endüstrisinin en son teknolojilere yönelik Ar-Ge harcamaları da benzer büyüklükte olmalıdır. Dolayısıyla, mevcut talep ve canlanan tedarik zinciri göz önünde bulundurulduğunda, küresel savunma sanayinin 2024 yılında güçlü bir performans sergilemesini bekliyoruz.

Şekil 1: Savunma Harcaması (mn USD) (5-yr ort.)



Kaynak: SIPRI, YKY Araştırma

Şekil 2: Savunma Harcaması, GSYH % oranı (5-yr ort.)



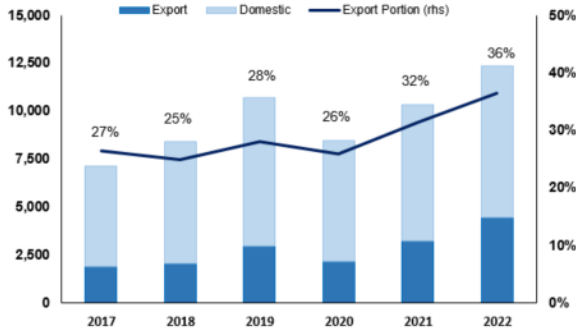
Kaynak: SIPRI, YKY Araştırma

Türkiye savunma bütçesini 2.5 kat artırdı. Ekim 2023'te Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz Türkiye'nin 2024 yılı savunma ve güvenlik bütçesini 40 milyar doların üzerinde açıkladı. Bu miktar, 2023 yılı için öngörülen 16 milyar ABD Dolarına kıyasla ABD Doları bazında yıllık yaklaşık %150'lik bir artışa karşılık gelmektedir.

SSB bekleyen bakiyesi potansiyel projelere işaret ediyor. Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB), tahmini değeri 70 milyar ABD Doları olan 700'ün üzerinde projeyi hayata geçirmeyi planlıyor. Türkiye'nin yıllık 15-16 milyar ABD Doları askeri harcaması göz önüne alındığında, yaklaşık 4-5 yıllık bir proje başlangıcının gerçekleşmek üzere olduğu görülmektedir.

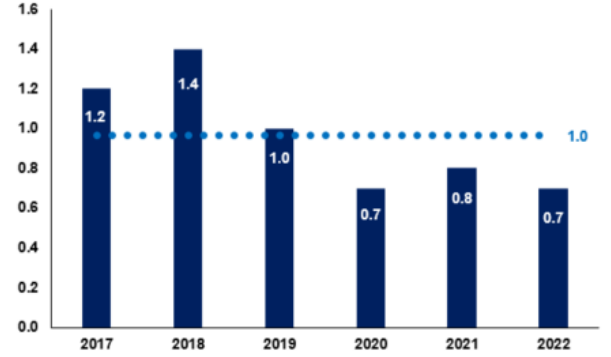
Dengeli dış politika devam ediyor. Türkiye, özellikle 2023 Cumhurbaşkanlığı Seçimlerinden bu yana yapıcı ve dengeli bir dış politika izlemektedir. Ülke görünümündeki son değişim, Rusya-Ukrayna savaşı sonrası tahıl koridorundaki aracılık rolüne, İsveç'in katılım onayı konusunda NATO müttefikleriyle olumlu ilişkilere ve Körfez ülkeleriyle iyileşen ekonomik işbirliğine dayanmaktadır. Yukarıda bahsedilen gelişmeler ve Ukrayna savaşı göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'nin NATO'daki rolünün savunma ile ilgili işbirliği yoluyla takdir edilmesini bekliyoruz.

Şekil 3: Türkiye Havacılık ve Savunma Geliri (mn USD)



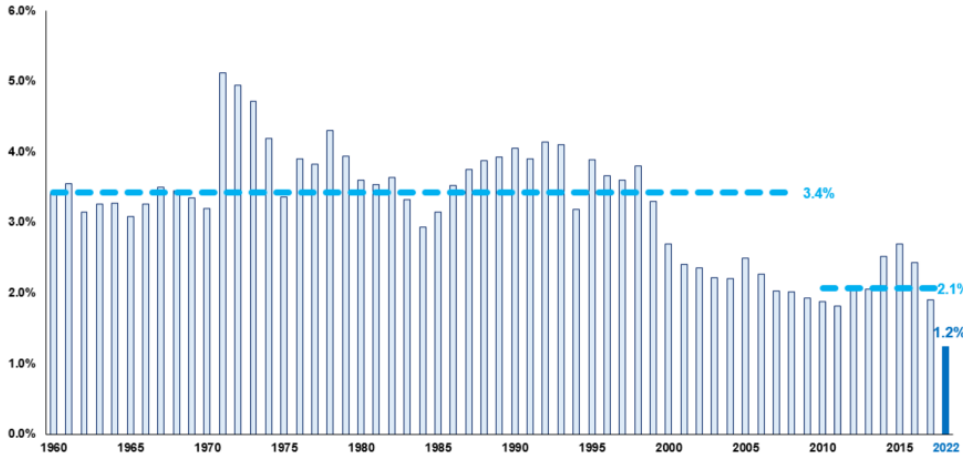
Kaynak: SASAD, Wood Research, YKY Araştırma

Şekil 4: Türkiye Havacılık ve Savunma Yeni İş-Fatura Oranı



Kaynak: SASAD, Wood Research, YKY Araştırma

Şekil 5: Türkiye Savunma Harcaması, GSYH % oranı



Kaynak: SIPRI, YKY Araştırma

ASELSAN

Güçlü sözleşme akışı

Analist değişikliği nedeniyle Aselsan'a ilişkin tahminlerimizi güncelliyoruz. Tavsiyemiz 'TUT' ve 12 aylık hedef fiyatı 60 TL/hisse olarak belirledik. Son dönemde 11 milyar ABD Doları yükselen bakiye siparişlerini memnuniyetle karşılıyoruz ve Türkiye'nin 2024 yılı askeri harcama bütçesinin (5-yıllık ort.: 16 milyar ABD Doları) 40 milyar ABD Doları'na yükselmesiyle kontratlarda ilave artış bekliyoruz. Ana müşteri olan SSB (Türkiye Cumhuriyeti Savunma Sanayii Başkanlığı) (mevcut bakiyenin %38'i) sayesinde önümüzdeki yıllarda güçlü kontrat edinimi bekliyoruz. Ancak, tahsilat şartlarında iyileşme olmaması durumunda, NİS/Satış'ın 2024-2033 arasında sabit kalarak %55 olmasını öngörüyoruz (3-yıllık ortalama %53). Bunu dikkate alarak negatif SNA hesaplıyoruz.

Aselsan'ın uluslararası talepten faydalanabileceğini düşünüyoruz. 2024 yılında %15'lik bir ihracat payı bekliyoruz (9A23: %11). Tahsilat koşullarının yurt içi satışlara göre daha olumlu olduğu varsayıldığında, ihracat payının artması ihtimalini memnuniyetle karşılıyoruz. Hisse senedi, 2024 tahminlerimize göre 8.8x FD/VAFÖK ve 8.6x F/K seviyesinde işlem görüyor. Bu rakamlar son 5-yıllık ortalamalarına göre %28 ve %10 iskontoya işaret etmektedir.

- Artan askeri bütçe NİS'nin yükünü de beraberinde getiriyor.** SSB'nin bekleyen sipariş büyüklüğü olan yaklaşık 70 milyar ABD Doları savunma ve askeri projelerini başlatması bekleniyor. Söz konusu projeler sayesinde 3Ç23 itibarıyla 11 milyar ABD Doları tutarındaki bakiye siparişlerin 2030 yılına kadar sürdürülebilir 13 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Ancak, 3Ç23 itibarıyla 210+ günlük nakit dönüşüm döngüsü nedeniyle (10-yıllık ort. 200 gün) NİS gereksiniminin finansman ihtiyacı baskısı altında kalmasını bekliyoruz.
- Riskler.** i) tahsilatlarda ilave bozulma, ii) dış politika, iii) TL'nin değer kazanması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	35,282	75%	62,901	78%	102,760	63%	137,619	34%
VAFÖK	9,472	72%	16,055	69%	25,616	60%	33,897	32%
Net Kar	11,916	67%	19,796	66%	25,265	28%	27,064	7%
F/K (x)	5.6		7.8		8.6		8.0	
FD/VAFÖK (x)	7.2		10.2		8.8		6.8	
FD/Satış (x)	1.9		2.6		2.2		1.7	
Hisse Başına Kar (TL)	5.2		8.7		11.1		11.9	
Temettü Verimi (*)	0.7%		0.3%		0.4%		0.4%	
Serbest Nakit Akış Verimi	2.2%		-6.7%		-3.9%		-12.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL60.00

Potansiyel Getiri

26%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ASELS.TI / ASELS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL47.54
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	216,782 / 7,222
Hisse Sayısı (mn)	4560
Saklama Oranı	26%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,434.43 / 84.82

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

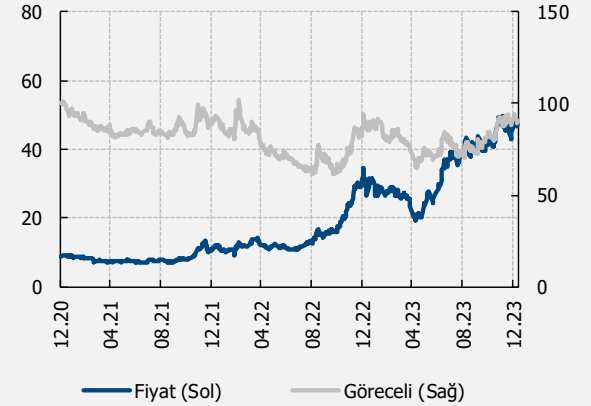
1 Aylık	49.60 / 43.02
1 Yıllık	49.60 / 19.47
Sene başından itibaren	47.64 / 44.98

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	1%
3 Aylık	11%	14%
1 Yıllık	70%	3%
Sene başından itibaren	6%	-1%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur
mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Gökem Göker
gokem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	20,139	35,282	62,901	102,760	137,619
Brüt Kar	6,649	11,783	20,757	33,911	45,414
Faaliyet Giderleri	1,579	2,900	5,787	10,276	15,138
VAFÖK (*)	5,502	9,472	16,055	25,616	33,897
Amortisman	432	589	1,085	1,981	3,621
Faaliyet Gelirleri	5,070	8,883	4,850	14,950	17,594
Finansal Gelir/Gider	4,348	-2,216	-1,234	-1,243	-1,935
Diğer Gelir/Gider	-2222	3231	16174	11510	11352
İştirak Karı/Zararı	-3	18	-25	13	13
Vergi Öncesi Kar	7,196	9,917	19,766	25,230	27,024
Vergi	-69	1,969	0	0	0
Azınlık Hisseleri/Diğer	-3	-48	30	35	40
Net Kar	7,131	11,916	19,796	25,265	27,064
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,492	5,687	3,147	7,168	8,995
Stoklar	7,639	12,593	23,093	35,878	50,236
Ticari Alacaklar	9,803	14,888	31,020	45,804	65,982
Diğer Alacaklar	3,241	5,131	7,641	11,245	14,402
Dönen Varlıklar	23,175	38,299	64,901	100,095	139,615
Sabit Kıymetler (**)	5,700	9,859	19,813	36,206	44,830
Finansal Yatırımlar	2,149	4,288	4,717	5,189	5,708
Diğer Duran Varlıklar (**)	15,389	23,597	26,255	35,015	55,257
Duran Varlıklar	23,238	37,744	50,784	76,411	105,794
Toplam Varlıklar	46,413	76,044	115,685	176,506	245,409
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	5,070	5,603	10,762	14,139	21,152
Ticari Borçlar	6,039	9,775	17,319	28,860	39,408
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,640	14,274	14,887	15,526	16,191
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,750	29,651	42,968	58,524	76,752
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	333	1,070	856	685	548
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,495	5,462	10,090	21,389	33,445
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,828	6,531	10,945	22,073	33,993
Azınlık Payları	272	224	251	281	315
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	25,835	39,861	61,772	95,908	134,664
Toplam Kaynaklar	46,413	76,044	115,685	176,506	245,409

Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	2,998	6,681	2,040	10,970	-3,709
Yatırım Faaliyetlerinden	-2,511	-5,205	-12,415	-19,461	-22,726
Finansman Faaliyetlerinden	2,025	1,285	5,101	3,377	18,933
Temettü Ödemesi	-400	-460	-400	-818	-970
Serbest Nakit Akışı	488	1,476	-10,376	-8,492	-26,435
Net Borç	2,911	985	8,470	7,655	12,705

Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	33.0%	33.4%	33.0%	33.0%	33.0%
VAFÖK Marjı	27.3%	26.8%	25.5%	24.9%	24.6%
Net Kar Marjı	35.4%	33.8%	31.5%	24.6%	19.7%
Sermaye Karlılığı	32.5%	36.3%	39.0%	32.0%	23.5%
Satış Büyümesi	25%	75%	78%	63%	34%
VAFÖK Büyümesi	40%	72%	69%	60%	32%
Net Kar Büyümesi	60%	67%	66%	28%	7%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Net Borç/VAFÖK (x)	0.5	0.1	0.5	0.3	0.4

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

1975 yılında kurulan şirket, iletişim ve bilgi teknolojileri, radar ve elektronik harp, aviyonik, insansız silah, hava savunma & füze, kontrol, ulaştırma, güvenlik trafik ve tıbbi sistemler geliştiren ve üreten bir savunma sektörü yüklenicisidir. 3Ç23 itibarıyla Aselsan'ın mevcut bakiyesi yaklaşık 11 milyar ABD Doları seviyesindedir. Gelecek vaat eden SSB boru hattı sayesinde, 2030 yılına kadar Aselsan'a yıllık 3-5 milyar ABD Doları tutarında yeni katılım öngörüyoruz.

Aselsan için İndirgenmiş Nakit Akışı yöntemini kullandık. Uzun vadede Aselsan'ın Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı marjının katma değerli teknolojik ürünler sayesinde %25'in (9A23'te %20) üzerine çıkacağını öngörüyoruz. 2024-2033 yılları arasında TL bazında %25 vergi sonrası net faaliyet kârı, yıllık bileşik büyüme oranı ve yıllık SNA getirisinin ort. %16 olacağını varsayıyoruz. TL AOSM'miz %25'dir.

Ortaklık Yapısı



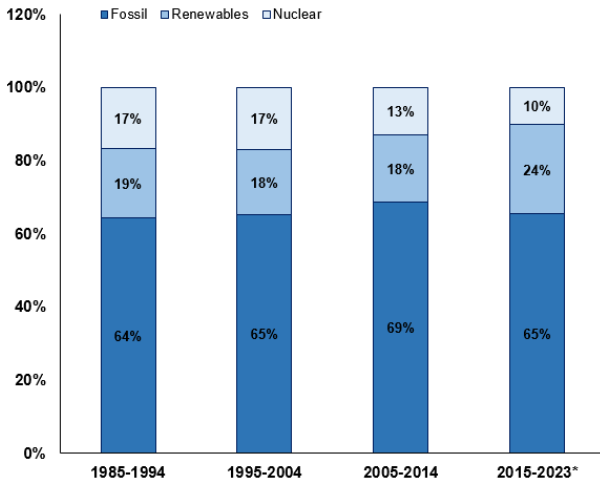
Yenilenebilir enerji zamanı

Elektrik talebinin azalması bekleniyor. Küresel ekonomik yavaşlama ve enerji krizinin, 2024 yılında hızlanmadan önce 2023 yılında küresel elektrik tüketimini baskılamaya başlamıştır. Uluslararası Enerji Ajansı'nın (IEA) Elektrik Piyasası Raporu'na göre, küresel elektrik kullanımı 2023 yılında %1.9 oranında artarak %2.4'lük küresel GSYİH büyüme projeksiyonunun gerisinde kalmaktadır. Özellikle AB'deki talep daralması, yüksek enerji maliyetleri nedeniyle enerji yoğun sektörlerdeki düşük kullanımın bir yansımasıdır. Bununla birlikte, pandemi sonrası yeniden açılma ve teşvik çabaları nedeniyle Çin talebinin 2024 yılında %5.3 oranında artması bekleniyor. IEA, enerji fiyatlarının gelişmiş ekonomiler için daha iyi bir görünüm beklerken, yenilenebilir enerji kaynaklarıyla yeterli üretim sayesinde küresel talebin 2024 yılında %3.3 oranında toparlanmasını bekliyor.

Üretimde yapısal bir değişim gerçekleşiyor. Kömürden elektrik üretimi 2022 yılında yükseldikten sonra, yenilenebilir enerji kaynaklarının artan payı nedeniyle 2023 yılında düşüşe geçmiştir. Kuraklığın yol açtığı düşük hidroelektrik üretimi ve primli doğal gaz nedeniyle kömürden elektrik üretimi 2022'de %1.7 büyüme kaydetmiştir, ancak 2023'te %0.4 oranında hafif bir düşüş görülmektedir. 2024 yılından itibaren yenilenebilir enerji kaynakları toplam üretimde birincil enerji kaynağı haline gelecektir. Devam eden kapasite artışları göz önünde bulundurulduğunda, yenilenebilir enerji kaynaklarının payının orta vadede %35-40 seviyelerine ulaşmasını bekliyoruz.

Fiyatlar konusunda şimdilik endişelenecek bir durum yok. İlimli hava durumu ve yenilenebilir enerji üretimi nedeniyle toptan elektrik fiyatları aşağı yönlü hareket ediyor. Yenilenebilir enerji kaynaklarının payının artması, değişen talebe göre üretim esnekliğinin olmamasına neden oluyor. Enerji emtia fiyatlarındaki gevşeme toptan satış fiyatlarını baskılamaya devam ediyor. AB'de fiyatlar 2019 yılı seviyeleri olan 60-70 Avro/MWs seviyelerine gerilemiş durumda. Anormal hava koşulları veya jeopolitik sorunlar olmazsa, Avrupa'nın elektrik sorunu çözülmüş gibi görünüyor. Yine de negatif fiyatlar, kıtada acil depolama yatırımlarına ihtiyaç duyulduğunu gösteriyor.

Şekil 1: Kaynak Bazında Küresel Elektrik Üretim Payı (yıllık ort.)



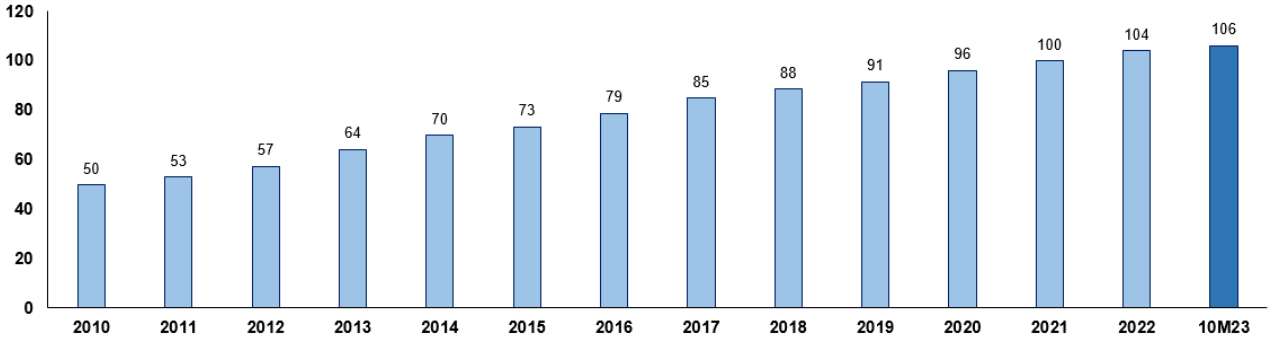
Kaynak: IMF, IEA, YKY Araştırma

Türkiye 100GW kapasiteyi aştı. Türkiye'nin kurulu gücü 2023 yılı sonu itibariyle 106GW'ı aşmıştır. Kapasite ayrışımı aşağıdaki gibidir: 29.8 hidroelektrik, %23.9 doğal gaz, %20.5 kömür, %11.0 rüzgar, %10.6 güneş, %1.6 jeotermal ve %2.6 diğer kaynaklar. 2023 yılında toplam enerji santrali sayısı 13 bine yükselmiştir. Yenilenebilir enerji kapasitesi açısından Türkiye, Avrupa'da 5. sırada, dünyada ise 12. sırada yer almaktadır. Türkiye'nin 2022 Ulusal Enerji Planı'na göre, 2035 yılı itibarıyla kurulu gücün 190GW'a ulaşması planlanmaktadır.

Yenilenebilir enerji yatırım trendi devam ediyor. Türkiye'nin 2022 Ulusal Enerji Planı'na göre, 2023 yılı sonunda 56GW olan yenilenebilir enerji kapasitesinin 2030 yılına kadar 118GW'a ulaşması planlanmaktadır. Temmuz 2023'te Türkiye ve BAE, 30 milyar ABD Doları tutarında enerji projesi için bir dizi anlaşma imzaladı. Yenilenebilir enerji yatırımlarının gerçekleşmesi beklenmektedir. 65'lik yenilenebilir enerji payı projeksiyonuna göre, kurulu kapasiteye sırasıyla 3.5 ve 6.5GW güneş ve rüzgâr (deniz üstü RES dâhil) kapasitesi eklenecektir.

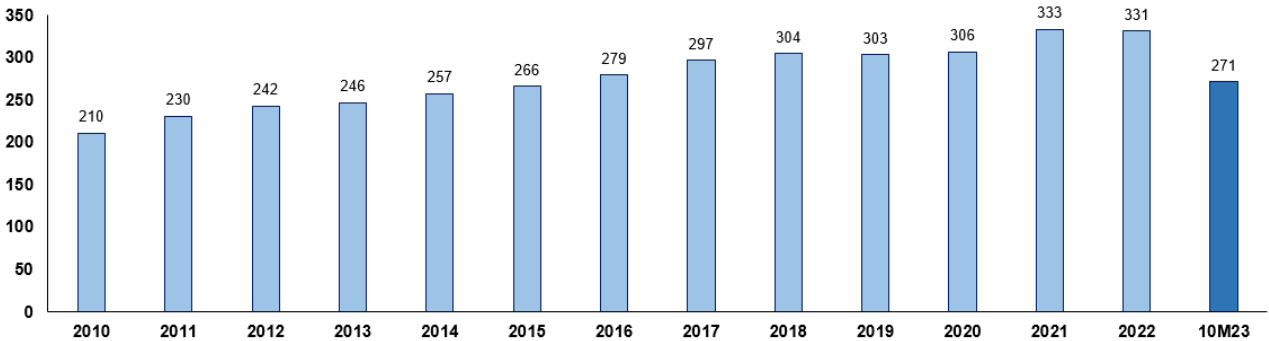
Tavan fiyat uygulaması kaldırıldı. Ekim 2023 itibariyle enerji kaynağı bazlı tavan fiyat uygulaması kaldırılmış ve piyasa EPIAŞ aracılığıyla spot fiyatlara dönmüştür. Fosil yakıt maliyetlerindeki gevşeme nedeniyle spot fiyatlar tavan fiyatlara yönelmiş ve 6 aylık bir uzatma daha yapılmamıştır. Mevcut spot fiyat 75 ABD Doları/MWs seviyesindedir. Emtia fiyatlarındaki düşüş, yenilenebilir/nükleer kapasite ilaveleri ve zayıf talep ortamı nedeniyle spot fiyatların uzun vadede güneşe yönelmesi bekleniyor.

Şekil 2: Türkiye Kurulu Güç (GW)



Kaynak: EPDK, YKY Araştırma

Şekil 3: Türkiye Elektrik Talebi (TWh)

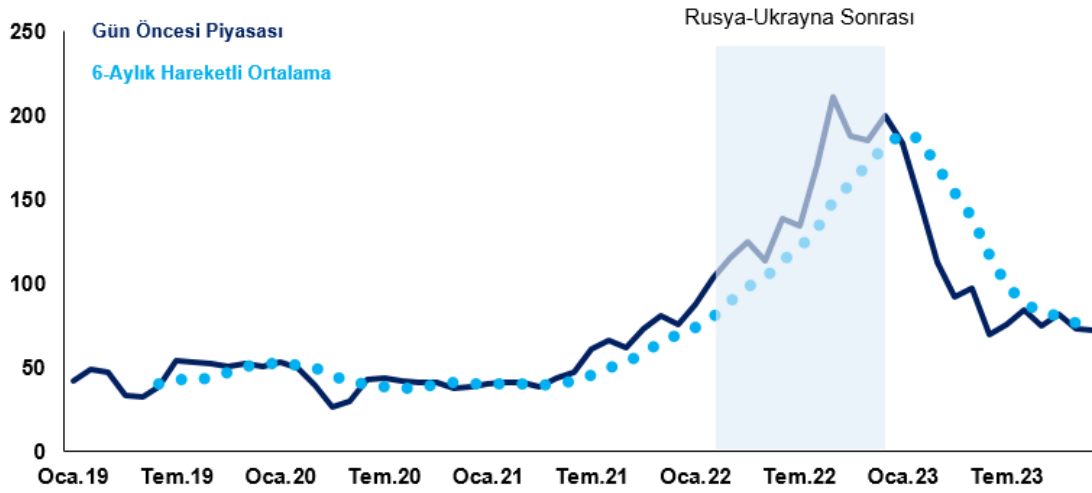


Kaynak: EPDK, YKY Araştırma

Depolama ön lisans başvuruları askıya alındı. Türkiye'nin enerji denetleme kurumu EPDK, Ekim 2023'te yenilenebilir enerjiye dayalı depolama ön lisans proje başvurularının askıya alındığını açıkladı. Kasım 2022'den bu yana yaklaşık 6 bin proje başvurmuş ve sadece 399'una ön lisans verilmiştir. Başvuruların toplam kurulu gücü yaklaşık 300GW'tır. EPDK, başvuru kurulu güce kıyasla alt ve üst yapı kapasitesinin yetersizliği nedeniyle böyle bir askıya alma kararı vermiş olabilir.

Hanehalkı sübvansiyonları devam ediyor. EPDK, 1 Ekim 2023 tarihinde son kullanıcı elektrik fiyatlarını sanayi ve tüzel kişiler için sırasıyla %25 ve %28 oranında artırmıştır. Meskenler için 3Ç23 fiyatları değişmeyerek 1,132 TL/MWs seviyesinde kalmıştır. Mevcut tarife dönemi olan 1Ç24 için EPDK fiyatları değiştirmemiştir. Türkiye'deki evsel kullanım elektrik fiyatları Avrupa'daki en düşük fiyatlar arasındadır. Devam eden sübvansiyonlar sayesinde, BOTAŞ'taki yüksek doğal gaz maliyetleri son kullanıcıyı korumak için ulusal tarifelere tam olarak yansıtılmamıştır.

Şekil 4: Türkiye Spot Fiyatlar (USD/Mws)



Kaynak: EPIAŞ, YKY Araştırma

Şebeke yatırımları kapasite artışlarına yansıyor. Elektrik Dağıtım Sistemi İşletmecileri Derneği verilerine göre, dağıtım şirketleri 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 2.3 milyar ABD Doları ve 2.4 milyar ABD Doları yatırım gerçekleştirmiştir. 2022 yılında, Türkiye'deki enflasyonist ortam nedeniyle, ABD Doları bazında yatırım tutarı 1.7 milyar ABD Doları'na gerilemiştir. Kapasite artışına paralel olarak elektrik şebekesi yatırımlarının da devreye alınması gerekiyor. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Alparslan Bayraktar'a göre, Türkiye 2030 yılına kadar 10 milyar ABD Doları tutarında şebeke yatırımı gerçekleştirmelidir.

Türkiye batarya rekabeti konusunda belirleyici. Özellikle son dönemde yaşanan jeopolitik sorunlar ışığında, yüksek yerlilik oranına sahip yerli akü üretimi hükümet tarafından zorunlu hale getirilmiştir. Pandemi ve Rusya-Ukrayna savaşı, alternatif enerji kaynakları yoluyla elektrik güvenliğinin önemini açıkça kanıtladı. Togg'un lityum-iyon pil girişimi Siro, Ağustos 2022'de bir prototip üretti ve test etti. Siro, 2035 yılına kadar yıllık 50GWs üretim kapasitesine ulaşmayı planlamaktadır. Ayrıca, Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı işbirliğiyle 220MWs kapasiteli yerli lityum-iyon hücre üretimi sürdürülmektedir.

AKSA ENERJİ

Neredeyse yüksek getirili Eurobond

Analist değişikliğiyle Aksa Enerji'yi araştırma kapsamımızda tutmaya devam ediyoruz. Tavsiyemiz 'AL' ve 12 aylık hedef fiyatı 55 TL/hisse olarak belirliyoruz. Yakın zamanda açıklanan uluslararası projeleri memnuniyetle karşılıyoruz. Alım garantili anlaşma (PPA) ile garanti kapasite ödemelerinin artan payı, Aksa Enerji için öngörülebilir nakit akışı yapısına işaret ediyor. Senegal'de yapılan anlaşmayla, uluslararası santrallerin toplam 4.055MW (yenilenebilir ön lisansları hariç) portföydeki payı %67 olmuş durumda. Uluslararası projelerin 9A23 itibarıyla ~%64 olan VAFÖK payının uzun vadede korunacağını düşünüyoruz. Ek olarak, Türkiye'de normalleşen spot elektrik fiyatlarının 72 ABD Doları/MWh civarında olması (salgın sonrası en yüksek seviye olan 210 ABD Doları/MWs'e kıyasla) bize göre sınırlı aşağı yönlü risklerin sınırlı olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle, 2024 yılında ortalama 75 ABD Doları/MWs spot fiyat öngörüyoruz.

Gana ve KKTC'de iyileşen koşullar ile tahsilat sorunu görece iyileşmiştir. Riskin halihazırda fiyatlandığını düşünüyoruz. Hisse 1 yıllık dönemde endeksin TL bazında %48 altında performans göstermiştir. Hisse 2024 tahminlerimize göre 5.3x FD/VAFÖK ve 6.8x F/K ile işlem görmektedir ve 5-yıllık tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %23 ve %46 iskontoya işaret etmektedir.

- Kazakistan, Özbekistan şimdi de Senegal.** Aksa Enerji, PPA bazlı enerji santralleri ile yurtdışı yatırımlarını genişletmeye devam ediyor. Devam eden 240MW'lık Kızıldoru ve 430MW'lık Talimerjan yatırımlarına ek olarak, Senegal'de 255MW kapasiteli enerji santrali yatırımı açıklandı. Kapasite 2020-2023 yılları arasında %28 YBBO ile ön lisanslı yenilenebilirler hariç 4.055MW'a yükselmiştir. Devam eden yatırımlar tam olarak faaliyete geçtiğinde, yurtdışı projeler dahil Türkiye'nin en büyük özel sektör elektrik üretim şirketi olacağına inanıyoruz.
- PPA'lar sayesinde garanti VAFÖK marjı.** PPA modeline dayalı santralin döviz cinsinden kapasite ödemesi garanti edilmektedir. Yurtdışı yatırımlardan elde edilen VAFÖK'ün 2024 yılında +%60 (Türkiye'deki tavan uygulaması nedeniyle 9A23'teki %64'e kıyasla) olacağını öngörüyoruz. İyileşen serbest nakit akışı sayesinde 2022-23 yıllarında yaklaşık %3 verimlilik ile temettü dağıtmıştır.
- Riskler.** i) düşük fiyatlar, ii) ekonomik yavaşlama, iii) TL'nin değer kazanması

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	45,638	229%	27,415	-40%	45,535	66%	57,336	26%
VAFÖK	6,401	159%	7,128	11%	10,104	42%	12,161	20%
Net Kar	4,562	172%	4,437	-3%	5,897	33%	7,341	24%
F/K (x)	7.2		9.7		6.8		5.4	
FD/VAFÖK (x)	6.6		7.8		5.3		4.5	
FD/Satış (x)	0.9		2.0		1.2		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	3.7		3.6		4.8		6.0	
Temettü Verimi (*)	2.1%		2.3%		3.3%		5.2%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0.1%		-0.6%		21.6%		29.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL55.00

Potansiyel Getiri

69%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL32.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	39,856 / 1,328
Hisse Sayısı (mn)	1226.338236
Saklama Oranı	21%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	227.52 / 7.93

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

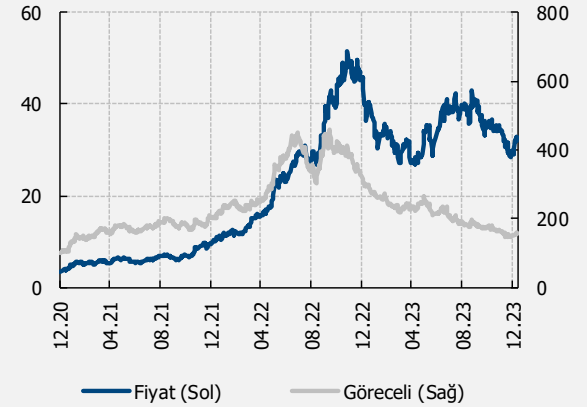
1 Aylık	32.98 / 28.52
1 Yıllık	42.92 / 26.80
Sene başından itibaren	32.98 / 29.20

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	2%
3 Aylık	-14%	-11%
1 Yıllık	-14%	-48%
Sene başından itibaren	9%	2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur

mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	13,887	45,638	27,415	45,535	57,336
Brüt Kar	2,079	5,448	6,179	9,377	12,161
Faaliyet Giderleri	173	319	580	891	1,141
VAFÖK (*)	2,474	6,401	7,128	10,104	12,161
Amortisman	568	1,272	1,529	2,349	3,009
Faaliyet Gelirleri	1,906	5,129	5,599	7,755	9,152
Finansal Gelir/Gider	357	664	1,157	1,777	1,935
Diğer Gelir/Gider	138	188	-260	-459	-600
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	2,400	5,981	6,495	9,072	10,487
Vergi	-565	-1,096	-1,559	-2,268	-2,622
Azınlık Hisseleri/Diğer	155	324	500	907	524
Net Kar	1,680	4,562	4,437	5,897	7,341
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,118	1,244	2,254	5,070	7,109
Stoklar	225	244	751	1,248	1,571
Ticari Alacaklar	5,328	9,217	10,140	13,723	18,065
Diğer Alacaklar	458	711	1,024	1,573	2,015
Dönen Varlıklar	7,129	11,416	14,169	21,613	28,760
Sabit Kıymetler (**)	13,260	21,641	31,118	47,809	73,453
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar (**)	260	175	986	1,515	2,328
Duran Varlıklar	13,520	21,816	32,104	49,324	75,781
Toplam Varlıklar	20,650	33,233	46,273	70,937	104,541
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	3,159	4,743	6,498	7,497	8,756
Ticari Borçlar	2,020	2,127	3,023	5,021	6,323
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,093	1,110	1,596	2,453	3,768
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,272	7,980	11,118	14,971	18,847
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2,503	3,865	5,276	6,275	7,534
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,290	2,429	3,492	5,365	8,243
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,793	6,294	8,768	11,641	15,777
Azınlık Payları	932	1,750	3,027	4,650	5,957
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,584	18,959	26,387	44,325	69,917
Toplam Kaynaklar	20,650	33,233	46,273	70,937	104,541
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	1,055	1,869	9,240	12,604	16,581
Yatırım Faaliyetlerinden	-2,747	-1,850	-9,477	-3,998	-5,034
Finansman Faaliyetlerinden	2,040	1,498	1,688	-2,975	-8,147
Temettü Ödemesi	0	-700	-1,000	-1,331	-2,064
Serbest Nakit Akışı	-1,692	19	-237	8,606	11,547
Net Borç	4,545	7,365	9,520	8,703	9,181
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	15.0%	11.9%	22.5%	20.6%	21.2%
VAFÖK Marjı	17.8%	14.0%	26.0%	22.2%	21.2%
Net Kar Marjı	12.1%	10.0%	16.2%	13.0%	12.8%
Sermaye Karlılığı	22.1%	30.9%	19.6%	16.7%	12.9%
Satış Büyümesi	92%	229%	-40%	66%	26%
VAFÖK Büyümesi	61%	159%	11%	42%	20%
Net Kar Büyümesi	257%	172%	-3%	33%	24%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.4	0.4	0.4	0.2	0.1
Net Borç/VAFÖK (x)	1.8	1.2	1.3	0.9	0.8

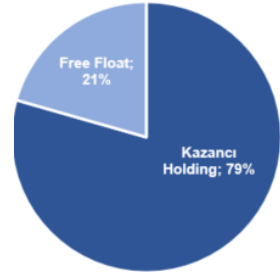
Sirket Tanımı

Aksa Enerji, sekiz ülkede faaliyet gösteren, proje geliştirmeden satın almaya, inşaattan kurulumu kadar enerji santrali kurulum süreçlerinin tüm aşamalarını kendi bünyesinde gerçekleştiren global bir enerji şirkettir.

Şirket, Türkiye'de toplam 1,047 MW kurulu güce sahip iki doğalgaz kombine çevrim santrali ve 270 MW kurulu güce sahip bir kömür santraline sahiptir. Kuzey Kıbrıs'ta ise 153 MW kurulu güce sahip fuel oil bazlı bir PP'ye sahiptir. Aksa Enerji'nin Afrika'da Özbekistan, Kazakistan ve Senegal'de 2,585 MW kurulu gücü bulunmaktadır. Toplam portföyü 4.055 MW'tır. Ön lisanslı yenilenebilir enerji kapasite planları hariç toplam kurulu güç 4,055 MW'a ulaşmaktadır.

Aksa Enerji için Parçaların Bütünü yöntemini kullandı ve İndirgenmiş Nakit Akımı ile Türkiye ve uluslararası projeleri ayrı ayrı değerlendirdi. Türkiye için 2024-2033 yılları arasında TL bazında %15 YBBO Vergi Sonrası Net Operasyonel Gelir ve yıllık ortalama %6 SNA getirisi varsayılmıştır. Mevcut uluslararası projeler için, sabit durum gelirleri ve ABD

Ortaklık yapısı



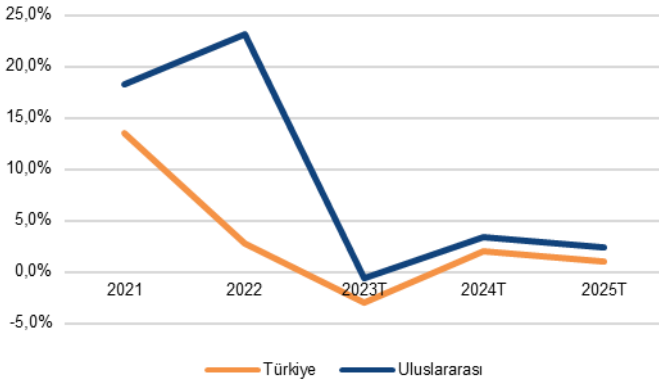
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Birim fiyatlardaki artış görünümü belirlemeye devam edecek

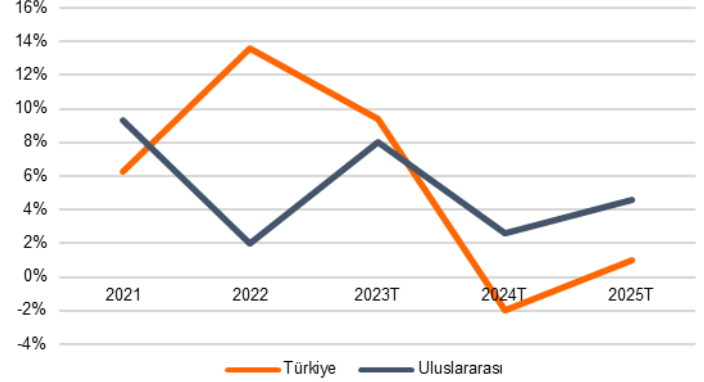
Coca-Cola İçecek için <CCOLA TI> satış hacmi açısından, 2023 yılı iç pazarda %5 daralma ile daha zayıf bir yıl oldu. Bu performans, depremin ardından düşen Horeca hacimleri, 1Y23'teki seçim dönemi ve yıl sonuna doğru azalan satın alım gücü gibi birçok faktörden kaynaklandı. 2024 yılı için karışık bir talep görünümü öngörüyoruz. İlk yarıda maaş artışlarıyla birlikte alım gücünde bir iyileşme beklerken yılın geri kalanı için şüpheliyiz. Yine de, 2Y23'ün hacimler için düşük bir taban oluşturduğunu ve bu nedenle ciddi bir olumsuz performans sürpriz olabilir. Yıllık bazda %60 civarında maliyet enflasyonu beklediğimizden, fiyatlandırma sektör oyuncuları için önemli olacaktır. Ancak, CCI'nın pazardaki lider konumu fiyatlandırma konusunda bir tampon sağlayabilir. Uluslararası pazarda, Pakistan'daki ekonomik/siyasi krizden kaynaklanan sert daralma nedeniyle toplam satış hacmi yaklaşık %2 azaldı. Ülkenin 8 Şubat'ta seçime gittiğini hatırlatalım. Tüketici duyarlılığında ani bir iyileşme beklemesek de, 2023'de ülkedeki zayıf hacim performansı düşük bir baz oluşturabilir.

Grafik 1: CCI satış hacmi büyümesi



Source: CCI, YKY Araştırma

Graph 2: AEFES satış hacmi büyümesi



Source: AEFES, YKY Araştırma

Türkiye bira pazarı, diğer ürünlere kıyasla nispeten daha düşük fiyat artışının yanı sıra yeni arzlar ve olumlu turizm sayesinde 2023 yılına kadar güçlü bir performans gösterdi. Bu doğrultuda, Anadolu Efes'in <AEFES TI> yurtiçi bira operasyonları 2023 yılında yıllık bazda %9 artış kaydetti. 2024 yılı için, 2023 yılındaki yüksek baz dikkate alındığında, yurtiçi satış hacminde bir miktar daralma bekliyoruz. Uluslararası operasyonlarda ise satış hacmini %4 oranında artırmayı başardı. Rusya operasyonları düşük tek haneli büyüme ile öngörülenden daha iyi performans gösterdi. Müşteri talebinde şimdilik büyük bir değişiklik beklemiyoruz fakat emtia fiyatlarında ilave düşüş senaryosunun ve yaptırımların etkisinin 2024 yılında Rus ekonomisinde daha fazla hissedilebilmesinin talep açısından bir risk oluşturduğunu düşünüyoruz. Fiyatlandırma tarafında, Türkiye'de birim fiyatlarda yaklaşık %70, Rusya'da ise Ruble bazında %7 artış bekliyoruz. Maliyet tarafında, Rusya'da riskten korunma araçlarına erişimdeki yerel zorluklar nedeniyle 2024 yılında konsolide VAFÖK marjında yaklaşık 200 baz puanlık bir daralma öngörüyoruz.

2023 yılı Ülker <ULKER TI> için enflasyonist etkiler ve uluslararası operasyonlardaki iyileşen operasyonlarla olumlu geçti. Daha da önemlisi, azalan finansal kaldıraç, net kârlılığı arttırdı. Marjların 2024 yılında bir miktar normalleşeceğini öngörsek de, enflasyonist etkilerin büyümeyi destekleyeceğini düşünüyoruz. 2024'de güçlü TL senaryosunun, ciddi bir açık döviz pozisyonu bulunması nedeniyle şirketi olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

ANADOLU EFES

Zorlu koşullarda gücünü koruyor

Anadolu Efes için AL tavsiyemizi korurken, yeni makro varsayımlarımıza dayanarak hedef fiyatımızı 190TL/hisse seviyesine yükseltiyoruz (önceki: 150TL). Şirket kısa süre önce satış hacmini açıkladı ve rakamlar 2023'te yıllık %5'lik (yurtiçi: %9, yurtdışı: %4) artışa işaret ediyor. 2023 yılsonu için yıllık %65 ciro ve %81 VAFÖK büyümesi tahminlerimizi büyük ölçüde koruyoruz. Şirket Ocak ayında %35'lik bir fiyat artışı uyguladı ve 2024 yılı için iç pazarda toplam artışın %70 seviyelerinde olacağını tahmin ediyoruz. Rusya için Ruble bazında birim fiyatlarda %7 artış öngörüyoruz. Rusya'da büyük ölçüde ülkedeki riskten korunma araçlarına erişimdeki zorluklarla ilgili, VAFÖK marjı tahminimizi hafifçe düşürerek %18,8'e çektik. AEFES hisseleri mutlak değer olarak iki kattan fazla arttı ve EBI anlaşması üzerindeki baskı yaratan belirsizliği kabul etmekle birlikte, yüksek SNA üretimi, azalan kaldıraç ve dirençli büyüme beklentisi göz önüne alındığında, hissenin hala değerinin altında olduğunu düşünüyoruz.

- 2024'te yıllık %63 ciro büyümesi bekliyoruz.** Yüksek baz ve 2Y24'te satış kanalına ilişkin endişelerimiz nedeniyle, yönetimin yatay performans beklentisine karşın yurt içi satış hacminde bir miktar daralma öngörüyoruz. Rusya'da 2023'teki dirençli performansın ardından, bu aşamada rekabeti göz önünde bulundurarak temkinli kalmayı tercih ediyoruz. Yine de, konsolide TL bazında yıllık %63 ciro ve %54 VAFÖK büyümesi bekliyoruz ki bu oldukça tatmin edici.
- EBI anlaşması ile ilgili** AEFES, 22 Nisan'dan bu yana AB InBev ile Rusya ve Ukrayna operasyonlarındaki kontrol gücü olmayan hisseleri satın almak için görüşmelerini sürdürüyordu. Geçtiğimiz günlerde taraflar, AEFES için hemen nakit çıkışına yol açmayacak bir anlaşma üzerinde anlaştı. Anlaşmayı memnuniyetle karşılamakla birlikte, anlaşmadaki en büyük darboğazın düzenleyici kurumlardan ilgili onayların alınması olduğunu düşünüyoruz.
- Riskler:** i) Düzenleyici ve jeopolitik riskler ii) Faaliyet gösterilen piyasa para birimlerinde değer kaybı iii) Hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	90,504	130%	149,357	65%	243,055	63%	322,763	33%
VAFÖK	16,411	155%	29,667	81%	45,787	54%	60,533	32%
Net Kar	3,429	221%	8,878	159%	12,983	46%	18,033	39%
F/K (x)	6.5		5.6		6.1		4.4	
FD/VAFÖK (x)	4.0		3.8		3.3		2.5	
FD/Satış (x)	0.7		0.8		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	5.8		15.0		21.9		30.5	
Temettü Verimi (*)	6.1%		2.8%		5.1%		7.4%	
Serbest Nakit Akış Verimi	31.8%		17.3%		18.6%		7.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL190.00
Potansiyel Getiri	43%

Fiyat Bilgileri

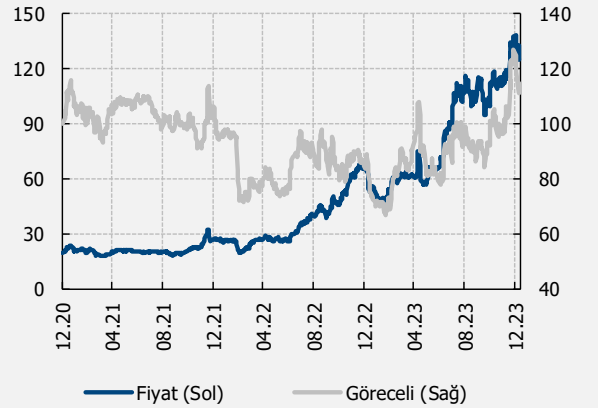
Kodu	AEFES.TI / AEFES.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL133.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	78,809 / 2,626
Hisse Sayısı (mn)	592.105263
Saklama Oranı	32%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	380.11 / 13.19

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	138.00 / 114.70
1 Yıllık	138.00 / 45.37
Sene başından itibaren	138.00 / 124.70

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	12%	9%
3 Aylık	22%	26%
1 Yıllık	141%	46%
Sene başından itibaren	-3%	-9%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	39,284	90,504	149,357	243,055	322,763
Brüt Kar	14,142	32,992	59,476	92,579	122,912
Faaliyet Giderleri	-10,094	-20,686	-35,412	-55,048	-74,036
VAFÖK (*)	6,447	16,411	29,667	45,787	60,533
Amortisman	2,399	4,105	5,603	8,256	11,657
Faaliyet Gelirleri	4,048	12,306	24,064	37,531	48,876
Finansal Gelir/Gider	-508	-2,835	-2,428	-5,977	-5,013
Diğer Gelir/Gider	805	13	627	1021	1356
İştirak Karı/Zararı	-542	-144	-150	-234	-299
Vergi Öncesi Kar	3,803	9,340	22,114	32,341	44,920
Vergi	-1,436	-3,298	-6,634	-9,702	-13,476
Azınlık Hisseleri/Diğer	1,299	2,612	6,602	9,655	13,411
Net Kar	1,068	3,429	8,878	12,983	18,033

Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	10,334	24,628	40,272	50,206	72,771
Stoklar	5,903	14,096	24,378	40,814	54,206
Ticari Alacaklar	5,117	7,883	22,915	37,291	49,520
Diğer Alacaklar	3,310	4,939	6,661	6,975	7,241
Dönen Varlıklar	24,664	51,546	94,227	135,285	183,738
Sabit Kıymetler (**)	51,459	68,043	99,286	123,811	139,626
Finansal Yatırımlar	1	1	1	1	1
Diğer Duran Varlıklar (**)	9,390	13,769	18,490	22,253	26,076
Duran Varlıklar	60,849	81,812	117,776	146,064	165,702
Toplam Varlıklar	85,513	133,358	212,003	281,349	349,440
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	6,475	11,870	21,237	25,913	32,444
Ticari Borçlar	12,634	20,033	36,937	61,839	82,131
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,412	10,128	22,215	36,151	48,006
Kısa Vadeli Yükümlülükler	24,521	42,031	80,388	123,904	162,581
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	14,772	25,702	36,304	43,033	48,195
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,887	9,042	11,042	12,111	13,309
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,659	34,744	47,346	55,144	61,504
Azınlık Payları	20,617	30,986	45,000	54,045	64,908
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,332	56,582	84,268	102,301	125,355
Toplam Kaynaklar	85,513	133,358	212,003	281,349	349,440

Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	-2,007	-9,834	-8,179	3,209	35,948
Yatırım Faaliyetlerinden	-2,725	-4,931	-11,411	-18,428	-24,530
Finansman Faaliyetlerinden	12,145	18,481	21,969	12,474	12,890
Temettü Ödemesi	-1,146	-1,098	-1,262	-3,995	-5,843
Serbest Nakit Akışı	2,283	7,101	8,646	14,630	5,480
Net Borç	10,912	12,945	17,268	18,740	7,869

Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	36.0%	36.5%	39.8%	38.1%	38.1%
VAFÖK Marjı	16.4%	18.1%	19.9%	18.8%	18.8%
Net Kar Marjı	2.7%	3.8%	5.9%	5.3%	5.6%
Sermaye Karlılığı	3.3%	7.2%	12.6%	13.9%	15.8%
Satış Büyümesi	47%	130%	65%	63%	33%
VAFÖK Büyümesi	36%	155%	81%	54%	32%
Net Kar Büyümesi	31%	221%	159%	46%	39%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Net Borç/VAFÖK (x)	1.7	0.8	0.6	0.4	0.1

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

1969'da kurulan Anadolu Efes, Avrupa'nın 5. ve dünyanın 9. büyük bira üreticisidir. Bira faaliyetlerini 6 ülkede (Türkiye, Rusya, Ukrayna, Kazakistan, Moldova ve Gürcistan) 21 bira fabrikası ile sürdürmektedir. Toplam bira üretim kapasitesi 52,2 mhl'dir ve yüzde fazla markayla hizmet vermektedir.

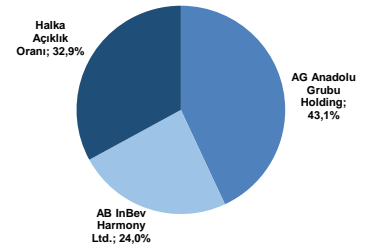
Şirket, 11 ülkede hizmet veren ve Coca-Cola'nın en büyük ilk on işiyleyicisi arasında yer alan Coca-Cola İçecek'in %50,3'üne sahiptir. Meşrubat operasyonları konsolide net satışların yaklaşık %63'üne, bira operasyonları ise %37'sine karşılık gelmektedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: i) beklenenden daha güçlü talep; ii) daha iyi faaliyet marjları; iii) AB InBev EBI anlaşmasının uygun koşullarda tamamlanması yer almaktadır.

Potansiyel riskler: i) rekabet; ii) mevzuat değişiklikleri/vergi artışı; iii) hammadde fiyatlarındaki dalgalanma yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı



COCA COLA İÇECEK

SNA güçlü kalmaya devam edecek

CCOLA için 12 aylık hedef fiyatımız 690 TL/hisse (485,0 TL/hisse'den) ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Makroekonomik baskılar, yurtdışı tarafta azalan alım gücü ve Gazze çatışması ardından Türkiye, Ürdün ve Pakistan'daki kısmi tüketici boykotlarına bağladığımız 2023 yılında yıllık %2,6'lık hacim daralmasına rağmen, enflasyonist bir ortamda şirketin VAFÖK büyüme görünümünü beğenmeye devam ediyoruz. Yine de, yurtdışı ve yurtdışı pazarlarda artan birim fiyatlar nedeniyle, 2023 yılsonu için yıllık %72'lik net satış büyümesi tahminimizi koruyoruz. İç pazarda, maaş artışları nedeniyle hane halkının alım gücündeki iyileşme talepte iyileşme beklememize neden oluyor. Tahminlerimizi güncelliyoruz ve şu anda 2024 yılsonu için %63 VAFÖK ve %64 net kar büyümesi öngörüyoruz. Yine de, üstün fiyatlandırma gücü sağlayan gazlı kategorisinde pazardaki fiyat belirleyici konumu, %7 SNA marjı ile sağlam operasyonel karlılığı ve 4,7x FD/VAFÖK 9,1x F/K gibi cazip çarpanları göz önünde bulundurarak, hisseyi tercih ediyoruz.

- Hacim daralması görünümü gölgeledi.** CCI, 2024 yılına ilişkin beklentilerini hem Türkiye hem de uluslararası operasyonlarda orta-tek haneli hacim büyümesi, düşük-%40 seviyesinde kur etkisinden arındırılmış ciro büyümesi ve yıllık yatay VAFÖK marjı olarak paylaştı. Hacim beklentisi ilk tahminlerimize benzer olsa da, talepteki baskının daha uzun süre devam edeceği olası bir senaryoyu göz önünde bulundurarak temkinli kalmayı tercih ettik ve büyüme tahminimizi %1,5'e indirdik.
- Güçlü bir marj baskısı beklemiyoruz** 2023 yılı için birim fiyatlar iç piyasada %95, uluslararası operasyonlarda ise %60 arttı. 2024 yılında konsolide %60'lık bir birim fiyat artışı bekliyoruz. Ayrıca, resin ve alüminyumun alımlarının yaklaşık %60'ı hâlihazırda hedge edilmiş durumda. Bu nedenle, VAFÖK performansına ilişkin olumlu görüşümüzü koruyor ve yıllık %63 büyüme bekliyoruz.
- Uzun vadeli değer faktörleri yolunda gidiyor** Müşteri duyarlılığındaki son gelişmelerin bir miktar baskı yaratabileceğini kabul ediyoruz. Yine de, güçlü penetrasyonu, kişi başına düşen düşük faaliyet bölgeleri ve entegre fiyatlandırma gücü göz önüne alındığında uzun vadeli değer büyümesi açısından bir risk görmüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	53,530	144%	92,192	72%	151,567	64%	201,362	33%
VAFÖK	10,149	121%	19,218	89%	31,334	63%	41,577	33%
Net Kar	4,331	91%	8,493	96%	13,941	64%	19,685	41%
F/K (x)	8.3		9.0		9.1		6.5	
FD/VAFÖK (x)	4.4		4.9		4.7		3.4	
FD/Satış (x)	0.8		1.0		1.0		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	17.0		33.4		54.8		77.4	
Temettü Verimi (*)	1.9%		1.2%		1.4%		2.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	7.1%		0.1%		7.5%		9.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL690.00

Potansiyel Getiri

38%

Fiyat Bilgileri

Kodu	CCOLA.TI / CCOLA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL500.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	127,185 / 4,237
Hisse Sayısı (mn)	254.370782
Saklama Oranı	25%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	221.49 / 7.67

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

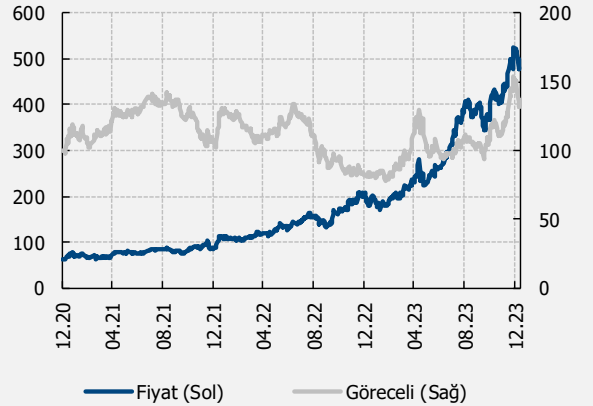
1 Aylık	525.50 / 438.00
1 Yıllık	525.50 / 171.49
Sene başından itibaren	525.50 / 476.25

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	14%	10%
3 Aylık	34%	38%
1 Yıllık	168%	62%
Sene başından itibaren	-5%	-11%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	21,930	53,530	92,192	151,567	201,362
Brüt Kar	7,717	17,374	33,471	53,981	69,182
Faaliyet Giderleri	-4,225	-9,046	-17,203	-27,524	-34,918
VAFÖK (*)	4,593	10,149	19,218	31,334	41,577
Amortisman	1,100	1,822	2,950	4,877	7,314
Faaliyet Gelirleri	3,492	8,328	16,268	26,457	34,264
Finansal Gelir/Gider	225	-1,319	-3,076	-5,599	-4,690
Diğer Gelir/Gider	-145	-105	903	1485	1973
İştirak Karı/Zararı	0	0	-5	-7	-9
Vergi Öncesi Kar	3,572	6,903	14,090	22,337	31,538
Vergi	-1,151	-2,262	-5,213	-8,265	-11,669
Azınlık Hisseleri/Diğer	149	310	384	131	184
Net Kar	2,271	4,331	8,493	13,941	19,685
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,215	14,769	16,116	20,441	34,620
Stoklar	2,501	6,677	12,066	18,715	24,625
Ticari Alacaklar	1,639	3,716	12,629	16,610	21,515
Diğer Alacaklar	2,359	2,928	3,587	3,677	3,752
Dönen Varlıklar	10,713	28,090	44,398	59,442	84,513
Sabit Kıymetler (**)	21,807	29,269	46,848	65,587	78,704
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar (**)	741	1,358	5,523	6,183	6,687
Duran Varlıklar	22,548	30,627	52,371	71,770	85,391
Toplam Varlıklar	33,262	58,717	96,769	131,212	169,904
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,368	5,788	11,186	14,383	16,644
Ticari Borçlar	3,957	8,284	16,571	27,538	37,300
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,158	3,152	6,429	10,570	14,042
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,483	17,225	34,186	52,490	67,986
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	8,023	15,056	21,678	25,045	31,019
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,786	3,640	5,641	6,028	6,353
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,810	18,696	27,319	31,073	37,372
Azınlık Payları	1,915	2,625	222	364	364
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14,970	22,796	35,263	47,649	64,545
Toplam Kaynaklar	33,262	58,717	96,769	131,212	169,904
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	2,962	4,266	4,085	18,858	25,696
Yatırım Faaliyetlerinden	-5,082	-4,239	-9,858	-16,824	-21,283
Finansman Faaliyetlerinden	4,789	12,307	14,021	6,951	8,560
Temettü Ödemesi	-712	-600	-750	-1,780	-3,134
Serbest Nakit Akışı	-1,201	2,554	90	9,555	12,388
Net Borç	5,176	6,075	16,748	18,987	13,043
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	35.2%	32.5%	36.3%	35.6%	34.4%
VAFÖK Marjı	20.9%	19.0%	20.8%	20.7%	20.6%
Net Kar Marjı	10.4%	8.1%	9.2%	9.2%	9.8%
Sermaye Karlılığı	19.2%	22.9%	29.3%	33.6%	35.1%
Satış Büyümesi	52%	144%	72%	64%	33%
VAFÖK Büyümesi	47%	121%	89%	63%	33%
Net Kar Büyümesi	84%	91%	96%	64%	41%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.2
Net Borç/VAFÖK (x)	1.1	0.6	0.9	0.6	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

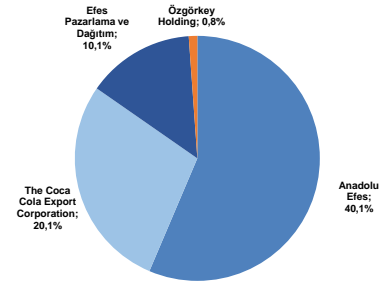
Coca-Cola İçecek 146 üretim hattı ile 30 tesiste faaliyet göstermektedir. Toplam üretim kapasitesi yıllık 1,9 milyar UC'dir. 20'nin üzerinde markanın dağıtımını gerçekleştirmekte ve toplam 896 bin satış noktasına sahiptir.

Şirket, Türkiye'nin yanı sıra 10 ülkede (Pakistan, Kazakistan, Özbekistan, Azerbaycan, Kırgızistan, Türkmenistan, Ürdün, Irak, Tacikistan ve Suriye) faaliyette ve yaklaşık 430 milyon kişiye hizmet vermektedir.

3Ç23 sonunda yurtiçi ve yurtdışı operasyonların toplam satış hacmi içindeki payı sırasıyla %36 ve %64'tür.

Gazlı içecek kategorisinin toplam satış hacmi içindeki payı %82, gazsız içecek kategorisinin payı %8 ve su kategorisinin payı ise %10'dur.

Ortaklık Yapısı



ÜLKER BİSKÜVİ

Kayda değer kazanç artışı görünümü

Ülker için yeni makro ve operasyonel tahminlere dayanarak 110 TL/hisse hedef fiyat (önceki: GG) ve önerimizi TUT olarak güncelliyoruz. Ülker defansif operasyonel yapısı ve geniş ürün portföyü ile öne çıkmaktadır. Sağlam hacim performansı ile güçlü bir 9A23'ün ardından, birim fiyatlardaki yükselişi ve özellikle kaldıraç azaltma hikayesini olumlu buluyoruz. 2024 yılı için, görece daha düşük enflasyonist/envanter kazancı etkisi ve daha yüksek maliyet enflasyonu nedeniyle brüt marj performansında bir miktar normalleşme bekliyoruz. Yine de, daha düşük kur farkı gideri tahminimizle birlikte, net karın yıllık %76 oranında artmasını bekliyoruz. Hisse 2023 yılında BIST100'ün %38 üzerinde performans göstermiştir, dolayısıyla mevcut olumlu gelişmelerin bir ölçüde fiyatlanmış olabileceğini düşünüyoruz. Tahminlerimize göre, hisse senedi 6,6x F/K ve 4,1x FD/VAFÖK ile işlem görmektedir. Ayrıca, 255 milyon USD ve 248 milyon EUR'luk (toplamda yaklaşık 16 milyar TL) açık döviz pozisyonu göz önüne alındığında, 2024 yılında TL'deki herhangi bir güçlenme şirket için değer artırıcı olabilir.

- Defansif operasyonlar makro koşullara karşı koruma sağlıyor.** Tarihsel olarak, şirketin şekerleme ürün portföyüne olan talep makro zorluklardan daha az etkilenmiştir. Her ne kadar 2024 yılında VAFÖK marjında bir normalleşme öngörsek de, geçen yılın yüksek bazını göz önünde bulundurarak 2024 yılında %43'lük tatmin edici bir VAFÖK büyümesi hesaplıyoruz.
- Güçlü karlılık büyümesi muhtemel.** Ülker, kısa döviz pozisyonuna sahip kaldıraçlı bilançosu nedeniyle uzun süredir kur farkı zararı yaşamaktadır. İyileşen operasyonel performansın desteğiyle, net Borç/VAFÖK (şirket tanımlı) 2022 yıl sonunda yaklaşık 2,3x seviyesinden 9A23 sonunda yaklaşık 1,9x'e geriledi. Şirket, halen yüksek olan döviz pozisyonunun yaklaşık %70'ini hedge ederek TL'deki değer kaybına karşı bir koruma sağlamıştır.
- Riskler:** i) Düşük hacimler ve marjlar, ii) Jeopolitik risk, iii) TL'nin değer kaybı, iv) yeterli şeffaflık seviyesinde olmayan satın almalar.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	28,197	125%	45,923	63%	70,451	53%	90,105	28%
VAFÖK	5,467	135%	9,733	78%	13,950	43%	17,223	23%
Net Kar	-353	a.d.	2,544	a.d.	4,477	76%	5,779	29%
F/K (x)	-		7.4		6.6		5.1	
FD/VAFÖK (x)	4.2		4.1		4.1		3.5	
FD/Satış (x)	0.8		0.9		0.8		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	-1.0		7.4		13.1		16.9	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-2.0%		-63.0%		-49.2%		-54.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL110.00
Potansiyel Getiri	38%

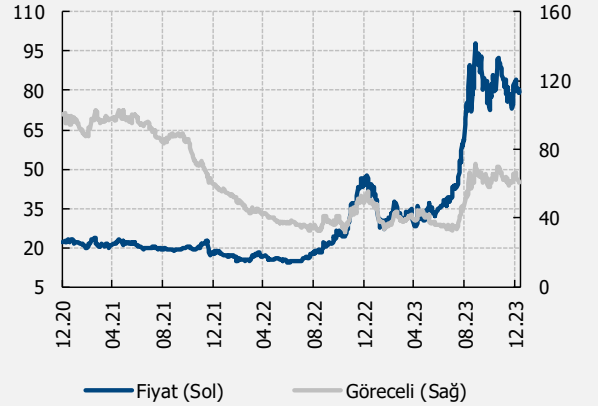
Fiyat Bilgileri

Kodu	ULKER.TI / ULKER.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL79.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	29,505 / 983
Hisse Sayısı (mn)	369.275855
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	657.81 / 23.04

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	83.90 / 72.80
1 Yıllık	97.75 / 27.18
Sene başından itibaren	83.90 / 79.00

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-2%	-5%
3 Aylık	-9%	-6%
1 Yıllık	102%	23%
Sene başından itibaren	-2%	-9%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	12,537	28,197	45,923	70,451	90,105
Brüt Kar	3,612	8,409	14,487	21,213	26,192
Faaliyet Giderleri	-1,514	-3,290	-5,255	-8,000	-10,007
VAFÖK (*)	2,328	5,467	9,733	13,950	17,223
Amortisman	230	349	502	737	1,038
Faaliyet Gelirleri	2,098	5,118	9,231	13,212	16,185
Finansal Gelir/Gider	-8,466	-8,051	-11,949	-10,478	-12,050
Diğer Gelir/Gider	6297	3014	6062	4157	5316
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	-71	82	3,344	6,891	9,452
Vergi	-92	118	100	-1,034	-1,890
Azınlık Hisseleri/Diğer	302	553	900	1,381	1,782
Net Kar	-464	-353	2,544	4,477	5,779

Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,420	9,465	9,887	14,612	22,012
Stoklar	3,218	4,996	7,579	11,871	15,409
Ticari Alacaklar	1,035	7,388	12,204	18,723	23,946
Diğer Alacaklar	5,092	3,324	4,413	5,737	6,732
Dönen Varlıklar	18,765	25,174	34,083	50,943	68,099
Sabit Kıymetler (**)	4,292	7,712	9,675	11,240	11,259
Finansal Yatırımlar	1,878	2,687	4,268	5,789	7,057
Diğer Duran Varlıklar (**)	1,959	2,285	4,101	5,128	5,854
Duran Varlıklar	7,479	12,685	18,044	22,157	24,170
Toplam Varlıklar	26,244	37,859	52,127	73,100	92,269
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2,863	11,401	5,500	8,438	10,792
Ticari Borçlar	2,270	4,161	6,459	10,117	13,133
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,001	1,325	2,457	3,770	4,821
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,134	16,887	14,417	22,325	28,746
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	15,314	12,349	24,000	31,680	38,650
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	482	940	1,244	1,244	1,244
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,796	13,289	25,244	32,924	39,894
Azınlık Payları	1,327	1,997	1,700	2,608	2,608
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,314	7,682	12,466	17,851	23,630
Toplam Kaynaklar	26,244	37,859	52,127	73,100	92,269

Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	3,854	-8,471	-1,270	-615	1,128
Yatırım Faaliyetlerinden	-276	-677	-9,919	-12,846	-15,825
Finansman Faaliyetlerinden	7,791	6,032	6,054	10,618	9,323
Temettü Ödemesi	-277	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-607	-138	-11,798	-14,504	-16,060
Net Borç	8,757	14,285	19,613	25,506	27,429

Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	28.8%	29.8%	31.5%	30.1%	29.1%
VAFÖK Marjı	18.6%	19.4%	21.2%	19.8%	19.1%
Net Kar Marjı	a.d.	a.d.	5.5%	6.4%	6.4%
Sermaye Karlılığı	-8.3%	-5.9%	25.3%	29.5%	27.9%
Satış Büyümesi	29%	125%	63%	53%	28%
VAFÖK Büyümesi	21%	135%	78%	43%	23%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	a.d.	76%	29%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2
Net Borç/VAFÖK (x)	3.8	2.6	2.0	1.8	1.6

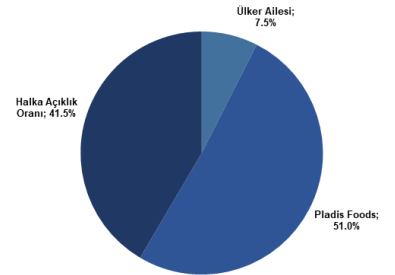
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

Şirket, Türkiye'nin önde gelen şekerleme şirketlerinden biridir. Ayrıca 2015-17 yılları arasında ana şirket Yıldız Holding'den yapılan tesis satın alımları sonrasında Suudi Arabistan, Mısır, BAE ve Kazakistan'da da büyük şekerleme operasyonları kazanmıştır. Toplam 1,5 milyon ton kapasiteye sahip 13 üretim tesisi (9'u Türkiye'de, 2'si Suudi Arabistan'da ve 1'er tanesi Mısır ve Kazakistan'da) bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



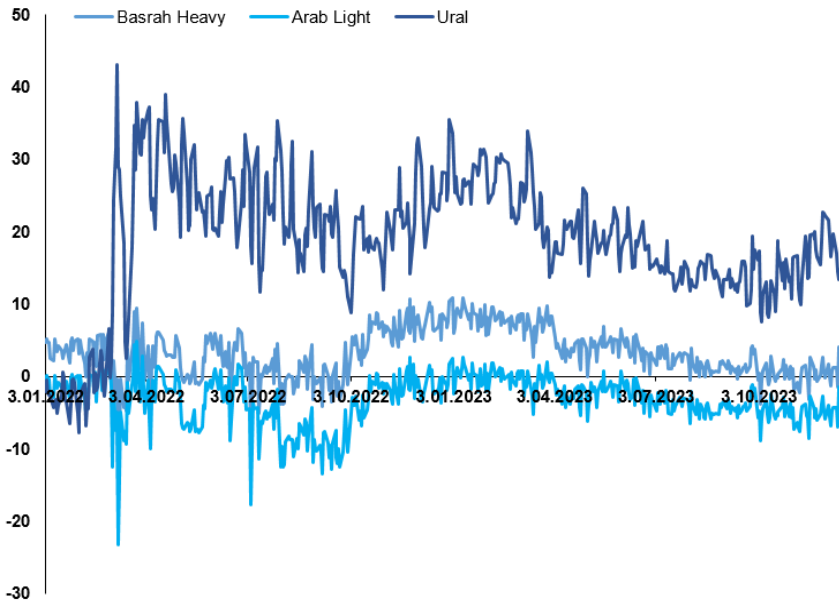
Ortalamaya dönüş

Pandemi sonrası normalleşen talep. Pandemi sonrası petrol talebi, düşük tabanından toparlanıyor. Küresel petrol talebi 2020'de pandeminin yol açtığı 91.2mn v/gün seviyesinden 2023'te 101.8mn v/gün seviyesine ulaşma yolunda ilerliyor. Destekleyici para politikaları, iyileşen tedarik zinciri ortamı, gelir harcamaları, Çin'in yeniden açılması ve düşük stoklar 2021-23'te yaklaşık 10mn v/gün talep toparlanmasını destekledi. Ancak, yenilenebilir enerji yatırımları fosil yakıt kullanımını temelli olarak azaltmak üzere. IEA'ya göre talep artışı 2024 yılında daha yavaş bir hızda, yaklaşık 1.1mn v/gün olarak devam edecek.

Ekonomik yavaşlama endişeleri OPEC+'yı üretim kesintisine yöneltti. Suudi Arabistan ve Rusya liderliğindeki OPEC+'nın 2.2mn v/gün üretim kesintisi, süregelen makroekonomik olumsuzluklar nedeniyle kırılgan talep görünümünü henüz destekleyemedi. Ancak, başta ABD, Brezilya ve İran olmak üzere OPEC+ dışı ülkeler petrol piyasasına rekor düzeyde akış sağlamaya devam ediyor. Yaptırımlardan muaf Venezüella arzının, yıllardır süren yetersiz yatırımlar nedeniyle küresel petrol piyasası üzerinde hemen bir etki yaratması beklenmiyor. IEA'ya göre, 2024 yılında arz artışı yaklaşık 1.2mn v/gün olacaktır. Sonuç olarak, 2024 yılında küresel petrol piyasasının biraz arz fazlası olması beklenmektedir.

Fiyatların başa baş noktası Rusya için her zamankinden daha önemli. Rusya için bir ülkenin devlet bütçesi dengesinin eşit olduğu mali başa baş noktası, işgalden önceki son yirmi yıl boyunca 40 ABD Doları/varil idi. Rus petrol ve gaz piyasasına yönelik son yaptırımlar nedeniyle söz konusu başa baş noktası artık 100 USD/varilin kuzeyinde. Suudi Arabistan'ın başa baş noktasının 80 ABD Doları/varil olduğu düşünüldüğünde, ham petrol fiyatlarının OPEC+'nın fiili liderleri olan Suudi Arabistan ve Rusya'nın üretim kesintileriyle desteklenmesi gerekmektedir. Bu gerçeğin piyasa tarafından büyük ölçüde göz ardı edildiğine inanıyoruz.

Şekil 1: Brent Farkı (ABD Doları/varil)



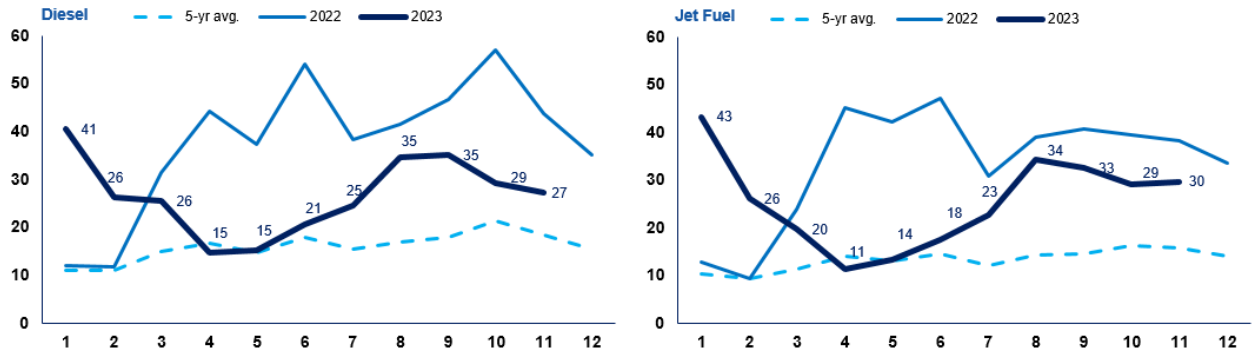
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Türkiye hala Ural ham petrolünü tedarik etmektedir. Türkiye G7 üyesi olmadığından, Rus Ural ham petrolü yaptırım engeli olmaksızın temin edilebilmektedir. 9A23'te Türk rafinerileri %27'si Rusya'dan Ural ham petrolü olmak üzere 22.9 milyon ton ham petrol ithal etmiştir. Fiyat ve lojistik açısından, Ural ham petrolünün bulunabilirliği Türk rafinerilerine emsallerine göre rekabet avantajı sağlamaktadır.

Diferansiyeller X faktörü olacak. Tüm distilatlar için crack talebi zayıfladığından, rafinaj marjını korumak ve/veya genişletmek için ana değişken hafif-ağır farkları olacaktır. Türkiye, Akdeniz rafinerilerine kıyasla brüt rafinaj marjlarında Ural ve Basra arzının avantajını kaydetmelidir.

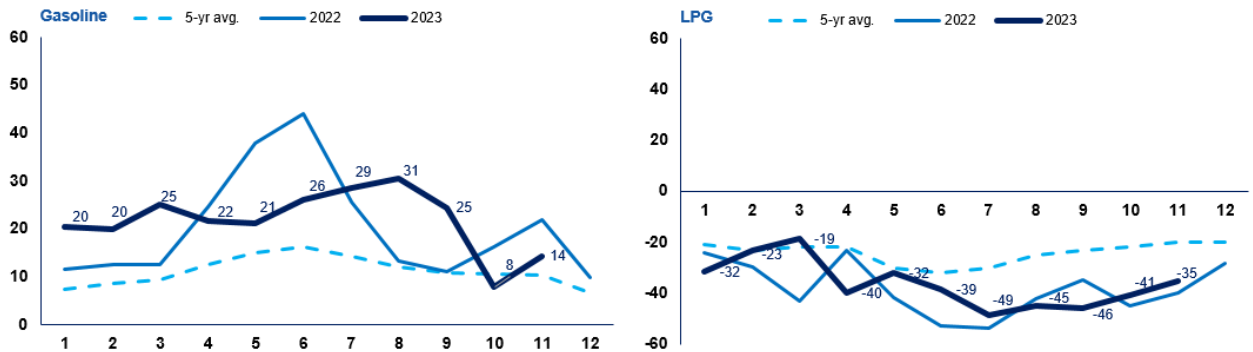
Çatlak marjları ortalamaya yakın bir gerileme gösteriyor. Orta distilat krakerleri pandemi sonrası ve Rusya-Ukrayna normalleşmesini yansıtmaya başladı. Durgunluk nedeniyle azalan ekonomik aktivite nedeniyle, dizel kraker marjları 2022'de tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 57 ABD Doları/varil'den beş yıllık ortalama olan 15-20 ABD Doları/varil'e doğru yöneliyor. Güçlü turizm ve iç tüketim sayesinde jet yakıtı kraker marjı, tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 47 ABD Doları/varilden beş yıllık ortalama olan 10-15 ABD Doları/varile doğru kademeli olarak ortalamaya dönüyor. Pandemi döneminde orta distilat rafineri yatırımlarının gecikmesi ve Rusya'dan dizel üretiminin kayması, Körfez bölgesi orta distilat kraker marjlarının 2022 yılında hızla yükselmesine neden oldu. Rusya'nın benzin üzerindeki etkisi nispeten sınırlı olduğundan, marj normalleşme eğilimi orta distilattan önce başladı.

Şekil 2: Orta Distilat Ürün Marjı (ABD Doları/varil)



Kaynak: Tüpraş, YKY Araştırma

Şekil 3: Hafif Distilat Ürün Marjı (ABD Doları/varil)

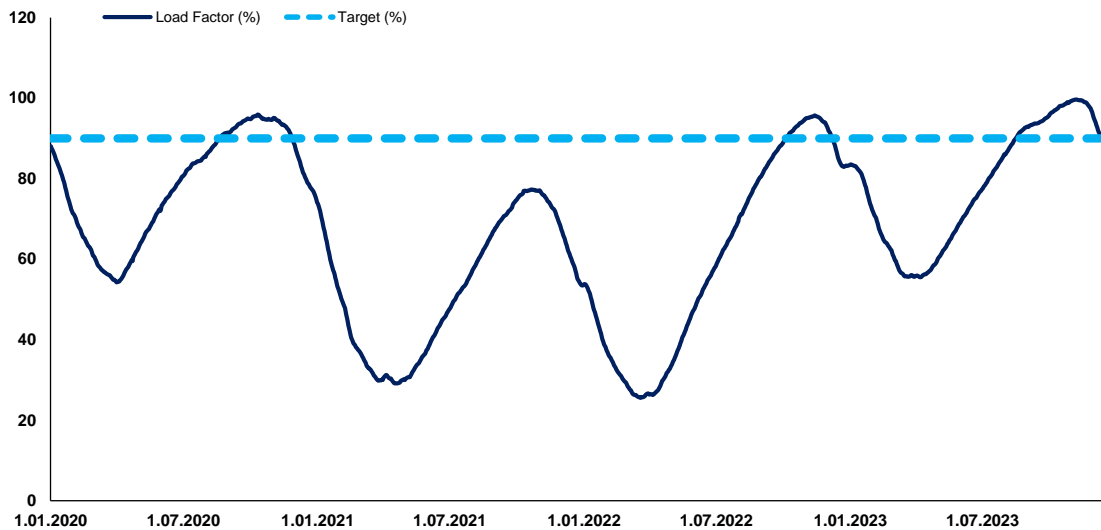


Source: Tupras, YKY Research

Kızıldeniz'de terör saldırıları. Vortexa'ya göre Kızıldeniz üzerinden yaklaşık 8.2mn v/gün sıvı petrol türevi ürün (ham ve çatlak) taşınmıştır. Güney (Bab el-Mandeb) ve kuzey (Süveyş Kanalı) üzerinden yapılan petrol sevkiyatları, deniz yoluyla ticareti yapılan toplam petrolün yaklaşık %12'sini oluşturmaktadır. Ümit Burnu'na yeniden yönlendirme, Orta Doğu Körfezi'nden Akdeniz ve Kuzey Avrupa'ya normalde 17-23 gün olan sefer süresine 15-20 gün ekleyecektir. Gaz piyasası için Kızıldeniz üzerinden LNG ve LPG ticareti nispeten sınırlıdır.

Avrupa gaz depolama kapasitesi neredeyse doldu. AB ve Birleşik Krallık'ın doğal gaz stokları Aralık 2023 itibarıyla yaklaşık 90 milyar metreküp olup, bu da Avrupa yeraltı depolama kapasitesinin yaklaşık %87'sinin kullanıldığını göstermektedir. Savaştan önce AB'nin talebi yıllık 400 milyar metreküp civarındaydı. Gönüllü talep kesintisi, alternatif LNG ve yakıt tedariki ve hızlı yenilenebilir enerji yatırımları ile birlikte, yıllık 160 milyar metreküplük eksik Rus gazı kısmen karşılanmıştır. 2024 yılında yüksek depolama, faaliyette olan yenilenebilir enerji istasyonları ve en önemlisi ılıman havanın Avrupa'da doğal gaz fiyatlarını sabit tutacağını varsayıyoruz.

Şekil 4: Avrupa Gaz Doluluk Oranı, %



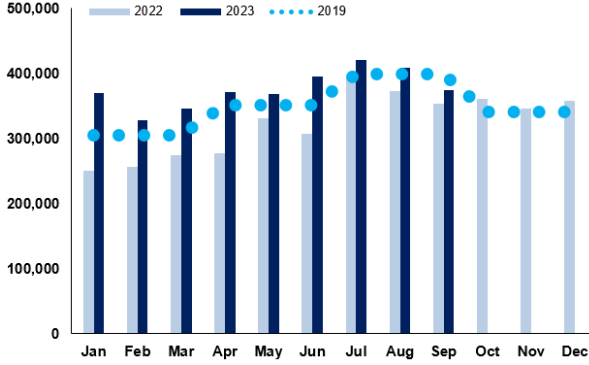
Kaynak: GIE, YKY Araştırma

Doğal gaz fiyatlarında yatay bir dalgalanma görülüyor. Avrupa'da hızla yükselen Hollanda TTF fiyatları 320 Avro/MWs'lik zirve seviyesinden 35 Avro/MWs'lik mevcut seviyelere gerilemiştir. Yüksek depolama, LNG tedariki ve yenilenebilir enerji üretimi (nükleer dahil) sayesinde, doğal gaz fiyatları savaş öncesi 5 yıllık ortalama olan 20 Avro/MWs'in üzerinde yeniden dengelenmiştir. Kızıldeniz'de yükselen tansiyon, bölgenin deniz yoluyla gaz ticaretindeki payının nispeten sınırlı olması nedeniyle doğal gaz fiyatlarında ani bir artışa yol açmamıştır.

Küresel LPG piyasası dengede gibi. ılıman hava koşullarının yol açtığı düşük ısınma talebi ve ekonomik durgunluk endişeleri, kısa süre önce yaşanan fiyat artışını baskılayacaktır. Avrupa LPG dengesi, kıtadaki rahat arzın mevcudiyeti sayesinde istikrarlı görünüyor. Her şey eşit olduğunda, yerel arz ve ABD ithalatı yoluyla istikrarlı Avrupa talebi nedeniyle arz genel olarak talebi geride bırakabilir. Çin'in kapasite artışı yoluyla petrokimya sektörünü yeniden canlandırması, sınırlı da olsa fiyatları destekleyebilir. Çin'in artan LPG talebi Rusya tarafından karşılandığından, Avrupa'da gösterge fiyatların sakin seyretmesi bekleniyor.

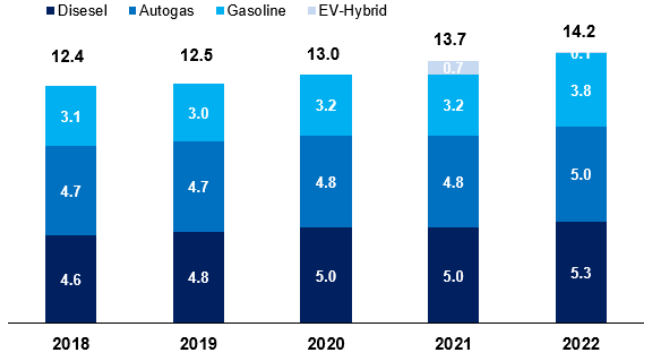
Türkiye'nin LPG pazarı değişmiyor. Türkiye LPG pazarı yıllık 4.0 milyon tonluk talep seviyesini korumaktadır. Pazarda aslan payını 3.1 milyon ton ile otopaz almaktadır. Bu durum, artan boru hattı doğal gaz penetrasyonundan kaynaklanan ev tipi tüp gaz talebinin sürekli olarak daralmasından kaynaklanmaktadır. Mobilite kaynaklı otopaz talebi yaz aylarında artma eğiliminde olduğundan LPG pazarı döngüselidir.

Şekil 5: Türkiye LPG Pazarı (mn ton)



Kaynak: EPDK, YKY Araştırma

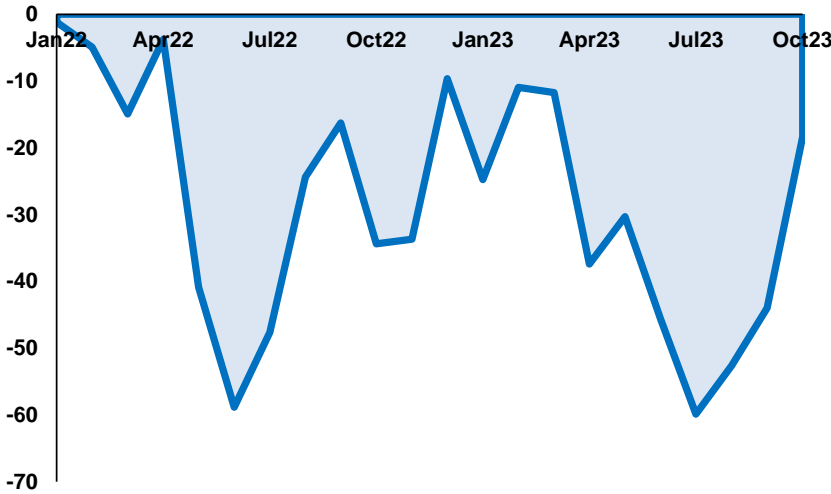
Şekil 6: Türkiye Araba Parkı (mn araba)



Kaynak: Aygaz, YKY Araştırma

LPG-Benzin farkı önemlidir. LPG'nin benzine göre fiyat avantajı, farkın derinleştiği dönemlerde otopaza olan talebi artırmaktadır. Ortalama olarak, LPG benzinden yaklaşık %30-40 daha ucuzdur. Sonuç olarak, LPG fiyatı benzine göre ne kadar ucuz olursa, otopaz talebi de o kadar yüksek olur. Türkiye'de yaklaşık 5.0 milyon LPG'li araç bulunmaktadır ve toplam araç parkının yaklaşık %35'ini oluşturmaktadır. Ancak, artan elektrikli ve hibrit araç üretim trendi, LPG de dahil olmak üzere akaryakıt talebini azaltmak üzere.

Şekil 7: LPG-Benzin Farkı (ABD Doları/varil)



Kaynak: Aygaz, Bloomberg, YKY Araştırma

AYGAZ

Çeşitlendirilmiş portföy

Analist değişikliği nedeniyle Aygaz tavsiyemizi 'TUT' ve 12 aylık hedef fiyatımızı 170 TL/hisse olarak belirliyoruz. Güçlü iştirak katkısının sonucu olarak (9A23 itibarıyla %87 VAFÖK ve 10-yıllık ort. %60), Aygaz özkaynak değerlendirme yöntemi altındaki cazip yatırım portföyünden faydalanmaktadır. Türkiye'de LPG talebinin yatay olduğu ortamda böyle bir katkıyı (Tüpraş'ın 10-yıllık ort. ~%8 temettü getirisi dahil) beğeniyoruz. Doygun Türkiye LPG pazarı (2018-22 %2 YBBO tüplü-otogaz satış hacmi) nedeniyle yönetimin operasyonel çeşitlendirme çabaları, Aygaz'ın Türkiye LPG satışlarına (yaklaşık %25 pazar payı) olan bağımlılığı azaltacağına inanıyoruz.

Tahminlerimize dahil etmesek de, United Aygaz (Bangladeş'teki iştiraki) ve Sendeo'nun önümüzdeki yıllardaki potansiyellerini olumlu karşılıyoruz. Aygaz, önümüzdeki yıllarda Bangladeş'te yaklaşık 250 bin ton tüpgaz satış hacmi beklemekte (2023 için 55-60 bin ton) ve bu da %75'lik güçlü YBBO'ya işaret etmektedir. Hisse, 2024 tahminlerimize göre 16.5x FD/VAFÖK ile işlem görüyor ve 5-yıllık tarihsel ortalamasına göre %13 iskontoya işaret etmektedir.

- Tüpraş katkısı.** Aygaz, EYAŞ aracılığıyla Tüpraş'tan ort. %8'lik cazip bir temettü getirisinden faydalanmaktadır. Tüpraş için 2023 yılı net kâr tahminimiz olan 46 milyar TL ile 2024 yılında %65 temettü ödeme oranı öngörüyoruz. Böylece, 2024 yılında EYAŞ'tan yaklaşık 3 milyar TL temettü katkısı bekliyoruz.
- Bangladeş beklentisi.** United Aygaz satış hacminin, yönetimin de öngördüğü gibi birkaç yıl içinde 250-300 bin ton/yıl ile Aygaz'ın Türkiye tüpgaz satış hacmine ulaşması beklenmektedir. United Aygaz'ın 2023 yılı için 55-60 bin tonluk satış hacmi beklentisi göz önüne alındığında, söz konusu hacim Bangladeş'teki güçlü büyüme potansiyeline işaret etmektedir. Temkinli kalmak adına, söz konusu büyümeyi şimdilik tahminlerimize dahil etmiyoruz.
- Riskler.** i) zayıf EYAŞ katkısı, ii) daralan LPG-benzin farkı, iii) Bangladeş ve Sendeo için ek sermaye artırımını.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	37,507	136%	50,741	35%	71,129	40%	89,454	26%
VAFÖK	537	-24%	1,506	180%	1,739	15%	2,203	27%
Net Kar	4,733	a.d.	5,320	12%	5,734	8%	7,159	25%
F/K (x)	2.4		4.2		5.2		4.1	
FD/VAFÖK (x)	24.3		13.6		16.5		13.3	
FD/Satış (x)	0.3		0.4		0.4		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	21.5		24.2		26.1		32.6	
Temettü Verimi (*)	1.3%		1.0%		4.3%		4.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-2.9%		34.1%		24.5%		28.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL170.00
Potansiyel Getiri	26%

Fiyat Bilgileri

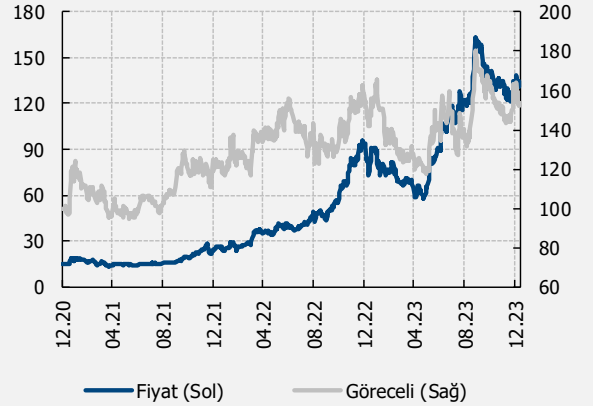
Kodu	AYGAZTI / AYGAZIS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL135.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	29,673 / 989
Hisse Sayısı (mn)	219.800767
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	133.38 / 4.66

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	138.70 / 121.00
1 Yıllık	163.50 / 58.05
Sene başından itibaren	138.70 / 127.00

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	4%
3 Aylık	-14%	-11%
1 Yıllık	77%	7%
Sene başından itibaren	0%	-6%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur
mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Gökem Göker
gokem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
----------------------	------	------	-------	-------	-------

Gelir Tablosu

Net Satışlar	15,893	37,507	50,741	71,129	89,454
Brüt Kar	1,438	2,223	4,313	5,335	6,262
Faaliyet Giderleri	916	1,931	3,254	4,253	4,904
VAFÖK (*)	705	537	1,506	1,739	2,203
Amortisman	183	245	507	711	895
Faaliyet Gelirleri	522	292	999	1,027	1,308
Finansal Gelir/Gider	-163	-384	-761	-1,067	-1,342
Diğer Gelir/Gider	-66	148	61	55	49
İştirak Karı/Zararı	423	4491	6377	7371	9207
Vergi Öncesi Kar	697	4,498	6,676	7,386	9,223
Vergi	-70	66	-1,535	-1,847	-2,306
Azınlık Hisseleri/Diğer	-43	-169	-180	-194	-242
Net Kar	670	4,733	5,320	5,734	7,159

Şirket Tanımı

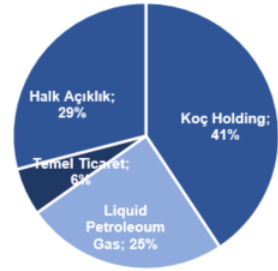
961 yılında kurulan Aygaz, LPG ihazlarının temini, depolanması, dolumu, retimi ve satışını kapsayan süreçleri üreten entegre bir LPG şirkettir. Aygaz, ürkiye tüplü ve otogaz LPG pazarında yaklaşık %25 pazar payına sahiptir. Artan oğal gaz boru hattı penetrasyonu nedeniyle aralan tüp satış hacmi göz önüne alındığında, talep otogaza doğru ayılmaktadır. Ancak, pazarın yıllık yaklaşık 4 iilyon tonluk satış hacmi değişmemiştir. ürkiye'de Aygaz'dan yıllık yaklaşık 2,3-2,5 iilyon ton satış öngörüyoruz.

Aygaz için İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemini ullandık. TL bazında 2024-2033 yılları rasında %29 YBBO Vergi Sonrası Net aaliyet Kârı ve yıllık ort. %4 SNA getirisi arsayıyoruz. TL AOSM'miz %21'dir.

Bilanço

Nakit ve Nakit Benzerleri	1,693	1,827	6,029	7,060	10,766
Stoklar	1,433	2,336	2,290	2,704	3,419
Ticari Alacaklar	1,065	2,459	2,502	3,215	3,676
Diğer Alacaklar	446	827	993	1,191	1,429
Dönen Varlıklar	4,638	7,448	11,814	14,170	19,290
Sabit Kıymetler (**)	804	1,061	1,076	1,095	1,117
Finansal Yatırımlar	2,623	7,873	11,964	18,945	26,561
Diğer Duran Varlıklar (**)	268	266	233	244	264
Duran Varlıklar	3,696	9,200	13,274	20,284	27,942
Toplam Varlıklar	8,333	16,648	25,088	34,454	47,232
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,067	2,789	3,043	4,110	6,346
Ticari Borçlar	2,122	4,010	6,360	9,013	11,396
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	680	767	1,122	1,347	1,616
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,869	7,566	10,525	14,469	19,358
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,486	810	1,064	2,131	4,367
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	259	418	501	601	721
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,745	1,227	1,565	2,732	5,088
Azınlık Payları	21	127	-53	-247	-489
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,719	7,855	12,998	17,253	22,786
Toplam Kaynaklar	8,333	16,648	25,088	34,454	47,232

Ortaklık Yapısı



Nakit Akış Tablosu

İşletme Faaliyetlerinden	379	-58	8,180	7,971	9,261
Yatırım Faaliyetlerinden	-158	-262	-507	-711	-895
Finansman Faaliyetlerinden	652	247	291	849	3,088
Temettü Ödemesi	-150	-150	-220	-1,285	-1,385
Serbest Nakit Akışı	221	-320	7,673	7,259	8,367
Net Borç	859	1,736	-1,880	-768	9

Ana Çarpanlar

Brüt Kar Marjı	9.0%	5.9%	8.5%	7.5%	7.0%
VAFÖK Marjı	4.4%	1.4%	3.0%	2.4%	2.5%
Net Kar Marjı	4.2%	12.6%	10.5%	8.1%	8.0%
Sermaye Karlılığı	26.6%	89.5%	51.0%	37.9%	35.8%
Satış Büyümesi	57%	136%	35%	40%	26%
VAFÖK Büyümesi	69%	-24%	180%	15%	27%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	12%	8%	25%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.3	0.2	a.d.	a.d.	0.0
Net Borç/VAFÖK (x)	1.2	3.2	a.d.	a.d.	0.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

TÜPRAŞ

Nakit dolu

Analist değişikliğiyle Tüpraş'ı araştırma kapsamımızda tutmaya devam ediyoruz. Tavsiyemiz 'TUT' ve 12 aylık hedef fiyatı 195 TL/hisse olarak belirliyoruz. 2022'deki yaklaşık 3 milyar ABD Doları ile rekor net kâr (pandemi öncesi ort. yaklaşık 700 milyon ABD Doları) ve devam eden güçteki 2023 (9A23'te yaklaşık 2 milyar ABD Doları) sayesinde, Tüpraş 83 milyar TL nakit pozisyonuna sahiptir. Sırasıyla 36 milyar ve 34 milyar TL olan Türk Lirası ve ABD Doları vadeli mevduata bakıldığında, Tüpraş'ın nakit duruşunu beğeniyoruz. 3Ç23 itibariyle Net Borç/VAFÖK -0.7x seviyesi ile pandemi öncesi ort. 2.1x seviyesinden iyileşme gerçekleşmiştir. Ek olarak, 9A23 itibariyle %1 olan NWC/Satışlar ile sağlıklı nakit çevrim döngüsünü beğeniyoruz.

Bize göre, ürün marjlarındaki normalleşme sona ermek üzere (orta distilat ürün marjları 2022 en yüksek seviyelerinin %50 altında) ve 2024 ürün marjlarının yatay seyredeceğini öngörüyoruz. Hisse 2024 tahminlerimize göre 2.8x FD/VAFÖK ve 4.9x F/K ile işlem görüyor ve 5-yıllık tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %50 ve %26 iskonto ya işaret ediyor.

- Muhteşem nakit pozisyon.** Mevcut yüksek faiz ortamında Tüpraş'ın güçlü nakit pozisyonunu memnuniyetle karşılıyor. Şirketin 2024 yılında 3.9 milyar TL net finansal gelir elde etmesini bekliyoruz.
- Normalleşen ürün marjları.** Savaş sonrası toparlanan arz nedeniyle, ürün marjları 5-yıllık ortalamalara doğru gerilemektedir. 2024'te daha dar bir hafif-ağır farkıyla birlikte, net rafineri marjının 9A23'teki 13 ABD Doları/varil kıyasla 10 ABD Doları/varil seviyesine daralmasını bekliyoruz. Yine de, tahminimiz pandemi öncesi 5-yıllık ortalamalara kıyasla %48 prim anlamına geliyor.
- Bilinip de konuşulmayan.** Suudi Arabistan ve Rusya'nın 80-100 ABD Doları/varil başabaş mali bütçe seviyeleri nedeniyle 2024 yılında petrol fiyatlarının aşağı yönlü korunacağını varsayıyoruz. OPEC+'nın gayriresmi liderlerinin petrol fiyatlarını desteklemeye devam edeceğine inanıyoruz.
- Riskler.** i) düşük ürün marjları, ii) enerji maliyetleri, iii) TL'nin değer kazanması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	481,765	216%	574,239	19%	774,519	35%	958,512	24%
VAFÖK	55,477	314%	75,242	36%	84,212	12%	102,767	22%
Net Kar	41,045	a.d.	45,460	11%	55,033	21%	69,707	27%
F/K (x)	1.9		4.5		4.9		3.9	
FD/VAFÖK (x)	1.1		2.1		2.8		2.2	
FD/Satış (x)	0.1		0.3		0.3		0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	149.1		165.2		199.9		253.2	
Temettü Verimi (*)	0.0%		11.7%		11.1%		13.4%	
Serbest Nakit Akış Verimi	57.1%		29.5%		10.8%		18.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL195.00

Potansiyel Getiri

40%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TUPRS.TI / TUPRS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL139.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	269,173 / 8,968
Hisse Sayısı (mn)	1926.795598
Saklama Oranı	49%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,996.07 / 139.46

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

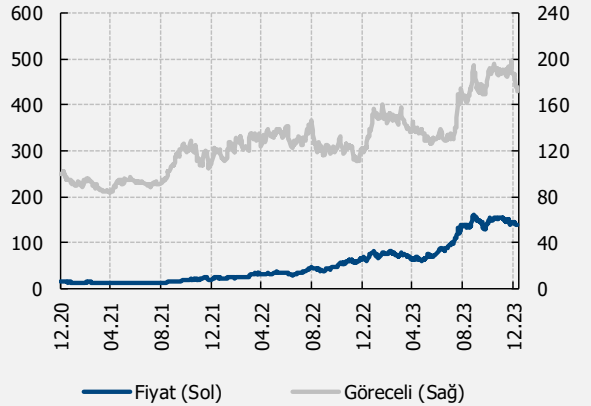
1 Aylık	152.50 / 138.10
1 Yıllık	161.91 / 60.97
Sene başından itibaren	144.00 / 138.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-5%	-8%
3 Aylık	-5%	-2%
1 Yıllık	115%	30%
Sene başından itibaren	-2%	-9%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur

mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Gökrem Göker

gokrem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	152,492	481,765	574,239	774,519	958,512
Brüt Kar	15,860	62,777	88,177	100,233	120,988
Faaliyet Giderleri	3,318	8,235	14,084	18,345	21,096
VAFÖK (*)	13,396	55,477	75,242	84,212	102,767
Amortisman	854	935	1,148	2,324	2,876
Faaliyet Gelirleri	12,542	54,542	74,093	81,888	99,892
Finansal Gelir/Gider	881	-6,096	-5,742	3,873	4,793
Diğer Gelir/Gider	-11766	-8935	-10276	-13358	-6036
İştirak Karı/Zararı	593	312	1560	1716	347
Vergi Öncesi Kar	2,358	39,876	59,635	74,119	93,882
Vergi	1,255	1,385	-13,716	-18,530	-23,470
Azınlık Hisseleri/Diğer	118	216	459	556	704
Net Kar	3,495	41,045	45,460	55,033	69,707
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	21,176	47,635	88,277	86,580	96,653
Stoklar	23,758	36,046	53,267	73,894	103,256
Ticari Alacaklar	13,797	21,418	40,905	53,049	60,399
Diğer Alacaklar	7,785	14,612	17,824	21,389	24,615
Dönen Varlıklar	66,515	119,711	200,273	234,913	284,924
Sabit Kıymetler (**)	28,878	33,460	42,472	63,518	89,558
Finansal Yatırımlar	2,156	3,029	3,732	4,292	4,935
Diğer Duran Varlıklar (**)	8,707	12,692	10,041	8,138	7,419
Duran Varlıklar	39,742	49,182	56,245	75,948	101,912
Toplam Varlıklar	106,257	168,892	256,519	310,861	386,836
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	11,628	11,994	13,499	16,323	19,699
Ticari Borçlar	43,837	52,699	103,871	120,078	149,148
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,363	14,202	20,515	24,618	28,311
Kısa Vadeli Yükümlülükler	64,829	78,895	137,885	161,020	197,158
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	21,565	21,274	26,274	31,274	36,274
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	782	1,537	2,331	2,797	3,356
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22,347	22,811	28,605	34,071	39,631
Azınlık Payları	272	442	902	1,458	2,162
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	19,081	67,186	90,028	115,770	150,048
Toplam Kaynaklar	106,257	168,892	256,519	310,861	386,836
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	-1,032	46,260	70,164	51,799	78,882
Yatırım Faaliyetlerinden	-1,123	-2,507	-9,595	-22,685	-28,058
Finansman Faaliyetlerinden	-11,036	-20,046	-18,499	-22,024	-27,757
Temettü Ödemesi	0	0	-27,000	-29,848	-36,133
Serbest Nakit Akışı	-2,155	43,752	60,570	29,114	50,823
Net Borç	12,017	-16,501	-48,213	-38,635	-40,263
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	10.4%	13.0%	15.4%	12.9%	12.6%
VAFÖK Marjı	8.8%	11.5%	13.1%	10.9%	10.7%
Net Kar Marjı	2.3%	8.5%	7.9%	7.1%	7.3%
Sermaye Karlılığı	21.8%	95.2%	57.8%	53.5%	52.4%
Satış Büyümesi	141%	216%	19%	35%	24%
VAFÖK Büyümesi	a.d.	314%	36%	12%	22%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	11%	21%	27%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.6	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	0.9	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

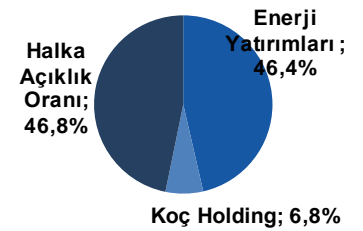
Tüpraş'ın 1955 yılında Batman'da yerli ham petrol işleyerek başladığı rafinaj faaliyetleri, 1983 yılından bu yana dört rafineri (İzmit, İzmit, Kırıkkale, Batman) ile devam etmektedir. Yıllık 30 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahiptir.

Kaydedilen ciro bazında Avrupa'nın 7. büyük rafineri şirketi ve Türkiye'nin en büyük sanayi şirkettir.

Tüpraş 9A22'de 15 ABD Doları/varil olan net rafineri marjı 9A23'te 13 ABD Doları/varil düzeyine genişlemiştir. Akdeniz brüt rafineri marjı ise 9A22'deki 28 ABD Doları/varil seviyesine kıyasla 9A23'te 29 ABD Doları/varil olarak gerçekleşmiştir. Şirket, 2023 yılı için 11-12 ABD\$/varil net rafineri marjı beklentisini korumaktadır.

Tüpraş için İndirgenmiş Nakit Akımı yönetimini kullandık. TL bazında %12 YBBO Vergi Sonrası Net Operasyonel Gelir ve yıllık ortalama %6 serbest nakit akış getirisi varsayıyoruz. TL AOSM'miz %18'dir.

Ortaklık Yapısı



Döngüsel trendde toparlanma arz fazlası endişelerini telafi edebilir

Çin'in arz fazlası ağır basıyor. Çin 2023 yılında +20 petrokimya projesini tamamlayarak küresel kapasite payını %25'e çıkardı. Bu nedenle, Çin petrokimya arz-talep dengesi büyük önem taşıyor. Kasım 2022'deki Covid-19 salgını sonrası yeniden açılma politikasından bu yana Çin, mali teşvikler ve devam eden arz yoluyla talebi yeniden canlandırmaya çalışıyor. Ülkedeki polyester üretimi +%70 kullanım oranlarıyla tarihi zirvelere ulaştı. Ancak, yerel emlak sektöründeki ters rüzgarlar ve zayıf dayanıklı tüketim malları dinamikleri nedeniyle Çin talebi arzı yakalayamıyor. Hindistan'ın kapasite artışı da arz-talep dengesizliği nedeniyle global fiyatlar üzerinde baskı kuruyor. Bu doğrultuda, mevcut zayıf Çin dışı görünümün devam etmesi halinde etilen marjlarının 2024 ve hatta 2025'te daralması bekleniyor. Moody's Yatırımcı Hizmetleri, Çin'de yaklaşan kapasite artışları ışığında 2024 yılında petrokimya talebinin zayıflayacağını öngörüyor.

Döngüsel trend toparlanması bekleniyor. İstikrar kazanan talep görünümüne rağmen, küresel durgunluk korkusu ve artan finansman maliyeti ortamı, petrokimyasalların 2024 yılı için toparlanma beklentilerini sınırlamaktadır. Endüstriyel emtia ürünlerinde olduğu gibi petrokimyasallar da bir döngüyü takip etme eğilimindedir. Tarihsel olarak, her trendi 12-18 ay boyunca bir ters trend takip eder. Dow Chemical Company'ye göre, devam eden düşüş trendi 2022 yılının ortalarında başladı. Uzun zamandır beklenen piyasa düzeltilmesi henüz gerçekleşmedi, ancak talebin göstergesi olan monoetilen glikol (MEG) fiyatları yaşam belirtileri göstermeye başladı. 2023 yılı boyunca, Avrupa MEG'in nafta CIF MED'e olan farkı negatif olmuştur. S&P Global Commodity Insights'a göre, küresel polimer talebinin toparlanacağı tahmin ediliyor.

Yenilenebilir enerji teması talebi artırmaya yardımcı olabilir. Rusya-Ukrayna çatışmasının ardından enerji çeşitlendirme politikaları ve rüzgar ve güneş enerjisi kaynaklarına yönelik küresel talep zirve yaptı. Lityum pil üretimi ve elektrikli araçların benimsenmesi yoluyla depolamaya yönelik artan ilgiyle birlikte petrokimya talebi, geleneksel olarak inşaat ve ağır sanayi dışındaki bu enerji ile ilgili sektörler tarafından desteklenebilir. Hatırlatmak gerekirse, yapı ve inşaat segmenti %32'lik pazar payı ile petrokimya talebini domine etmektedir.

İthalat bağımlılığı Türkiye'yi zorluyor. Türk petrokimya hammaddelerinin yaklaşık %70'i ithal edilmekte, kalan %30'luk kısım ise yerli üretimle karşılanmaktadır. Rusya'ya uygulanan yaptırımların ardından Avrupa'ya yapılan polimer ihracatı Türkiye'ye yönlendirilmiştir. Çin'deki arz fazlası durumu da göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'nin ürün marjları neredeyse tamamen, özellikle Rusya ve Çin'den ithal edilen küresel fiyatlara bağlıdır. İndirimli ithal ürün fiyatları ile yüksek nafta maliyetleri, yerli üreticilerin marjlarını düşürüyor.

İnşaat talebi. Yıkıcı Şubat 2023 Kahramanmaraş depreminden bu yana, yenileme ve güçlendirme talebi zirve yapmıştır. Buna paralel olarak, inşaatla ilgili petrokimyasal talebinin, özellikle de etilen bazı ürünlerin, yukarıda bahsedilen faktör tarafından desteklenmesi bekleniyor. Türkiye'nin petrokimya talebi 2023'ün en zorlu dönemlerinde bile çeyrek başına +2mn ton civarındaydı. Hacim bazında yurtiçi talebin devam edeceğini öngörüyoruz, ancak marj baskısı bir süre daha devam edecek gibi görünüyor.

Gözler hâlâ Kızıldeniz'de. Kızıldeniz'deki terör saldırıları Asya ve Körfez'den Avrupa'ya yönelik denizyolu emtia lojistiği üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Ümit Burnu üzerinden geçen alternatif rotanın daha uzun olması nedeniyle lojistik maliyetlerinin iki katına çıkması bekleniyor. Yeterli talep olmaksızın maliyet artışları, ürün fiyatlarında talep yetersizliğine yol açacaktır.

PETKİM

STAR gibi bir his

Analist değişikliğiyle Petkim'i araştırma kapsamımızda tutmaya devam ediyoruz. Tavsiyemiz 'TUT' ve 12 aylık hedef fiyatı 25 TL/hisse olarak belirliyoruz. STAR Rafineri ile ilgili son gelişmeleri memnuniyetle karşılıyoruz. Petkim, SMM'nin yaklaşık %50'sini oluşturan nafta tedariki adına STAR ile olan alım garantili anlaşmasını 2023 yılı sonu itibariyle revize etmiştir. Petkim artık ihtiyaç duyduğu naftanın tamamını ya da bir kısmını STAR'dan ve/veya spot piyasadan temine debilecektir. Bu nedenle, Petkim için 2024 yılından itibaren brüt kâr marjında yukarı yönlü potansiyel öngörüyoruz. Yine de, tahminlerimize hala tam olarak dahil etmedik (2024'te yıllık 170 puanlık sınırlı marj artışı ile). Ayrıca, Petkim 4Ç23 itibariyle STAR'ın %12 oranında dolaylı hissedarı olmuştur. Böylece, öz kaynak değerlendirme yöntemi yoluyla kârlılığa 100mn ABD Doları katkı sağlanacağını tahmin ediyoruz.

Hisse, 2024 tahminlerimize göre 11.9x EV/EBITDA ve 6.5x F/K ile işlem görmekte ve 5-yıllık tarihsel ortalamasına göre sırasıyla %51 ve %30 iskontoya işaret etmektedir. Hissenin son 1 yılda %30 görece geride kalmış olduğu dikkate alındığında, petrokimya sektöründeki zayıflıkların halihazırda fiyatlandığını düşünüyoruz.

- Revize edilen satın alım anlaşması.** Ekim 2023'te Petkim ve STAR, Petkim'in STAR'dan belirli bir miktar ve fiyattan nafta alımını zorunlu kılan nafta alım anlaşmasını revize etmiştir. Revize edilen anlaşma ile Petkim aynı anda spot piyasadan ve/veya STAR'dan nafta temin edebilecektir. Böylelikle, Petkim STAR'a kıyasla avantajlı spot nafta fiyatlarından faydalanabilecektir. Petkim için 2024 yılında ortalama 585 ABD Doları/ton nafta maliyeti öngörüyoruz (2023 yılındaki 625 ABD Doları/ton Akdeniz ortalamasına kıyasla).
- Hisse alımı.** STAR'dan gelmesini öngördüğümüz yıllık 100 milyon ABD Doları tutarındaki katkı, 2024 VÖK tahminimizin %36'sına tekabül etmekte ve Petkim'in kârlılığını ileriye dönük olarak artan oranda desteklemelidir.
- Riskler.** i) zayıf petrokimya görünümü, ii) zayıf STAR katkısı, iii) TL'nin değer kazanması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	48,898	70%	46,445	-5%	73,444	58%	94,803	29%
VAFÖK	3,390	-44%	2,369	-30%	7,205	204%	11,165	55%
Net Kar	6,580	21%	3,595	-45%	7,965	122%	11,432	44%
F/K (x)	4.4		12.3		6.5		4.5	
FD/VAFÖK (x)	12.7		30.3		11.9		8.0	
FD/Satış (x)	0.9		1.5		1.2		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	2.6		1.4		3.1		4.5	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0.5%		0.2%		21.2%		35.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL25.00

Potansiyel Getiri

23%

Fiyat Bilgileri

Kodu	PETKM.TI / PETKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL20.40
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	51,702 / 1,722
Hisse Sayısı (mn)	2534.4
Saklama Oranı	47%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,072.57 / 72.51

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

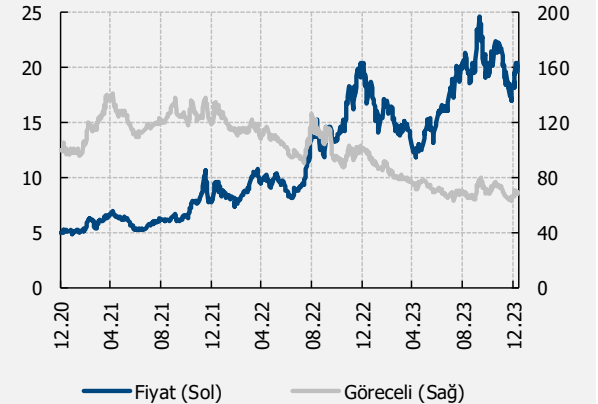
1 Aylık	20.40 / 17.05
1 Yıllık	24.64 / 11.83
Sene başından itibaren	20.40 / 18.15

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	8%	5%
3 Aylık	-3%	-10%
1 Yıllık	7%	-29%
Sene başından itibaren	12%	5%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur

mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Gökem Göker

gokem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	28,716	48,898	46,445	73,444	94,803
Brüt Kar	6,417	4,119	3,748	9,401	13,727
Faaliyet Giderleri	867	1,635	2,396	3,529	4,283
VAFÖK (*)	6,090	3,390	2,369	7,205	11,165
Amortisman	540	906	1,017	1,333	1,720
Faaliyet Gelirleri	5,550	2,484	1,352	5,872	9,444
Finansal Gelir/Gider	-658	-2,098	-5,205	-3,583	-4,921
Diğer Gelir/Gider	1761	4292	7915	5069	6457
İştirak Karı/Zararı	0	0	481	2771	3550
Vergi Öncesi Kar	6,652	4,678	4,544	10,129	14,530
Vergi	-1,136	1,867	-909	-2,026	-2,906
Azınlık Hisseleri/Diğer	65	-35	39	139	192
Net Kar	5,452	6,580	3,595	7,965	11,432
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,665	13,252	6,177	7,114	9,161
Stoklar	3,540	4,383	5,124	5,764	6,486
Ticari Alacaklar	5,107	4,735	8,128	12,853	15,168
Diğer Alacaklar	7,312	12,035	16,284	18,389	18,989
Dönen Varlıklar	19,623	34,405	35,713	44,120	49,805
Sabit Kıymetler (**)	7,395	12,036	17,067	28,667	43,512
Finansal Yatırımlar	9	9	9	9	9
Diğer Duran Varlıklar (**)	3,401	8,213	11,624	14,701	18,973
Duran Varlıklar	10,805	20,258	28,700	43,377	62,494
Toplam Varlıklar	30,428	54,663	64,412	87,497	112,298
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2,877	25,727	20,264	21,991	21,926
Ticari Borçlar	3,836	4,407	6,404	9,606	12,161
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	943	1,064	781	1,171	1,485
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,655	31,198	27,449	32,769	35,572
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	9,224	2,997	13,382	19,487	25,319
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	830	1,409	1,167	1,167	1,167
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,054	4,406	14,550	20,654	26,486
Azınlık Payları	-3	35	-3	-3	-3
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,719	19,059	22,413	34,074	50,239
Toplam Kaynaklar	30,428	54,663	64,412	87,497	112,298
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	3,553	5,236	1,946	13,034	20,630
Yatırım Faaliyetlerinden	-1,142	-5,099	-1,867	-2,098	-2,553
Finansman Faaliyetlerinden	-3,486	10,143	7,715	6,632	4,568
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	2,411	137	80	10,936	18,077
Net Borç	8,387	14,295	27,469	34,364	38,085
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	22.3%	8.4%	8.1%	12.8%	14.5%
VAFÖK Marjı	21.2%	6.9%	5.1%	9.8%	11.8%
Net Kar Marjı	19.0%	13.5%	7.7%	10.8%	12.1%
Sermaye Karlılığı	53.8%	41.4%	17.3%	28.2%	27.1%
Satış Büyümesi	137%	70%	-5%	58%	29%
VAFÖK Büyümesi	236%	-44%	-30%	204%	55%
Net Kar Büyümesi	401%	21%	-45%	122%	44%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.7	0.8	1.2	1.0	0.8
Net Borç/VAFÖK (x)	1.4	4.2	11.6	4.8	3.4

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.(**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

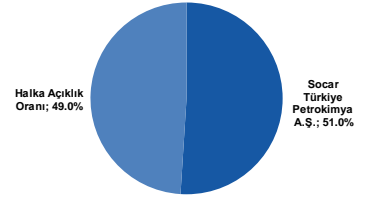
Şirket Tanımı

Türkiye'nin tek petrokimya üreticisi olan Petkim, rekabet avantajı yüksek hammadde tedarikçisidir. İç pazarda yaklaşık %16 pazar payına sahip olup, geri kalanı ithalat ve dış pazarla karşılanmaktadır. Petkim'in 9A23 itibarıyla satışlarının %64'ü yurt içi, %36'sı ihracattan oluşmaktadır. İhracatta Avrupa Birliği'nin payı yaklaşık %80'dir.

Petkim için en büyük risk, küresel petrokimya talebindeki düşüş nedeniyle daralan etilen-nafta makasıdır. Pandemi öncesi ortalama 497 ABD Doları/ton olan küresel makas, 2023 yılında ortalama 187 ABD Doları/ton olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, bize göre, yaklaşık %63'lük makas daralması aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır ve risklerin halihazırda fiyatlanmış olduğuna işaret etmektedir.

Petkim için İndirgenmiş Nakit Akımı yönetimini kullandık. TL bazında %30 YBBO Vergi Sonrası Net Operasyonel Gelir ve yıllık ortalama %9 serbest nakit akış getirisi varsayıyoruz. TL AOSM'miz %19'dur.

Ortaklık Yapısı



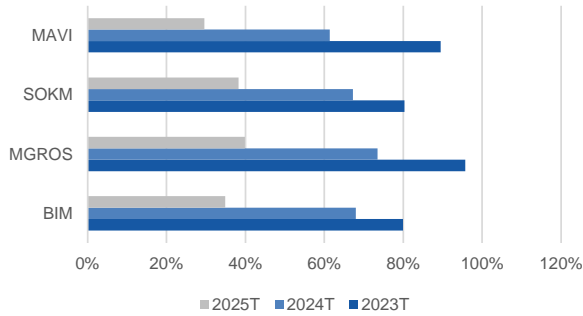
Türkiye Perakende Sektörü

Enflasyonist etkiler görünümü desteklemeye devam ediyor

2023 yılı, Türkiye'de faaliyet gösteren gıda perakendecileri için enflasyonist rüzgarlar, pazar payı kazanımları ve 1Ç23'teki depreme rağmen güçlü mağaza ilaveleri sayesinde oldukça olumlu bir yıl oldu. Ocak ayında %55 ve Temmuz ayında %34 oranında yapılan asgari ücret zamları nedeniyle yıl boyunca artan giderler ve şirketler arası fiyat rekabetine rağmen güçlü müşteri talebi ve enflasyonist etkilerle telafi edildi. Kapsamımızdaki tüm perakendeciler enflasyonun üzerinde ciro ve VAFÖK büyümesi kaydetti ve hisse fiyatları Karşılaştırma Endeksi'ni büyük ölçüde aştı. (2023'te ortalama %60 daha iyi performans).

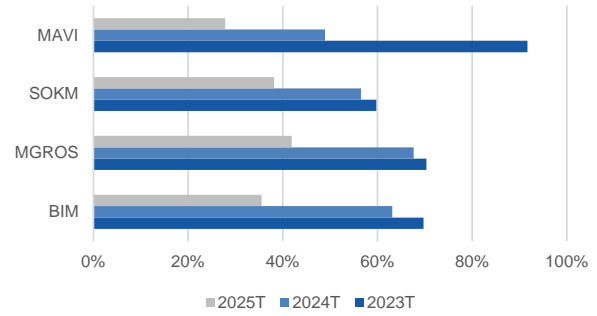
2024 yılı için, enflasyonun büyüme görünümünün temel itici gücü olmaya devam edeceğine ve yılın ilk yarısında yüksek seyredeceğine inanıyoruz. Satış alanlarının genişlemesiyle ilgili olarak, faiz oranlarının yüksek seyri ve enflasyonda düşüş beklentisi yeni mağaza açılışlarının cazibesini bir ölçüde azaltabilir. Yine de, şu an için şirketlerin uzun vadeli stratejileri doğrultusunda mağaza açılışlarını 2023 yılına kıyasla benzer seviyelerde tutmalarını bekliyoruz. Ancak, oyuncuların son beş yıldaki hızlı penetrasyon hızının bir sonucu olarak, önümüzdeki yıllardan sonra açılacak mağaza sayısında bir azalma veya çoğu bölgede ortalamanın üzerinde trafik çekme potansiyeline sahip yerlerde açılışların gerçekleştirilmiş olması sebebiyle yeni açılacak mağazaların kârlılık üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturma riski bulunmaktadır. Yine de, 2024 yılında bu durumun ağır basmasını beklemiyoruz.

Grafik 1: Yıllara göre net satış büyümesi



Source: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 2: Yıllara göre VAFÖK büyümesi



Source: Bloomberg, YKY Araştırma

Tüm ulusal zincirlerin 2024 yılında maliyet cephesinde zorluklar yaşayacağı görüşüne katılıyoruz. Artan girdi maliyetleri, yani %49'luk son asgari ücret zammı ve kira maliyetlerindeki enflasyonist ayarlamaların gecikmeli etkisi, 2024 yılında, özellikle de 1Y24'te faaliyet marjlarını baskılayacaktır. Bu doğrultuda, 1Ç24'te VAFÖK marjlarında şimdilik ortalama 200 baz puan daralma ve yıl sonuna kadar marjlarda kademeli bir iyileşme öngörüyoruz. Yine de 2024 yılının marjları korumak açısından daha zorlu geçeceğini düşünüyoruz ve ortalama %55 VAFÖK büyümesi anlamına gelen yaklaşık 30 baz puanlık bir düşüş hesaplıyoruz ki bunu oldukça tatmin edici buluyoruz. Ayrıca, defansif nakit yönetimi yapısı öne çıkmaya devam edebilir.

Hazır giyim segmentinde, takip ettiğimiz markaların (borsada işlem gören ve görmeyen) iç enflasyonunun %50 civarında olmasını bekliyoruz. Bu da faaliyet gideri baskısını büyük ölçüde hafifletecektir. Ancak, müşteri talebindeki bozulma fiyat rekabetinin artmasına ve brüt marjın daralmasına yol açabilir. Son yıllarda, tüketicilerin için büyük montanlı ürünlerin (konut, otomobil vs.) fiyatları önemli ölçüde artmış ve özellikle orta-genç nüfusun kolayca karşılayamayacağı seviyelere ulaşmıştır. Bu durum, tüketici gruplarının giyim gibi daha küçük çaplı ürünler için daha fazla bütçe ayırmasını sağlayabilir. Buradan da hareketle Mavi <MAVI TI>'nin yurtiçi perakende müşteri trafiği ve e-ticaret operasyonları konusunda olumlu düşünüyoruz.

BIMAS

Aynı yolda tam gaz

BIM için analist değişikliği sebebiyle tahminlerimizi değiştirerek AL tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef hisse fiyatımızı ise 510 TL/hisse olarak güncelliyoruz (önceki: GG). 2023'teki güçlü sonuçların ardından (BIST100'e göre +%66), sepet büyüklüğü büyümesi, sağlam taban alanı büyümesi ve bu yıl dirençli bir SNA marjı beklentisi için enflasyonist destek sayesinde hissenin üstün performansının devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, defansif yapısı ve 6,4x FD/VAFÖK ve 10,8x F/K gibi cazip 2024 çarpanları yıl boyunca görünümü destekleyebilir. 2024 yılı için, enflasyonun üzerinde bir ciro büyümesi, ancak %49'luk yüksek asgari ücret zammı ve daha az elverişli bir fiyatlandırma ortamı (örneğin, normalden daha yüksek fiyat indirimleri ve kampanyalar) nedeniyle daha zayıf yıllık marjlar ile benzer bir performans bekliyoruz. 2Y24 finansalları ilk yarıdan daha güçlü olacağına benzediğinden, 2024 yılında %68 gelir büyümesi ve %7,4 VAFÖK marjı hesaplıyoruz.

- Gelirler beklentilerin üzerinde** BIM'in 2023 yılında yukarı yönlü revize edilen beklentilere paralel olarak %80 ciro büyümesi ve %7,6 VAFÖK marjı ile yılı tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, asgari ücret artışının ardından artan personel giderleri, Ocak ayındaki düşük trafik ve azalan müşteri alım gücü nedeniyle 1Y24'te VAFÖK marjında yaklaşık 200 baz puanlık bir daralma hesaplıyoruz. Ancak, operasyonel kaldıraç avantajlarının ortaya çıkmasıyla yılsonu marjının kademeli olarak iyileşeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, 2024 yılında satış alanının yıllık %8 civarında büyüyeceğini öngörüyoruz.
- Daha yüksek öngörülebilirlik** BIM'in pazardaki segmentasyonu, yaklaşık %65 özel markalı ürünlerden oluşan SKU tipi ve başarılı sermaye tahsisinin, özellikle kasvetli konjonktürlerde üstün bir pazar konumu sağladığına inanıyoruz. Hisse senedinin defansif yapısının ve kanıtlanmış finansal dayanıklılığının (örneğin, borçsuz statüsü ve %2'lik SNA marjı) mevcut ortamda yatırımcı ilgisini canlı tutmaya devam edebileceğine inanıyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	147,716	109%	265,825	80%	446,500	68%	602,143	35%
VAFÖK	11,867	80%	20,146	70%	32,865	63%	44,546	36%
Net Kar	8,157	178%	11,342	39%	18,771	66%	26,254	40%
F/K (x)	7.4		11.3		10.8		7.7	
FD/VAFÖK (x)	5.7		6.7		6.4		4.9	
FD/Satış (x)	0.5		0.5		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	13.4		18.7		30.9		43.2	
Temettü Verimi (*)	2.9%		2.2%		2.8%		4.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	8.4%		7.2%		7.1%		9.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL510.00
Potansiyel Getiri	52%

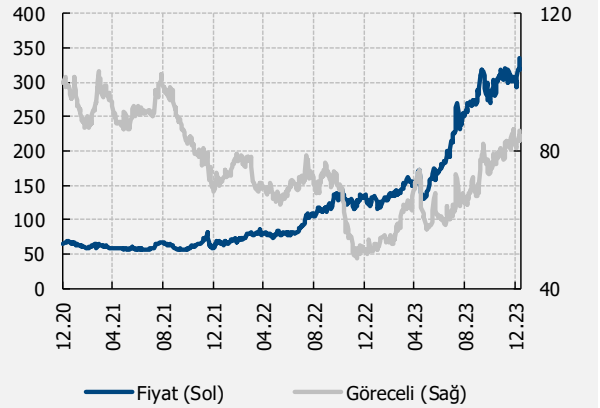
Fiyat Bilgileri

Kodu	BIMAS.TI / BIMAS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL335.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	203,412 / 6,777
Hisse Sayısı (mn)	607.2
Saklama Oranı	60%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,302.91 / 45.39

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	335.00 / 292.25
1 Yıllık	335.00 / 116.50
Sene başından itibaren	335.00 / 292.25

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	9%	6%
3 Aylık	6%	9%
1 Yıllık	172%	65%
Sene başından itibaren	11%	4%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	70,699	147,716	265,825	446,500	602,143
Brüt Kar	13,460	26,774	50,773	82,156	110,192
Faaliyet Giderleri	-8,687	-17,499	-35,145	-55,032	-72,891
VAFÖK (*)	6,576	11,867	20,146	32,865	44,546
Amortisman	1,803	2,593	4,519	5,741	7,245
Faaliyet Gelirleri	4,774	9,274	15,627	27,124	37,301
Finansal Gelir/Gider	-548	-1,115	-2,002	-2,861	-3,499
Diğer Gelir/Gider	-316	640	1096	755	1194
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	3,910	8,799	14,721	25,018	34,996
Vergi	-959	-640	-3,386	-6,255	-8,749
Azınlık Hisseleri/Diğer	18	2	-6	-7	-7
Net Kar	2,932	8,157	11,342	18,771	26,254
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,989	4,194	9,605	9,914	15,501
Stoklar	6,693	14,632	26,018	43,812	59,179
Ticari Alacaklar	3,775	7,074	15,294	25,533	34,446
Diğer Alacaklar	554	2,195	4,152	7,125	9,435
Dönen Varlıklar	14,011	28,095	55,069	86,384	118,561
Sabit Kıymetler (**)	7,951	22,592	28,879	37,651	48,176
Finansal Yatırımlar	978	2,093	3,557	5,593	7,147
Diğer Duran Varlıklar (**)	7,472	11,905	19,858	31,272	39,868
Duran Varlıklar	16,401	36,589	52,294	74,516	95,191
Toplam Varlıklar	30,412	64,684	107,363	160,901	213,752
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,793	2,450	3,969	5,666	7,641
Ticari Borçlar	12,294	24,745	48,902	82,851	111,868
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,778	1,614	4,187	5,708	7,018
Kısa Vadeli Yükümlülükler	15,865	28,810	57,058	94,225	126,527
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	6,349	9,460	15,200	17,538	20,427
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	389	1,005	1,309	2,193	2,954
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,738	10,465	16,509	19,730	23,381
Azınlık Payları	203	208	250	300	330
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,809	25,409	33,795	46,945	63,844
Toplam Kaynaklar	30,412	64,684	107,363	160,901	213,752
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	5,830	12,730	21,028	28,974	37,237
Yatırım Faaliyetlerinden	-45	-5,195	-8,646	-9,707	-10,612
Finansman Faaliyetlerinden	1,920	4,384	7,562	4,919	5,626
Temettü Ödemesi	-3,643	-1,822	-3,036	-5,671	-9,385
Serbest Nakit Akışı	5,785	5,024	9,210	14,365	19,924
Net Borç	5,153	9,730	9,564	13,290	12,568
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	19.0%	18.1%	19.1%	18.4%	18.3%
VAFÖK Marjı	9.3%	8.0%	7.6%	7.4%	7.4%
Net Kar Marjı	4.1%	5.5%	4.3%	4.2%	4.4%
Sermaye Karlılığı	39.1%	49.1%	38.3%	46.5%	47.4%
Satış Büyümesi	27%	109%	80%	68%	35%
VAFÖK Büyümesi	30%	80%	70%	63%	36%
Net Kar Büyümesi	12%	178%	39%	66%	40%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.2
Net Borç/VAFÖK (x)	0.8	0.8	0.5	0.4	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

BİM, 1995 yılında Alman Aldi'ye büyük ölçüde benzeyen Türkiye'nin ilk büyük indirim modelini uygulayan market zinciri olarak faaliyetlerine başlamış olup, şu anda Türkiye'nin ciro açısından en büyük perakendecisi ve en yaygın ikinci mağaza ağına sahiptir. Şirket ayrıca Fas ve Mısır'da da faaliyet göstermektedir. BİM, yüksek kaliteli gıda ve temel tüketim mallarını mümkün olan en düşük fiyata sunar ve ürün çeşitliliğini ~900 ürün ile sınırlar. Ana strateji, özel markalı ürünlerin toplam ürün sunumundaki payını artırmak ve tedarikçilerin elde ettiği tüm olası maliyet indirimlerini trafiği artırmak için müşterilere aktarmaktır. Dolayısıyla kârlılık, fiyatlandırmadan ziyade hacim artışından gelmektedir.

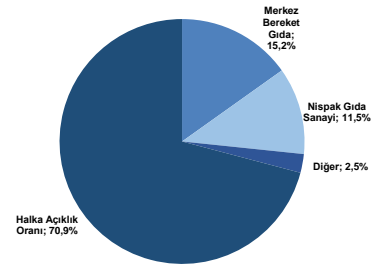
BİM'in, özellikle emsallerinin son zamanlarda artan mağaza genişleme hızı gibi çeşitli zorluklara rağmen marjlarını ve ciro ivmesini korumadaki direncini olumlu karşıyoruz. Birçoğu hala ilk hamle avantajlarından kaynaklanan göreceli güçleri sayesinde şirketin genel pazardan daha iyi performans göstermeye devam etmesini bekliyoruz.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: (i) aynı mağaza satışlarının beklenenden daha iyi olması, (ii) rakiplerin daha yavaş büyümesi, (iii) zenginleştirilmiş ürün çeşitliliği (örn. donmuş ve pişirmeye hazır geleneksel yiyecekler)

Potansiyel riskler: (i) benzer mağaza satışlarında istenen artışların sağlanamaması özellikle daha düşük müşteri trafiği; (ii) tüketicilerin alışveriş iştahını azaltan olumsuz makro gelişmeler ve (iii) yüksek indirim modelinin temel direklerinden sapma (iv) serbest piyasa uygulamalarına yönelik müdahaleler

Ortaklık Yapısı



MAVİ

Fazla temkinli olmaya gerek yok

Mavi için 12 aylık hedef hisse fiyatımızı 190 TL (önceki: GG) ile AL'a yükseltirken, operasyon ve finansallarındaki mevcut güçlü ivmenin 2024 yılında da büyük ölçüde geçerli olmasını bekliyoruz. 9A23'teki ciro büyümesi, özellikle yurt içi tarafta oldukça etkileyiciydi. Toplam satışların yaklaşık %70'ini oluşturan yurtiçi perakende gelirleri yıllık iki katına çıkmıştır. Buna karşılık, toplam satışların %13'üne tekabül eden uluslararası operasyonlar, faaliyet bölgelerindeki düşük harcama aktivitesi nedeniyle yıllık %43'lük büyüme ile zayıf kalmıştır. Yurtiçi tarafta, 1Y24'te maaş zamları ile birlikte talebin güçlü kalmasını bekliyoruz. Şirket özelinde, maliyet avantajı ve pazar konumlanması şirkete rakipleri karşısında avantaj sağlamaya devam edecektir. Makro perspektiften bakıldığında, tahminlerimiz 1Y24 sonrasında alım gücünde daralmaya işaret ederken, yüksek fiyatlı ürünlere erişimin zorlaşmasının ve dolayısıyla müşterilerin giyim gibi daha düşük fiyatlı ürünlere harcama yapabilmesinin sektörü talep açısından destekleyebileceğini düşünüyoruz.

- Güçlü nakit yaratımı.** Mavi'nin VAFÖK'ü 9A23'te %16'lık müşteri trafiği artışıyla %90 büyüdü. Gecikmeli girdi maliyetleri nedeniyle 4Ç brüt kar marjında bir gerileme beklesek de, 2023 yılında %92 VAFÖK büyümesi öngörüyoruz. Bu, enflasyonist etkiler ve tedarikçilere erken ödemeler nedeniyle artan NİS ihtiyaçları nedeniyle azalan SNA marjı performansını büyük ölçüde destekleyebilir.
- 2024'te normalleşen marjlarla büyümeye devam** Mavi için 2024 yılında %55 LfL büyümesi öngörüyoruz. Bu durum faaliyet gideri baskısını büyük ölçüde telafi edebilir. Ancak, muhafazakar bir yaklaşımla, 2Y24'teki zayıf talebi göz önünde bulundurarak 200 baz puan brüt kar marjı daralması öngörüyoruz. Ayrıca, 2024 yılında işletme sermayesi/satışlar oranını %7'de tutarken, yine de %6 SNA marjı öngörüyoruz. Şirketin 2,1 milyar TL'lik net nakit pozisyonu, ki bu da en son piyasa değerinin %8'ine tekabül ediyor, hisse senedine yönelik pozitif duruşumuzda güven veriyor.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	10,592	129%	20,070	89%	32,383	61%	41,958	30%
VAFÖK	2,481	144%	4,756	92%	7,084	49%	9,055	28%
Net Kar	1,439	259%	2,775	93%	3,790	37%	4,524	19%
F/K (x)	4.2		5.8		6.7		5.6	
FD/VAFÖK (x)	2.1		3.0		3.1		2.2	
FD/Satış (x)	0.5		0.7		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	14.5		27.9		38.2		45.5	
Temettü Verimi (*)	2.0%		2.7%		5.5%		7.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	25.2%		9.1%		16.0%		24.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL190.00

Potansiyel Getiri

49%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MAVI.TI / MAVI.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL127.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	25,246 / 841
Hisse Sayısı (mn)	198.628
Saklama Oranı	73%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	224.69 / 7.78

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

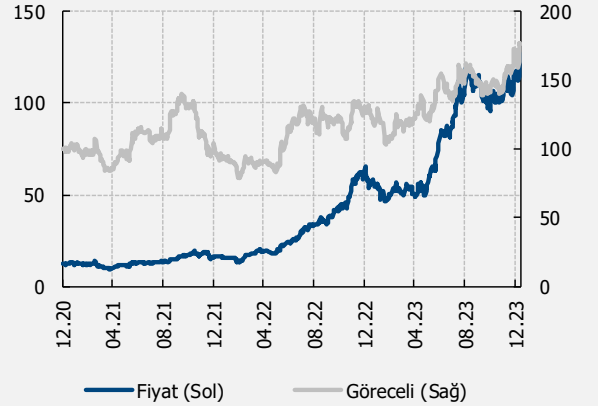
1 Aylık	127.10 / 104.10
1 Yıllık	127.10 / 46.23
Sene başından itibaren	127.10 / 112.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	13%	10%
3 Aylık	23%	27%
1 Yıllık	126%	37%
Sene başından itibaren	9%	2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

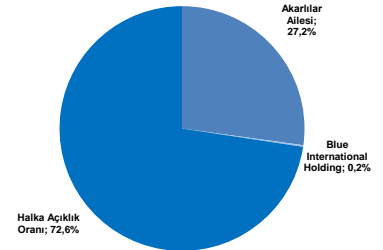
Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	4,619	10,592	20,070	32,383	41,958
Brüt Kar	2,372	5,602	10,667	16,580	21,314
Faaliyet Giderleri	-1,714	-3,625	-6,691	-10,763	-14,271
VAFÖK (*)	1,016	2,481	4,756	7,084	9,055
Amortisman	358	503	781	1,267	2,011
Faaliyet Gelirleri	658	1,977	3,976	5,817	7,043
Finansal Gelir/Gider	-160	-333	-592	-1,020	-1,364
Diğer Gelir/Gider	41	59	172	255	349
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	539	1,703	3,556	5,051	6,029
Vergi	-116	-244	-782	-1,263	-1,507
Azınlık Hisseleri/Diğer	23	20	-1	-2	-2
Net Kar	400	1,439	2,775	3,790	4,524
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,509	3,303	5,476	8,540	12,408
Stoklar	751	2,308	5,925	9,525	11,877
Ticari Alacaklar	394	871	1,760	2,839	3,678
Diğer Alacaklar	202	304	522	783	956
Dönen Varlıklar	2,856	6,785	13,682	21,687	28,920
Sabit Kıymetler (**)	390	581	883	1,306	1,687
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar (**)	849	1,277	1,930	2,579	2,874
Duran Varlıklar	1,239	1,858	2,813	3,885	4,561
Toplam Varlıklar	4,095	8,643	16,495	25,572	33,480
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,120	1,891	2,674	4,144	5,359
Ticari Borçlar	1,189	2,961	5,579	9,376	12,248
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	262	592	1,622	2,618	3,392
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,570	5,444	9,876	16,137	20,999
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	277	290	700	901	1,154
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	55	177	232	303	358
Uzun Vadeli Yükümlülükler	332	467	932	1,204	1,512
Azınlık Payları	79	140	230	371	481
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,193	2,732	5,687	8,231	10,969
Toplam Kaynaklar	4,095	8,643	16,495	25,572	33,480
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	1,370	1,001	1,830	4,365	6,334
Yatırım Faaliyetlerinden	-80	-292	-624	-1,003	-1,267
Finansman Faaliyetlerinden	-675	906	1,249	1,741	1,524
Temettü Ödemesi	-30	-120	-429	-1,387	-1,895
Serbest Nakit Akışı	1,290	1,532	1,449	4,035	6,059
Net Borç	-112	-1,122	-2,101	-3,496	-5,895
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	51.3%	52.9%	53.2%	51.2%	50.8%
VAFÖK Marjı	22.0%	23.4%	23.7%	21.9%	21.6%
Net Kar Marjı	8.7%	13.6%	13.8%	11.7%	10.8%
Sermaye Karlılığı	46.4%	73.3%	65.9%	54.5%	47.1%
Satış Büyümesi	92%	129%	89%	61%	30%
VAFÖK Büyümesi	164%	144%	92%	49%	28%
Net Kar Büyümesi	a.d.	259%	93%	37%	19%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Sirket Tanımı

Mavi, kadın ve erkekler için uluslararası bir hazır giyim ve aksesuar markasıdır. Şirket, kendi bünyesinde tasarladığı ve dış kaynak kullanarak ürettiği ürünleri, çoğunlukla perakende mağazaları aracılığıyla, ancak konsolide gelirlerinin yaklaşık %80-85'inin Türkiye'de elde edildiği toptan satış ve e-ticaret kanallarıyla da son kullanıcılara satmaktadır. Bu arada, yurtiçi perakende gelirlerinin yaklaşık %80'i, kârılık için kilit bir parametre olan aynı mağazalardan (yani birebir benzer) kaydedilmektedir.

Şirketin görünümüne ilişkin inancımız temel olarak (i) iç pazarda, özellikle denim segmentinde tanınmış bir marka olmasından (yani jean pazarında yaklaşık %25'lik payla pazar lideri olmasından); (ii) yerel dinamikleri, tüketici tercihlerini ve finansallarına yansıyan mal karması açısından değişen trendleri iyi anlamasından; (iii) şirketin daha yüksek büyüme seviyelerini takip etmesini sağlayacak güçlü operasyonel nakit akışına paralel olarak beklenen kaldıraç azaltımından kaynaklanmaktadır.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

MİGROS

Hedeflenen pazarda dev genişleme

Migros'u daha yüksek enflasyon varsayımlarımız ve kayda değer nakit akışı performansının ardından AL tavsiyesi ve 580 TL/hisse (önceki 385 TL/hisse.) 12 aylık hedef fiyat ile kapsama alıyoruz. Migros'un büyüme beklentilerini, çoklu kanal stratejisi ile süpermarket segmentindeki rakipsiz konumunu, online teslimat işinin çeşitli taraflarında (anında teslimat, kozmetik, yemek servisi, spot ürün vb.) artan ayak izini ve 12 milyar TL'lik net nakit pozisyonu (kira yükümlülükleri hariç) ile sağlıklı bilançosunu beğenmeye devam ediyoruz. Hisse senedi 2023 yılında BIST 100'e kıyasla %71'lik kayda değer bir üstün performans gösterdi. Yine de, önümüzdeki üç yıl için %35 SNA ve %38 VAFÖK YBBO sunarken cazip bulduğumuz 4,9x FD/düzeltilmiş VAFÖK 8,4x F/K ile işlem görmektedir.

- Etkileyici 2023 performansı.** 2023 gelir büyümesi tahminimiz, paylaşılan beklentilere paralel yıllık %96'dır. Güçlü gelir performansının ana unsurları rekabetçi fiyatlandırma sayesinde pazar payı kazanımı, yıllık %7'lik alan artışına işaret eden net 455 adetlik agresif mağaza açılışı ve büyüyen online ticaret olmuştur.
- Sağlam SNA marjı devam edecek.** 2024 yılında, şirketin gelir büyümesi açısından emsal gruplar arasındaki liderliğini aynı faktörlerle sürdüreceğini tahmin ederken, yıllık bazda %73 net satış büyümesi öngörüyoruz. Faaliyet kaldıraçının desteğiyle, marj performansında önemli bir değişiklik beklemiyoruz, çünkü aynı zamanda %3'lük tatmin edici bir SNA marjı tahmin ediyoruz.
- Yeni Pazar fırsatlarını keşfetmek.** Fintech, mutfak ve kozmetik hizmetleri gibi yeni alanlara girerek ve e-ticarette önemli bir yer edinerek hedeflenen pazarda genişleme, önümüzdeki yıl kesintisiz reel gelir büyümesi sağlayabilir. Sağlam bilançosu ve yüksek nakit üretimi göz önüne alındığında, genişleme stratejisinin finansmanında herhangi bir sorun yaşanmasını beklemiyoruz. Dolayısıyla, hisse senedinin 2023'teki güçlü yükselişine rağmen, daha gideceği yol

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	74,502	105%	145,848	96%	253,018	73%	353,985	40%
VAFÖK	5,968	106%	10,167	70%	17,047	68%	24,196	42%
Net Kar	2,570	a.d.	5,686	121%	8,086	42%	11,138	38%
F/K (x)	5.1		8.2		8.4		6.1	
FD/VAFÖK (x)	2.0		4.0		3.3		2.0	
FD/Satış (x)	0.2		0.3		0.2		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	14.2		31.4		44.7		61.5	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.0%		4.2%		5.9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	58.1%		20.3%		25.3%		29.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL580.00
Potansiyel Getiri	54%

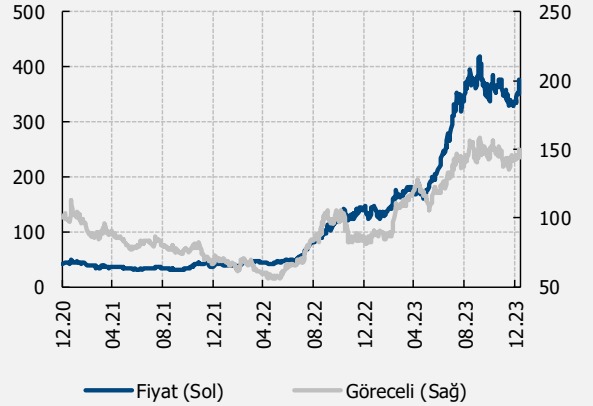
Fiyat Bilgileri

Kodu	MGROS.TI / MGROS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL376.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	68,167 / 2,271
Hisse Sayısı (mn)	181.054233
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	542.40 / 18.86

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	376.50 / 328.50
1 Yıllık	419.00 / 123.23
Sene başından itibaren	376.50 / 333.25

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	12%	8%
3 Aylık	0%	3%
1 Yıllık	201%	83%
Sene başından itibaren	12%	5%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	36,272	74,502	145,848	253,018	353,985
Brüt Kar	8,755	17,800	34,493	59,333	82,832
Faaliyet Giderleri	-6,768	-13,010	-26,572	-45,987	-64,395
VAFÖK (*)	2,894	5,968	10,167	17,047	24,196
Amortisman	907	1,178	2,246	3,701	5,759
Faaliyet Gelirleri	1,987	4,790	7,921	13,346	18,437
Finansal Gelir/Gider	-699	-862	315	926	1,295
Diğer Gelir/Gider	-1063	-2019	-2144	-4078	-4753
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	225	1,908	6,092	10,194	14,980
Vergi	133	672	-365	-2,039	-3,745
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	10	40	69	97
Net Kar	358	2,570	5,686	8,086	11,138
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,635	8,067	16,085	27,573	39,318
Stoklar	4,675	10,905	20,746	36,084	50,516
Ticari Alacaklar	178	487	954	1,655	2,315
Diğer Alacaklar	216	665	665	665	665
Dönen Varlıklar	8,704	20,123	38,449	65,977	92,814
Sabit Kıymetler (**)	3,959	7,195	12,550	20,789	30,931
Finansal Yatırımlar	97	603	1,000	1,701	2,380
Diğer Duran Varlıklar (**)	5,340	8,503	10,843	15,633	19,627
Duran Varlıklar	9,397	16,301	24,393	38,123	52,939
Toplam Varlıklar	18,100	36,424	62,842	104,100	145,752
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2,045	2,443	4,304	7,467	10,447
Ticari Borçlar	9,582	21,040	38,440	66,861	93,603
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,482	2,527	3,713	5,636	7,448
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,109	26,010	46,458	79,964	111,498
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	4,035	5,012	7,000	8,897	11,335
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	420	1,312	637	1,102	1,550
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,455	6,324	7,637	9,999	12,884
Azınlık Payları	0	44	200	347	485
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	536	4,090	8,747	14,137	21,370
Toplam Kaynaklar	18,100	36,424	62,842	104,100	145,752

Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	3,253	7,987	15,700	23,703	28,098
Yatırım Faaliyetlerinden	-507	-2,262	-6,272	-9,484	-12,189
Finansman Faaliyetlerinden	-2,345	2,267	3,174	5,525	5,865
Temettü Ödemesi	0	0	-472	-2,843	-4,043
Serbest Nakit Akışı	2,746	7,667	9,404	17,275	19,969
Net Borç	2,445	-611	-4,780	-11,209	-17,536

Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	24.1%	23.9%	23.7%	23.5%	23.4%
VAFÖK Marjı	8.0%	8.0%	7.0%	6.7%	6.8%
Net Kar Marjı	1.0%	3.4%	3.9%	3.2%	3.1%
Sermaye Karlılığı	125.8%	111.1%	88.6%	70.7%	62.7%
Satış Büyümesi	26%	105%	96%	73%	40%
VAFÖK Büyümesi	30%	106%	70%	68%	42%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	121%	42%	38%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	4.6	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	0.8	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

Migros, 1954 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Birliği ve İstanbul Belediyesi arasında bir ortak girişim olarak kurulmuştur. Koç Holding 1975 yılında ana hissedar olmuş ve 2008 yılında hisselerini BC Partners tarafından kontrol edilen Moonlight'a satmıştır. Şirketin mevcut ana hissedarı, yaklaşık %50 hissesi ve eşdeğer oy hakkı ile Anadolu Grubu'dur (AGHOL TI).

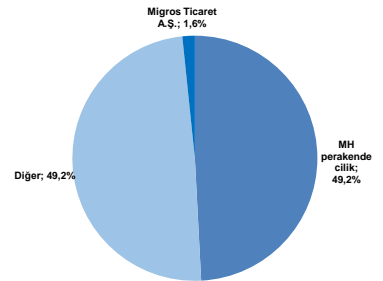
Türkiye'nin en büyük süpermarket işletmecisi olan Migros, yurt içinde 81 ilde yaklaşık 3.400 mağaza ile faaliyet göstermektedir. Migros'un geniş satış ağı ve engin deneyimi, Türkiye'deki uzun vadeli güçlü varlığı, daha yüksek marka bilinirliği, daha iyi lojistik yetenekleri ve güçlü satın alma gücü anlamına geldiğinden sürdürülebilir büyüme için çok önemli faktörlerdir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler arasında; i) beklenenden daha güçlü talep; ii) daha iyi faaliyet marjları; iii) çevrimiçi pazarlarda daha fazla pazar payı kazanmak yer almaktadır.

Potansiyel riskler arasında; i) rekabet; ii) Mevzuat değişiklikleri; iii) maliyet baskısı yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı



ŞOK MARKETLER

Uzun süredir beklenen üstün performans devam edecek

Şok Marketler için notumuzu 87,60 TL/hisse. Hedef fiyatı ile AL olarak koruyoruz (önceki: GG). Halka açıldığı 2018 yılından bu yana sürekli düşük performans göstermesinin aksine, Şok hisseleri 2023'teki güçlü finansal sonuçların ardından BIST100'ün %36 üzerinde gelişti. 2023 için %80 yıllık gelir büyümesi tahmin ediyoruz (9A23: %85), bu da şirketin beklentilerinin orta noktasında, çünkü bir dereceye kadar yetersiz depolamayla ilgili olan tedarik tarafı sorunlarının 4Ç'de devam edebileceğini düşünüyoruz. Şok'un %7'lik alan büyümesi sayesinde cirosunu %67 oranında artıracığını, ancak gider yapısı nedeniyle yıllık bazda yaklaşık 40 baz puanlık daralma ile marj baskısının artacağını tahmin ediyoruz. Muhafazakâr duruşumuza rağmen, 2024 yılı için %2 SNA marjı hesaplıyoruz. SOKM'nin cazip değerlemesi ve sağlam SNA üretimi ile BIST100'den daha iyi performans göstermesini bekliyoruz.

- Gelirler yolunda ancak karlılık geçmiş yıllara göre daraldı.** Şok'un 2023 yılında %80 gelir büyümesi kaydetmesini, ancak özellikle yüksek rekabet ve girdi enflasyonu nedeniyle %7,1 VAFÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. Yılısonu için net kar beklentimiz, özellikle varlıkların üç ayda bir yeniden değerlendirilmesinden kaynaklanan ertelenmiş vergi kazançları sayesinde yıllık %59'luk artış şeklindedir.
- Olumlu yönler ağır basıyor.** Yaklaşık 300 metrekaresel daha büyük mağaza boyutuyla büyüme stratejisi, 2024 yılı için daha düşük mağaza ilavesi ile sonuçlanabilir (yaklaşık 700 yeni mağaza). Fakat, satış alanı açısından benzer bir artış söz konusu olabilir. Depo tarafında, Şok'un arz tarafında verimliliği sağlamak için mevcut 39 deposuna ek olarak yaklaşık 18 depoya ihtiyaç duymasını hesaplıyoruz. Bu konu, 2024'teki büyüme performansı için en önemli risk faktörleri arasında yer alıyor. Yine de, enflasyonist etkiler sayesinde, şimdilik kayda değer bir gelir kaybı beklemiyoruz. Yaklaşık %10'luk bir SNA verimini dikkate alarak şirketi beğenmeye

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	59,292	109%	106,907	80%	178,794	67%	247,259	38%
VAFÖK	4,772	82%	7,624	60%	11,935	57%	16,489	38%
Net Kar	2,380	a.d.	3,788	59%	4,799	27%	6,594	37%
F/K (x)	4.2		6.7		6.8		5.0	
FD/VAFÖK (x)	2.8		3.2		2.2		1.0	
FD/Satış (x)	0.2		0.2		0.1		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	4.0		6.4		8.1		11.1	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.2%		4.0%		5.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	12.4%		11.7%		19.3%		21.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL87.60

Potansiyel Getiri

58%

Fiyat Bilgileri

Kodu	SOKM.TI / SOKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL55.40
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	32,868 / 1,095
Hisse Sayısı (mn)	593.290008
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	479.12 / 16.74

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

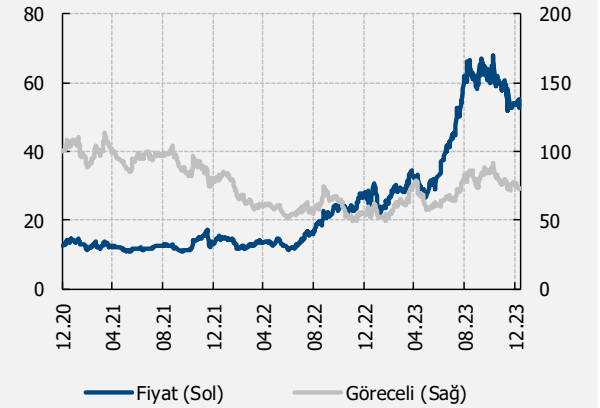
1 Aylık	58.20 / 52.00
1 Yıllık	67.85 / 21.95
Sene başından itibaren	55.40 / 52.85

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	-2%
3 Aylık	-15%	-13%
1 Yıllık	123%	35%
Sene başından itibaren	3%	-4%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	28,412	59,292	106,907	178,794	247,259
Brüt Kar	6,644	14,097	25,487	41,480	55,633
Faaliyet Giderleri	-4,856	-10,472	-19,547	-32,109	-42,754
VAFÖK (*)	2,622	4,772	7,624	11,935	16,489
Amortisman	834	1,147	1,684	2,563	3,610
Faaliyet Gelirleri	1,788	3,625	5,940	9,371	12,879
Finansal Gelir/Gider	-799	-1,209	-2,050	-3,137	-3,534
Diğer Gelir/Gider	-689	-471	183	-453	-553
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	301	1,945	4,073	5,782	8,792
Vergi	18	435	-285	-983	-2,198
Azınlık Hisseleri/Diğer	-5	0	0	0	0
Net Kar	324	2,380	3,788	4,799	6,594
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,344	859	6,727	15,158	26,011
Stoklar	2,849	8,829	14,723	24,829	34,650
Ticari Alacaklar	100	136	245	410	567
Diğer Alacaklar	77	635	635	635	635
Dönen Varlıklar	4,370	10,458	22,330	41,032	61,863
Sabit Kıymetler (**)	1,953	3,189	4,902	7,876	10,922
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar (**)	3,536	5,129	7,099	9,489	10,904
Duran Varlıklar	5,365	8,319	12,001	17,366	21,825
Toplam Varlıklar	9,735	18,777	34,331	58,398	83,689
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	959	1,464	2,112	3,533	4,886
Ticari Borçlar	5,321	10,269	16,507	30,096	42,000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	785	1,064	1,646	2,525	3,361
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,066	12,798	20,266	36,154	50,247
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2,051	2,811	3,679	4,546	5,566
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	122	302	545	911	1,259
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,173	3,114	4,224	5,456	6,825
Azınlık Payları	-5	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	501	2,865	9,842	16,788	26,616
Toplam Kaynaklar	9,735	18,777	34,331	58,398	83,689

Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	2,138	3,148	6,289	11,558	12,967
Yatırım Faaliyetlerinden	-661	-1,605	-2,214	-3,757	-3,769
Finansman Faaliyetlerinden	-1,282	-1,739	1,758	2,653	2,722
Temettü Ödemesi	-80	0	-300	-1,326	-1,680
Serbest Nakit Akışı	1,476	1,254	2,980	6,329	7,157
Net Borç	1,666	3,417	-936	-7,079	-15,559

Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	23.4%	23.8%	23.8%	23.2%	22.5%
VAFÖK Marjı	9.2%	8.0%	7.1%	6.7%	6.7%
Net Kar Marjı	1.1%	4.0%	3.5%	2.7%	2.7%
Sermaye Karlılığı	86.1%	141.4%	59.6%	36.0%	30.4%
Satış Büyümesi	33%	109%	80%	67%	38%
VAFÖK Büyümesi	25%	82%	60%	57%	38%
Net Kar Büyümesi	19%	a.d.	59%	27%	37%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	3.3	1.2	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç/VAFÖK (x)	0.6	0.7	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde

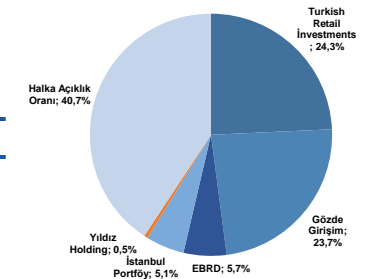
Sirket Tanımı

SOK, mağaza sayısı bakımından Türkiye'nin üçüncü büyük gıda perakendecisi, ciro bakımından ise dördüncü sırada yer almaktadır. Şirket, yarı süpermarket modeline sahip bir indirim mağazası olarak faaliyet göstermektedir ve değer önerisi, daha fazla ürün çeşidinin mevcudiyeti yoluyla daha yüksek bir alışveriş deneyimidir; bu, yalın maliyet yapısına ve operasyonel verimliliğe dayanan sert bir indirim modelinin temel ilkelerinden sapmadan. SOK'un Türkiye gıda perakende pazarındaki mevcut trendlerden faydalanabilecek başlıca adaylar arasında olduğunu düşünüyoruz. Şirketin büyüyen ölçeğinin geleneksel rakiplerine (yerel zincirler dahil) karşı en önemli rekabet avantajı olduğunu savunurken, taze segment de dahil olmak üzere daha geniş ürün çeşitliliğinin sert indirim yapan rakiplerine karşı en önemli ayırt edici faktör olduğunu düşünüyoruz

Potansiyel katalizörler: (i) özellikle müşteri trafiğinde beklenenden daha güçlü talep; (ii) bilanço kaldıracının azaltılması; (iii) çeyreklik finansallarda hızlı marj genişlemesi

Potansiyel riskler: (i) düşük büyümeye karşı sınırlı tolerans (ii) yoğun rekabet (iii) olumsuz yasal müdahaleler

Ortaklık Yapısı



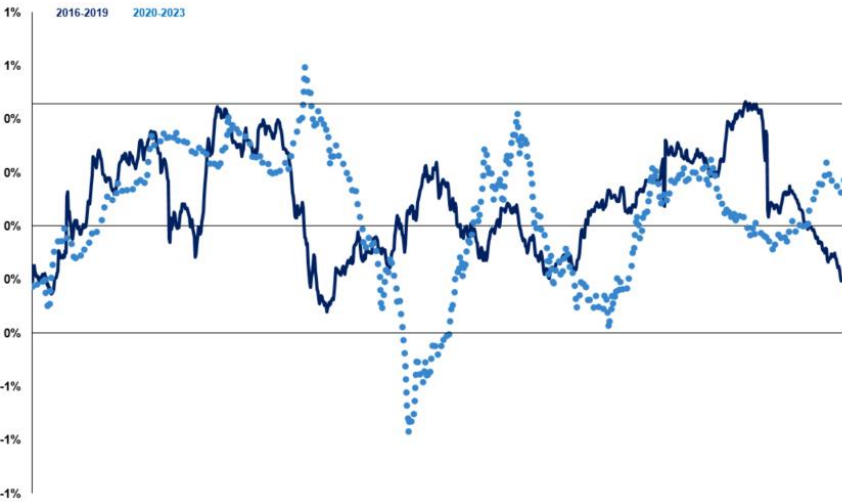
Yeni normal

Tarih tekerrür etmez ama çoğu zaman kafiyeli olur. Emtia fiyatları, mevsimsel arz-talep dengesizliklerine bağlı olarak belirli dönemlerde döngüsel bir yol izleme eğilimindedir. Şu anda düşük seyreden çelik fiyatları açıkça zayıf küresel talep ve Çin'deki arz fazlası dengesizliğinden kaynaklanıyor. 2015-2019 ortalama 600 ABD Doları/ton ABD Midwest HRC fiyatları, pandemi sonrası süper döngü sırasında 1,450 ABD Doları/ton'a yükselmişti. Döngüsel trendine göre çelik fiyatlarının hala zayıf bölgede devam edeceğini öngörüyoruz.

Resesyon korkusu hissediliyor. Sıkı para politikalarının gecikmeli etkisi nedeniyle, 2024 yılı için küresel çelik talebi görünümü baskı altında kalmaya devam ediyor. Çin'in küresel tüketimdeki yaklaşık %50'lik payı düşünüldüğünde, iç talebin durgun olması 2024 çelik piyasası görünümüne ilişkin belirsizliği derinleştiriyor. Ancak Dünya Çelik Birliği ve Avrupa Çelik Birliği, küresel çelik tüketiminin 2024 yılında toparlanmasını bekliyor.

Çin'in arz fazlası küresel fiyatları düşürüyor. İnşaat ve otomotiv ürünlerine yönelik zayıf iç talep ve arz fazlası, Çin'i stok fazlasını ihraç etmeye yöneltiyor. Böylelikle, iskontolu Çin çelik ürünleri küresel fiyatların düşmesine yol açıyor. CISA'ya göre 2023 yılında Çin'in çelik ihracatı son 7 yılın en yüksek seviyesine ulaşarak 90 milyon tonu aştı. Çin dışı küresel çelik üreticileri 2023 yılında fiyat kaynaklı marj baskısı yaşıyor. Çin talebi toparlanmadığı sürece, düşük fiyat ortamının devam etmesini bekliyoruz.

Şekil 1: Demir Cevheri Fiyat Mevsimselliği (150-gün hareketli ort.)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

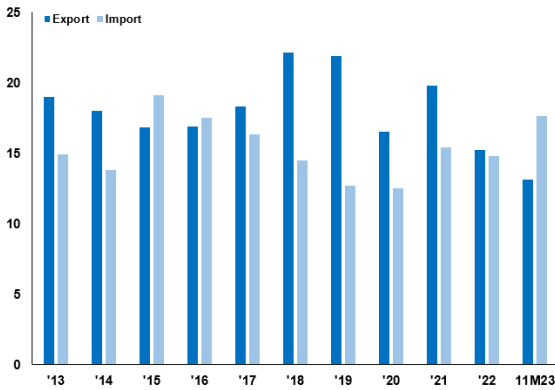
Yeşil tarife yolda. 1 Ocak 2026 itibarıyla, küresel çelik üreticileri karbon nötr olma yolunda yenilenebilir enerji kaynaklarını enerji yapılarına entegre etmekle yükümlüler. Bu nedenle, daha yüksek daha uzun faiz oranı ortamı, devam eden enerji yatırımlarına finansman maliyeti oluşturmaktadır. Zayıf talep ve daralan işletme marjları ortamında, yatırım harcamalarındaki nakit çıkışları şirketlerin serbest nakit akışı yaratma kabiliyetini baskılayabilir.

Türkiye artık net ithalatçı. Türkiye 2015 yılından bu yana ilk kez net çelik ithalatçısı konumuna geldi. Çelik İhracatçıları Birliği'ne (ÇİB) göre, 11A23'te Türkiye 17.6 milyon ton ithalat yaparken, 13.1 milyon ton ihracat gerçekleştirdi. Haddelenmiş ürün ihracatındaki düşüş, temel olarak çeşitli ülkeler tarafından uygulanan koruyucu önlemlerden kaynaklanmaktadır. Ayrıca Uzak Doğu, salgın sonrası gerileyen navlun fiyatları sayesinde küresel pazara geri döndü. Bu da, ithalatı artıracı etki yaratmaktadır.

Düşük talep, düşük kapasite kullanımı demek. Türk çelik üretiminin ortalama Kapasite Kullanım Oranı (KKO), yurtiçi ve Avrupa'daki talep yetersizliği nedeniyle şu anda %50-55 seviyesindedir. Ayrıca, artan enerji fiyatları, Elektrik Ark Fırını (EAF) ağırlıklı bir pazar olması nedeniyle Türk çelik sektörünü ağır bir şekilde etkilemiştir. Aynı zamanda, Avrupa'dan gelen talebin zayıf olması da ihracatçıları desteklemiyor. Sonuç olarak, ÇİB, ihracatın 2024 yılında 2023 beklentisi olan 14 milyon tona kıyasla 15 milyon tonu aşmasını bekliyor. Ancak, Çin kaynaklı iskontolu fiyatlar belirsizlik yaratmaya devam ediyor.

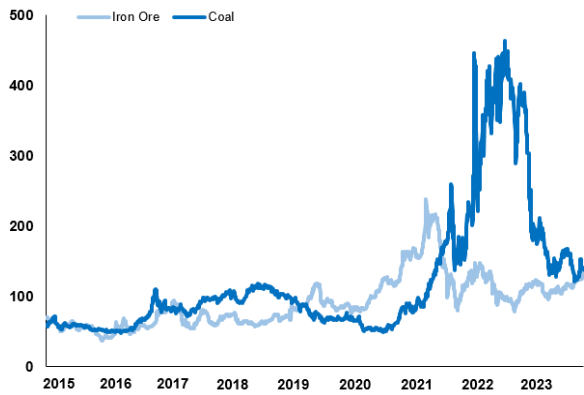
Yerel üreticiler korunuyor. Yerli çelik üreticilerinin rekabet gücü eksikliği ve buna bağlı olarak artan ithalat nedeniyle, son zamanlarda zarar verici ithalata yönelik soruşturmalar açılmaktadır. Yerli çelik üretimine yönelik korumalar sayesinde, fiyatlandırma kabiliyeti yoluyla daha yüksek KKO ve marj genişlemesini destekleyecektir.

Şekil 2: Türkiye İhracat ve İthalat (mn ton)



Kaynak: TISPA, YKY Araştırma

Şekil 3: Hammadde Fiyatları (ABD Doları/ton)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Şekil 4: Türkiye Fiyatları (ABD Doları/ton)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

ERDEMİR

Zamana ihtiyacı var

Analist değişikliği sonrasında Erdemir'i yeniden araştırma kapsamına alıyoruz. Tavsiyemizi 'TUT' ve 12 aylık hedef fiyatımızı 55TL/hisse olarak belirliyoruz (eski tavsiye: GG). Erdemir'in 831 ABD Doları/ton (pandemi sonrası 2 yıllık ort. 935 ABD Doları/ton) seviyesindeki ort. yassı çelik satış fiyatı, 800 ABD Doları/ton düzeyinde korunabileceğini düşündüğümüz için aşağı yönlü riskin sınırlı olduğunu öngörüyoruz. Ancak, Çin'deki arz fazlası kaynaklı yüksek kömür ve demir cevheri maliyetleri (9A23 itibarıyla SMM'nin yaklaşık %64'ü) göz önüne alındığında, Erdemir'in VAFÖK/ton'u 82 ABD Doları/ton (pandemi öncesi 5-yıllık ortalama 130 ABD Doları/ton) seviyesine geriledi.

Erdemir son dönemdeki marj genişletici çabalarıyla (Ermaden ve enerji yatırımları yoluyla) maliyetlerini yönetmeye çalışıyor. Hisse 2024 tahminlerimize göre 7.3x FD/VAFÖK'den işlem görüyor ve 5 yıllık tarihsel ortalamasına göre %23 iskontoya işaret ediyor. Erdemir hissesi 1 yıllık dönemde TL bazında endeksin yaklaşık %33 altında performans gösterdi.

- Enerji yatırımı kapasite artışıyla geliyor.** Net sıfır karbon emisyonuna ilişkin 3 milyar ABD Doları tutarındaki son yatırım planı kapasite artışını da kapsıyor. Erdemir mevcut 10 milyon ton kapasitesini 13 milyon tona çıkarmayı planlıyor. Ayrıca, 1GW GES yatırımı ile enerji talebinin tamamı öztüketim ile karşılanacak. Yatırım faaliyete geçtiğinde, yıllık 400 milyon ABD Doları enerji tasarrufu (2024 yılı 1 milyar ABD Doları net kâr beklentimizin %40'ı) öngörüyoruz.
- Daha düşük ithalat bağımlılık ve daha iyi marjlar.** Erdemir'in demir cevheri ihtiyacının %15'ini (2027'de %35-40 olacağını tahmin ediyoruz) karşılayan %90 iştiraki Ermaden, yıllık 3 milyon ton ilave kapasiteli 550 milyon ABD Doları tutarında demir cevheri petle yatırımı gerçekleştirecek.
- Riskler** i) durgun Çin talebi ve düşük ürün fiyatları, ii) artan finansman maliyetleri, iii) TL'nin değer kazanması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	127,783	87%	156,527	22%	227,436	45%	304,231	34%
VAFÖK	26,655	1%	20,228	-24%	31,380	55%	53,144	69%
Net Kar	18,005	16%	-1,163	a.d.	14,310	a.d.	22,219	55%
F/K (x)	6.3	-	-	-	10.8	-	6.9	-
FD/VAFÖK (x)	4.4	-	9.9	-	7.3	-	5.0	-
FD/Satış (x)	0.9	-	1.3	-	1.0	-	0.9	-
Hisse Başına Kar (TL)	5.1	-	-0.3	-	4.1	-	6.3	-
Temettü Verimi (*)	13.8%	-	-	-	0.0%	-	2.4%	-
Serbest Nakit Akış Verimi	8.7%	-	-	-	-9.4%	-	-20.2%	-

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL55.00
Potansiyel Getiri	26%

Fiyat Bilgileri

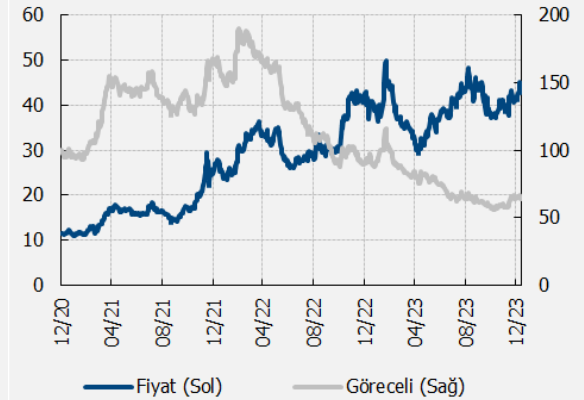
Kodu	EREGL.TI / EREGL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL43.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	153,300 / 5,107
Hisse Sayısı (mn)	3500
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,065.85 / 106.51

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	45.04 / 37.76
1 Yıllık	49.86 / 29.42
Sene başından itibaren	45.04 / 41.00

Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	14%	11%
3 Aylık	1%	4%
1 Yıllık	11%	-33%
Sene başından itibaren	7%	0%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kurulları için: www.borsaitanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Mehmet Bodur
mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Gökrem Göker
gokrem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	68,227	127,783	156,527	227,436	304,231
Brüt Kar	25,516	25,539	19,479	30,686	48,016
Faaliyet Giderleri	1,101	2,378	4,730	7,266	10,084
VAFÖK (*)	26,468	26,655	20,228	31,380	53,144
Amortisman	2,052	3,494	5,478	7,960	15,212
Faaliyet Gelirleri	24,416	23,161	14,749	23,419	37,933
Finansal Gelir/Gider	-949	-1,539	-6,261	-9,097	-12,169
Diğer Gelir/Gider	456	427	3567	5450	4937
İştirak Karı/Zaranı	-6	73	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	23,917	22,112	12,055	19,772	30,700
Vergi	-7,838	-3,459	-13,260	-4,943	-7,675
Azınlık Hisseleri/Diğer	551	648	-42	519	806
Net Kar	15,527	18,005	-1,163	14,310	22,219
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	23,190	15,186	26,312	57,546	68,293
Stoklar	28,960	44,152	80,727	88,942	112,313
Ticari Alacaklar	11,414	15,602	27,875	28,040	33,340
Diğer Alacaklar	2,130	5,715	17,252	20,702	24,842
Dönen Varlıklar	65,694	80,656	152,165	195,230	238,789
Sabit Kıymetler (**)	54,714	85,669	156,091	183,435	215,284
Finansal Yatırımlar	371	734	1,067	1,544	1,996
Diğer Duran Varlıklar (**)	5,664	7,835	623	615	631
Duran Varlıklar	60,749	94,237	157,781	185,594	217,911
Toplam Varlıklar	126,442	174,894	309,946	380,824	456,700
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	9,716	21,172	71,172	106,172	141,172
Ticari Borçlar	6,733	11,228	13,142	18,867	24,569
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,029	3,508	29,408	32,349	35,584
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,477	35,909	113,722	157,388	201,325
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	6,961	8,408	13,408	23,408	33,408
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,457	11,914	23,829	26,212	28,833
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,417	20,323	37,237	49,620	62,241
Azınlık Payları	2,255	3,017	3,872	4,391	5,197
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	84,548	118,662	158,987	173,816	193,134
Toplam Kaynaklar	126,442	174,894	309,946	380,824	456,700
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	11,081	22,225	-42,619	19,615	14,461
Yatırım Faaliyetlerinden	-7,521	-12,412	-23,479	-34,115	-45,635
Finansman Faaliyetlerinden	-3,426	-9,628	55,000	45,000	41,293
Temettü Ödemesi	-6,475	-15,575	0	0	-3,707
Serbest Nakit Akışı	3,560	9,812	-66,098	-14,500	-31,173
Net Borç	2,608	2,608	58,269	72,034	106,288
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	37.4%	20.0%	12.4%	13.5%	15.8%
VAFÖK Marjı	38.8%	20.9%	12.9%	13.8%	17.5%
Net Kar Marjı	22.8%	14.1%	a.d.	6.3%	7.3%
Sermaye Karlılığı	24.7%	17.7%	-0.8%	8.6%	12.1%
Satış Büyümesi	113%	87%	22%	45%	34%
VAFÖK Büyümesi	297%	1%	-24%	55%	69%
Net Kar Büyümesi	369%	16%	a.d.	a.d.	55%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.0	0.0	0.4	0.4	0.6
Net Borç/VAFÖK (x)	0.1	0.1	2.9	2.3	2.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Sirket Tanımı

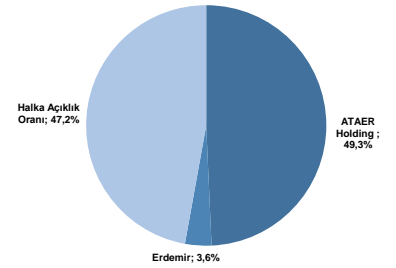
Oyak Maden Metalürji'nin ana şirketi ve Türkiye'nin en büyük entegre yassı çelik üreticisi olan Erdemir, 1965 yılında faaliyete geçti. Yıllık 3,85 milyon ton sıvı çelik kapasitesine sahiptir.

Oyak Maden Metalürji bünyesinde yer alan İsdemir, 3,5 milyon ton/yıl sıcak haddeleme kapasitesi ile Türkiye'nin uzun ve yassı ürün üreten tek entegre tesisidir. Yılda 5,8 milyon ton sıvı çelik kapasitesine sahiptir. İsdemir hisselerinin %95'i Erdemir'e ait olup, geri kalanı halka açıktır.

VAFÖK/ton 3Ç23'te 111 ABD Doları/ton ve 9A23 itibarıyla 82 ABD Doları/ton oldu (2022'de 210 ABD Doları/ton). 2024-2033 için ortalama 150 ABD Doları/ton üzerinde VAFÖK öngörüyoruz.

Erdemir için İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemini kullandık. TL bazında 2024-2033 yılları arasında %22 YBBO Vergi Sonrası Net Operasyonel Gelir ve ortalama %11 SNA getirisi varsayıyoruz. TL AOSM'miz %20'dir.

Ortaklık Yapısı



KARDEMİR

Görünüm kuvvetleniyor

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Kardemir ile ilgili tahminlerimizi güncelliyoruz. Tavsiyemiz 'AL' yönünde ve 12 aylık hedef fiyatını 40 TL/hisse olarak belirledik. Şirketin ülke çapında açıklanan kentsel dönüşüm paketinden faydalanmasını bekliyoruz. Buna göre, özellikle inşaat demiri satış hacminin (9A23 satış hacmi itibarıyla %25'lik pay) olumlu etkilenmesi bekleniyor. 2024 yılında 5 yıllık ortalama 521 bin ton olan inşaat demiri satışlarının 600 bin ton/yıl üzerinde olmasını öngörüyoruz. Türkiye'deki güçlü taleple Kardemir, 2024'te 135 ABD Doları (pandemi öncesi ortalamasının 118 ABD Doları) ile VAFÖK/ton artışını sürdürmesini bekliyoruz.

Yerli çelik üreticilerini korumak amacıyla son dönemde alınan tedbirleri memnuniyetle karşılıyoruz. Yetkililerin gerekirse artan ithalata karşı ilave harekete geçeceğini varsayıyoruz. Hisse senedi, 2024 tahminlerimize göre 3,2x FD/VAFÖK ve 8,0x F/K ile 5 yıllık ortalamalarına göre %54 ve %25 iskontolu işlem görmektedir.

- Yerli çelik üreticilerinin korunması.** Artan çelik ithalatı nedeniyle yerel çelik üreticileri Çin'deki indirimli fiyatlardan olumsuz etkilendi. Yurt içi çelik fiyatlarının korunmasına yönelik ilave adımların atılacağını düşünüyoruz. Bu nedenle, 2024 yılında fiyatların büyük oranda 650 ABD Doları/ton seviyesinde yatay kalmasını bekliyoruz.
- Sınırlı fiyat baskısı.** Çin'de talebin azalması Türkiye'de arz fazlasına neden oldu ve bölgesel çelik fiyatlarını olumsuz etkiledi. Ancak yaklaşmakta olan yenileme talebi sayesinde 2024 tahminimiz, 180 baz puanlık VAFÖK marjı iyileşmesi ve %49'luk bir ciro artışına işaret ediyor.
- Riskler.** i) yurt içi fiyatlarda düşüş, ii) kömür fiyatlarındaki artışlar,

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	27,397	86%	37,827	38%	56,410	49%	72,733	29%
VAFÖK	4,324	-12%	5,288	22%	9,034	71%	12,645	40%
Net Kar	2,174	-44%	1,501	-31%	3,501	133%	5,441	55%
F/K (x)	6.7		16.3		8.0		5.1	
FD/VAFÖK (x)	3.5		4.8		3.2		2.3	
FD/Satış (x)	0.5		0.7		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	2.8		1.9		4.5		7.0	
Temettü Verimi (*)	6.8%		1.0%		1.6%		3.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-12.1%		-7.9%		-0.1%		-1.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL40.00
Potansiyel Getiri	53%

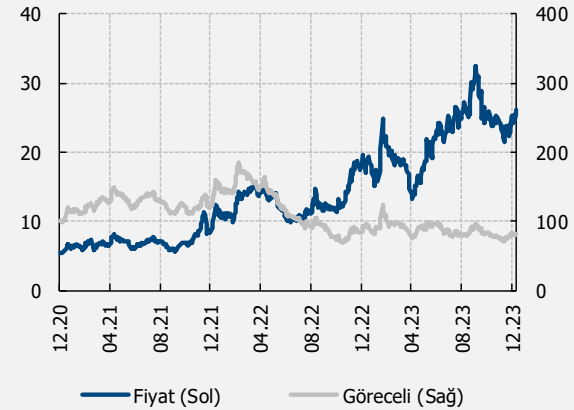
Fiyat Bilgileri

Kodu	KRDMD.TI / KRDM.D.IS
Kapanış Fiyatı	TL26.12
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	20,380 / 679
Hisse Sayısı (mn)	780.2260016
Saklama Oranı	89%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,340.29 / 46.71

Fiyat Analizi (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	26.12 / 21.38
1 Yıllık	32.46 / 13.29
Sene başından itibaren	26.12 / 23.76

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	18%	15%
3 Aylık	-10%	-7%
1 Yıllık	40%	-15%
Sene başından itibaren	10%	3%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Mehmet Bodur
mehmet.bodur@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Gökrem Göker
gokrem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	14,765	27,397	37,827	56,410	72,733
Brüt Kar	4,782	4,269	5,233	9,213	13,205
Faaliyet Giderleri	137	290	512	1,025	1,650
VAFÖK (*)	4,891	4,324	5,288	9,034	12,645
Amortisman	245	345	567	846	1,091
Faaliyet Gelirleri	4,645	3,979	4,720	8,188	11,554
Finansal Gelir/Gider	-466	-528	-567	-846	-1,091
Diğer Gelir/Gider	422	-756	-2259	-2711	-3253
İştirak Karı/Zararı	1	25	30	36	44
Vergi Öncesi Kar	4,467	2,533	1,924	4,667	7,254
Vergi	-614	-359	-423	-1,167	-1,814
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	3,853	2,174	1,501	3,501	5,441
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,357	1,891	2,627	4,766	6,518
Stoklar	3,197	7,945	9,823	12,931	17,124
Ticari Alacaklar	1,692	4,192	4,664	6,955	8,967
Diğer Alacaklar	2,093	2,393	2,872	3,446	4,135
Dönen Varlıklar	12,338	16,421	19,985	28,097	36,745
Sabit Kıymetler (**)	9,428	10,037	10,613	12,597	15,154
Finansal Yatırımlar	19	42	70	98	121
Diğer Duran Varlıklar (**)	31	140	67	53	43
Duran Varlıklar	9,477	10,219	10,749	12,748	15,318
Toplam Varlıklar	21,815	26,640	30,735	40,845	52,062
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,037	1,146	2,146	3,146	4,646
Ticari Borçlar	6,082	7,657	7,144	10,991	13,863
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,472	3,829	4,615	5,538	6,646
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,590	12,632	13,905	19,675	25,154
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,575	1,340	1,640	2,640	3,640
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	688	1,207	1,448	1,738	2,086
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,263	2,546	3,088	4,377	5,725
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,962	11,461	13,742	16,792	21,183
Toplam Kaynaklar	21,815	26,640	30,735	40,845	52,062
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	5,673	-991	-795	2,795	3,197
Yatırım Faaliyetlerinden	-155	-760	-1,135	-2,820	-3,637
Finansman Faaliyetlerinden	-1,005	-923	1,300	1,550	1,450
Temettü Ödemesi	0	-1,000	-250	-450	-1,050
Serbest Nakit Akışı	5,518	-1,752	-1,930	-26	-440
Net Borç	426	426	1,161	1,023	1,771
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	32.4%	15.6%	13.8%	16.3%	18.2%
VAFÖK Marjı	33.1%	15.8%	14.0%	16.0%	17.4%
Net Kar Marjı	26.1%	7.9%	4.0%	6.2%	7.5%
Sermaye Karlılığı	55.6%	20.3%	11.9%	22.9%	28.7%
Satış Büyümesi	96%	86%	38%	49%	29%
VAFÖK Büyümesi	293%	-12%	22%	71%	40%
Net Kar Büyümesi	a.d.	-44%	-31%	133%	55%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Net Borç/VAFÖK (x)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1

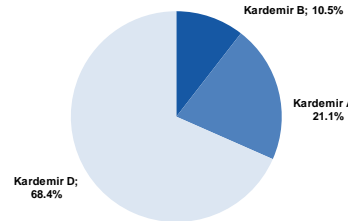
Sirket Tanımı

Kardemir, 1937 yılında Türk Hükümeti tarafından kurulan ilk uzun çelik üreticidir. 1995 yılına kadar Devlet tarafından kontrol edildi. Şirket kütük, inşaat demiri, profil, kangal, çubuk ve demiryolu ürünleri üretmektedir.

Şirket kütük, inşaat demiri, profil, demiryolu ve demiryolu tekerlekleri üretmektedir. Şu anda ray ve profil için 700 bin ton kütük döküm, inşaat demiri ve kütük ürünleri için ise 450 bin ton blum döküm kapasitesine sahiptir. Ayrıca çubuk ve filmaşın ürünlerine yönelik 831,6 ton kütük dökümü bulunmaktadır. Demiryolu, profil, filmaşın ve ray ürünleri, kütük ve inşaat demirine göre daha fazla katma değere sahiptir ve daha yüksek marjlar sunar. Türkiye uzun vadede net ihracatçı olmasına rağmen Kardemir, ürünlerinin büyük bir kısmını iç piyasaya satıyor.

Kardemir için İndirgenmiş Nakit Akışı yöntemini kullandık. 2024-2033 yılları arasında yıllık ortalama %7 SNA getirisi ile TL bazında %16 vergi sonrası net faaliyet karı (yıllık bileşik büyüme oranı) varsayıyoruz.TL ağırlıklı ortalama sermaye maliyetimiz %20'dir.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

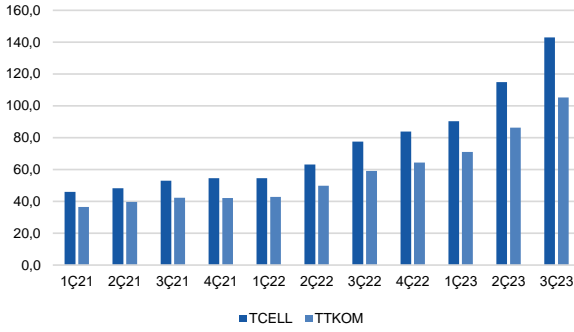
(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

2024'te fiyatlama etkisi daha fazla görülecek

2023 yılı boyunca sabit geniş bant talebi yüksek kalmaya devam etmiş ve mobil internet kullanımı da artmıştır. Sektör oyuncuları, mobil enflasyonist fiyatlandırma ve sabit geniş bant tarafında kontrat yenilemeleri dahil olmak üzere fiyatlarını revize etmeye devam etmektedir. Bu gelişmelerin 2024 yılında ARPU büyümesinde daha fazla artışa yol açması beklenmektedir. Enflasyonun ARPU (müşteri başına ortalama ciro) büyümesi üzerindeki gecikmeli etkisi 2024'te azalsa bile, devam eden dinamik fiyatlandırma ve yüksek satış çabalarıyla verilen önem sayesinde ARPU büyümesinin ortalama TÜFE beklentilerinin oldukça üzerinde kalmasını bekliyoruz.

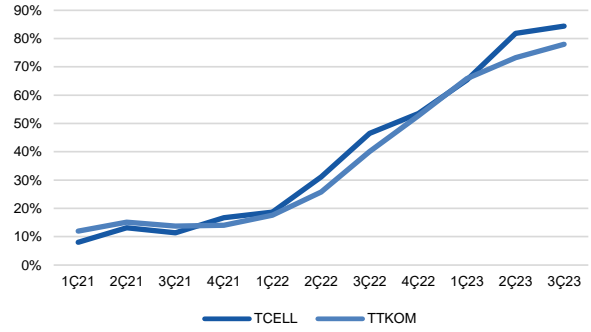
Abone tabanı tarafında, yüksek penetrasyon ve uzun vadeli ziyaretçi etkisine bağladığımız abone kazanımı oldukça güçlü oldu bu durumun büyük ölçüde 2024 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Öte yandan, yapılan düzenlemelerin ardında mobil tarafta ön ödemeli aboneliklerin maliyetlerindeki artışın müşterileri faturalı tarafa yönlendirebileceğini düşünüyoruz. Bu durum da ARPU büyümesi adına olumlu katkı verebilir.

Grafik 1: Mobil (Karma) ARPU Performansı - TL



Source: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 2: Mobil (Karma) ARPU Büyümesi



Source: Bloomberg, YKY Araştırma

Enerji maliyetleri ve personel giderlerinin marj performansını baskılayabileceğini düşünüyoruz. Buna göre, TCELL için yaklaşık 150 baz puan VAFÖK marjı daralması hesaplıyoruz. TTKOM için, abone sözleşmesinin yenilenmesinin gecikmeli etkisinin daha aldatici olacağına ve maliyet artışlarının oldukça üzerinde ARPU büyümesi beklentisinin ardından yıllık bazda 170 baz puan marj artışı ile sonuçlanacağına inanırken daha olumluyuz. Faaliyet giderleri tarafında, TCELL için yenilenebilir enerji, veri merkezi yatırımları ve TTKOM için altyapı yatırımları ve yenilenebilir enerji yatırımları, oyuncular için biraz daha yüksek bir faaliyet gideri ile sonuçlanabilir.

TURKCELL

Reel ARPU büyümesi ile sağlam görünüm

TCELL için rakamlarımızı güncelliyor, hedef fiyatımızı 88,8 TL/hisse seviyesine yükseltirken (önceki: GG), yeni makro varsayımlarımız ve ARPU büyümesi (yıllık yaklaşık %70) ve abone kazanımı projeksiyonumuz (1,1 milyon) ışığında AL önerisi veriyoruz. Yüksek enerji ve personel maliyetleri marjları bir ölçüde sınırlayabilecek olsa da, fiyat artışları ve genişleyen abone tabanının 2024 için temel gelir faktörleri olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Tahminlerimize göre, hisse senedi 3,1x FD/VAFÖK (5 yıllık ortalama: 5,5x) ile işlem görmektedir ve reel ARPU büyüme beklentilerinin oldukça üzerinde güvenli bir seçim sağladığını düşünerek umut verici buluyoruz. Ayrıca, 2024'te güçlü bir TL senaryosu bize göre SNA için daha fazla destek sağlayabilir.

- 2024 yılı için %60 ciro büyümesi beklentisi.** Gelir artışının, fiyat ayarlamaları ve daha yüksek tarifelere yapılan satışların yanı sıra daha geniş bir faturalı abone tabanı sayesinde değişmeden kalacağını tahmin ediyoruz. Mobil ARPU tahminimizin tüm yıl için yaklaşık %70 olduğunu belirtmek isteriz. Ancak, VAFÖK marjı hesaplamamız artan enerji maliyetleri ve yüksek çalışan giderleri nedeniyle yıllık bazda 150 baz puanlık bir düşüşe işaret ediyor.
- Ukrayna operasyonlarının satışı.** Şirket, 9A23'te toplam gelirlerinin %9'unu oluşturan Ukrayna'daki operasyonlarını satmak için görüşmeler yürütmektedir. İşlem tamamlanırsa, şirketin 2024 yılı gelir görünümünü düşürecektir.
- Artan yatırım harcamaları SNA üretimini olumsuz etkileyebilir.** Şirket, enerji maliyetini düşürmek için başta güneş panelleri ve rüzgar santralleri olmak üzere yenilenebilir enerji üretimine yatırım yapmaktadır. Şirket, 2026 yılına kadar elektrik kullanımının %65'ini yenilenebilir enerjiden karşılamayı planlıyor. Ayrıca, önümüzdeki yıllarda yapılacak ilave veri merkezi yatırımları ve depremin etkisiyle, 2024 ve sonraki birkaç yıl için operasyonel yatırım harcamalarının %23 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL88.80

Potansiyel Getiri

46%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL61.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	134,200 / 4,471
Hisse Sayısı (mn)	2200
Saklama Oranı	54%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,717.47 / 59.58

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

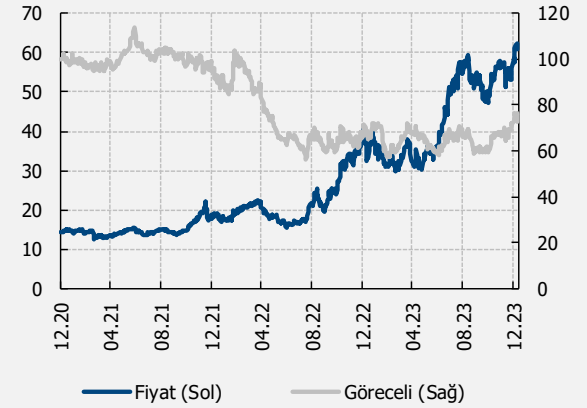
1 Aylık	62.50 / 51.22
1 Yıllık	62.50 / 29.98
Sene başından itibaren	62.50 / 56.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	12%	8%
3 Aylık	15%	18%
1 Yıllık	82%	10%
Sene başından itibaren	9%	2%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	53,878	50%	93,111	73%	148,962	60%	197,809	33%
VAFÖK	21,994	46%	39,777	81%	61,627	55%	81,066	32%
Net Kar	11,053	120%	16,679	51%	25,713	54%	34,015	32%
F/K (x)	4.5		5.8		5.2		3.9	
FD/VAFÖK (x)	3.2		3.3		3.1		2.5	
FD/Satış (x)	1.3		1.4		1.3		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	5.0		7.6		11.7		15.5	
Temettü Verimi (*)	2.5%		2.3%		2.5%		3.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	6.0%		4.0%		3.0%		5.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	35,921	53,878	93,111	148,962	197,809
Brüt Kar	10,691	17,090	34,637	55,116	73,585
Faaliyet Giderleri	-2,698	-4,219	-8,194	-11,917	-15,429
VAFÖK (*)	15,014	21,994	39,777	61,627	81,066
Amortisman	7,252	9,289	12,634	17,308	21,981
Faaliyet Gelirleri	7,993	12,871	26,443	43,199	58,156
Finansal Gelir/Gider	-10,145	-13,489	-20,484	-33,070	-43,914
Diğer Gelir/Gider	6603	8226	12291	19961	26506
İştirak Karı/Zararı	90	-71	-123	-197	-262
Vergi Öncesi Kar	4,541	7,536	18,126	29,893	40,487
Vergi	490	3,516	-1,450	-4,185	-6,478
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	-1	-3	-5	-6
Net Kar	5,031	11,053	16,679	25,713	34,015
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	18,684	30,744	52,472	63,996	91,702
Stoklar	261	278	641	1,028	1,361
Ticari Alacaklar	4,332	6,742	11,650	18,639	24,751
Diğer Alacaklar	6,235	9,043	16,089	22,575	28,251
Dönen Varlıklar	29,512	46,807	80,853	106,238	146,065
Sabit Kıymetler (**)	32,616	39,598	59,931	95,880	127,321
Finansal Yatırımlar	1,377	2,109	1,244	1,800	2,089
Diğer Duran Varlıklar (**)	7,178	12,751	19,230	26,556	34,254
Duran Varlıklar	41,171	54,458	80,404	124,236	163,664
Toplam Varlıklar	70,683	101,265	161,257	230,474	309,729
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	8,848	16,721	29,897	39,830	51,391
Ticari Borçlar	5,038	7,822	12,015	19,283	25,526
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,205	4,716	10,550	16,878	22,412
Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,091	29,259	52,462	75,992	99,329
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	27,930	37,133	58,172	81,066	107,648
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,099	3,978	4,004	4,040	4,072
Uzun Vadeli Yükümlülükler	31,029	41,111	62,175	85,106	111,721
Azınlık Payları	0	4	7	8	9
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22,562	30,895	46,620	69,377	98,679
Toplam Kaynaklar	70,683	101,265	161,257	230,474	309,729

Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	21,171	17,970	27,022	42,755	55,652
Yatırım Faaliyetlerinden	-10,362	-14,993	-34,477	-55,550	-69,308
Finansman Faaliyetlerinden	-3,942	3,623	27,762	25,537	30,478
Temettü Ödemesi	-2,586	-1,258	-2,260	-3,410	-5,010
Serbest Nakit Akışı	10,810	2,977	3,845	4,092	6,982
Net Borç	18,094	21,221	35,597	56,900	67,338

Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	29.8%	31.7%	37.2%	37.0%	37.2%
VAFÖK Marjı	41.8%	40.8%	42.7%	41.4%	41.0%
Net Kar Marjı	14.0%	20.5%	17.9%	17.3%	17.2%
Sermaye Karlılığı	23.2%	41.4%	43.0%	44.3%	40.5%
Satış Büyümesi	23%	50%	73%	60%	33%
VAFÖK Büyümesi	22%	46%	81%	55%	32%
Net Kar Büyümesi	19%	120%	51%	54%	32%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
Net Borç/VAFÖK (x)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.(**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

Turkcell, Türkiye'de kurulmuş; yerleşik, entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri şirkettir. Müşterilerine mobil ve sabit şebekeleri üzerinden ses, data, TV hizmetleri ve katma değerli bireysel ve kurumsal servisler sunmaktadır.

Turkcell Grup şirketleri Türkiye, Ukrayna, Belarus ve Kuzey Kıbrıs olmak üzere 4 ülkede faaliyet göstermektedir.

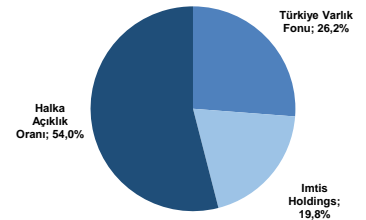
Güçlü gelir büyümesi, temel olarak Turkcell Türkiye'nin büyüyen faturalı müşteri tabanı ile güçlü ARPU performansı ve daha yüksek data tüketimi ve dijital servis kullanımı ile desteklenen üst satış çalışmalarının devam etmesi sayesinde gerçekleşti.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizör: i) Daha yüksek ARPU ile birlikte güçlü abone kazanımı, ii) Daha yüksek veri tüketimi, iii) makro ortamda iyileşme.

Potansiyel riskler: i) Özel Tüketim Vergisindeki artış, ii) beklenenden daha agresif fiyatlandırma savaşı, iii) makro ortamda bozulma.

Ortaklık Yapısı



TÜRK TELEKOM

İyileşen bir görünüm

Türk Telekom için 12 aylık hedef fiyatımızı 45,9 TL/hisse'ye yükseltirken, iyileşen büyüme ve faaliyet karlılığı görünümü sayesinde AL tavsiyesi veriyoruz (önceki: GG). Şirketin yılı %69 gelir büyümesi ve %33.5 VAFÖK marjı ile paylaşılan beklentilere büyük ölçüde paralel bir şekilde tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılı için, i) fiyat artışları, ii) mevcut müşteri tabanının devam eden yeniden kontratlandırmaları, iii) müşteri tercihlerinde ön ödemeliden faturalıya kayma, iv) güçlü abone kazanımı ve v) üst paket satış çabaları sayesinde net satış büyümesinin özellikle 1Y24'te bozulmadan kalacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 2024 yılında yıllık %65 ciro ve %73 VAFÖK büyümesi bekliyoruz. TTKOM hisseleri 2024 tahminlerine göre 3,5x FD/VAFÖK ile işlem görmekte olup, beş yıllık tarihsel çarpanlarına kıyasla %20'lik bir iskontoya işaret etmekte ve bu da hisseye olan güvenimizi artırmaktadır.

- ARPU büyümesindeki yukarı yönlü ivme devam ediyor** ARPU (müşteri başına ortalama gelir) büyümesindeki yükseliş trendinin, dinamik fiyatlandırma ve yeniden kontratlandırmalarla sabit geniş bant ve mobil segmentlerinde devam etmesini bekliyoruz. Konsolide gelirlerin 2024 yılında sabit geniş bantta yaklaşık %69 ve mobilde yaklaşık %71 artışla yıllık %65 artacağını tahmin ediyoruz.
- Maliyet aşımalarına rağmen faaliyet karlılığı artmaya devam ediyor** Yüksek asgari ücret zammı ve artan enerji giderlerinin olumsuz etkisinden daha ağır basacak olan ARPU büyümesine ilişkin güçlü bir görünümümüz var. İşletme yatırım harcamaları tarafında, devam eden altyapı yatırımları ve planlanan 400 MW kapasiteli yenilenebilir enerji girişimleri Operasyonel Yatırım Harcamaları/Satışlar oranında hafif bir artışa yol açabilir.
- Riskler** i) Beklenenden daha zayıf fiyatlama, ii) Rekabetin artış göstermesi ve iii) Herhangi bir düzenleyici müdahale

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	48,042	40%	81,068	69%	133,769	65%	173,996	30%
VAFÖK	19,148	17%	27,118	42%	47,019	73%	62,176	32%
Net Kar	4,135	-28%	7,264	76%	11,702	61%	19,543	67%
F/K (x)	9.7		10.0		8.5		5.1	
FD/VAFÖK (x)	3.2		4.5		3.5		2.8	
FD/Satış (x)	1.3		1.5		1.2		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	1.2		2.1		3.3		5.6	
Temettü Verimi (*)	12.3%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	7.4%		-2.2%		-1.2%		0.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL45.90
Potansiyel Getiri	61%

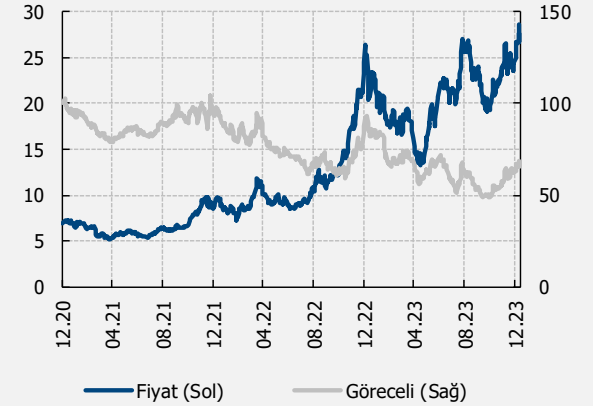
Fiyat Bilgileri

Kodu	TTKOM.TI / TTKOM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL28.56
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	99,960 / 3,330
Hisse Sayısı (mn)	3500
Saklama Oranı	13%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,122.94 / 38.96

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	28.56 / 23.20
1 Yıllık	28.56 / 13.19
Sene başından itibaren	28.56 / 24.36

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	16%	12%
3 Aylık	34%	39%
1 Yıllık	35%	-18%
Sene başından itibaren	17%	10%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Finansal Özet (TLmn)

	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	34,273	48,042	81,068	133,769	173,996
Brüt Kar	14,868	18,465	31,130	55,514	73,774
Faaliyet Giderleri	-5,653	-8,641	-16,700	-26,620	-32,363
VAFÖK (*)	16,415	19,148	27,118	47,019	62,176
Amortisman	6,169	8,085	11,238	15,733	18,879
Faaliyet Gelirleri	9,215	9,824	14,430	28,894	41,411
Finansal Gelir/Gider	-3,431	-9,875	-14,349	-23,543	-30,449
Diğer Gelir/Gider	-164	1888	2513	5485	7134
İştirak Karı/Zararı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	5,621	1,836	2,594	10,835	18,096
Vergi	141	2,298	4,670	867	1,448
Azınlık Hisseleri/Diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	5,761	4,135	7,264	11,702	19,543

Sirket Tanımı

Türk Telekom, sabit ses ve sabit geniş bant pazarında yerleşik ve toptan sağlayıcı, toptan ve perakende geniş bant pazarında en büyük oyuncu ve mobil pazarda üçüncü oyuncu konumundadır.

Türk Telekom ayrıca yakınsama teknolojileri şirketi Argela, BT çözüm sağlayıcısı Innova, online eğitim yazılım şirketi Sebitt, çağrı merkezi şirketi AssisTT, toptan veri ve kapasite servis sağlayıcısı Turk Telekom International ve iştiraklerinin %100'üne sahiptir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

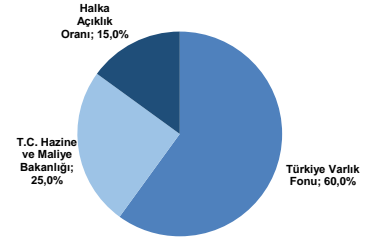
Potansiyel katalizörler: i) Mobil tarafta daha düşük rekabet, ii) 5G ile ilgili gelişmeler ve iii) Sabit geniş bantta beklenenden daha yüksek büyüme.

Potansiyel riskler: i) Sabit hat imtiyaz sözleşmesine ilişkin belirsizlik, ii) sabit geniş bantta pazar payı kaybı ve iii) fiyatlandırma baskısı.

Bilanço

Nakit ve Nakit Benzerleri	7,697	10,006	18,854	26,145	42,284
Stoklar	440	683	1,156	1,806	2,313
Ticari Alacaklar	6,582	8,758	14,779	24,387	31,720
Diğer Alacaklar	6,060	6,741	12,508	17,710	21,945
Dönen Varlıklar	20,779	26,188	47,297	70,048	98,262
Sabit Kıymetler (**)	33,261	47,679	77,455	110,407	142,609
Finansal Yatırımlar	14	25	131	200	280
Diğer Duran Varlıklar (**)	4,284	6,841	11,405	14,571	18,811
Duran Varlıklar	37,558	54,544	88,990	125,178	161,700
Toplam Varlıklar	58,338	80,732	136,287	195,226	259,962
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	7,117	12,318	35,786	51,050	64,902
Ticari Borçlar	7,729	9,469	16,038	25,052	32,084
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,151	4,579	8,225	13,658	17,766
Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,997	26,366	60,050	89,760	114,752
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	22,686	29,602	32,452	41,548	54,042
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,405	4,793	8,548	14,068	18,281
Uzun Vadeli Yükümlülükler	26,091	34,395	41,000	55,615	72,322
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14,250	19,970	35,237	49,851	72,888
Toplam Kaynaklar	58,338	80,732	136,287	195,226	259,962

Ortaklık Yapısı



Nakit Akış Tablosu

İşletme Faaliyetlerinden	21,171	17,970	16,456	26,420	37,487
Yatırım Faaliyetlerinden	-10,362	-14,993	-29,153	-42,029	-54,779
Finansman Faaliyetlerinden	-3,942	3,623	25,508	26,713	26,319
Temettü Ödemesi	-1,873	-4,955	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	10,810	2,977	-1,626	-1,190	741
Net Borç	18,094	21,221	49,384	66,453	76,660

Ana Çarpanlar

Brüt Kar Marjı	43.4%	38.4%	38.4%	41.5%	42.4%
VAFÖK Marjı	47.9%	39.9%	33.5%	35.1%	35.7%
Net Kar Marjı	16.8%	8.6%	9.0%	8.7%	11.2%
Sermaye Karlılığı	43.8%	24.2%	26.3%	27.5%	31.8%
Satış Büyümesi	21%	40%	69%	65%	30%
VAFÖK Büyümesi	24%	17%	42%	73%	32%
Net Kar Büyümesi	81%	-28%	76%	61%	67%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	1.3	1.1	1.4	1.3	1.1
Net Borç/VAFÖK (x)	1.1	1.1	1.8	1.4	1.2

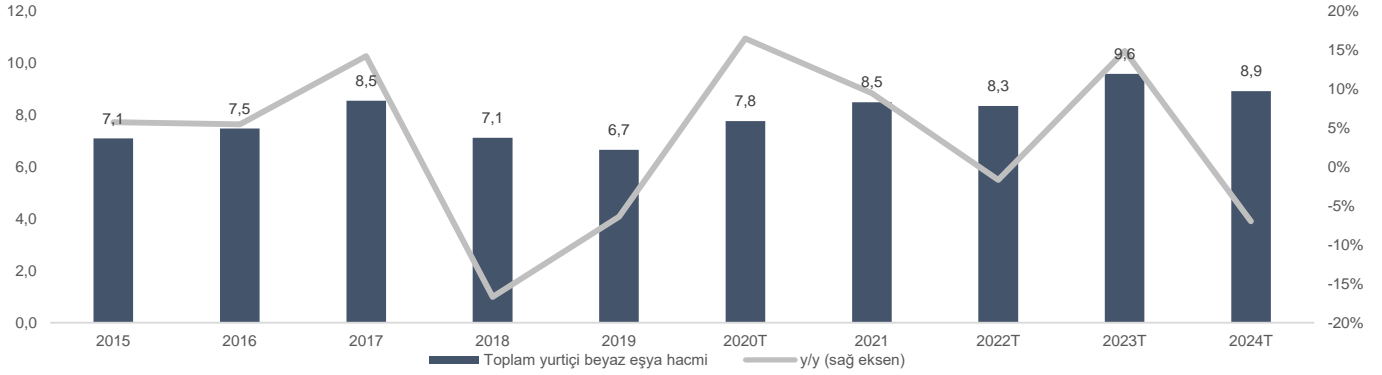
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkları içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Yurtiçi talepte gerileme 2024'te öne çıkabilir

Yurtiçi satış hacimleri, i) enflasyonist ortamda talebin öne çekilmesi, ii) düşük faiz oranlarının talebi artırması ve iii) 2022 yılının düşük bazının etkisiyle 11A23'te yaklaşık %15 artış göstermiştir. Buna göre, çamaşır makinesi & kurutucu segmenti yıllık %36 büyümeye ile en yüksek performansı göstermiştir. Buzdolabı & dondurucu kategorisi %10, bulaşık makinesi kategorisi ise %5 oranında büyümüştür. Fırın segmenti ise %2 oranında daralmıştır.

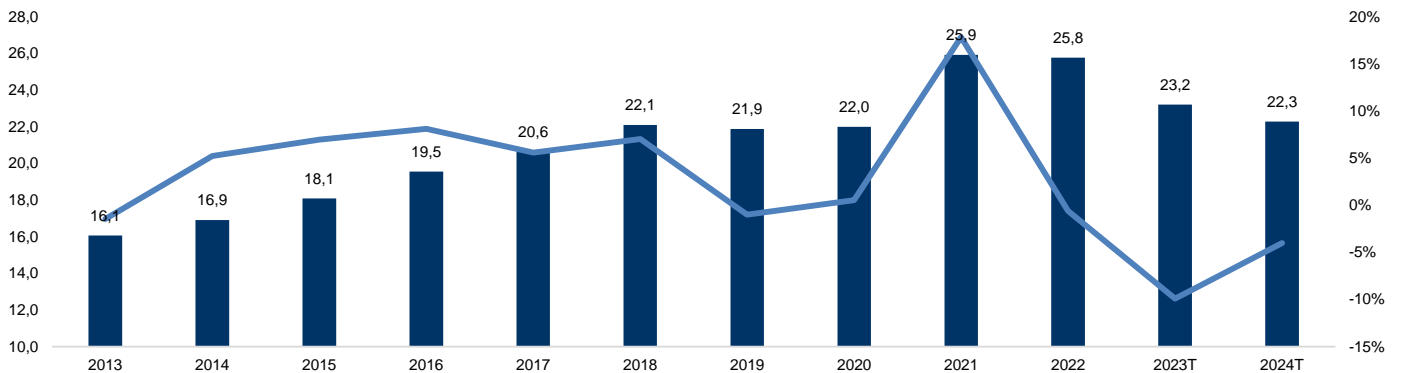
Figür 1: Toplam yurtiçi tüketim (milyon)



Kaynak: YKY Araştırma ve Türkiye Beyaz Eşya Üreticileri

2024 yılına ilişkin görünüm oldukça karışık görünüyor. Beyaz eşya satışlarının düşük baz ve asgari ücretteki keskin artış sayesinde yıla güçlü bir şekilde başlamasını bekliyoruz. Ancak seçim öncesi makro ortam satışlar üzerinde bir miktar baskı yaratabilir. 2Y24 için, yüksek enflasyon ve faiz oranları nedeniyle azalan satın alım gücü nedeniyle talep tarafında daha temkinliyiz. Sonuç olarak, bu yıl için pazarda yıllık %7 daralma öngörüyoruz. Bakan Mehmet Şimşek'in son açıklamalarında sinyalini verdiği kredi kartı ile yapılan beyaz eşya alımlarına olası bir taksit sınırlamasının sektördeki daralmayı daha da derinleştirebileceğini düşünüyoruz. İhracat tarafında ise, başta Avrupa olmak üzere durgunluk ortamında zayıflayan müşteri talebi nedeniyle toplam ihracat sevkiyatları 11A23 itibarıyla yıllık bazda %11 azaldı. Bulaşık makinesi kategorisi yıllık %24'lük düşüşle en zayıf performans gösteren kategori olurken, buzdolabı ve dondurucu kategorisi yıllık %16 daraldı. Çamaşır makinesi & Kurutma makinesi ve Fırın kategorilerinin her biri yıllık %3 düşüş gösterdi. Başta Avrupa'da olmak üzere devam eden durgunluk etkilerini göz önünde bulundurduğumuzda, ani bir toparlanma beklemiyoruz. Ancak 2Y24'e kadar ertelenen talep bir miktar iyileşmeye yol açabilir. Son olarak, 2024 yılında güçlü bir EUR/USD paritesinin sektör karlılığını destekleyebileceğini hatırlatıyoruz.

Figür 2: Türkiye ihracat hacimleri (milyon)



Kaynak: YKY Araştırma ve Türkiye Beyaz Eşya Üreticileri

ARÇELİK

2024 görünümü karışık seyrediyor

Sorumlu analist değişikliği nedeniyle Arçelik için TUT tavsiyesi ve 185 TL/hisse hedef fiyatı ile (önceki: GG) ile tahminlerimizi güncelliyoruz. 2023 yılı, 11A23'te yıllık %15 büyümeyle yurtiçi sektör için oldukça önemli bir yıl oldu. ARCLK ayrıca 9A23'te yurtiçi gelirlerini (toplam satışların %38'i) yıllık %98 oranında artırmayı başardı. Bununla birlikte, uluslararası operasyonlar Avrupa'daki durgunluk nedeniyle baskı altında kalmaya devam etti (yine toplam satışların %38'i) ve EUR bazında yıllık %8'lik sınırlı bir düşüş gösterdi. 2023 yılında konsolide bazda yıllık %54 ciro büyümesi ve yıllık %82 VAFÖK büyümesi bekliyoruz. Ancak, 2Y24'ten itibaren enflasyonist etkilerle birlikte artan faiz oranları ve alım gücüne yönelik endişeler nedeniyle 2024'ün daha zor geçmesi muhtemeldir. ARCLK hisselerinin 2023 yılında BIST100'ün %15 altında performans göstermesine ve mevcut değerlemenin bu risklerin bir kısmını içermesine rağmen, bu aşamada temkinli kalmayı tercih ediyoruz.

- Karışık bir görünüm.** Düşük plastik ve çelik girdi maliyetleri 2024 yılı için marj performansını destekleyebilir. Ayrıca, EUR/USD'nin değer kazanması da marja katkı verebilir. Bunları göz önünde bulundurarak, 2024 yılında VAFÖK marjının %10,5 seviyesinde kalacağını öngörüyoruz. Ancak, 2024 yılının yüksek işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle negatif nakit yaratılan bir yıl olabileceğini düşünüyoruz.
- Gözler Birleşik Krallık Rekabet Kurumu'nda.** Birleşik Krallık Rekabet Kurumu (CMA), Arçelik ve Whirlpool Co. birleşmesinin Birleşik Krallıkta rekabetin önemli ölçüde azalmasına neden olabileceği iddiasıyla derinlemesine bir soruşturma başlatmıştı. Faz II soruşturması için yasal son tarih 26 Mart 2024'tür. AB rekabet gözlemcisinin birleşmeyi onayladığını not edelim. Bize göre, bu konudaki herhangi bir olumlu haber yatırımcıların ilgisini çekebilir.
- Riskler:** i) Makro koşulların kötüleşmesi, ii) EUR/USD'nin değer kaybetmesi, iii) Birleşmenin gecikmesi/iptali.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ	2025T	Δ
Net satışlar	133,916	96%	206,221	54%	313,051	52%	422,178	35%
VAFÖK	11,859	73%	21,539	82%	32,862	53%	43,795	33%
Net Kar	4,325	41%	4,233	-2%	6,047	43%	9,370	55%
F/K (x)	11.0		20.8		14.8		9.5	
FD/VAFÖK (x)	6.5		6.7		5.1		4.1	
FD/Satış (x)	0.6		0.7		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	6.4		6.3		8.9		13.9	
Temettü Verimi (*)	3.2%		2.0%		0.9%		1.4%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-10.7%		-13.7%		-13.4%		1.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL185.00

Potansiyel Getiri

40%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ARCLK.TI / ARCLK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL132.30
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	89,399 / 2,978
Hisse Sayısı (mn)	675.728205
Saklama Oranı	15%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	500.47 / 17.47

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

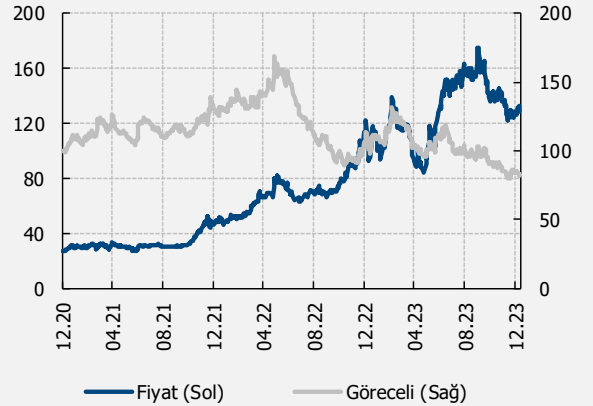
1 Aylık	132.30 / 122.50
1 Yıllık	175.00 / 83.70
Sene başından itibaren	132.30 / 126.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	5%	2%
3 Aylık	-17%	-14%
1 Yıllık	34%	-19%
Sene başından itibaren	3%	-4%



12 Ocak 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Net Satışlar	68,184	133,916	206,221	313,051	422,178
Brüt Kar	20,478	39,493	66,447	102,644	137,044
Faaliyet Giderleri	-15,471	-30,945	-49,683	-75,632	-99,658
VAFÖK (*)	6,853	11,859	21,539	32,862	43,795
Amortisman	1,846	3,311	4,775	5,851	6,409
Faaliyet Gelirleri	5,008	8,548	16,764	27,012	37,387
Finansal Gelir/Gider	-3,660	-6,289	-8,928	-14,589	-18,654
Diğer Gelir/Gider	2320	2029	-2495	-4101	-5868
İştirak Karı/Zararı	-45	-69	-72	-112	-144
Vergi Öncesi Kar	3,623	4,218	5,268	8,209	12,721
Vergi	-372	505	-421	-1,231	-1,908
Azınlık Hisseleri/Diğer	-186	-398	-613	-931	-1,443
Net Kar	3,065	4,325	4,233	6,047	9,370
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,015	24,529	37,378	37,046	49,645
Stoklar	16,829	29,237	45,953	69,175	93,743
Ticari Alacaklar	23,412	34,193	67,799	102,921	138,798
Diğer Alacaklar	3,340	4,027	7,000	8,750	10,938
Dönen Varlıklar	59,595	91,986	158,130	217,892	293,123
Sabit Kıymetler (**)	19,699	30,577	44,052	48,200	47,985
Finansal Yatırımlar	11	39	49	61	76
Diğer Duran Varlıklar (**)	5,775	9,640	16,641	21,296	25,108
Duran Varlıklar	25,484	40,256	60,742	69,556	73,169
Toplam Varlıklar	85,079	132,243	218,871	287,449	366,292
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	13,044	35,229	52,230	67,143	90,548
Ticari Borçlar	19,669	30,928	57,441	86,469	117,178
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,788	13,203	21,331	32,381	43,669
Kısa Vadeli Yükümlülükler	40,502	79,359	131,003	185,993	251,395
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	19,535	16,210	38,355	42,154	43,248
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,986	9,568	11,768	14,634	17,562
Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,522	25,778	50,122	56,788	60,810
Azınlık Payları	1,672	2,158	3,283	4,958	6,687
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	21,055	27,106	37,746	44,668	54,087
Toplam Kaynaklar	85,079	132,243	218,871	287,449	366,292
Nakit Akış Tablosu					
İşletme Faaliyetlerinden	-3,750	431	-9,643	-8,119	-4,856
Yatırım Faaliyetlerinden	-5,603	-7,202	-13,427	-14,748	-9,060
Finansman Faaliyetlerinden	14,484	20,576	34,345	16,923	23,615
Temettü Ödemesi	-1,500	-1,500	-1,800	-847	-1,209
Serbest Nakit Akışı	-7,565	-5,091	-12,038	-11,937	1,350
Net Borç	16,565	26,910	53,207	72,250	84,151
Ana Çarpanlar					
Brüt Kar Marjı	30.0%	29.5%	32.2%	32.8%	32.5%
VAFÖK Marjı	10.1%	8.9%	10.4%	10.5%	10.4%
Net Kar Marjı	4.5%	3.2%	2.1%	1.9%	2.2%
Sermaye Karlılığı	17.5%	18.0%	13.1%	14.7%	19.0%
Satış Büyümesi	67%	96%	54%	52%	35%
VAFÖK Büyümesi	35%	73%	82%	53%	33%
Net Kar Büyümesi	8%	41%	-2%	43%	55%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.8	1.0	1.4	1.6	1.6
Net Borç/VAFÖK (x)	2.4	2.3	2.5	2.2	1.9

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir. (**) Sabit Kıymetler, "Maddi" ve "Maddi Olmayan" Duran Varlıkların içermektedir. Şerefiye, "Diğer Duran Varlıklar" içerisinde yer almaktadır.

Şirket Tanımı

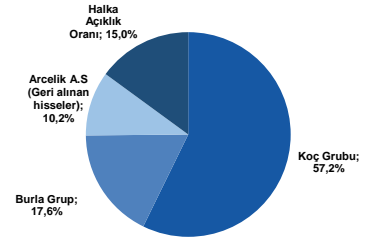
Türkiye'nin lider beyaz eşya üreticisi Arçelik, 1955 yılında kurulmuş olup dayanıklı tüketim malları, tüketici elektroniği, küçük ev aletleri ve mutfak aksesuarları üretimi ve pazarlaması yapmaktadır.

Şirket, 9 ülkeye (Türkiye, Çin, Romanya, Rusya, G. Afrika, Tayland, Pakistan, Hindistan ve Bangladeş) yayılmış 28 fabrikası, 52 iştiraki ve yaklaşık 45.000 çalışanı ile 150'den fazla ülkede ürün ve hizmet sunmaktadır.

Türkiye beyaz eşya sektöründe %50'den fazla pazar payı ile baskın bir oyuncu ve çoğunlukla Avrupa'ya olmak üzere önemli bir beyaz eşya ihracatçısıdır.

Arçelik'in ayrıca Pakistan (Dawlance), Güney Afrika (Defy), Bangladeş (Singer) ve Hindistan'da Tata ile bir ortak girişimi bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi 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 önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, 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. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.