

Aylık Strateji

Nisan 2024

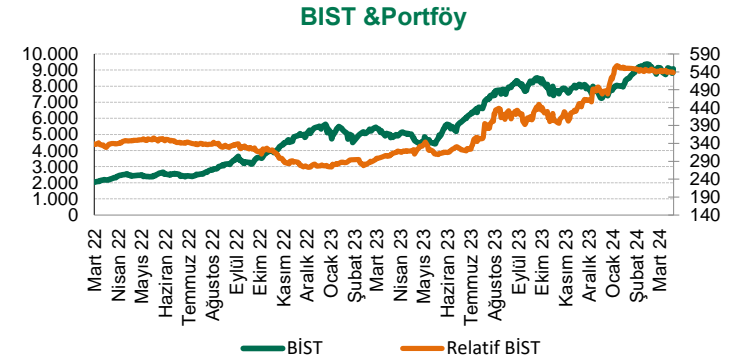
Araştırma Bölümü
+90 (212) 334 33 33
arastirma@sekeryatirim.com

Fed yıl içinde üç faiz indirim beklentisini korudu...

- Fed, 20 Mart toplantısında beklentilere paralel olarak faizi %5,25-5,50 aralığında sabit bırakırken toplantı sonrası konuşan Başkan Powell, bu yıl için faiz indirimlerine başlamanın uygun olacağı mesajını verdi. Noktasal grafiklerde 3 faiz indirim beklentisi korunurken, son gelen ekonomik verilerden sonra %55'e gerileyen Haziran ayında faiz indirim ihtimali %75'e kadar yükseldi. Cari durum itibarıyla Haziran ayında faiz indirim olasılığı %60 düzeyinde fiyatlanıyor. ABD ekonomisine yönelik gelen verilerin resesyona endişelerini ortadan kaldırması ve faiz indirim sürecinin yılın ikinci yarısında başlayacağı yönündeki güçlü beklentiler, global risk iştahını halen desteklemektedir.
- Yurt içinde ise TCMB, Mart toplantısında piyasada oluşan seçimler öncesinde faizin sabit tutulacağı beklentilerine karşın politika faizini sürpriz bir şekilde 500bp artışla %50 seviyesine yükseltti. PPK metninde ise sıkı duruşun sürdürüleceğine ve enflasyonla mücadelede kararlı olunacağına yönelik güçlü mesajlar verildi. Kurul ayrıca, operasyonel çerçevede değişikliğe giderek, Merkez Bankası gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranlarının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla +/- 300 baz puanlık bir marj ile belirlenmesine karar verdi. TCMB kararıyla beraber döviz kurlarında da dengelenme sağlanırken, Dolar/TL kuru 29 haftanın ardından ilk kez haftalık bazda düşüş kaydetti.
- Son dönemde atılan sıkılaştırma adımlarına ek atılan faiz artırımını adımı, rasyonel politikaların kararlılıkla uygulanacağına ve dezenflasyonist sürecin başlayacağına ilişkin güveni artırırken TL varlıklara ilgiyi destekledi. Haziran ayı ile birlikte sıkılaştırma adımları ve baz etkisinin devreye girmesiyle enflasyonda düşüşün görülmeye başlanacağı düşünüyoruz. Enflasyonda gerilemenin başlaması ile yıl sonuna doğru TCMB'nin faiz indirim ihtimalinin kuvvetlenmesi de piyasaları olumlu etkileyecektir. Global merkez bankalarının yılın ikinci yarısında faiz indirim sürecine başlayacak olması da TCMB'nin faiz indirimleri konusunda elini kuvvetlendirecektir.
- 31 Mart Pazar günü gerçekleşen yerel seçimlerin sorunsuz bir şekilde tamamlanması sonrasında Nisan ayında yurt içinde Merkez Bankası'nın faiz kararı, uygulanan ekonomi program ve liralasma stratejisi çerçevesinde açıklanabilecek makro ihtiyati tedbirler ve başta enflasyon olmak üzere makroekonomik verilerin yakından takip edileceğini düşünüyoruz.
- Yurt dışında ise Nisan ayında Fed toplantısı bulunmazken, başta Fed olmak üzere merkez bankalarından faiz indirimleri konusunda gelecek mesajlar, açıklanacak makroekonomik veriler ve jeopolitik risklerdeki gelişmeler piyasalar tarafından takip edilecektir.

| Veriler | Kapanış* | A/A | YBG |
|-----------------|----------|--------|--------|
| BIST - 100, TL | 9.142 | -0,56% | 22,4% |
| BIST - 100, USD | 283 | -4,0% | 11,6% |
| MSCI Turkey | 298.967 | 0,3% | 14,1% |
| MSCI EMEA | 201 | -0,5% | -0,6% |
| MSCI EM | 1.043 | 2,2% | 1,9% |
| Gösterge Tahvil | 45,44% | 255bps | 576bps |
| USD/TL | 32,2854 | 3,61% | 9,67% |
| EUR/TL | 34,8023 | 3,06% | 6,84% |
| F/K | | | |
| BIST - 100 | 6,9 | | |
| Bankacılık | 6,3 | | |
| Sanayi | 12,8 | | |
| Demir&Çelik | 25,6 | | |
| GYO | 2,6 | | |
| Telekom | 14,1 | | |
| 2024T F/K | 5,4 | | |

*Kapanış 29 Mart 2024



Seçim sonrasında BIST’de oynaklığın azalmasını bekliyoruz...

- Aralık ayının son haftasında başladığı yükseliş trendini Şubat ayının ikinci yarısında 9.400 seviyelerinde sonlandıran BIST 100 Endeksi, beklentilerimize paralel seçimler öncesinde Mart ayında 9.400-8.700 aralığında oldukça geniş bir bantta dalgalı bir seyir izledi.
- Ay içerisinde iki kez 9.400 direncine yaklaşan BIST 100 Endeksi bu seviyeyi aşamarak ayı % 0,56 düşükle 9.142 puandan tamamlarken, bankacılık endeksi %9,21 arttı, Sınai endeks ise %3,27 düştü.
- Yurt içinde Mart sonunda yapılan yerel seçimler sonrasında belirsizliğin ortandan kalması nedeniyle piyasalardaki oynaklığın azalmasını bekliyoruz. Bununla beraber, sürdürülen rasyonel politikalara artan siyasi destekle birlikte öngörülebilirliğin yükselmesi ve risklerin azalmasını, yabancı yatırımcı ilgisini ve döviz girişini destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu beklentiler ışığında seçimlerin sorunsuz bir şekilde tamamlanması sonrasında piyasaların istikrar kazanarak olumlu seyrine dönmesini bekliyoruz
- Bu beklentiler ışığında BIST 100 endeksi için 12 aylık 11.700 puan hedefimizi ve AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey endeksi 2024T 5,39x ve 1,24x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 57% ve 19% iskontolu işlem görmektedir.
- Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.

Piyasa Riskleri

- Enflasyondaki yüksek seyrin beklenenden daha uzun süre devam etmesi ve global merkez bankalarının faiz indirim sürecini ötelemesi,
- Yurt içinde başta enflasyon olmak üzere beklentilerden kötü gelen makro veriler nedeniyle sıkılaştırma adımlarına rağmen döviz kurlarında oynaklığın artması,
- Yumuşak iniş beklentilerine rağmen özellikle majör ekonomilerde resesyon riskinin belirgin hale gelmesi ve faiz indirimlerinin hızlanarak oynaklığın artması,
- Çin’deki gayrimenkul/emlak piyasasındaki krizin derinleşerek büyümede yavaşlamaya neden olması,
- Emtia fiyatlarındaki oynaklığın jeopolitik riskler ve ülkeler bazında alınan tedbirlerle yüksek seyretmesi,

Model Portföy

| Portföy | Kapanış | Hedef | Get. Pot. | A/A | Relatif |
|----------|---------|--------|-----------|--------|---------|
| AKBNK.TI | 46,78 | 65,03 | 39,0% | 17,4% | 18,1% |
| BIMAS.TI | 361,00 | 440,70 | 22,1% | -7,0% | -6,5% |
| ISCTR.TI | 11,39 | 16,94 | 48,7% | 2,6% | 3,2% |
| KRDMD.TI | 23,20 | 43,62 | 88,0% | -13,6% | -13,1% |
| MGROS.TI | 415,00 | 595,00 | 43,4% | -15,9% | -15,4% |
| SAHOL.TI | 82,50 | 100,23 | 21,5% | 3,8% | 4,4% |
| SISE.TI | 46,24 | 78,70 | 70,2% | -9,6% | -9,1% |
| TAVHL.TI | 183,10 | 222,80 | 21,7% | 4,9% | 5,5% |
| TCELL.TI | 67,70 | 104,30 | 54,1% | 1,1% | 1,7% |
| THYAO.TI | 297,75 | 402,60 | 35,2% | 5,7% | 6,3% |
| Ortalama | | | | -1,1% | -0,5% |

*Kapanış 29 Mart 2024

Eklene

-

Çıkan

-

Değişmeyen

AKBNK

BIMAS

ISCTR

KRDMD

MGROS

SAHOL

SISE

TAVHL

TCELL

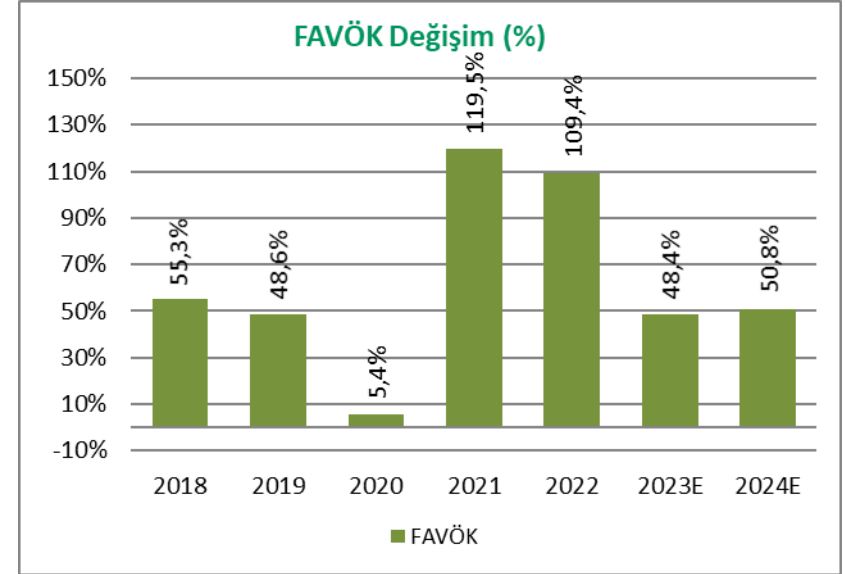
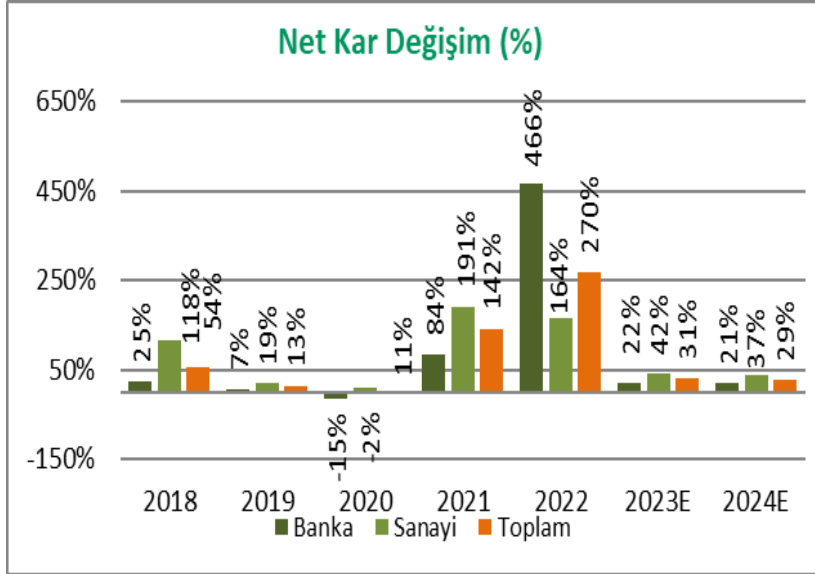
THYAO

Favori Sektörler

Bankacılık
Gıda-İçecek
Perakende
Turizm
Havacılık
Telekom
İnşaat
Çimento
Enerji
Cam

FAVÖK ve Net Kar Tahminleri

- 2024 yılında takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin net karının bir önceki yıla göre %37 (enflasyon muhasebesi etkisi hariç), FAVÖK'ünün ise %50.8 artmasını (enflasyon muhasebesi etkisi hariç) beklerken bankaların net karının ise %21 oranında artmasını bekliyoruz.



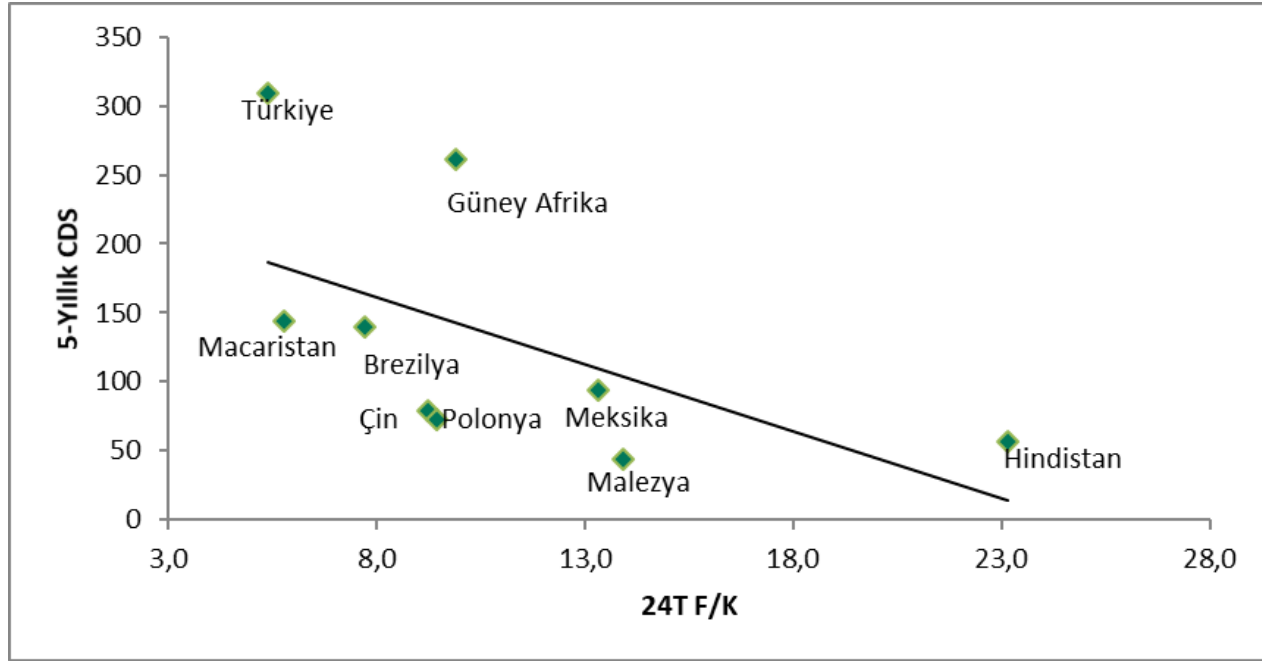
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %16,8 yükseliş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar endeksinin %9,7 üzerinde performans göstermiştir.

| Değişim | 1Ay | 3Ay | 12Ay | YBD |
|------------------------------|-------|--------|-------|--------|
| MSCI Türkiye | 0,3% | 14,1% | 16,8% | 14,1% |
| MSCI Gelişen Pazarlar | 2,2% | 1,9% | 5,5% | 1,9% |
| MSCI EMEA | -0,5% | -0,6% | 5,4% | -0,6% |
| MSCI Doğu Avrupa | 0,2% | 1,4% | 36,2% | 1,4% |
| MSCI Dünya | 3,0% | 8,5% | 22,6% | 8,5% |
| Relatif MSCI Türkiye | 1Ay | 3Ay | 12Ay | YBD |
| MSCI Gelişen Pazarlar | 1,8% | -10,7% | -9,7% | -10,7% |
| MSCI EMEA | -0,9% | -17,2% | -9,7% | -12,9% |
| MSCI Doğu Avrupa | -0,1% | -11,1% | 16,6% | -11,1% |
| MSCI Dünya | 2,7% | -5,0% | 5,0% | -5,0% |

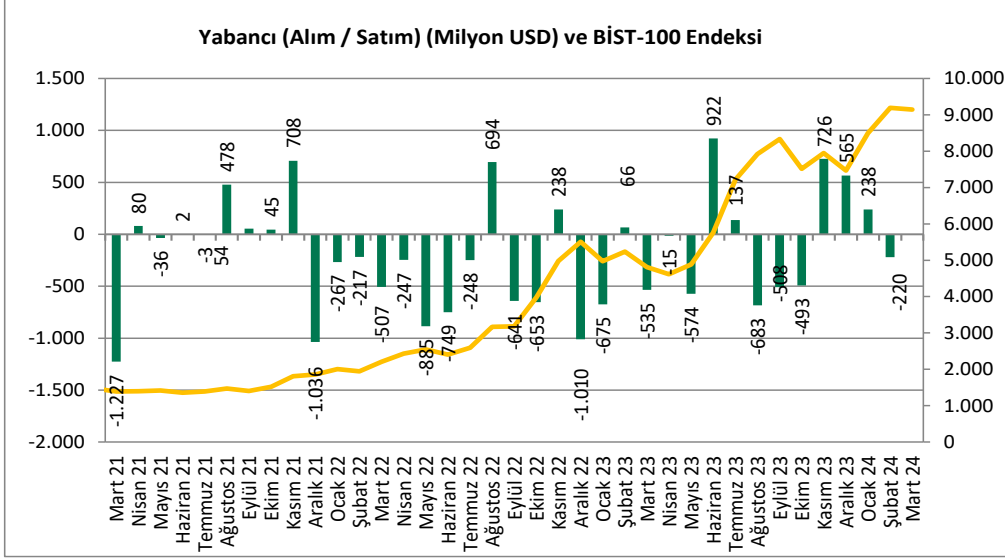
29 Mart 2024 itibariyle

Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 2024T F/K Oranları...

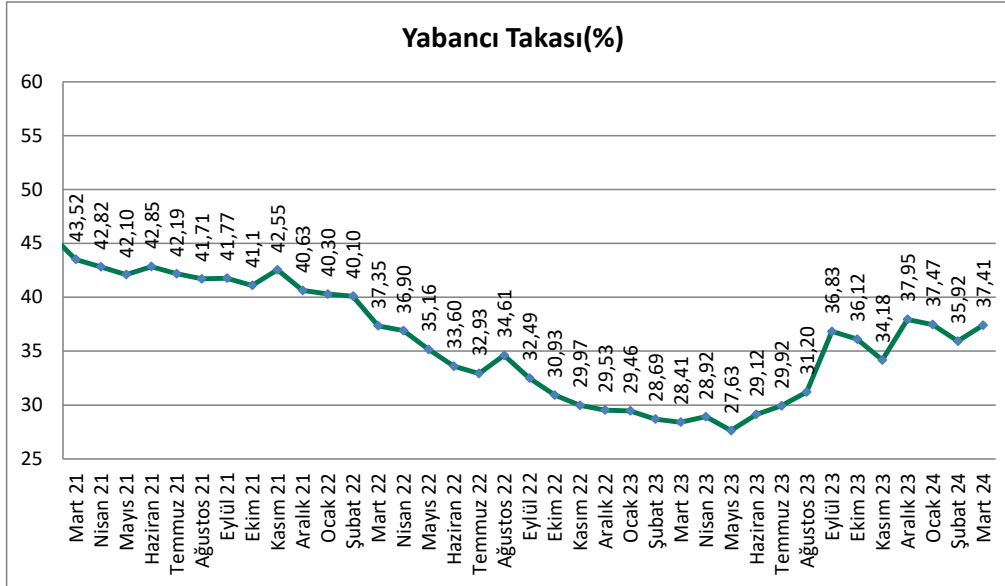


29 Mart 2024 itibariyle

Yabancı payı...

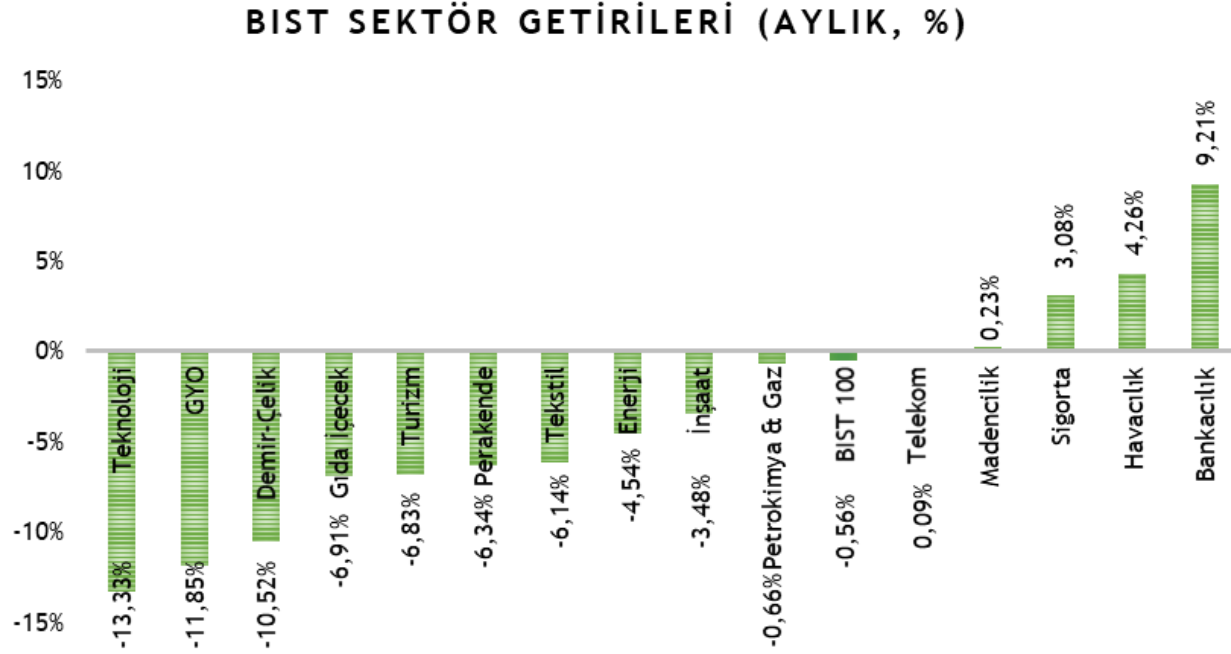


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2024 Mart ayında toplamda 220 milyon dolar net satış gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2024 Mart ayında %37,41 seviyesine yükseldi.

Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Mart 2024 itibariyle en çok yükseliş kaydeden sektör aylık %9 artışla Bankacılık sektörü olmuştur.

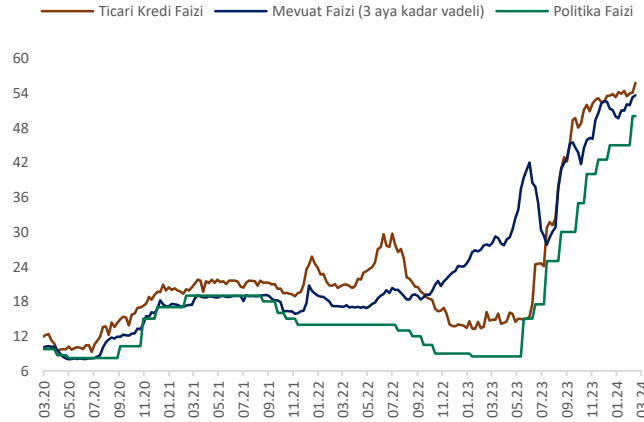
Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı/Mart

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilerin aksine 500 baz puan artışla %50 seviyesine yükseltti. Son dönemde yaşanan enflasyon beklentilerindeki bozulma karardaki şahin duruşun temel gerekçesini oluşturuyor. Para politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla Operasyonel çerçevede de önemli bir değişikliğe gidilmiştir. Bu kapsamda TCMB borç alma/borç verme faizinin politika faizine kıyasla -/+300 baz puan olacak şekilde belirlenmesine karar verilmiştir. Hizmet enflasyonu öncülüğünde Şubat ayında bozulan enflasyon görünümü para politikasındaki şahin duruşun en önemli nedeni. TCMB önceki toplantısında belirttiği sıkılaşma konusundaki koşulların arkasında durmaya devam edecek gibi görünüyor. Kararı enflasyon görünümündeki bozulmaya izin verilmeyeceği ve para politikasının gerekli durumlarda daha da sıkılaşacağı şeklinde anlıyoruz. Hem temel politika aracı politika faizi hem de makroihtiyati tedbirlerle tamamlanan likidite yönetimi enflasyonla mücadelede kararlı şekilde kullanılmaya devam edilecek gibi görünüyor. Simetrik faiz marjını önceki yıllarda kullanılan faiz koridoruna benzetebiliriz. Bant genişliği bir para politikası aracı olarak kullanılırken, benzer bir amaçla bu kararın alındığını düşünüyoruz.

Hizmet enflasyonundaki katılığın tüm küresel ekonomilerde olduğu gibi Türkiye’de de devam etmesi enflasyon beklentilerindeki bozulmayı tetikliyor. Ayrıca tüketim malı ve altın ithalatı düşmesine rağmen talepteki direncin devam etmesi daha radikal kararlar almayı zorunlu hale getirmiştir. Tamamlayıcı araçlarla devam ettirilen para politikası kompozisyonu bir üst banda taşınarak, enflasyonla mücadelenin kararlı şekilde devam edeceği şahin bir tonda tekrar vurgulanmıştır. Önceki toplantıda para politikasının sıkılaşma koşulu aylık enflasyon düzeyindeki gelişmeler olarak vurgulanmıştı. Fiyatlardaki katılığın Şubat ayında da devam etmesi, kurulu faiz artırımını ve böylece sözle yönlendirmedeki inandırıcılığını korumaya itmiştir. Bununla TCMB’ye karşı zayıflayan güvenin yeniden tesis edildiğini söyleyebiliriz. Yılın ikinci yarısından itibaren talep dengelenmesi ve TL’deki reel değerlenmeye inancın korunduğunu görüyoruz. Bu varsayımların gerçekleşmesi durumunda enflasyon beklentileri de iyileşecek ve dezenflasyon süreci başlayacaktır.

Politika Faizi, Mevduat ve Ticari Kredi Faiz Oranları (%)



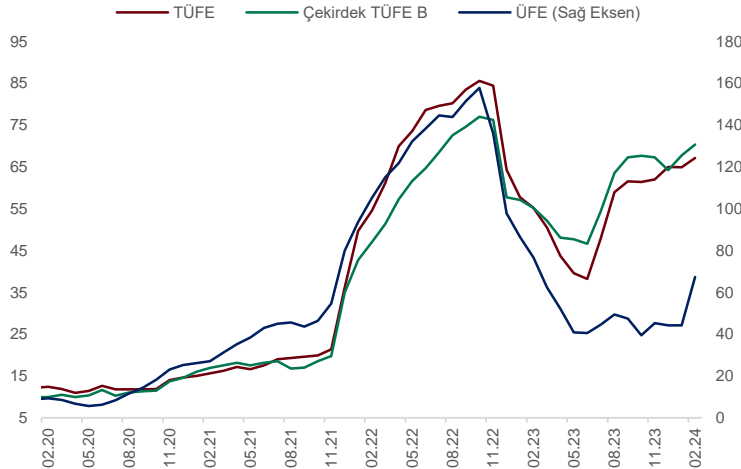
Makroekonomik Görünüm

Enflasyon – Şubat

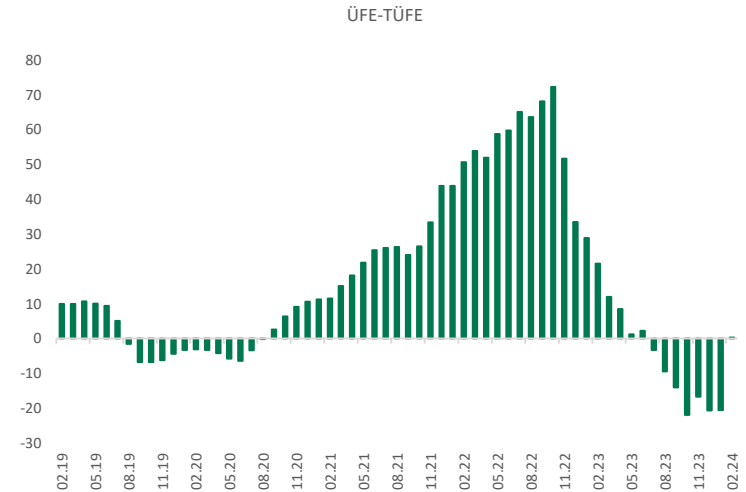
TÜFE Şubat'ta bir önceki aya göre %4.53 artarken yıllık enflasyon %67.07 seviyesine yükseldi. (önceki %64.86). Piyasa beklentisi enflasyonun aylık %3.98 ve yıllık %66.2 artış yaşayacağı yönündeydi (Şeker Yatırım beklentisi aylık %3.75 ve yıllık %66). Piyasa ve bizim beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen enflasyon verisi, ekonomideki sıkılaştırıcı önlemlerin henüz istenilen sonuçları vermediğini gösteriyor. Her ne kadar TCMB tahminleri yılın ilk yarısında enflasyonda yukarı yönlü ivmeler beklese de mevcut seviyeler tahmin bandının üst seviyelerine oldukça yakın. Endekste %57 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %67.59 yükseldi. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %4.23 olurken yıllık enflasyon %70.31 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek enflasyon seviyelerindeki aylık fiyat dinamiklerinin genel enflasyonun altına düşmesi gelecek dönem için olumlu. Fakat her iki göstergenin de yılsonu enflasyon tahminleriyle uyumlu seviyelere gelebilmesi için yılın ikinci yarısında ciddi bir yavaşlama gerekiyor. Mevcut görünümle yılsonu gerçekleşmenin TCMB tahminlerinden yukarı yönlü sapma ihtimali oldukça kuvvetli.

Ocak-Şubat aylık enflasyonundaki seyir TCMB tahmin patikasının üst bandına yakın seyrediyor. Yılın ikinci yarısında beklentilerden daha olumlu bir geri çekilme yaşanmazsa, yılsonu enflasyon seviyesinin TCMB tahminlerini aşması yüksek bir olasılık gibi görünüyor. Özellikle para politikasının kontrol alanı dışındaki yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen katkılar TCMB'nin işini zorlaştırıyor. Enflasyondaki eğilime göre para ve maliye politikalarını kademeli olarak ayarlayan ekonomi yönetiminin kararlı duruşu enflasyon beklentilerini yönetme konusunda etkin bir çipa görevi görüyor. Kurda yaşanacak istikrarlı seyir de özellikle maliyet enflasyonunu yavaşlatma açısından kritik önem taşımaktadır. Para politikasının kontrol alanı dikkate alındığında, fiyat istikrarı kadar finansal istikrarı da dikkate alan uygulamalar kurdaki oynaklığı düşürerek hem risk primlerine, hem de makro finansal istikrara katkı sağlayacaktır.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası



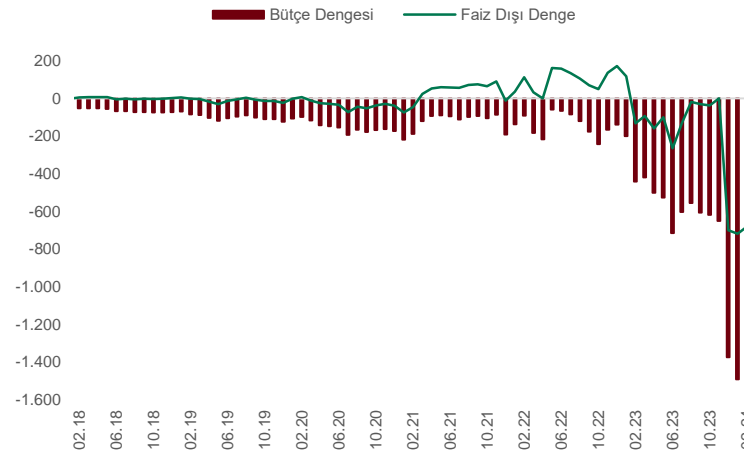
Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Şubat

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Şubat ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 536.1 milyar TL, bütçe giderleri 689.9 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 635.1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 153.8 milyar TL olurken faiz dışı denge 99 milyar TL açık vermiştir. Elektrik Üretim AŞ'ye Şubat'ta 18.2 milyar ve Ocak-Şubat döneminde toplam 36.9 milyar TL transfer yapılmıştır. Bütçe açığı, faiz dışı denge ve 12 aylık kümülatif görünüm incelendiğinde Ocak ve Şubat aylarında yataya yakın bir seyir izlenmiştir. Cari transferlerde tarımsal destek sürerken, alan bazlı ve fark niteliği kapsamındaki tarımsal destekler Ocak-Şubat döneminde 26 milyar TL'ye ulaşmıştır. Hane halkına yapılan destek ödemeleri de cari transferler üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. yılın ilk iki ayındaki eğilim dikkate alındığında, ek sıkılaştırıcı mali tedbirler gelmezse bütçe açığındaki görünümün beklentilerden negatif ayrışacağını söyleyebiliriz.

Para politikasındaki sıkı duruşun etkili olabilmesi ve enflasyonu kontrol altına alabilmesi için maliye politikasından gelecek destek oldukça önemli hale gelmiştir Bu kapsamda sıkı para politikası kadar sıkı maliye politikasının da hem tahvil faizleri hem de enflasyonu kontrol altına alabilmek için eşgüdümlü uygulanması gerektiğini düşünüyoruz. Vergi tahsilatlarındaki iyileşme bütçe görünümüne pozitif katkı verse de asıl etkinin 2024 ikinci yarısından itibaren gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Türk Lirası'nı destekleyen tasarruf tedbirlerinin hem kur hem enflasyon baskısını azaltarak bütçeye de katkı vereceğini öngörüyoruz. Para ve maliye politikasındaki sıkı duruşun makro/mikro ihtiyati tedbirlerle desteklenmesinin hem fiyat istikrarı hem de mali disipline yılın ikinci yarısından itibaren pozitif katkı vermeye başlayacağını düşünüyoruz. Enflasyon ortamında personel ücretlerinde yapılan iyileştirme ve doğal afet nedeniyle artan cari transferler bir süre daha ortalamanın üzerinde bir bütçe açığı getirmeye devam edecektir. Mali disiplin çıpasındaki hedeflenen değerlerin 2025-2026 döneminde gerçekleşebileceğini öngörüyoruz. Bu hedefin gerçekleşmesi için para ve maliye politikasındaki sıkı duruşun bir süre daha devam etmesi gerektiğinin altını çizmek isteriz.

Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (12 ay birikimli, milyar TL)



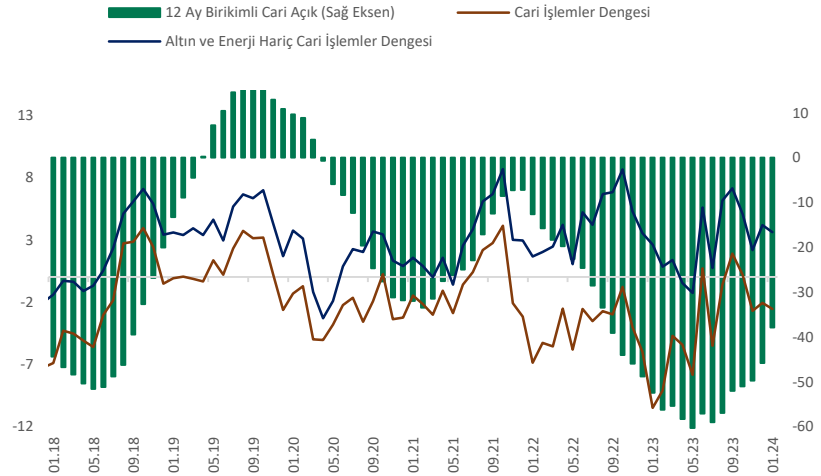
Makroekonomik Görünüm

Ödemeler Dengesi / Ocak

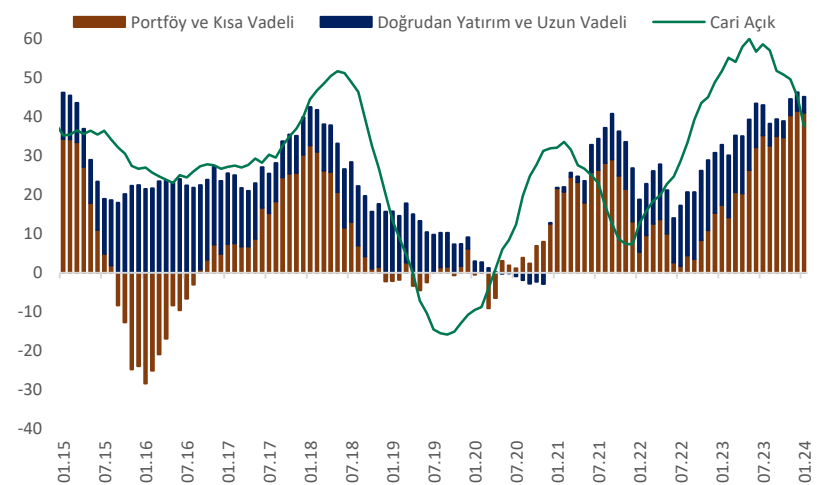
Ödemeler dengesi istatistiklerine göre Ocak ayı cari işlemler dengesi, 2.556 milyon USD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 37.516 milyon USD olmuştur. Beklentilere paralel gerçekleşen cari açık verisinde, dış ticaret dengesindeki pozitif gelişmelere hizmetler dengesinin eşlik etmesi katkı sağlamıştır. Bu gelişmede, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 4.448 milyon USD ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 2.792 milyon USD gerçekleşmesi etkili olmuştur. 12 Aylık birikimli dış ticaret açığı, Haziran sonrası başlayan sıkılaştırma adımlarıyla 98.1 milyar USD seviyesine gerilemiştir (Mayıs 2023 zirvesi 122 milyar USD). Kış mevsimindeki güçlü enerji talebine rağmen cari açıda yaşanan pozitif gelişmeler yılın geri kalanında bu iyileşmenin artarak devam edeceğine işaret ediyor. Sıkılaştırıcı adımların ticaret dengesi öncülüğünde cari dangedeki iyileşmeyi desteklemesi dış kırılganlık riskini azaltmaya devam ediyor. Para politikasındaki sıkılaştırıcı adımlara kredi büyümesi tedbirlerinin eklenmesi cari dengeyi desteklemeye devam edecektir. Büyüme ve ödemeler dengesi ile uyumlu bir kredi büyüme hızına erişilmesi dış dengeye de katkı sağlamaya devam edecektir.

Cari işlemler açığının nasıl finanse edildiğine baktığımızda, resmi rezervlerde 6.207 milyon ABD doları net azalış gözlenmiştir. Son dönemdeki sıcak para girişlerinin etkisiyle 12 aylık toplamda portföy yatırımları ve kısa vadeli girişler 40.9 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir (12 ay ortalaması 31 milyar USD). Doğrudan yabancı yatırım ve uzun vadeli sermaye girişleri ise birikimli veride yataya yakın seyretmektedir. Ocak ayı itibarıyla birikimli doğrudan yatırım ve uzun vadeli finansman 4.1 milyar USD düzeyinde net giriş kaydetmiştir (önceki 4.7). Cari açığın finansman kalitesinde kısa vadeli kaynakların payının yükselmesi ekonomideki kırılganlık riskini arttırmaktadır. Ocak ayında resmi rezervlerde yaşanan gerileme hem enerji ödemeleri için yapılan satışlar hem de kurdaki iç talep kaynaklı baskının bir yansımasıdır. Son dönemde devam eden rezerv birikimleri kurda yaşanan baskılar nedeniyle gerilemeye başlamıştır. Para politikasındaki pozitif gelişmelerin sermaye girişlerini tetiklemesi hem kurdaki baskıyı hafifletecek hem de sermaye hesabına pozitif katkı sağlayacaktır.

Cari Açık, Enerji ve Altın Hariç Cari Denge, 12 ay birikimli Cari Açık (Milyar USD)



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)



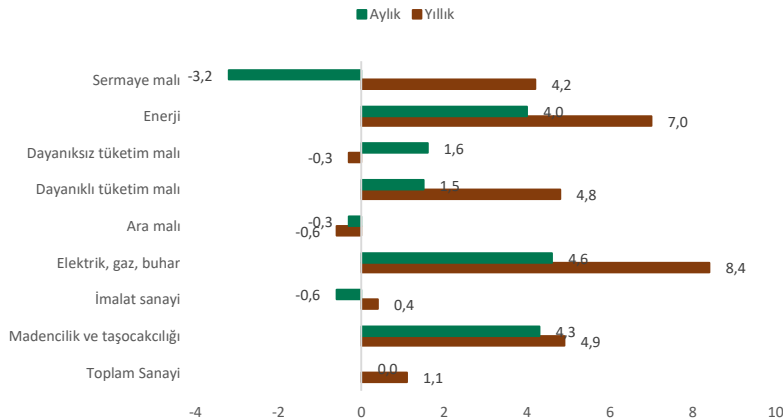
Makroekonomik Görünüm

Sanayi Üretimi - Ocak

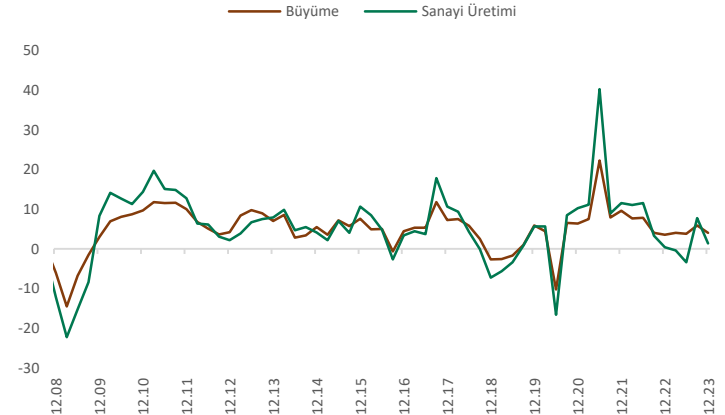
Sanayi Üretim Endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim Ocak'ta bir önceki aya göre değişim göstermedi, yıllık üretim artışı ise %1.1 seviyesine geriledi (önceki %2.3). Beklentilerin altında gerçekleşen üretim göstergeleri, üretim yanlı ekonomik göstergelerdeki görünümün beklentilerden negatif ayrışabileceğine işaret ediyor. Aylık üretim göstergeleri Aralık ayı hariç tutulduğunda yaklaşık 7 aydır durgun ya da daralma bölgesinde. Temmuz ayından itibaren sert bir şekilde faiz artırımı sürecine başlayan ekonomi yönetimi, iç talep öncülüğünde enflasyonu dizginlemeyi hedefliyordu. Buna dış talepteki durgun seyir de eklenince üretim göstergeleri beklentilerden daha sert yavaşlamaya başladı. Üretim göstergelerindeki yavaşlama ekonomideki hizmet ve finans sektörleri öncülüğünde telafi edilirken büyüme oranı üretim seviyesi kadar yavaşlamıyor. 2024 boyunca üretimdeki yavaşlamanın hizmetler ve finansal faaliyetlerdeki artışla telafi edileceğini tahmin ediyoruz. Beklentilerimiz 2024 boyunca makro göstergelerden çok mikro yapıların, şirket ve sektörlerdeki performansı etkileyeceği yönündedir. İhracat oranı yüksek, kaldıraç ve finansman gideri düşük firmaların pozitif ayrışacağını tahmin ediyoruz.

Ana ticaret pazarlarındaki belirsizlik ve dış talepteki düşüşe iç talepteki yavaşlamaya eklenince büyüme ve üretim beklentilerin altında kalmaya devam edecektir. Hem iç hem de dış talepteki yavaşlamanın enflasyon üzerinde beklenen sonuçları kademeli olarak vereceğini tahmin ediyoruz. Fiyat istikrarı hedefine ya da en azından aşırı ısınan ekonomideki soğuma döngüsüne ulaşmanın alternatif maliyeti büyüme hedeflerinden feragat olacaktır. Yılsonu büyüme tahminleri potansiyel büyümenin altında kalırken, bazı sektörlerdeki yavaşlama daha belirgin hale gelecektir. Küresel piyasalardaki üretim ve resesyon endişelerindeki zayıflama yurtiçi üretimdeki yavaşlamanın etkisini hafifletebilir. Buna ek olarak yerel seçimler öncesi parasal sıkılaşıma koşullarında erteleme ya da yavaşlama olması özellikle TL likiditeye hassasiyeti yüksek sektörlerdeki sanayi üretimini pozitif etkileyebilir. Para ve maliye politikalarındaki eşgüdümlü sıkılaşıma fiyat istikrarı ve finansal istikrarı beraberinde getirecektir.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



Akbank (AL, Hedef Fiyat: 65,03 TL)

Getiri Potansiyeli: %39

Pazar payı kazanımları ile dönüşüm ve verimlilik artışı

Banka son iki yılda müşteri kazanımlarının yardımıyla dönüşüm ve verimlilik artışı ile öne çıkmaktadır ve çekirdek bankacılık gelirlerindeki güçlü seyri korumada avantajlı pozisyonadadır. Güçlü sermaye yapısı, dinamik bilanço yönetimi, karlılık odaklı kredi büyümesini gözönünde bulundurarak AL olan tavsiyemizi koruyoruz.

Güçlü sermaye tamponu ve yüksek iç sermaye üretimi kapasitesi ile elverişli konum. Banka %21,9 seviyesindeki güçlü sermaye yeterlilik oranı ile rakipleri arasında birinci sıradadır ve piyasa payı kazanımlarını sürdürmek için elverişli bir konumdadır.

Bankanın net karının 2024 yılında 2023 yılına göre %18,5 oranında artmasını bekliyoruz. 65,03 TL olan hedef fiyatımızın %39 artış potansiyeli bulunmaktadır. “AL” tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 3,1x F/K (Benzerlerine göre %5 iskontolu) ve 0,87x F/DD çarpanlarıyla ve %32,2 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

Karlılık odaklı kredi büyümesi, kredi kartlarında güçlü pazar payı kazanımları. Banka 2023 yılında kredi kartlarındaki 250 baz puan pazar payı kazanımı ile lider konumdadır. Bu stratejinin marjları desteklemesini öngörüyoruz. Tüfe endeksli tahvillerin özkaynaklara oranı %73 seviyesinde olup marj gelişiminin enflasyona duyarlılığı yüksektir.

Kur korumalı mevduatlardaki pazar payı %8,7 olup özel bankalar arasındaki ikinci en düşük seviyededir. Vadesiz mevduatların ağırlığı ise %30 seviyesinde ve sektör ortalamasının altındadır.

Ücret ve komisyon gelirleri artışında lider konum. Banka yıllık bazda rekor yüksek %199 artış ile lider konumdadır. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %69 seviyesinde olup sektör ortalaması %67 seviyesinin hafif üzerindedir.

Aktif kalitesi yönetiminde güçlü performans. 2023 yılında yakın izlemedeki kredilerdeki artış oranı %51 olup görece yüksektir. Ancak bu kredilerin ağırlığı %7,1 olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

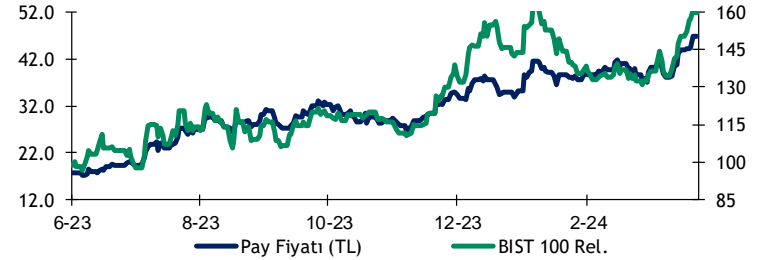
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

| | | | |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn) | 243,256 | Beta (12A) | 1.00 |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 7,541 | Ort. Günlük Hacim | 3,552 |
| Kapanış | 46.78 | Yabancı Payı | 58.4% |
| 12 Ay Yüksek | 48.76 | Halka Açıklık (%) | 52.0% |
| 12 Ay Düşük | 13.37 | Ağırlık | 5.10% |

| (TL Mn) | 2022A | 2023A | 2024T | 2025T |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| Net faiz geliri | 76,872 | 63,547 | 99,811 | 128,536 |
| % Fark, Yıllık | 236.6% | -17.3% | 57.1% | 28.8% |
| Net ücret ve komisyon geliri | 10,316 | 30,832 | 50,873 | 73,767 |
| % Fark, Yıllık | 97.1% | 198.9% | 65.0% | 45.0% |
| Net kar | 60,023 | 66,479 | 78,808 | 101,095 |
| % Fark, Yıllık | 395.0% | 10.8% | 18.5% | 28.3% |

| Rasyolar | 2022A | 2023A | 2024T | 2025T |
|---|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı | 3.0% | 2.4% | 3.5% | 3.2% |
| Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç) | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 1.0% |
| Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil) | 8.8% | 5.5% | 6.0% | 6.7% |
| Ortalama aktif getirisi | 6.7% | 4.6% | 3.7% | 3.6% |
| Ortalama özkaynak getirisi | 52.3% | 36.4% | 32.2% | 31.2% |

| Değerleme Çarpanları | 2022A | 2023A | 2024T | 2025T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K | 1.7 | 3.6 | 3.1 | 2.4 |
| F/DD | 0.66 | 1.14 | 0.87 | 0.66 |



| Getiri | 1A | 3A | 6A | 1Y |
|------------------------------|------|------|------|-------|
| TL Getiri (%): | 19.5 | 31.8 | 43.9 | 184.2 |
| US\$ Getiri (%): | 15.3 | 20.0 | 22.0 | 68.5 |
| BIST 100 Relatif Getiri (%): | 21.2 | 9.8 | 33.7 | 52.5 |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

BİM (AL, Hedef Fiyat: 440,70 TL)

Getiri Potansiyeli: 22%

Sağlam finansal yapısı ve mağaza ağı büyümesi ile güçlü görünüm devam ediyor...

➤ **Şirket için hedef pay fiyatımız 440.70 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 29 Mart 2024 kapanışı baz alınarak Bim'in getiri potansiyeli %22'ye işaret etmektedir.**

➤ **Yıl başından bu yana güçlü performans gösteren gıda perakendeciliği sektöründe öne çıkmayı başaran şirketlerden biri olan Bim için 2023 yılının görünümünün olumlu olduğunu düşünüyoruz. Müşteri trafiğinde gözlemlenen toparlanma, özel markalı ürün portföyü, mağaza açılışlarındaki kuvvetli seyir, enflasyonist ortamın tüketici alışkanlıklarında yol açtığı değişiklik sonucu mağaza sepet hacmindeki yükseliş ve yüksek enflasyonun da olumlu etkisiyle artan mağaza başı satış gelirleri Bim'in 2023 yılında güçlü performans sergilemesindeki temel unsurlar olmuştur.**

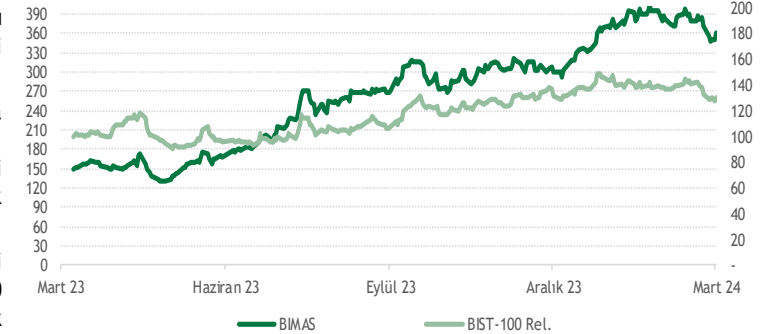
➤ **Kuvvetli mağaza açılışlarıyla Şirket, 9A23'te yurt içinde 10.817 (9A22: 10.166 mağaza) BİM Türkiye mağazası, 223 de FİLE (9A22: 192 mağaza) mağazası olmak üzere toplamda 11.040 adet mağaza sayısına ulaşmış; yurt dışında ise 668 BİM Fas (9A22: 610 mağaza) ve 338 BİM Mısır (9A22: 306 mağaza) mağazasıyla 1.006 mağaza sayısını yakalamıştır. Şirket'in 9A23 sonunda toplamda mağaza sayısı büyüklüğü ise 12.046 mağaza olarak gerçekleşmiştir.**

➤ **Güçlü organik büyümesi ve sağlam finansal yapısı ile BİM, takdir ettiğimiz şirketler arasında yer almaktadır. Net kârda sürdürülebilir büyüme ve hedeflenen FAVÖK seviyelerinin korunması, yurt dışı operasyonların katkısı, yurt içi ve yurt dışında artan büyüme iştahı ve başarılı iş modeline paralel olarak Bim hisselerini olumlu değerlendiriyoruz. Borçsuz finansal yapısı, döviz riski taşıyaması ve güçlü nakit akışına sahip olması nedeniyle BİM için "AL" önerimizi koruyoruz. Ayrıca; güçlü pazar payı performansının sürdürülmesi, FİLE operasyonlarının hem fiziki hem de online kanallardan büyümeye katkısı, Şirket'in kendi markalı ürünlerinin satış içerisindeki payının yüksek olması ve makroekonomik konjonktürlerin hala gıda perakendeciliği sektörünü destekleyici hava yaratması Şirket için pozitif beklentilerimizin devam etmesinde önemli unsurlardır.**

➤ **Diğer taraftan; 2024 yılı için asgari ücrete yapılan tek seferlik %49'luk artışın kısa dönem için Şirket finansalları üzerinde hafif baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca; enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişler, artan enerji maliyetleri ve kurlarda meydana gelebilecek dalgalanmalar sebebiyle yükselebilecek mağaza inşaat maliyetlerinin, Şirket için aşağı yönlü riskler olduğunu da ekliyoruz.**

➤ **FY2023 beklentileri:** Şirket, 2023 yılı için ~%80 civarında satış büyümesi beklemektedir. Bim'in FAVÖK marjı beklentisi ise TFRS-16 etkileri dâhil %7,5-%8,0 aralığındadır. Şirket, yatırım harcamalarının satışlara oranını ise %3,2 olarak beklemektedir. 2023 yılında Şirket'in (TMS-29 etkisi hariç) 266.6 milyar TL net satış geliri, 20.7 milyar TL FAVÖK ve 11.6 milyar TL net kâr elde etmesini bekliyoruz.

| Kod | BIMAS T1/BIMAS IS | Kapanış | 361,00 | |
|------------------------------|-------------------|-------------------------------------|---------|-------|
| Piyasa Değeri (mn TL) | 219.199 | Son 12 Ay En Yüksek | 405,00 | |
| Piyasa Değeri (mn \$) | 6.789 | Son 12 Ay En Düşük | 129,32 | |
| Firma Değeri (mn TL) | 228.050 | Beta | 0,90 | |
| Firma Değeri (mn \$) | 7.113 | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 52,00 | |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 71,6 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 51,73 | |
| Anahtar Rakamlar (mn TL) | 2021* | 2022* | 2023T* | |
| Satış Gelirleri | 70.699 | 147.716 | 266.579 | |
| Büyüme | 27,4% | 108,9% | 80,5% | |
| FAVÖK | 6.527 | 11.867 | 20.691 | |
| FAVÖK Marjı | 9,2% | 8,0% | 7,8% | |
| Net Kar | 2.932 | 8.157 | 11.639 | |
| Pay Başına Kar | 4,83 | 13,43 | 19,17 | |
| Temettü Verimi | 0,8% | 1,4% | 2,6% | |
| Net Borç/FAVÖK (x) | 0,79 | 0,65 | 0,40 | |
| Net Borç/Özsermaye (x) | 0,68 | 0,31 | 0,24 | |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | 39,7% | 49,7% | 38,8% | |
| Ortalama Aktif Karlılığı | 10,9% | 17,2% | 13,6% | |
| Değerleme Çarpanları | 2021* | 2022* | 2023T* | |
| F/K | 74,7 | 26,9 | 18,8 | |
| FD/FAVÖK | 34,9 | 19,2 | 11,0 | |
| FD/Satışlar | 3,2 | 1,5 | 0,9 | |
| F/DD | 28,8 | 8,7 | 6,3 | |
| Getiri | 1A | 3A | Y BB | 12A |
| TL Getiri (%) | -7,0 | 20,0 | 20,0 | 151,2 |
| \$ Getiri (%) | -10,3 | 9,4 | 9,4 | 48,6 |
| BIST-100 Relatif (%) | -6,5 | -1,9 | -1,9 | 35,8 |



Kaynak: KAP, Bim, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*Enflasyon muhasebesi uygulanmamış mali tablolar

İş Bankası (AL, Hedef Fiyat: 16,94 TL)

Getiri Potansiyeli: %53

Güçlü iştirak portföyü, elverişli TL likiditesi

Güçlü vadesiz mevduat tabanı, disiplinli maliyet yönetimi, yüksek getirili ticari krediler ağırlıklı kredi portföyü ve elverişli TL likiditesini gözönünde bulundurarak AL tavsiyemizi koruyoruz. Bağlı ortaklık ve iştiraklerdeki payların yeni kurulacak bir anonim şirkete devredilmesi ile stratejik portföy yönetiminin merkezileştirilmesi ve verimliliğin artması hedeflenmektedir.

Banka 2023 yılında TL kredilerde 80 baz puan piyasa payı kaybetmiştir. Ancak %21,6 seviyesindeki güçlü sermaye yeterlilik oranı ile yeni piyasa payı kazanımları için elverişli bir konumdadır.

Bankanın net karının 2024 yılında 2023 yılına göre %29 oranında artmasını bekliyoruz. Sermaye artırımını sonrası 16,94 TL olan yeni hedef fiyatımızın %53 artış potansiyeli bulunmaktadır. “AL” tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 3.1x F/K (Benzerlerine göre %5 iskontolu) ve 0,81x F/DD çarpanlarıyla ve %30 ortalama maddi özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

Vadesiz mevduat tabanında güçlü konum, elverişli TL likiditesi. Vadesiz mevduatların mevduatlar içindeki ağırlığı %39 seviyesinde kuvvetli, TL mevduatların ağırlığı da %53 seviyesinde görece düşüktür ve yüksek faiz ortamında korunaklı bir yapı sağlamaktadır. Likidite tarafında TL kredi-mevduat rasyosu %84 oranında rakipleri arasındaki ikinci en düşük seviyededir. Tüfe endeksli tahvillerin özkaynaklara oranı %48 olup görece düşük seviyededir ve marj gelişiminin enflasyona duyarlılığı görece sınırlıdır.

Yüksek getirili kredi portföyü. Kredilerin %11,7’si taksitli ticari kredilerden oluşmakta olup özel bankalar arasındaki en yüksek seviyededir ve yüksek faiz ortamında getirisi yüksek bir kredi portföyüne işaret etmektedir.

Ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü artış. Yıllık artış %163 oranında, rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Ancak ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %59 olup rakipler arasındaki en düşük orandır.

Etkin maliyet yönetimi. Yüksek enflasyon ortamında faaliyet giderlerindeki yıllık artış %112 oranında görece sınırlıdır.

Sınıfının en iyisi üçüncü aşama karşılık oranı. Üçüncü aşama beklenen zarar karşılık oranı %75,6 olup, özel bankalar arasındaki en yüksek seviyedir.

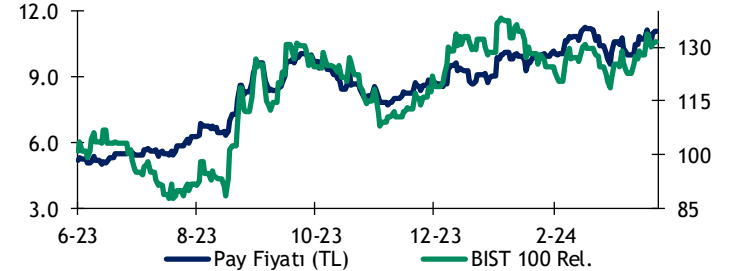
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

| | | | |
|------------------------|---------|-------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn) | 284,750 | Beta (12A) | 1.00 |
| Piyasa Değeri (USD mn) | 8,827 | Ort. Günlük Hacim | 4,035 |
| Kapanış | 11.10 | Yabancı Payı | 39.2% |
| 12 Ay Yüksek | 11.82 | Halka Açıklık (%) | 31.0% |
| 12 Ay Düşük | 3.96 | Ağırlık | 3.52% |

| (TL Mn) | 2022A | 2023A | 2024T | 2025T |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Net faiz geliri | 75,203 | 67,073 | 102,622 | 130,330 |
| % Fark, Yıllık | 143.1% | -10.8% | 53.0% | 27.0% |
| Net ücret ve komisyon geliri | 16,147 | 42,438 | 70,023 | 94,531 |
| % Fark, Yıllık | 111.9% | 162.8% | 65.0% | 35.0% |
| Net kar | 61,538 | 72,264 | 92,991 | 121,064 |
| % Fark, Yıllık | 356.9% | 17.4% | 28.7% | 30.2% |

| Rasyolar | 2022A | 2023A | 2024T | 2025T |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| TGA Oranı | 3.0% | 2.1% | 3.2% | 2.5% |
| Kredi riski maliyeti | 0.6% | 1.0% | 1.9% | 1.1% |
| Net faiz marjı (Swap dahil) | 7.4% | 3.7% | 4.3% | 5.3% |
| Ortalama aktif getirisi | 5.3% | 3.7% | 3.2% | 3.2% |
| Ortalama maddi özkaynak getirisi | 44.5% | 31.6% | 30.0% | 29.9% |

| Değerleme Çarpanları | 2022A | 2023A | 2024T | 2025T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K | 2.1 | 3.8 | 3.1 | 2.4 |
| F/DD | 0.67 | 1.04 | 0.81 | 0.62 |



| Getiri | 1A | 3A | 6A | 1Y |
|------------------------------|-----|------|------|-------|
| TL Getiri (%): | 6.4 | 22.0 | 10.7 | 136.6 |
| US\$ Getiri (%): | 2.7 | 11.1 | -6.1 | 40.3 |
| BİST 100 Relatif Getiri (%): | 8.0 | 1.6 | 2.9 | 26.9 |

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Kardemir (AL, Hedef Fiyat: 43,62 TL)

Getiri Potansiyeli: %88

Kardemir D grubu hisseleri (KRDMD) için pay başına 12 aylık hedef fiyatımız 43,62 TL seviyesindedir. Hedef fiyatımız 29 Mart 2024 kapanışına göre %88 yükseliş potansiyeli taşırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kardemir zayıf beklentilerle başladığı 2023 yılında, 6 Şubat'ta meydana gelen ve 11 ili etkileyen depremler sonrası uzun çelikte iç talep artışı ve toparlanan ürün fiyatlarının desteğiyle 9A23'de yıllık %39 artışla 27.320mn TL satış geliri elde etti. Nihai ürün fiyatları güçlü iç talep tarafından desteklenirken hammadde maliyetlerinin küresel resesyon teması eşliğinde düşük seyri operasyonel marjları destekledi. 9A23'de 4.447mn TL FAVÖK elde edilirken, ton başına FAVÖK de 120 Dolar seviyesinde gerçekleşti.

Yurt içinde başlayan yeniden yapılanma temasının 2024 hatta 2025'de de sürmesini beklerken, yurt içinde uzun çelik talebinin ve nihai ürün fiyatlarının gücünü korumasını bekliyoruz. Küreselde ise faiz indirim sürecinin ve Çin'in emlak sektörüne yönelik açıkladığı teşviklerin çelik fiyatlarını ve uzun çelik talebini desteklemesini bekliyoruz. Öte yandan Çin'de konut fiyatları gerilemeye devam ediyor. Global ekonomik koşullarda olası bir canlanmanın Çin'in konut piyasasını da destekleyerek nihai ürün fiyatlarını pozitif etkileyeceğini düşünüyoruz. (Çin çelik sektöründe %55 Pazar payıyla lider konumdadır.) Global ekonomik koşulların ise büyük merkez bankalarının faiz indirmesi beklenen 2024'ün ikinci yarısından itibaren normalleşeceğini düşünüyoruz.

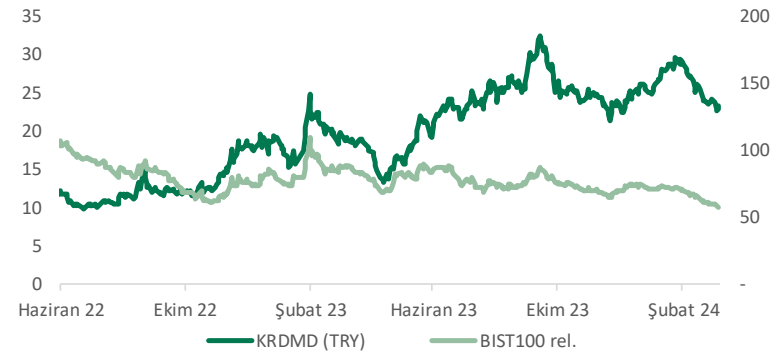
Hammadde maliyetlerinin ise 2024 yılında dengeli bir seyir izleyeceğini düşünüyoruz. 2024 yılı için ton başına FAVÖK beklentimiz 135 Dolar seviyesinde bulunuyor.

| Kod | KRDMD.TI / KRDMD.IS | Kapanış | 23,20 |
|-------------------------|---------------------|---------------------------------|-------|
| Piyasa Değeri (mn TL) | 18.101 | Son 12 Ay En Yüksek | 33,00 |
| Piyasa Değeri (mn \$) | 561 | Son 12 Ay En Düşük | 12,99 |
| Firma Değeri (mn TL) | 19.649 | Beta | 0,93 |
| Firma Değeri (mn \$) | 617 | Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 76,07 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 92 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 13% |

| Anahtar Rakamlar (TL, mn) | 2022 | 2023T |
|------------------------------|--------|--------|
| Satış Gelirleri | 27.397 | 39.398 |
| Büyüme | 86% | 38% |
| FAVÖK | 4.324 | 7.151 |
| FAVÖK Marjı | 15,8% | 18,2% |
| Net Kar | 2.174 | 1.812 |
| Pay Başına Kar | 2,8 | 2,3 |
| Temettü Verimi | 0,0% | 0,9% |
| Net Borç / FAVÖK (x) | 0,1 | -0,6 |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,1 | -0,3 |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | 20% | 15% |
| Ortalama Aktif Karlılığı | 7% | 4% |

| Değerleme Çarpanları | 2022 | 2023T |
|----------------------|------|-------|
| F/K | 8,3 | 10,0 |
| FD/FAVÖK | 4,5 | 2,7 |
| FD/Satışlar | 0,7 | 0,5 |
| F/DD | 1,6 | 1,5 |

| Getiri | 1A | 3A | YBB | 12A |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| TL Getiri (%) | -13,6 | -2,4 | -2,4 | 21,6 |
| \$ Getiri (%) | -16,7 | -11,0 | -11,0 | -28,1 |
| BIST-100 Rölatif (%) | -13,1 | -20,2 | -20,2 | -34,2 |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon muhasebesi dahil değildir

Migros (AL, Hedef Fiyat: 595,00 TL)

Getiri Potansiyeli: 43%

Net nakit pozisyonu & pazar payı gelişimiyle olumlu bakış açımızı koruyoruz...

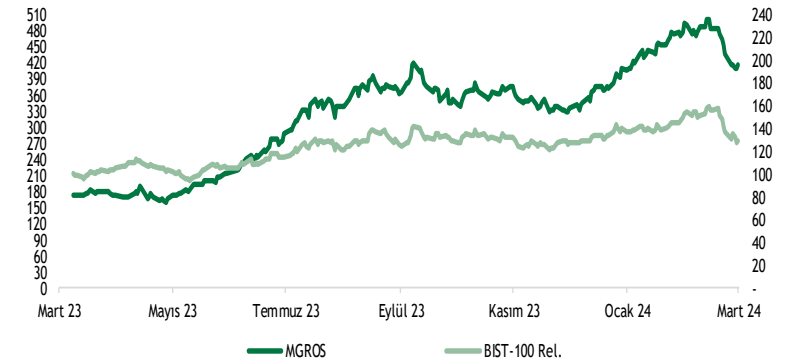
➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 595,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 29 Mart 2024 kapanışı baz alınarak Migros'un getiri potansiyeli %43'e işaret etmektedir.

➤ Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında; fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 2023 yılında %16,2'lik (2022: %15,0), toplam FMCG pazarında ise %9,3'lük (2022: %8,7) Pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; Şirket'in net mağaza sayısı 2022'ye göre 455 adet artış göstererek 2023'te 3.363 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak Şirket'in satış alanı 2023'te yıllık %7,5'lik yükseliş göstermiş, fiziksel mağazalardaki müşteri trafiğinin olumlu seyretmesi Şirket'in satış performansına olumlu yansımıştır. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi, kuvvetli mağaza trafiği ve güçlü sepet büyümesi, e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının (tütün & alkol hariç 2023'te toplam satışlardaki payı: %17), 2024 yılında da Şirket operasyonlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

➤ Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında; döviz kredilerinin bilanço ağırlığının kalmamasından dolayı bu durumun hisse performansı üzerinde olumlu etkileri olduğunu düşünüyoruz. Operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan olumlu bakışımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket'in 2023 sonunda 2022'ye göre toplam finansal borcu (TMS-29 Etkisi dahil) yıllık %54 düşüş göstererek 2.019mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (2022: 4.351mn TL). 2023 sonu itibarıyla de Şirket net nakit pozisyonu önemli ölçüde iyileşmiş olup 10.798mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRFS 16 etkisi hariç).

➤ Migros 2024 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil yüksek tek haneli reel satış büyümesi beklenmektedir (2023: +%29). Şirket, TMS-29 dahil FAVÖK marjı beklentisinde ise iyileşme beklenmektedir. Şirket'in TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri hariç satış nüyümesi beklentisi +%70 olup FAVÖK marjı beklentisini ise +%7,5-%8,0 aralığındadır. Migros, aynı zamanda 2024 yılı sonundaki yeni mağaza açma hedefini +250 mağaza olarak belirlemiş olup yatırım harcaması beklentisini ise -8.500mn TL'dir (TMS-29 hariç). Operasyonel olarak hem satış gelirleri hem de online faaliyetler açısından büyümesini takdir ettiğimiz Migros'un Nisan 2021 itibarıyla brüt döviz banka borcunun kalmaması ile birlikte bu durumun net karlılık tarafına getirdiği olumlu katkının Şirket için pozitif bir hava yarattığını düşünüyoruz. Diğer taraftan; Şirket'in yüksek enflasyon ortamında rekabetçi pazar koşullarına rağmen FMCG pazar payını yükseltebilmesini olumlu buluyoruz. Migros'un operasyonel olarak faaliyet yapısını beğenmekte; açık döviz pozisyonunun kalmamasıyla birlikte net nakit pozisyonunu sürdürmesinin de önemli bir gelişme olduğunu hesaba katmaktayız. Online kanalları oldukça etkin şekilde kullanabilen Migros'un çeşitli iştirakleriyle yaratmış olduğu iş kollarının da ilerleyen dönemlerde katkılarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz. Enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişlerin, sektörde artan rekabet dolayısıyla yaşanabilecek pazar payı kaybının ve artan enerji maliyetlerinin Şirket için aşağı yönlü riskler olabileceğini de ekliyoruz.

| Kod | MGROS TI /MGROS IS | Kapanış | 415,00 | | |
|-----------------------------------|--------------------|-------------------------------------|--------|-------|-----|
| Piyasa Değeri (mn TL) | 75.138 | Son 12 Ay En Yüksek | 509,50 | | |
| Piyasa Değeri (mn \$) | 2.327 | Son 12 Ay En Düşük | 158,20 | | |
| Firma Değeri (mn TL) | 72.590 | Beta | 0,94 | | |
| Firma Değeri (mn \$) | 2.241 | Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 20,27 | | |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 50,8 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 52,20 | | |
| Anahtar Rakamlar (mn TL) (TMS-29) | | 2022 | 2023 | | |
| Satış Gelirleri | 140.480 | 181.674 | | | |
| Büyüme | | 29,3% | | | |
| FAVÖK | 3.221 | 3.761 | | | |
| FAVÖK Marjı | 2,3% | 2,1% | | | |
| Net Kar | 9.140 | 8.829 | | | |
| Pay Başına Kar | 50,48 | 48,76 | | | |
| Temettü Verimi | | 1,7% | | | |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | | 27,7% | | | |
| Ortalama Aktif Karlılığı | | 10,2% | | | |
| Değerleme Çarpanları | | 2022 | 2023 | | |
| F/K | 8,2 | 8,5 | | | |
| FD/FAVÖK | 22,5 | 19,3 | | | |
| FD/Satışlar | 0,5 | 0,4 | | | |
| F/DD | 2,7 | 2,1 | | | |
| Getiri | | 1A | 3A | YBB | 12A |
| TL Getiri (%) | -15,9 | 23,9 | 23,9 | 153,8 | |
| \$ Getiri (%) | -18,8 | 12,9 | 12,9 | 50,1 | |
| BIST-100 Relatif (%) | -15,4 | 1,2 | 1,2 | 37,2 | |



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*Enflasyon muhasebesi uygulanmış mali tablolar

Sabancı Holding (SAHOL) için hedef fiyatımızı 100,23 TL seviyesinde koruyoruz. Hedef fiyatımız 29 Mart 2024 kapanışına göre %21 yükseliş potansiyeli taşırken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Güçlü nakit pozisyonu, son dönemde odaklandığı yatırım alanları, döviz gelirini artırma hedefi ve bu bağlamda atılan adımlar ve düzenli temettü politikasının hisse performansı üzerinde katalist görevi göreceğini düşünüyoruz.

Sabancı Holding, önümüzdeki 5 yıl yatırımlarının %75'inin iklim teknolojileri, ileri malzeme teknolojileri ve dijital teknolojiler alanlarına yapılmasını hedefliyor. Yatırımların %25'lik kısmının ise ana iş kollarına yönelik olacağı öngörülüyor.

Şirket, döviz cinsinden gelirlerini artırma hedefiyle, yurtdışı yatırımlara odaklandı. Özellikle enerji alanında yapılan yatırımlar ile döviz gelirlerin oranının %30'a çıkarılması hedefleniyor. Bu kapsamda Sabancı İklim Teknolojileri A.Ş. unvanlı yeni bir şirket kurulurken; dünyanın Çin'den sonra en büyük yenilenebilir enerji talebi sunan pazarı olan ABD'de, Safar Partner stratejik ortaklığında iklim teknolojileri ve yenilenebilir enerji alanlarında start-uplara yatırım yapıldı.

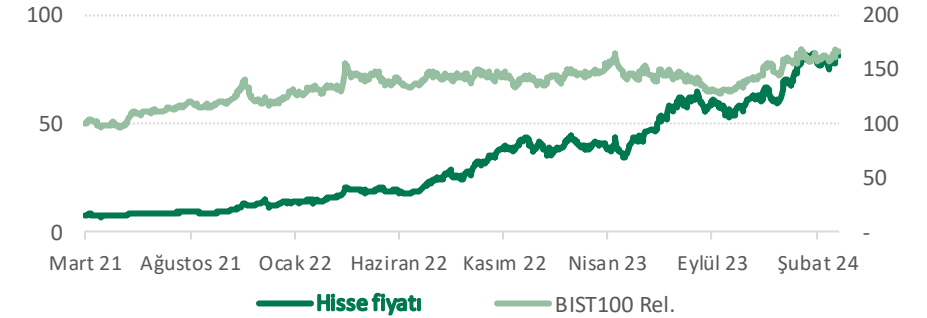
Son olarak ABD'de kurulu %100 iştiraki Sabancı Renewables'ın 2025 yılının ikinci çeyreğinde devreye alınması hedeflenen 232 MW kapasiteli bir güneş enerjisi santrali yatırımı olan Oriana Solar Projesi için 28 Mart 2024 tarihinde toplam 243 milyon USD tutarında proje finansman kredi anlaşması imzaladı.

Daha önce 2024 yılının ikinci çeyreğinde devreye alınacağı kamuya duyurulan Sabancı Renewables Inc.'nin 272 MW kapasiteli Cutlass II Solar Projesi yatırımında devreye alma çalışmalarının başarıyla devam ettiği ve her iki projenin devreye alınmasıyla birlikte Sabancı Renewables'ın ABD'de toplam 504 MW'lık yenilenebilir enerji portföyüne ulaşacağı belirtildi.

| Kod | SAHOL TI/SAHOL.IS | Kapanış | 82,50 |
|-------------------------|-------------------|---------------------------------|-------|
| Piyasa Değeri (Mn TL) | 172.975 | Son 12 Ay En Yüksek | 84,20 |
| Piyasa Değeri (Mn \$) | 5.358 | Son 12 Ay En Düşük | 34,12 |
| Firma Değeri (Mn TL) | 168.707 | Beta | 1,09 |
| Firma Değeri (Mn \$) | 5.202 | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 75,8 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 25,78 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 46,00 |

| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2022 | 2022/09 | 2023/09 |
|-------------------------------|--------|---------|---------|
| Satış Gelirleri (banka hariç) | 68.172 | 46.517 | 81.584 |
| Büyüme | 216,7% | -31,8% | 75,4% |
| Net Kar (Mn TL) (banka hariç) | 43.828 | 27.215 | 36.674 |
| Pay Başına Kar | 21,48 | 13,34 | 17,97 |
| Net Borç / FAVÖK (x) | 0,12 | 0,72 | -0,04 |
| Ort. Özsermaye Karlılığı | 57,6% | 29,8% | 33,2% |
| Ortalama Aktif Karlılığı | 4,2% | 2,3% | 2,4% |

| Değerleme Çarpanları | 2022 | 2022/09 | 2023/09 | |
|-----------------------|------|---------|---------|-------|
| F/K | 2,1 | 1,6 | 3,2 | |
| F/DD | 0,9 | 0,4 | 0,6 | |
| Getiri | 1A | 3A | YBB | 12A |
| TL Getiri (%) | 3,8 | 36,5 | 36,5 | 108,2 |
| \$ Getiri (%) | 0,1 | 24,4 | 24,4 | 23,2 |
| BIST-100 Relatif (%): | 4,4 | 11,5 | 11,5 | 12,6 |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*Enflasyon muhasebesi uygulanmamış mali tablolar

Şişecam (AL, Hedef Fiyat: 78,70 TL)

Getiri Potansiyeli: %70,2

Yeni yatırım kararları alındı...

Şişecam, 01 Mart 2024 tarihli Yönetim Kurulu toplantısında; inşası devam etmekte olan Türkiye Tarsus düzcam tesisinde ve Kuzey İtalya ile Bulgaristan'da bulunan mevcut düzcam tesislerinde birer adet olmak üzere toplam üç adet yeni kaplamalı cam hattı yatırımının yapılmasına karar verildiğini duyurdu. Türkiye Tarsus düzcam tesisindeki 7mn m²/yıl kapasiteli, Kuzey İtalya düzcam tesisindeki 6,5mn m²/yıl kapasiteli ve Bulgaristan düzcam tesisindeki 6mn m²/yıl kapasiteli kaplamalı cam hattı yatırımlarının İşletme sermayesi dahil toplam 114mn Dolar yatırım bedeliyle tamamlanması ve 2025 yılı içerisinde devreye alınması planlanmaktadır.

Şirket, Siseecam Investment B.V. (SIBV) üzerinden %30 oranında ortağı olduğu Saint Gobain Glass Egypt SAE şirketinin (SGGE) Mısır'daki ikinci düzcam hattı projesinin, yeni bir şirket kurulması yöntemiyle gerçekleştirileceğini duyurdu. Saint Gobain Nederland Beheer B.V ve Ali Moussa ortaklığında kurulacak şirketin sermayesinin %30'una SIBV'in 5.046.000 Euro bedelle katılmasına karar verildiği bildirildi.

Şişecam, 2023 yılı faaliyetleri neticesinde ortaklarına; 31 Mayıs 2024 tarihinden itibaren pay başına brüt % 71,81998 (0,7181998 TL) nakit kar payı dağıtılması yönünde karar alındığını duyurdu. 26 Mart 2024 tarihindeki Genel Kurul'da onaylanmış olan nakit kar payı tutarı şirket payının 29 Mart 2024 tarihli kapanış fiyatına göre brüt %1,55 temettü verimliliğine işaret etmektedir.

Mart ayının ortalarında Şirket, bir borçlanma aracı ihracı daha gerçekleştirdi. Şişecam, nitelikli yatırımcılara yönelik olarak; 740 gün vadeli olmak üzere üç ayda bir kupon ödemeli 1,0mlr TL nominal tutarında finansman bonusu ihracı gerçekleştirdi.

Şirket, Mart ayında Borsa'da pay başına ortalama 45,23 TL - 49,47 TL fiyat aralığından (213.209.460 TL bedelle) toplam 4.506.000 nominal değerli pay geri alımı gerçekleştirdi. Kasım 2022'de ve Mayıs 2023'de Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen blok satış haricinde şirketin sahip olduğu SISE payları 59.928.416 nominal değere ulaşmıştır (blok satış haricinde geri alınan toplam paylar, şirket sermayesinin %1,956'sına karşılık gelmektedir). Program kapsamında geri alınan paylar şirketin pay performansını olumlu yönde destekleyebilmektedir.

29 Mart 2024 tarihi itibarıyla Şişecam hisseleri son bir ayda %9,6 oranında düşüş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; SISE son bir ayda BIST 100 endeksine göre %9,1 oranında daha düşük performans göstermiştir.

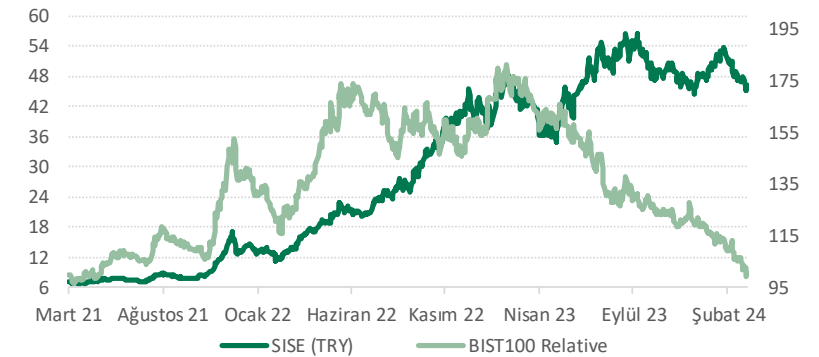
Tahminlerimize göre 2024T SISE F/K, FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 4,8x ve 4,3x olarak hesaplıyoruz. Şişecam, karşılaştırılabilir uluslararası benzer şirketlerin 2024T çarpanlarına nazaran sırasıyla %57 ve %44 oranında iskontolu işlem görmektedir. İndirgenmiş nakit akımları (INA) analizine %70 oranında ve karşılaştırılabilir uluslararası benzer şirket çarpanları değerlemesine %30 oranında ağırlık vererek SISE için 78,70 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 29 Mart 2024 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %70,2 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

| Kod | SISE.TI / SISE.IS | Kapanış | 46,24 |
|-------------------------|-------------------|---------------------------------|-------|
| Piyasa Değeri (mn TL) | 141.643 | Son 12 Ay En Yüksek | 57,45 |
| Piyasa Değeri (mn \$) | 4.387 | Son 12 Ay En Düşük | 34,71 |
| Firma Değeri (mn TL) | 182.065 | Beta | 0,92 |
| Firma Değeri (mn \$) | 5.760 | Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 98,74 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 49 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 20% |

| Anahtar Rakamlar (TL, mn) | 2022 | 2023 |
|------------------------------|---------|---------|
| Satış Gelirleri | 170.655 | 151.994 |
| Büyüme | 432,3% | -10,9% |
| FAVÖK | 33.778 | 20.727 |
| FAVÖK Marjı | 19,8% | 13,6% |
| Net Kar | 22.739 | 17.121 |
| Pay Başına Kar | 7,42 | 5,59 |
| Temettü Verimi | 1,7% | 1,6% |
| Net Borç / FAVÖK (x) | 0,87 | 1,95 |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 0,21 | 0,28 |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | 24,9% | 12,0% |
| Ortalama Aktif Karlılığı | 11,9% | 5,9% |

| Değerleme Çarpanları | 2022 | 2023 |
|----------------------|------|------|
| F/K | 5,8 | 8,2 |
| FD/FAVÖK | 4,8 | 8,7 |
| FD/Satışlar | 0,9 | 1,2 |
| F/DD | 0,9 | 1,0 |

| Getiri | 1A | 3A | YBB | 12A |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| TL Getiri (%) | -9,6 | 0,9 | 0,9 | 9,4 |
| \$ Getiri (%) | -12,8 | -8,0 | -8,0 | -35,3 |
| BIST-100 Rölatif (%) | -9,1 | -17,5 | -17,5 | -40,9 |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon muhasebesi uygulanmış mali tablolar

Genişleyen portföy TAV için katalizör olmaya devam ediyor...

➤ Almatı operasyonlarının güçlü performansı, ileriye dönük inorganik büyüme fırsatları ve 2024'te de havacılık sektörü beklentilerinin pozitif görünümü sayesinde TAV hisselerinin sağlıklı performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz. Grubun genişleyen portföyünün hisseleri için katalizör görevi görmesini bekliyoruz.

➤ **2024 & 2025 yılına ilişkin beklentiler:** Şirket'in 2024 yılı için satış gelirleri beklentisi €1.500-1.570mn'dur. Şirket, 2024 için toplam yolcu trafiğinin 100-110mn aralığında gerçekleşmesini beklerken dış hat yolcu trafiğinin 67-73mn yolcu aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket'in 2024 yılsonunda €430-490mn aralığında FAVÖK rakamı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, yılsonunda Net Borç/FAVÖK oranınının 3.5-4.5 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket 2024 için €230-270mn yatırım harcaması planlamaktadır. Şirket'in, 2025 yılında (Yeni Ankara (2025+) Esenboğa imtiyazını da içeren) net satış gelirlerinde %14-18 aralığında BYBO (2022-2025) (Önceki: %10-14 aralığında BYBO), toplam yolcu trafiğinde ise %10-%14 BYBO elde etmeyi beklemektedir. Şirket'in 2025 yılında 2022'de elde edilen FAVÖK marjının üzerinde (>%30,6) FAVÖK marjı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, 2025 sonunda Net Borç/FAVÖK oranınının 2.5-3.0 aralığında gerçekleşmesi beklentisine sahiptir. Şirket 2025 yılı için %14-20 aralığında BYBO (2022-2025) (Önceki: %12-18 aralığında BYBO) ile FAVÖK rakamı elde etmeyi beklemektedir.

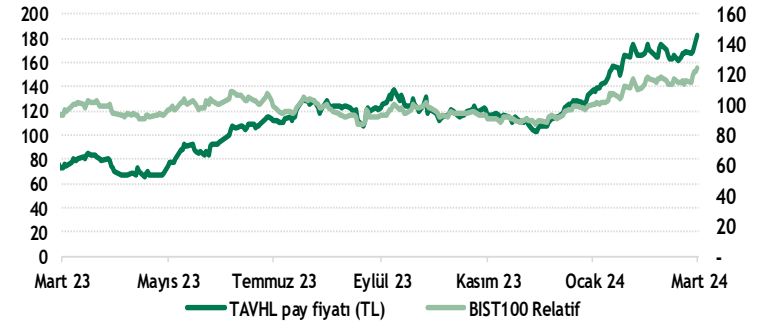
➤ **TAV'ın 2024'te operasyonların güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz** - Şirket, Almatı Havaalanı'nın yeni dış hat terminali inşasının 4Ç23 itibarıyla %86'sını tamamlamıştır. Şirket, yeni terminalin 2024'ün Haziran ayında açılmasını beklerken yapılan kapasite yatırımıyla birlikte yolcu sayısının 2'ye katlanmasını beklemektedir (yaklaşık yıllık 14mn yolcu üzeri). Açılacak yeni terminalle birlikte Şirket, gümrüksüz satış gelirleri ve müşterilerin lounge tarafındaki harcamalarının artmasını bekliyor. Almatı Havalimanı'ndaki dış hat uçuşlarının güçlü seyri ve dış hat kargo operasyonlarının olumlu etkisi ilerleyen süreçlerde de Şirket için pozitif olmaya devam edecektir. Ayrıca Şirket, Antalya Havalimanı yeni terminalinin 1Ç25'te açılmasını beklerken (4Ç23 itibarıyla %70'i tamamlandı) yapılan kapasite yatırımıyla birlikte yeni terminalin yolcu başına perakende harcamaya olumlu katkı sağlamasını beklemektedir. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı inşaatının ise 31 Aralık 2023 itibarıyla %34'ünün tamamlanmış olduğu ve projenin 2025 sonunda tamamlanmasının planlandığını belirtmiş olup; yeni imtiyaz (Mayıs 2025) süresinin başlamasıyla da eski imtiyaza göre daha yüksek gelir elde etmeyi hedeflemektedir. Almatı'nın güçlü katkısı, TAV tarafından işletilen havalimanlarının iç ve dış hat yolcu toplam sayısında artış Şirket için yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Antalya & Ankara Esenboğa Havalimanı'nın kapasite artırımına yönelik ek yatırımlara imtiyaz verilmesi de Şirket'e artı değer sağlamaya devam edecektir.

➤ Almatı'nın pozitif katkısı, işletilen havalimanlarının iç ve dış hat yolcu sayısında artış yukarı yönlü risklerdir. Finansmana erişim zorlukları, herhangi salgın olayı, jeopolitik riskler Şirket için aşağı yönlü risklerdir.

| Kod | TAVHL.TI/TAVHL.IS | Kapanış | 183,10 |
|-------------------------|-------------------|---------------------------------|--------|
| Piyasa Değeri (TRY mn) | 66.517 | Son 12 Ay En Yüksek | 184,50 |
| Piyasa Değeri (\$ mn) | 2.060 | Son 12 Ay En Düşük | 63,70 |
| Firma Değeri (TRY mn) | 101.283 | Beta | 1,04 |
| Firma Değeri (\$ mn) | 3.241 | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 21,03 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 47,66 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 70,81 |

| Anahtar Rakamlar (TRY mn) | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Satış Gelirleri | 18.308 | 34.433 | 55.929 | 70.868 |
| Büyüme | 235,4% | 88,1% | 62,4% | 26,7% |
| FAVÖK | 5.515 | 10.200 | 17.195 | 21.898 |
| FAVÖK Marjı | 30,1% | 29,6% | 30,7% | 30,9% |
| Net Kar (TRY mn) | 1.899 | 7.530 | 6.955 | 8.844 |
| Pay Başına Kar | 5,23 | 20,73 | 19,15 | 24,35 |
| Temettü Verimi | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Net Borç/FAVÖK (x) | 5,05 | 3,41 | 4,05 | 3,20 |
| Net Borç/Özsermaye (x) | 1,20 | 0,76 | 1,16 | 0,95 |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | 9,95% | 21,78% | 13,09% | 13,17% |
| ROAA | 2,79% | 6,30% | 4,01% | 4,18% |

| Değerleme Çarpanları | 2022 | 2023 | 2024T | 2025T |
|----------------------|-------|-------|-------|--------|
| F/K | 35,03 | 8,83 | 9,56 | 7,52 |
| EV/EBITDA(R) | 18,37 | 9,93 | 5,89 | 4,63 |
| FD/Satışlar | 5,53 | 2,94 | 1,81 | 1,43 |
| F/DD | 2,87 | 1,45 | 1,10 | 0,90 |
| Getiri | 1A | 3A | YBB | 12A |
| TL Getiri (%) | 4,93 | 70,33 | 70,33 | 148,27 |
| \$ Getiri (%) | 1,22 | 55,21 | 55,21 | 46,87 |
| BIST-100 Relatif (%) | 5,52 | 39,17 | 39,17 | 34,24 |



Kaynak: KAP, TAV Havalimanları Holding, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 104,30 TL)

Getiri Potansiyeli: %54

Turkcell (TCELL) hissesi için pay başına 87,05 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı 104,30 TL seviyesine yükselttik. Hedef fiyatımız 29 Mart 2023 kapanış fiyatına göre %54 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Turkcell, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 2023 yılında 12.554mn TL net kar elde etti (2022: 6.880mn TL, +%82). 29.209mn TL net finansman gideri net karı baskımlarken 10.011mn TL esas faaliyetlerden diğer gelirler, 3.817mn TL parasal kazanç ve 5.359mn TL ertelenmiş vergi geliri net karı destekledi.

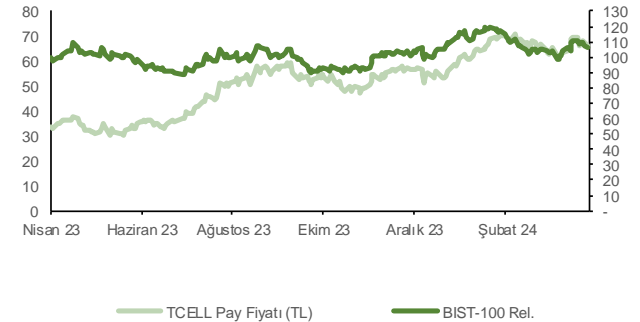
Şirket'in TMS-29 etkisi dâhil 2023 yılı net satış gelirleri geçen yıla göre %15 artışla 107.116mn TL oldu. Güçlü ARPU büyümesi ve nette abone kazanımı satış gelirlerini destekledi. ARPU (kullanıcı başına gelirler), başarılı fiyat ayarlamaları ve abonelerin paketlerini yükseltme konusundaki performansı ile mobil segmentte yıllık %82 arttı. Turkcell Türkiye abone bazı 2024 yılında net 799bin abone kazanımı ile artış kaydetti. Kullanıcı başına aylık ortalama data kullanımını da 17GB ile yıllık %16 artış kaydetti.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, 2022 yılındaki 36.608mn TL'den yıllık %20 artışla 43.877mn TL seviyesine ulaştı. FAVÖK marjı %41 oldu (2022: %39,2).

2023 yılı beklentileriyle uyumlu sonuçlar: Turkcell TMS-29 uygulanmamış haliyle yıllık %76 gelir artışı kaydetti (beklenti: %73). Ukrayna operasyonları dahil FAVÖK 40 milyar TL olurken (beklenti: 39milyar TL) operasyonel harcamaların gelire oranı %21 seviyesinde gerçekleşti (beklenti: %22).

2024 yılı beklentileri açıklandı: Turkcell, 2024 yılında yüksek tek haneli gelir büyümesi, %42 FAVÖK marjı beklerken, operasyonel harcamaların gelire oranınının 23% olması bekleniyor.

| Kod | TCELL.TI / TCELL.IS | Kapanış | 67,70 | |
|------------------------------|---------------------|---------------------------------|---------|-------|
| Piyasa Değeri (mn TL) | 148.940 | Son 12 Ay En Yüksek | 72,70 | |
| Piyasa Değeri (mn \$) | 4.613 | Son 12 Ay En Düşük | 30,00 | |
| Firma Değeri (mn TL) | 174.176 | Beta | 0,97 | |
| Firma Değeri (mn \$) | 5.470 | Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$) | 67,12 | |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 54,0 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 73,81 | |
| Anahtar Rakamlar (mn TL) | | 2022 | 2023 | |
| Satış Gelirleri | | 93.487 | 107.116 | |
| Büyüme | | 167,8% | 14,6% | |
| FAVÖK | | 15.245 | 43.877 | |
| FAVÖK Marjı | | 16,3% | 41,0% | |
| Net Kar | | 6.880 | 12.532 | |
| Pay Başına Kar | | 2,29 | 3,13 | |
| Temettü Verimi | | 1,7% | 1,5% | |
| Net Borç / FAVÖK (x) | | 2,50 | 1,26 | |
| Net Borç / Özsermaye (x) | | 0,35 | 0,65 | |
| Ortalama Özsermaye Karlılığı | | 10,4% | 12,9% | |
| Ortalama Aktif Karlılığı | | 4,5% | 3,6% | |
| Değerleme Çarpanları | | 2022 | 2023 | |
| F/K | | 12,1 | 7,5 | |
| FD/FAVÖK | | 11,4 | 4,0 | |
| FD/Satışlar | | 1,9 | 1,6 | |
| F/DD | | 3,7 | 1,7 | |
| Getiri | 1A | 3A | YBB | 12A |
| TL Getiri (%) | -0,5 | 17,6 | 17,6 | 110,3 |
| \$ Getiri (%) | -3,9 | 7,1 | 7,1 | 24,7 |
| BIST-100 Rölaf (%) | 1,0 | -2,0 | -2,0 | 12,9 |



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: TRY 402,60) Getiri Potansiyeli: 35%

Kuvvetli operasyonel faaliyetlerin ve güçlü yolcu trafiğinin devam edeceğini düşünüyoruz...

➤ Türk Hava Yolları'nın hem güçlü & operasyonel filo yapılanmasını hem de ilerleyen dönemlerde filoya dahil olacak uçaklarla birlikte önemli bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Kargo operasyonlarının THY'nin operasyonel yapısını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in bölgesel gelir dağılımının, kurlardaki oynaklığa karşı THY'ye doğal hedging görevi sağlamakta olduğunu ve Şirket gelirleri açısından destekleyici olduğunun altını çiziyoruz. Şirket'in 2024 yılında 92mn yolcu sayısına ulaşacağını öngörüyoruz. AKK'nın ise 2024 yılında %10,4'lük büyüme kaydedebileceğini hesaplıyoruz. Şirket payları için İNA ve yurt dışı benzerlerine görece değerlemelerini sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklar ile kullandığımız değerlememiz, 12 aylık 402,60 TL hedef fiyata karşılık gelmektedir.

➤ Şirket, Şubat 2023'e kıyasla Şubat 2024'te toplam yolcu sayısında yıllık %25,4'lük artış kaydetmiştir. THY'nin Şubat 2024'teki toplam yolcu sayısı 6.09mn olarak gerçekleşmiştir. Bunu yanında, Şubat 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %64,0'e (Şubat 2023: %70,6, Şubat 2022: %58,1) ulaşmıştır. THY, Şubat 2024'te yıllık bazda %13,6 artışla 3.9mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %53,7 oranında artarak 2.19mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Şubat 2024'te yıllık bazda yatay seyrederek %81,3 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Şubat 2024'te yıllık bazda %45,6 artış göstermiştir.

➤ Geride kalan çeyreklerdeki baskılanmış uçuş talebinin 2023'te güçlü toparlanma eğilimiyle telafi edilmesi ve yolcu sayısında özellikle dış hatlarda kuvvetli iyileşmenin etkisiyle Türk Hava Yolları'nın operasyonel olarak başarılı sonuçlarının 2024 yılında da sürmesini beklemekte ve yolcu talebinin ilerleyen süreçlerde görece olarak güçlü seyretmesini beklemekteyiz. Yolcu trafiği, satış gelirleri ve FAVÖK'ün 2024 yılında da yükseliş trendini koruyacağını öngörüyoruz.

➤ THY, 2023 yılsonunda yakıt hariç CASK'ın yüksek tek haneli artmasını, toplam CASK'ın ise düşmesini beklemektedir. Uçak, uçak motoru ve diğer yatırımlar için Şirket, 2023 yılında brüt 5-5,5 milyar USD yatırım harcaması öngörmektedir. THY'nin, 2023 yılı için 20milyar USD üzerinde satış geliri, %26-%28 aralığında ise FAVÖK marjı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, THY markası altındaki uçak sayısının 2033 yılına kadar 800'ü geçmesini beklerken yolcu sayısının ise 2033 yılında 170mn üstüne çıkmasını beklemektedir. THY, net borç/FAVÖK rakamının 2023 yılında 1-1,5x aralığında gerçekleşmesini, 2033 yılında ise bu rakamın 2-2,5x aralığında olabileceğini öngörmektedir. THY, ayrıca 2023-2033 yıllarını kapsayan Stratejik Planı çerçevesinde 230 adet kesin sipariş ve 125 adet satın alma hakkı bulunan uçağı, toplamda 355 adet uçağın satın alınmasına karar vermiştir.

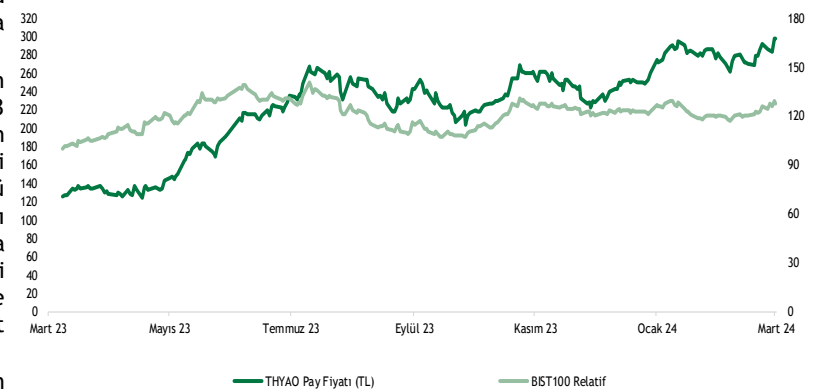
➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

| Kod | THYAO.TI/THYAO.IS | Kapanış | 297,75 |
|-------------------------|-------------------|---------------------------------|--------|
| Piyasa Değeri (Mn TL) | 410.895 | Son 12 Ay En Yüksek | 299,50 |
| Piyasa Değeri (Mn \$) | 12.727 | Son 12 Ay En Düşük | 115,90 |
| Firma Değeri (Mn TL) | 607.223 | Beta | 1,05 |
| Firma Değeri (Mn \$) | 19.898 | Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$) | 324,1 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 50,55 | Yabancı Sahiplik Oranı (%) | 44,72 |

| Anahtar Rakamlar (Mn TL) | 2021* | 2022* | 2023T* |
|--------------------------|---------|---------|---------|
| Satış Gelirleri | 97.378 | 311.169 | 502.648 |
| Büyüme | 109,65% | 219,55% | 61,5% |
| FAVÖK* | 27.922 | 78.684 | 120.372 |
| FAVÖK Marjı* | 28,7% | 25,3% | 23,9% |
| Net Kar (Mn TL) | 8.213 | 47.429 | 83.915 |
| Pay Başına Kar | 5,95 | 34,37 | 60,81 |
| Temettü Verim | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Net Borç / Özsermaye (x) | 1,8 | 1,0 | 0,7 |
| Ort. Özsermaye Karlılığı | 12,6% | 34,9% | 29,7% |
| Ortalama Aktif Karlılığı | 3,0% | 10,2% | 10,3% |

| Değerleme Çarpanları | 2021* | 2022* | 2023T* |
|----------------------|-------|-------|--------|
| F/K | 50,03 | 8,66 | 4,90 |
| FD/FAVÖK | 21,75 | 7,72 | 5,04 |
| FD/Satışlar | 6,24 | 1,95 | 1,21 |
| F/DD | 4,53 | 2,26 | 1,07 |

| Getiri | 1A | 3A | YBB | 12A |
|----------------------|------|-------|-------|--------|
| TL Getiri (%) | 5,68 | 30,25 | 30,25 | 138,96 |
| \$ Getiri (%) | 1,95 | 18,69 | 18,69 | 41,36 |
| BIST-100 Relatif (%) | 6,27 | 6,43 | 6,43 | 29,21 |



Kaynak: KAP, Türk Hava Yolları, Şeker Yatırım Araştırma

*Enflasyon muhasebesi uygulanmamış mali tablolar

Tavsiye Listesi...

| Şeker Yatırım | | | | | | | | |
|-----------------|---------|--------------|--------------------|----------|----------------|------------------------|--------|-------|
| Tavsiye Listesi | | | | | | | | |
| 1 Nisan 2024 | | | | | | | | |
| BANKA | Tavsiye | Kapanış (TL) | Hedef Kapanış (TL) | PD mn TL | Hedef PD mn TL | Kazandırma Potansiyeli | F/K | PD/DD |
| AKBNK | AL | 46,78 | 65,03 | 243.256 | 338.181 | 39,0% | 3,66 | 1,15 |
| GARAN | AL | 68,50 | 95,27 | 287.700 | 400.134 | 39,1% | 3,29 | 1,18 |
| HALKB | TUT | 13,56 | 17,53 | 97.426 | 125.966 | 29,3% | 9,63 | 0,76 |
| ISCTR | AL | 11,39 | 16,94 | 284.750 | 423.546 | 48,7% | 3,94 | 1,06 |
| TSKB | AL | 8,49 | 10,89 | 23.772 | 30.488 | 28,3% | 3,38 | 1,11 |
| VAKBN | TUT | 14,56 | 19,95 | 144.376 | 197.830 | 37,0% | 5,76 | 0,84 |
| YKBNK | AL | 27,34 | 32,28 | 230.942 | 272.661 | 18,1% | 3,40 | 1,29 |
| HOLDİNG | Tavsiye | Kapanış TL | Hedef Kapanış (TL) | PD mn TL | Hedef PD mn TL | Kazandırma Potansiyeli | F/K | PD/DD |
| KCHOL | AL | 199,20 | 263,85 | 505.151 | 669.108 | 32,5% | 6,99 | 1,25 |
| SAHOL | AL | 82,50 | 100,23 | 172.975 | 210.516 | 21,5% | 3,25 | 1,24 |
| TAVHL | AL | 183,10 | 222,80 | 66.517 | 80.940 | 21,7% | 8,83 | 1,45 |
| SANAYİ | Tavsiye | Kapanış TL | Hedef Kapanış (TL) | PD mn TL | Hedef PD mn TL | Kazandırma Potansiyeli | F/K | PD/DD |
| AKCNS | AL | 149,40 | 210,60 | 28.602 | 40.319 | 41,0% | 12,06 | 2,07 |
| AKSEN | AL | 34,58 | 47,50 | 42.407 | 58.250 | 37,4% | 10,01 | 1,81 |
| ARCLK | AL | 148,00 | 217,97 | 100.008 | 147.290 | 47,3% | 13,04 | 1,88 |
| ASELS | AL | 56,10 | 62,50 | 255.816 | 284.990 | 11,4% | 35,09 | 2,93 |
| BIMAS | AL | 361,00 | 440,70 | 219.199 | 267.595 | 22,1% | 19,21 | 7,35 |
| CCOLA | AL | 578,00 | 810,00 | 147.026 | 206.040 | 40,1% | 7,14 | 3,74 |
| CIMSA | AL | 31,46 | 41,94 | 29.748 | 39.658 | 33,3% | 11,94 | 1,60 |
| DOAS | AL | 315,00 | 360,00 | 69.300 | 79.200 | 14,3% | 3,53 | 1,57 |
| EREGL | TUT | 42,32 | 56,13 | 148.120 | 196.458 | 32,6% | 36,73 | 0,80 |
| FROTO | AL | 1.132,00 | 1.320,00 | 397.230 | 463.200 | 16,6% | 8,10 | 5,44 |
| KRDMD | AL | 23,20 | 43,62 | 18.101 | 34.032 | 88,0% | 25,61 | 2,26 |
| MGROS | AL | 415,00 | 595,00 | 75.138 | 107.726 | 43,4% | 8,51 | 2,09 |
| PETKM | TUT | 19,83 | 28,30 | 50.257 | 71.732 | 42,7% | 6,80 | 0,98 |
| PGSUS | AL | 813,00 | 1.270,00 | 83.170 | 129.920 | 56,2% | 3,98 | 1,52 |
| SELEC | TUT | 50,05 | 67,50 | 31.081 | 41.915 | 34,9% | 139,24 | 2,06 |
| SISE | AL | 46,24 | 78,70 | 141.643 | 241.075 | 70,2% | 8,27 | 0,99 |
| TCELL | AL | 67,70 | 104,30 | 148.940 | 229.471 | 54,1% | 11,86 | 1,22 |
| THYAO | AL | 297,75 | 402,60 | 410.895 | 555.586 | 35,2% | 5,24 | 1,20 |
| TOASO | AL | 277,00 | 387,00 | 138.500 | 193.501 | 39,7% | 9,18 | 3,76 |
| TTKOM | AL | 30,32 | 41,12 | 106.120 | 143.917 | 35,6% | 19,09 | 3,27 |
| TUPRS | AL | 177,00 | 195,45 | 341.043 | 376.587 | 10,4% | 6,37 | 1,70 |
| VESBE | AL | 19,05 | 26,00 | 30.480 | 41.651 | 36,5% | 8,71 | 3,15 |
| ZOREN | TUT | 5,95 | 4,80 | 29.750 | 23.990 | -19,4% | 13,75 | 1,41 |

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekilde ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. - Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com