

# Aylık Strateji

Mayıs 2024

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

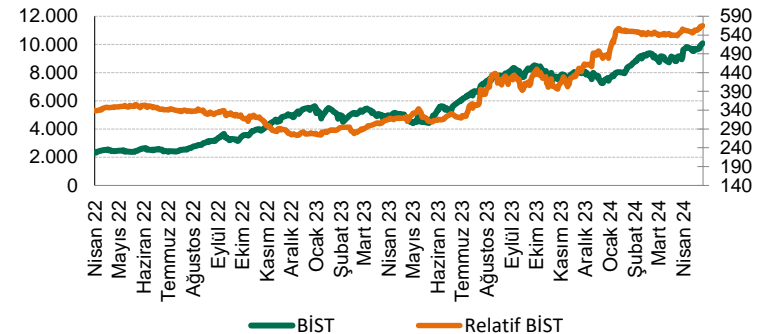
## Gelen veriler Fed'in faiz indirim beklentisini öteliyor...

- Global tarafta artan jeopolitik gerginliklerin yanında başta ABD olmak üzere büyük ekonomilerden gelen makro veriler risk iştahını baskılıyor. Fed Mayıs toplantısında, son aylarda enflasyondaki gerilemenin yavaşlaması nedeniyle politika faizini beklentilere paralel sabit tutarken bilanço küçültme hızını yavaşlattı. Toplantı sonrası yaptığı konuşmada, faiz indiriminin zamanlamasının verilere bağlı olacağı ifade eden Fed Başkanı Powell'ın ayrıca faiz artışı seçeneğinin masada olmadığını belirtmesi piyasalarda güvercin olarak algılanırken risk iştahını destekledi. Piyasa ilk faiz indirimini %55 olasılıkla Eylül ayında fiyatlanmaya devam ederken, yıl sonuna kadar sadece bir indirim olacağı fiyatlanmaya başladı.
- Yurt içinde ise TCMB, Nisan toplantısında piyasa beklentilerine paralel faizi sabit tuttu. PPK metninde ise aylık enflasyonun ana eğiliminin tahmin patikasına gerileyene kadar sıkı duruşun sürdürüleceğine yönelik güçlü mesajlar verildi. TCMB ayrıca, parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi, Türk lirası mevduat payının artırılması ve kur korumalı mevduattan (KKM) Türk lirası mevduata geçişin desteklenmesi amacıyla, belirlenen koşulları sağlayan bankaların Türk lirası mevduat ve KKM için tesis edilen zorunlu karşılıklarına faiz uygulaması üst sınırları artırdı.
- Son dönemde atılan sıkılaştırma adımlarına ek, uygulamaya alınan yeni düzenlemeler ve sözlü yönlendirmeler rasyonel politikaların kararlılıkla uygulanacağına ve dezenflasyonist sürecin başlayacağına ilişkin güveni artırırken, TL varlıklara olan ilgiyi destekliyor. Temmuz ayı ile birlikte sıkılaştırma adımları ve baz etkisinin devreye girmesiyle enflasyonda düşüşün görülmeye başlanacağını 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.
- Mayıs ayında yurt içinde piyasalar, Merkez Bankası'nın faiz kararını, uygulanan ekonomi program ve liralasma stratejisi çerçevesinde açıklanabilecek makro ihtiyati tedbirleri, gündemde olan kamu tasarruf tedbirleri konusunda atılacak adımları ve başta enflasyon olmak üzere açıklanacak makro verileri yakından takip edecektir. Diğer taraftan 3 Mayıs gecesi S&P'nin Türkiye değerlendirmesini yayınlaması beklenirken, piyasa not artırımına gidileceğini öngörüyor. 9 Mayıs'ta ise Merkez Bankası Başkanı Fatih Karahan, yılın ikinci enflasyon raporunun sunumunu gerçekleştirecek.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	10.046	9,88%	34,5%
BIST - 100, USD	311	9,8%	22,5%
MSCI Turkey	335.898	12,4%	28,2%
MSCI EMEA	200	-0,4%	-1,0%
MSCI EM	1.046	0,3%	2,2%
Gösterge Tahvil	44,49%	-91bps	481bps
USD/TL	32,3091	0,07%	9,75%
EUR/TL	34,6230	-0,52%	6,29%
F/K			
BIST - 100	7,4		
Bankacılık	7,5		
Sanayi	13,4		
Demir&Çelik	26,1		
GYO	3,3		
Telekom	11,0		
2024T F/K	6,0		

\*Kapanış 30 Nisan 2024

BIST &amp; Portföy



## Rasyonel politikaların devamı ve yabancı ilgisi BIST'i destekliyor...

- Yurt dışında ise Mayıs ayında piyasalar, Fed ve diğer merkez bankalarının faiz kararı ve faiz indirimleri konusunda gelecek mesajların yanında açıklanacak makro veriler ve jeopolitik risklerdeki gelişmeleri takip edecektir.
- Seçimler öncesinde Mart ayında yatay bir seyir izleyen BIST 100 Endeksi, seçimlerin atlatılmasıyla Nisan ayında rasyonel politikaların devam edeceği beklentisi ile tekrar yükselişe dönerek Nisan ayını %9,88 yükselişle yeni TL bazlı tarihi seviye olan 10.045,74 puandan tamamladı. Sınai endeks ayı %5,01 artışla tamamlarken Bankacılık Endeksi %22,12 artışla pozitif ayrıştı.
- Fed'in faiz indirimi beklentilerinin ötelenmesi ve artan jeopolitik riskler global risk iştahında gerilemeye neden olmaktadır. Buna rağmen, yurt içinde uygulanan rasyonel politikalar ile ekonomik dengelenmenin sağlanacağına yönelik beklentilerin kuvvetlenmesi ve yabancı ilgisinin artacağı beklentisi, faiz hadlerindeki yükseliş ve iç talebin daralma beklentisine rağmen orta vadeli yükselen trendin korunmasını sağlamaktadır.
- Bu beklentiler ışığında BIST 100 endeksi için 12 aylık 11.700 puan hedefimizi ve AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey endeksi 2024T 6,03x ve 1,32x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 52% ve 15% iskontolu işlem görmektedir.
- Bu ay model portföyümüzde değişiklik yapmıyoruz.
- Piyasa Riskleri**
- Enflasyondaki katılığın devam etmesi ve global merkez bankalarının faiz indirim sürecini gelecek yıla 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,
- Emtia fiyatlarındaki oynaklığın jeopolitik riskler ve ülkeler bazında alınan tedbirlerle yüksek seyretmesi,
- Çin'deki gayrimenkul/emlak piyasasındaki krizin derinleşerek büyümede yavaşlamaya neden olması,

### Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	59,45	74,85	25,9%	27,1%	15,7%
BIMAS.TI	387,00	440,70	13,9%	7,2%	-2,4%
ISCTR.TI	13,71	16,94	23,6%	23,5%	12,4%
KRDMD.TI	26,02	43,62	67,6%	12,2%	2,1%
MGROS.TI	442,00	595,00	34,6%	6,5%	-3,1%
SAHOL.TI	92,30	138,27	49,8%	11,9%	1,8%
SISE.TI	50,40	78,70	56,2%	9,0%	-0,8%
TAVHL.TI	219,90	278,50	26,6%	20,1%	9,3%
TCELL.TI	80,80	104,30	29,1%	19,4%	8,6%
THYAO.TI	326,00	402,60	23,5%	9,5%	-0,4%
Ortalama				14,6%	4,3%

\*Kapanış 30 Nisan 2024

### Eklene

-

### Çıkan

-

### Değişmeyen

AKBNK

BIMAS

ISCTR

KRDMD

MGROS

SAHOL

SISE

TAVHL

TCELL

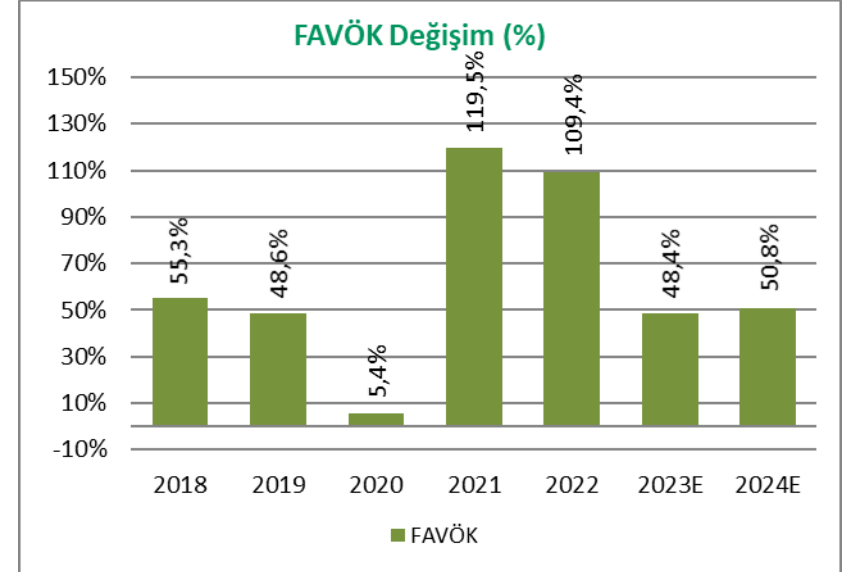
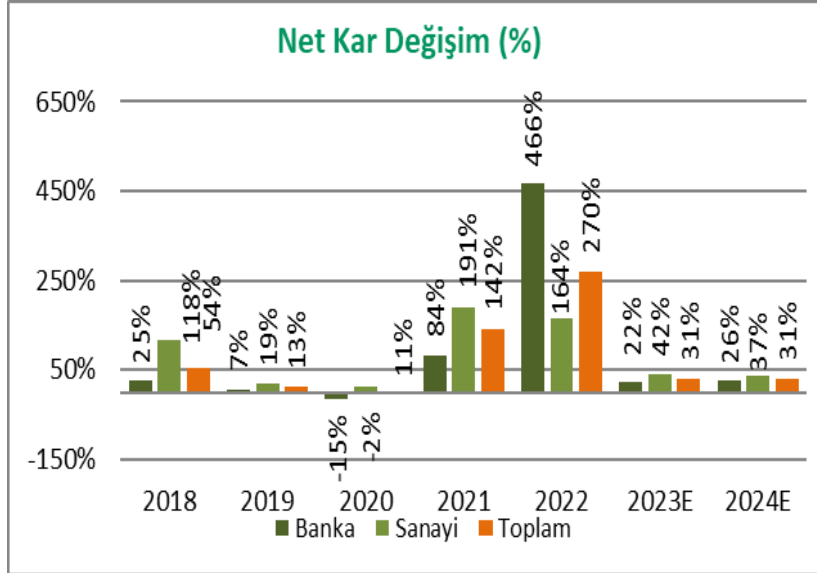
THYAO

### Favori Sektörler

Bankacılık  
Gıda-İçecek  
Perakende  
Turizm  
Havacılık  
Telekom  
İnşaat  
Çimento  
Demir-Çelik  
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 %26 oranında artmasını bekliyoruz.



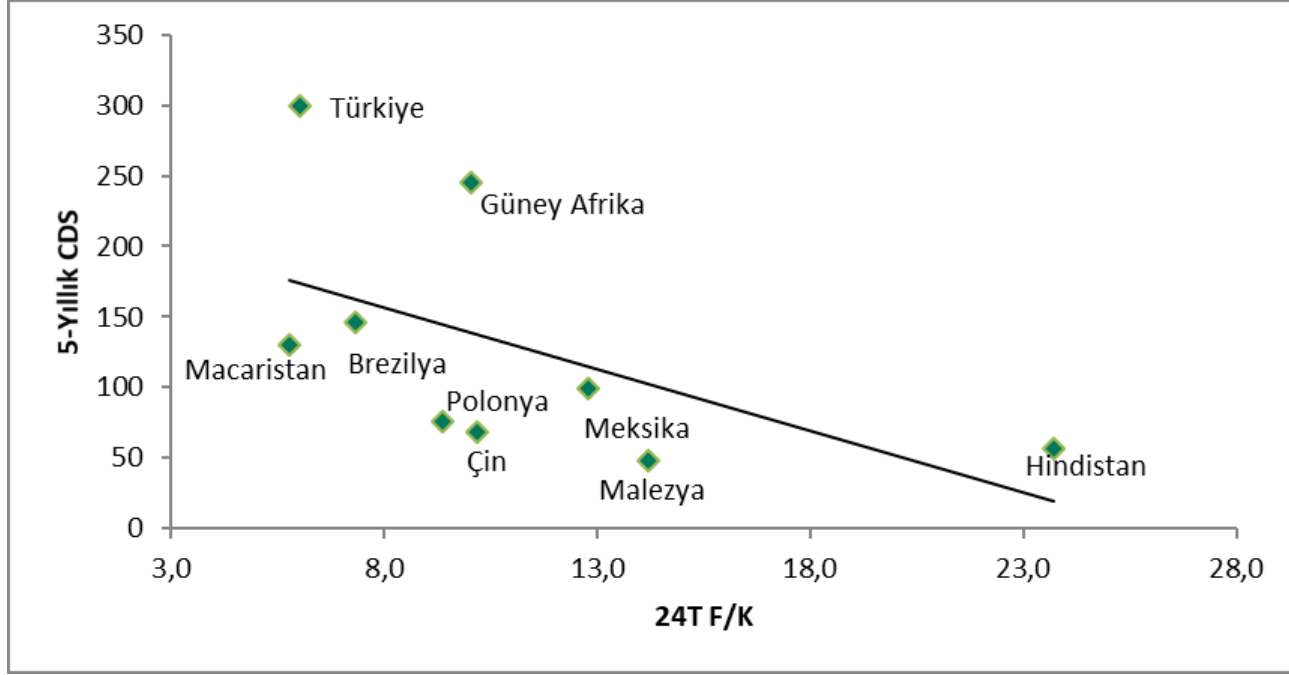
## Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %39,2 yükseliş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar endeksinin %23,1 üzerinde performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Türkiye</b>	12,4%	16,2%	39,2%	28,2%
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	0,3%	7,2%	7,1%	2,2%
<b>MSCI EMEA</b>	-0,4%	0,6%	2,9%	-1,0%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	1,1%	5,4%	25,4%	2,5%
<b>MSCI Dünya</b>	-3,9%	3,1%	16,6%	4,3%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
<b>MSCI Gelişen Pazarlar</b>	-10,8%	-7,8%	-23,1%	-20,3%
<b>MSCI EMEA</b>	-11,4%	-7,2%	-26,1%	-22,8%
<b>MSCI Doğu Avrupa</b>	-10,0%	-9,3%	-9,9%	-20,0%
<b>MSCI Dünya</b>	-14,4%	-11,3%	-16,3%	-18,7%

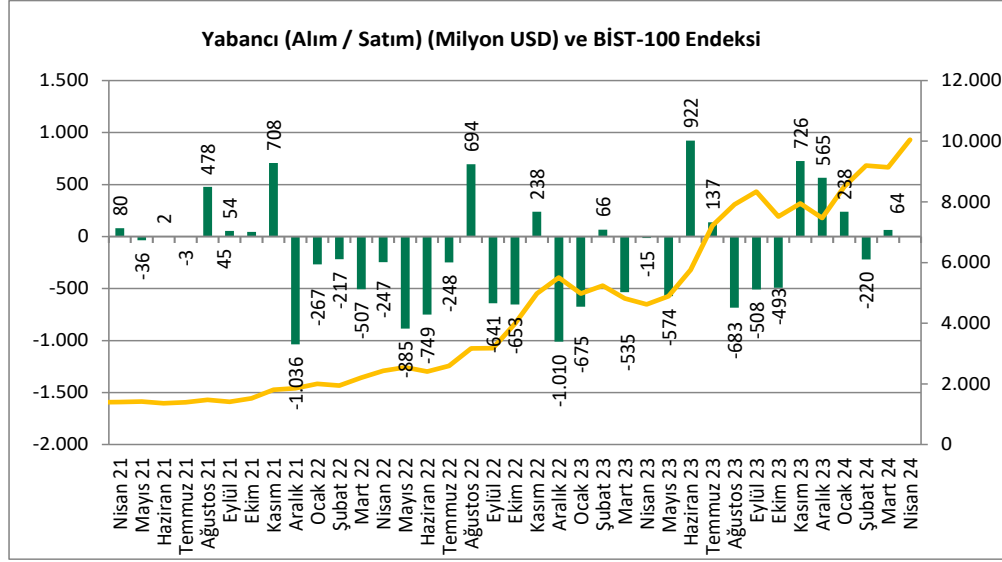
30 Nisan 2024 itibariyle

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

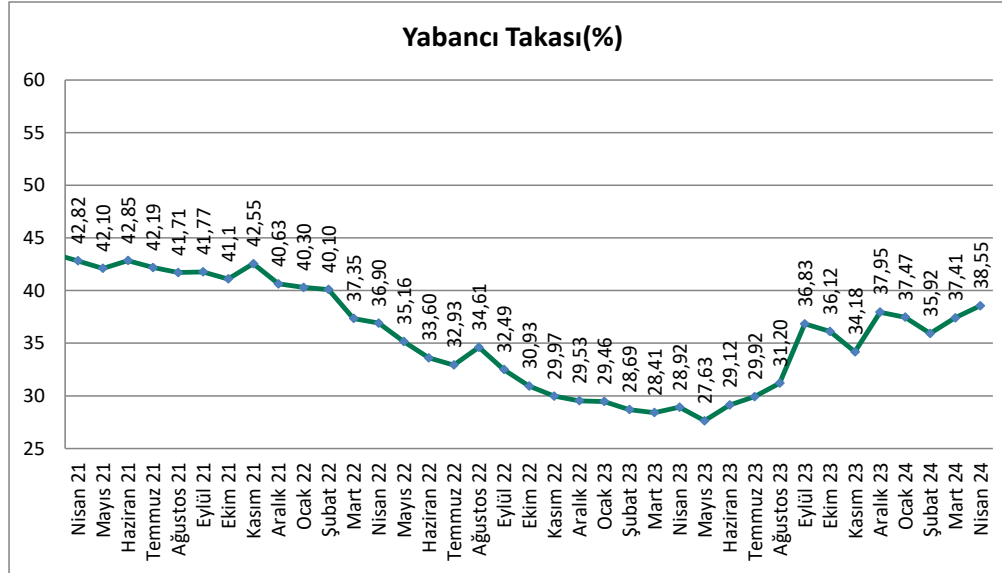


30 Nisan 2024 itibariyle

# Yabancı payı...

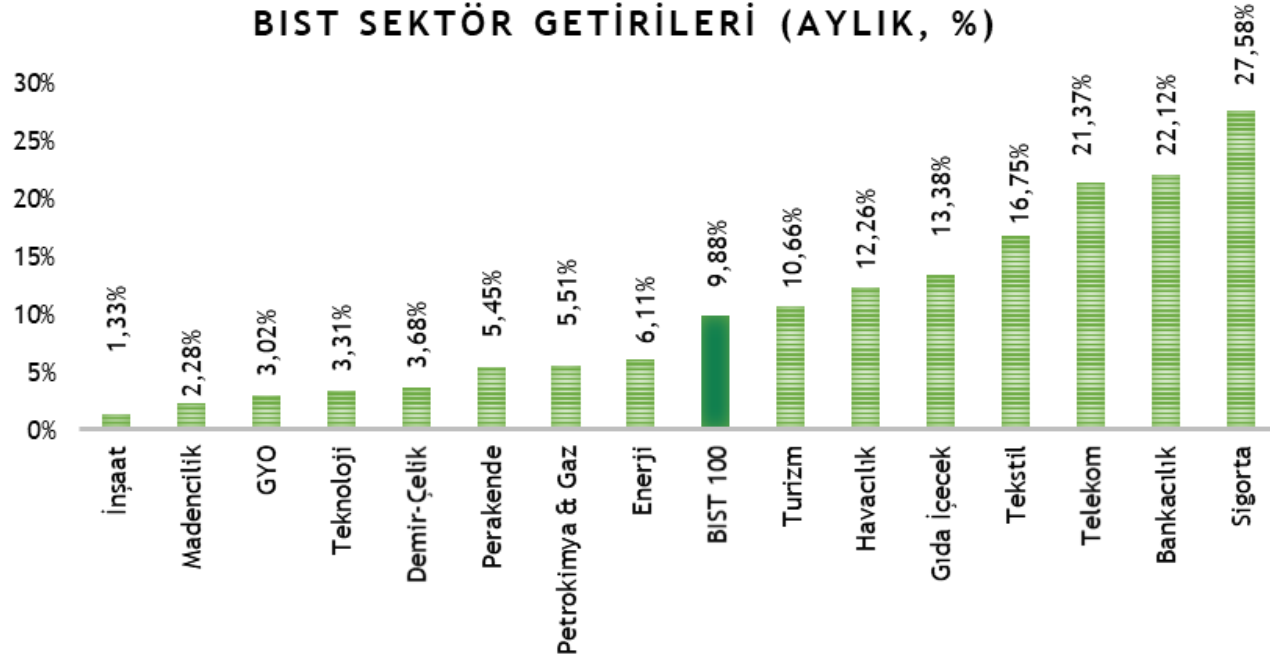


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2024 Mart ayında toplamda 64 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2024 Nisan ayında %38,55 seviyesine yükseldi.

## Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Nisan 2024 itibariyle en çok yükseliş kaydeden sektör aylık %27,6 artışla Sigorta sektörü olmuştur.



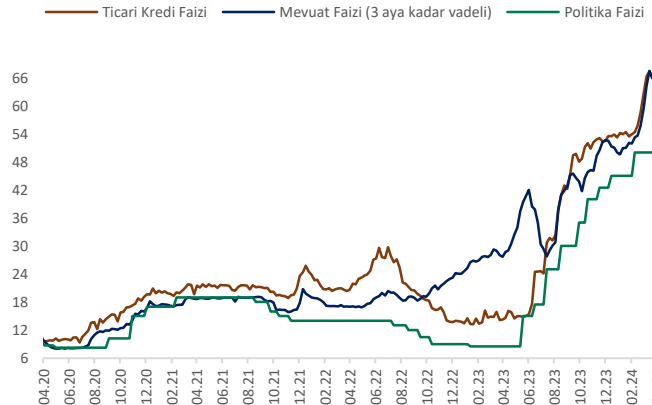
# Makroekonomik Görünüm

## Merkez Bankası Faiz Kararı/Nisan

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilere paralel %50 seviyesinde sabit tuttu. Yurtiçi talepteki direncin finansal koşullardaki sıkılaşmaya rağmen devam etmesi kararın temel gerekçesi gibi görünüyor. Enflasyonun ana eğilimindeki düşüş devam etse de mevcut seviyeler TCMB tahmin patikasının üzerinde gerçekleştiği için sıkı duruş bir süre daha devam edecektir. Sözle yönlendirme mekanizmasını etkin şekilde kullanan Merkez Bankası, aylık enflasyon belirgin ve kalıcı şekilde düşüp enflasyon beklentileri TCMB tahminleriyle uyumlu hale gelene kadar sıkı duruşu devam ettireceğini ifade etmiştir. Açık bir şekilde ifade edildiği gibi, Merkez Bankası alınan sıkılaştırma kararlarının gecikmeli etkilerinin enflasyon dinamiklerini hangi yönde ve boyutta etkilediğini görmeden sıkı duruşunu sürdürecektir. Likidite yönetimi, kredi büyümesi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler yakından takip edilecek ve dezenflasyon yılın ikinci yarısında tesis edilecektir.

Enflasyon eğilimi yavaşlasa da hala öngörülen seviyelerin üzerinde seyretmektedir. Daha da önemlisi sıkı duruşa rağmen iç talepteki direnç devam ettiği için enflasyon beklentileri etkin şekilde yönetilememektedir. Özellikle hizmet enflasyonundaki katılık hem yerel hem de küresel ekonomilerde halen devam etmektedir. Kurul alınan kararların gecikmeli etkilerini görmek için bir süre bekle-gör politikasına geçmiştir diyebiliriz. Kurul son dönemde finansal koşulların hem faiz hem de makroihtiyati tedbirlerle yeterince sıkılaşmış olduğunu düşünmektedir. Enflasyon ana eğilimi aylık bazda düşmeden sıkı duruşun devam edeceği tekrar vurgulanmıştır. Bu kapsamda sıkı duruşun vadesine ilişkin en temel göstergemiz aylık bazdaki enflasyon gelişmeleri olacaktır. Kredi büyümesi ve mevduat faizlerindeki gelişmeler finansal istikrar için hayati önem arz ettiğinden yakından takip edilmeye devam edecektir. Buradaki herhangi bir oynaklığa izin verilemeyecek ve gerekirse ek parasal sıkılaştırmaya gidilecektir. Sterilizasyon politikalarının etkin şekilde kullanılması ve likidite fazlasının miktarsal sıkılaştırma adımlarıyla çekilecek olması ise, fonlama dışında piyasaya verilen TL'nin uygun araçlarla çekileceğini ifade ediyor. Bu kapsamda hem maliyeti yükselen hem de likiditesi kısılan bir TL göreceğimiz 2024 bizi bekliyor.

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

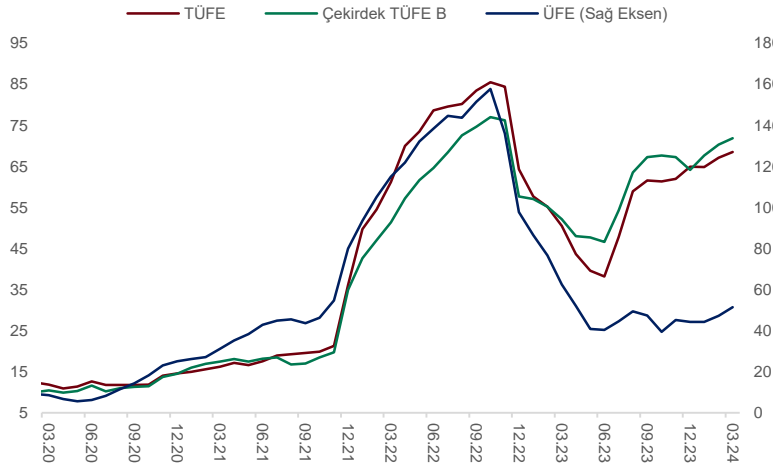


# Makroekonomik Görünüm

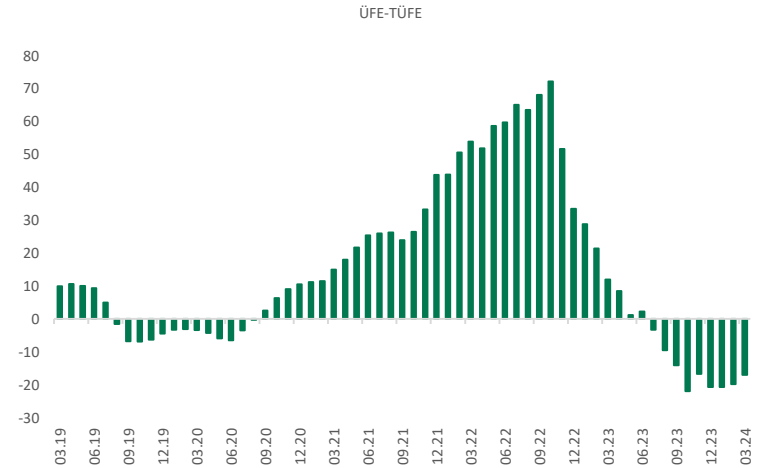
## Enflasyon – Mart

TÜFE Mart'ta bir önceki aya göre %3.16 artarken yıllık enflasyon %68.5 seviyesine yükseldi. (önceki %67.07). Piyasa ve bizim beklentilerimizin altında gerçekleşen enflasyon verisi, aylık enflasyon trendinde hedeflenen düzeyde olmasa da bazı iyileşme sinyallerinin geldiğini gösteriyor. Ocak ayındaki %6.7 aylık enflasyon verisinin ardından Şubat ve Mart'ta sırasıyla %4.53 ve %3.16 seviyelerinde gerçekleşen enflasyon, yüksek seviyesine rağmen aylık enflasyonda aşağı yönlü eğilimin başladığını gösteriyor. Yıllık enflasyon düzeyi baz etkisi nedeniyle yüksek seyrini devam ettirse de Mayıs ayından sonra aylık enflasyondaki gerileme ve baz etkisinin zayıflamasıyla yıllık enflasyonda da düşüş eğilimini görmeye başlayacağız. Endekste %57 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %68.5 yükseldi. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %3.14 olurken yıllık enflasyon %71.89 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek enflasyon göstergelerindeki aylık eğilim genel enflasyona paralel seyrediyor. Para politikasındaki mevcut görünümün aylık enflasyon seviyesini Merkez Bankası tahmin patikasıyla uyumlu hale getirecek yeterli sıkılık düzeyine eriştiğini düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısından itibaren %3 seviyesinin altına gerileyen aylık enflasyon düzeyleri yıllık enflasyonu %40 ve aşağısında bir denge seviyesine getirecektir. Üretici fiyatları ise Mart'ta aylık %3.29 artarken ÜFE'deki yıllık değişim %51.47 seviyesinde. ÜFE'de alt endekslere baktığımızda ana sanayi gruplarının yıllık değişimleri ara mallarında %53,84 artış, dayanıklı tüketim mallarında %63,73 artış, dayanıksız tüketim mallarında %64,44 artış, enerjide %11,55 artış ve sermaye mallarında %68,11 artış olarak gerçekleşti. Dayanıklı ve dayanıksız tüketim mallarındaki yüksek seyir devam ederken enerji fiyatlarındaki yataya yakın fiyat dinamikleri ÜFE'den TÜFE'ye gelecek olan baskıları hafifletiyor. ÜFE-TÜFE makasındaki TÜFE lehine devam eden fark azalan eğilimle de olsa devam ediyor. Para politikasındaki kararlı sıkı duruşun enflasyona talep yönlü baskıları azaltacağını ve enflasyonun tahminle uyumlu bir seyre döneceğini söyleyebiliriz.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası



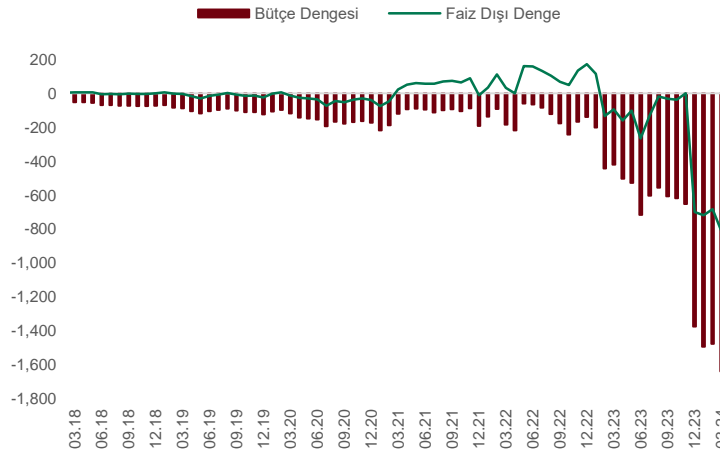
# Makroekonomik Görünüm

## Bütçe – Mart

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Mart ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 483.8 milyar TL, bütçe giderleri 692.8 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 618.2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 209 milyar TL olurken faiz dışı denge 134.4 milyar TL açık vermiştir. Elektrik Üretim AŞ'ye Mart'ta 18.4 milyar ve Ocak-Mart döneminde toplam 55.3 milyar TL transfer yapılmıştır. Afet riski alanlarının dönüşüm giderleri yaklaşık 25 milyar ve tarımsal destekler de mevsimsel etkilerle 6.5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Toprak mahsulleri ofisine Mart dönemindeki borç verme gideri 18.4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bütçe giderlerindeki mevsimsel etkiler ve tek seferlik bazı ödeme/transferler Mart dönemindeki denge üzerinde baskı yaratmıştır. Diğer yandan kurumlar vergisi tahsilatının düşük, gelir vergisinin yataya yakın seyri bütçe açığındaki zayıf performansı tetiklemiştir. Seçim döneminin geride kalmasıyla yeni dönemdeki para ve maliye politikasına ilişkin ekonomi yönetiminden gelen açıklamalar özellikle para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla sürdürüleceğine işaret ediyor. Fakat maliye politikasındaki duruşun para politikasıyla eşgüdümlü hale gelmesi fiyat istikrarına giden yolda ekonomi yönetiminin işini kolaylaştıracak en önemli adım diyebiliriz. Maliye politikasının mevcut seyrini devam ettirmesi durumunda ise, bütçe açığı üzerinden kamu maliyesi kaynaklı enflasyonist baskılar görülebilir.

Doğal afet, ekonomideki makro dengesizliklerin maliye politikasına baskı yaratması gibi nedenlerle bütçe performansı yılın ikinci yarısına kadar negatif görünümünü devam ettirecektir. Yılın ikinci yarısından itibaren gelir tarafında daha güçlü ve bütçe giderlerinde ılımlı bir seyir bekliyoruz. Maliye politikasının para politikasıyla eşgüdümlü olarak sıkılaştırıcı bir yapıya dönmesi orta vadede mali disiplin ve fiyat istikrarına katkı sağlayacaktır. Vergi gelirlerinin etkinliğini arttırmak ve giderleri kısıtlayıcı yönde uygulanacak politikalar bütçe disiplini de beraberinde getirecektir. Bütçe görünümünde fiyat istikrarı ile uyumlu seviyelere 2025 yılından itibaren kademeli olarak ulaşılacağı beklentimiz devam ediyor.

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

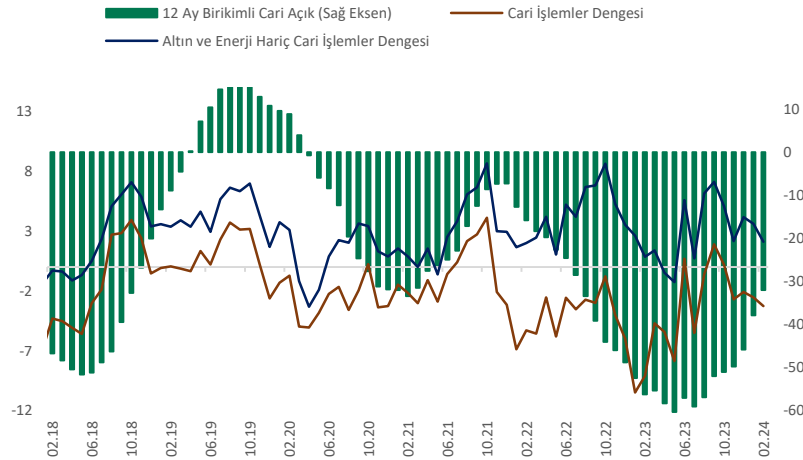


# Makroekonomik Görünüm

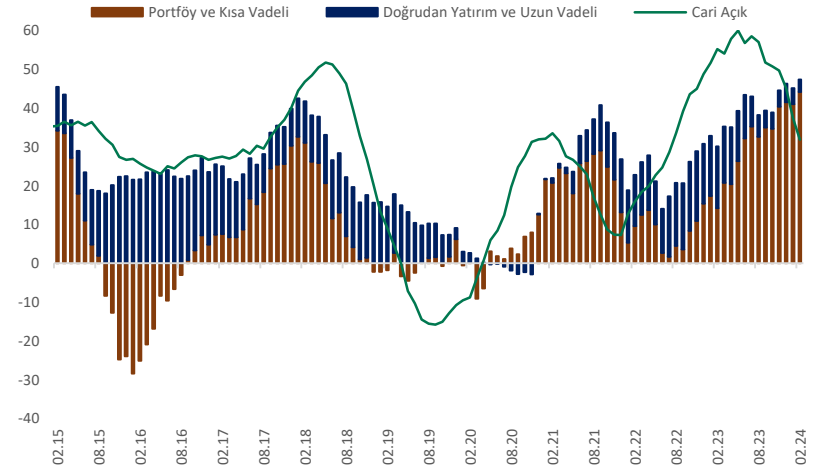
## Ödemeler Dengesi / Şubat

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre Şubat ayı cari işlemler dengesi, 3.265 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 31.829 milyon ABD dolarına gerilemiştir ( önceki 37.516 milyon). Birikimli cari açıktaki belirgin iyileşme ödemeler dengesi kaynaklı kırılma noktaları kısmen de olsa hafifletmeye devam ediyor. Şubat ayındaki aylık cari açık mevsimsel etkilerden arındırıldığında ana eğilim daha da pozitif bir trend sergiliyor. Bu gelişmede, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 4.751 milyon ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 2.381 milyon ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. 12 Aylık birikimli dış ticaret açığı, Haziran sonrası başlayan sıkılaştırma adımlarıyla 92.9 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir (Mayıs 2023 zirvesi 122 milyar USD). Cari açıktaki mevsimsel etkilere rağmen iyileşmenin sürmesi, yılın ikinci yarısından itibaren pozitif atmosferin daha belirgin hale geleceğine işaret ediyor. Sıkı para politikası süreci başlamadan önce cari denge bir ara hedef görevi görüyordu. Mevcut sıkılaştırma adımları cari dengeyi de gözetken fakat önceliklendirmeyen bir yapıya sahip. Buna rağmen ödemeler dengesindeki gelişmeler beklentilerden daha iyi seviyede. Ödemeler dengesindeki gelişmelerin iç ve dış talepteki dengelenme ve kur riskini hafifletmesi fiyat istikrarına pozitif katkı yapmaya devam edecektir. Altın ve enerji hariç cari işlemler hesabı, bu ay 2.106 milyon ABD doları fazla vermiştir. Özellikle çekirdek göstergelerdeki gelişmelerin mevcut pozitif görünümünü devam ettirmesi mevsimsel etkiler azaldığında bu kalemden gelen katkıların artarak devam edeceğini gösteriyor. Bu pozitif katkının yılın ikinci yarısından itibaren daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Cari işlemler açığının nasıl finanse edildiğine baktığımızda, resmi rezervlerde 6.230 milyon ABD doları net azalış gözlenmiştir. Son dönemdeki sıcak para girişlerinin etkisiyle 12 aylık toplamda portföy yatırımları ve kısa vadeli girişler 44.1 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir (12 ay ortalaması 33.6 milyar USD). Doğrudan yabancı yatırım ve uzun vadeli sermaye girişleri ise birikimli veride ortalamalara göre negatif bir eğilime girmiştir. Şubat ayı itibariyle birikimli doğrudan yatırım ve uzun vadeli finansman 3.2 milyar USD düzeyinde net giriş kaydetmiştir (önceki 4.1). Cari açığın finansman kalitesinde kısa vadeli kaynakların payının yükselmesi ekonomideki kırılma noktası riskini arttırmaya devam ediyor.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)



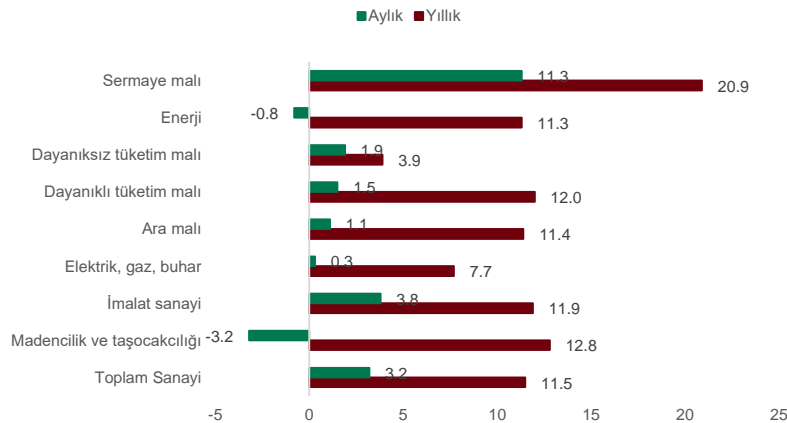
# Makroekonomik Görünüm

## Sanayi Üretimi - Şubat

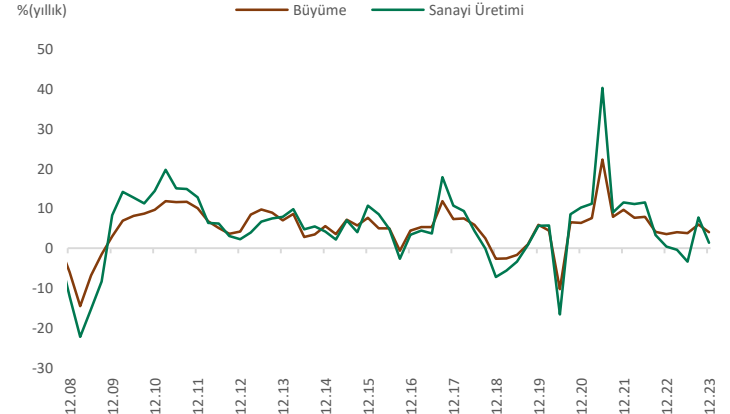
Sanayi Üretim Endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim Şubat'ta bir önceki aya göre %3.2 artış gösterdi. Böylece yıllık üretim artış düzeyi de %11.5 seviyesinde gerçekleşti (önceki %1.3). Hem piyasa hem de bizim beklentilerimizin oldukça üzerinde gerçekleşen sanayi üretimi verileri, Temmuz 2023 döneminden beri devam eden negatif görünümü sınırlı da olsa hafifletmiştir. Öte yandan GSYİH büyüme verilerinin finans-hizmetler sektörü öncülüğünde canlılığını devam ettirmesi ve sanayi üretimi-GSYİH ilişkisinin zayıflaması piyasada negatif beklentileri tetikliyordu. Son iki aylık dönemdeki gelişmeler bu beklentilerin de nispeten pozitif dönüşüne sağladı. Yakın dönemde 2023 ikinci yarısından bu yana devam eden sıkı para politikasıyla durma noktasına gelen üretim kayıplarının bir miktar telafi edileceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılı için sanayi üretimi ve sektörler açısından temel senaryomuz geçerliliğini korumaya devam ediyor. Bu dönemde borçluluğu ve finansman gideri düşük, ihracat oranı yüksek sanayi şirketlerinin pozitif ayrışmasını bekliyoruz.

Küresel ekonomik görünümde belirsizlik devam etse de iç piyasada uzun süredir devam eden yavaşlamanın sonlanacağına yönelik beklentiler Şubat ayında üretimi tetiklemiştir. Fakat bunun enflasyonist etkileri dikkate alındığında TCMB tarafından Martta yeniden sıkılaşmaya gidilmesi, Şubat'taki bu pozitif görünümün geçici olacağını gösteriyor. 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 yurtdışı üretimdeki yavaşlamanın etkisini hafifletebilir. Buna ek olarak yerel seçimler öncesi parasal sıkılaşma koşullarında erteleme ya da yavaşlama olması özellikle TL likiditeye hassasiyeti yüksek sektörlerdeki sanayi üretimini pozitif etkileyebilir. Para ve maliye politikalarındaki eşgüdümü sıkılaşma fiyat istikrarı ve finansal istikrarı beraberinde getirecektir.

### Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



### Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



## Akbank (AL, Hedef Fiyat: 74,85 TL)

Getiri Potansiyeli: %26

## 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 göz önünde bulundurarak AL olan tavsiyemizi koruyoruz.

**Güçlü sermaye tamponu ve yüksek iç sermaye üretimi kapasitesi ile elverişli konum.** Banka %20,2 seviyesindeki güçlü sermaye yeterlilik oranı ile piyasa payı kazanımlarını sürdürmek için elverişli bir konumdadır.

**Banka 1Ç24 solo finansal sonuçlarında beklentilerin hafif üzerinde 13,184 milyon TL net kar açıkladı. Net karın 2024 yılında 2023 yılına göre %23 oranında artmasını bekliyoruz. 2024-2027 ücret ve komisyon gelirleri tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyonlar sebebiyle 65,03 TL olan hedef fiyatımızı 74,85 TL olarak güncelliyoruz. Yeni hedef fiyatımızın %26 artış potansiyeli bulunmaktadır. “AL” tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 3,8x F/K (Benzerlerine göre %1 iskontolu) ve 1,10x F/DD çarpanlarıyla ve %33,2 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 %78 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 %32 seviyesinde ve sektör ortalamasının altındadır.

**Ücret ve komisyon gelirleri artışında lider konum.** Banka yıllık bazda rekor yüksek %217 artış ile lider konumdadır. Ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %76 seviyesindedir.

**Aktif kalitesi yönetiminde güçlü performans.** 2023 yılında yakın izlemedeki kredilerdeki artış oranı %51 olup görece yüksektir. Ancak bu kredilerin ağırlığı %6,8 olup özel bankalar arasındaki en düşük seviyededir.

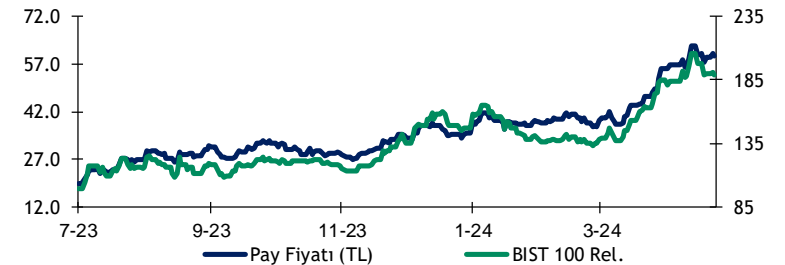
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	309,140	Beta (12A)	1.00
Piyasa Değeri (USD mn)	9,559	Ort. Günlük Hacim	3,751
Kapanış	59.45	Yabancı Payı	59.9%
12 Ay Yüksek	63.30	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	13.37	Ağırlık	5.87%

(TL Mn)	2022A	2023A	2024T	2025T
Net faiz geliri	76,872	63,547	100,347	130,088
% Fark, Yıllık	236.6%	-17.3%	57.9%	29.6%
Net ücret ve komisyon geliri	10,316	30,832	61,665	95,580
% Fark, Yıllık	97.1%	198.9%	100.0%	55.0%
Net kar	60,023	66,479	81,912	116,846
% Fark, Yıllık	395.0%	10.8%	23.2%	42.6%

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%	6.8%
Ortalama aktif getirisi	6.7%	4.6%	3.8%	4.1%
Ortalama özkaynak getirisi	52.3%	36.4%	33.2%	34.9%

Değerleme Çarpanları	2022A	2023A	2024T	2025T
F/K	1.7	2.9	3.8	2.6
F/DD	0.66	0.90	1.10	0.80



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	27.1	56.9	110.6	286.5
US\$ Getiri (%):	26.8	47.0	83.7	132.0
BİST 100 Relatif Getiri (%):	15.7	32.7	57.5	77.7

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma



## BİM (AL, Hedef Fiyat: 440,70 TL)

Getiri Potansiyeli: 14%

**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. 30 Nisan 2024 kapanışı baz alınarak Bim'in getiri potansiyeli %14'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 taşımaması 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.

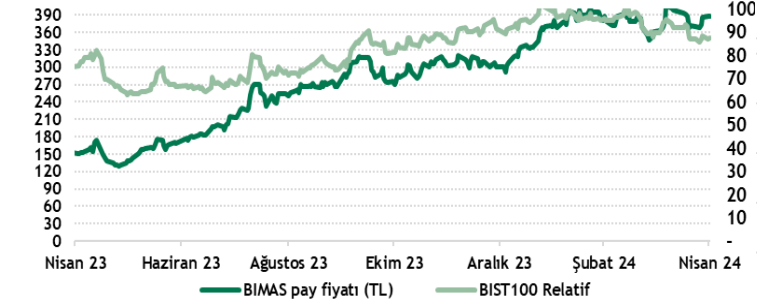
➤ Diğer taraftan; 2024 yılı için asgari ücrete yapılan tek seferlik %49'luk artışın kısa dönem için Şirket finansalları üzerinde hafif baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca; enflasyonist baskılar sebebiyle girdi maliyetlerinde görülebilecek yükselişler, artan enerji maliyetleri ve kurlarda meydana 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 TI/BIMAS IS	Kapanış	387,00
Piyasa Değeri (mn TL)	234.986	Son 12 Ay En Yüksek	407,75
Piyasa Değeri (mn \$)	7.273	Son 12 Ay En Düşük	129,32
Firma Değeri (mn TL)	243.837	Beta	0,92
Firma Değeri (mn \$)	7.596	Ort. Günlük İşlem Hacmi	52,30
Halka Açıklık Oranı (%)	71,6	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	52,20

Anahtar Rakamlar (mn TL)*	2022	2023T
Satış Gelirleri	147.716	266.579
Büyüme	109,4%	80,5%
FAVÖK	11.866	20.691
FAVÖK Marjı	8,0%	7,8%
Net Kar	8.157	11.639
Pay Başına Kar	13,43	19,17
Temettü Verimi	0,0%	2,6%
Net Borç /FAVÖK (x)	0,65	0,40
Net Borç /Özsermaye (x)	0,31	0,24
Ortalama Özsermaye Karlılığı	49,7%	38,8%
Ortalama Aktif Karlılığı	17,2%	13,6%

Değerleme Çarpanları	2022	2023		
F/K	28,8	21,0		
FD/FAVÖK	20,5	11,6		
FD/Satışlar	1,7	0,9		
F/DD	9,3	7,0		
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	7,2	4,6	28,7	153,3
Ş Getiri (%)	6,9	-2,0	17,0	52,0
BIST-100 Rölatif (%)	-2,4	-11,8	-4,3	16,4



\* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmamış Finansallar

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

Getiri Potansiyeli: %24

## Güçlü iştirak portföyü, elverişli TL likiditesi

Güçlü vadesiz mevduat tabanı, disiplinli maliyet yönetimi, yüksek getirili ticari krediler ağırlıklı kredi portföyü ve elverişli TL likiditesini göz önünde 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 %24 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 3.7x F/K (Benzerlerine göre %3 iskontolu) ve 0,97x 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.

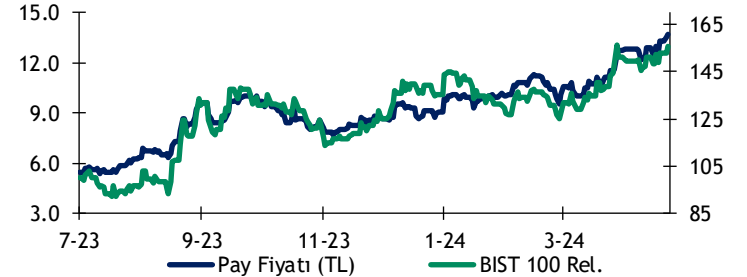
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	342,750	Beta (12A)	1.00
Piyasa Değeri (USD mn)	10,599	Ort. Günlük Hacim	4,354
Kapanış	13.71	Yabancı Payı	39.7%
12 Ay Yüksek	13.97	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	3.96	Ağırlık	3.88%

(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	4.7	3.7	2.8
F/DD	0.67	1.28	0.97	0.75



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	23.5	37.2	67.6	224.7
US\$ Getiri (%):	23.2	28.5	46.2	94.9
BIST 100 Relatif Getiri (%):	12.4	16.0	25.4	49.3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma



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

Getiri Potansiyeli: %68

Kardemir D Grubu paylar için (KRMD) 43,62 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %68 oranında getiri potansiyeli taşımaktadır.

Kardemir 2023'de enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 1.588mn TL net kar (2022: 1.108mn TL, yıllık %43 artış) açıkladı. Yüksek maliyetler operasyonel karlılığı baskılarken 7.507mn TL esas faaliyetlerden diğer giderler sonucu 3.040mn TL faaliyet zararı kaydedildi. 2.911mn TL parasal kazanç ve 1.888mn TL ertelenmiş vergi geliri ise net kara geçilmesinde etkili oldu. Net kar marjı %3,1 seviyesinde gerçekleşti (2022: %2).

2023'de Kardemir, TMS-29 etkisi dâhil 51.621mn TL satış geliri açıkladı (2022: 54.169mn TL, yıllık %5 azalış). Satış hacmi 2.365bin ton ile 2022'deki 2.065bin ton seviyesinin %15 üzerinde gerçekleşti.

FAVÖK 2023'de 3.210mn TL (2022: 5.105mn TL, yıllık %37 azalış) seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı %6,2 ile %9,4 seviyesindeki 2022'ye göre 32 puan geriledi. Ton başına FAVÖK 135\$ seviyesinde gerçekleşti. (2022: 247\$).

**Net nakit pozisyon..** Kardemir 2022 sonunda 975mn TL seviyesinde net borç pozisyonu bulunurken 2023 sonunda 2.555mn TL net nakde geçti.

Yurt içinde yeniden yapılanma temasının etkisiyle uzun ürünlere yönelik artan talep ürün fiyatlarını destekliyor. 2024'ün ikinci yarısında başlaması beklenen global parasal gevşeme sürecinin ardından ürün fiyatlarında ve marjlarda global olarak iyileşme öngörüyoruz. Maliyet tarafında, yılbaşından bu yana demir cevheri ve kömür fiyatlarında izlenen gerilemenin de stok tutma politikası nedeniyle önümüzdeki dönemde finansallara yansımaları bekliyoruz.

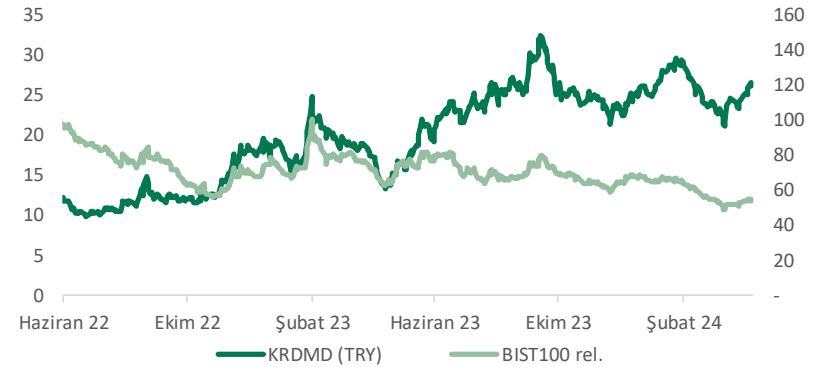
**Riskler:** Global parasal gevşeme sürecinin beklenenden geç başlaması, Çin'de emlak sektöründeki yavaşlamanın daha da derinleşmesi, hammadde maliyetlerinin beklentimizden yüksek ve ürün fiyatlarının beklentimizden zayıf seyretmesi değerlememizde aşağı yönlü ana risk unsurlarıdır

Kod	KRMD.TI / KRMD.IS	Kapanış	26,02
Piyasa Değeri (mn TL)	20.301	Son 12 Ay En Yüksek	33,00
Piyasa Değeri (mn \$)	628	Son 12 Ay En Düşük	12,99
Firma Değeri (mn TL)	18.553	Beta	0,94
Firma Değeri (mn \$)	569	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	73,90
Halka Açıklık Oranı (%)	92	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	13%

Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2022	2023
Satış Gelirleri	54.169	51.621
<i>Büyüme</i>		-5%
FAVÖK	5.105	3.210
<i>FAVÖK Marjı</i>	9,4%	6,2%
Net Kar	1.108	1.588
Pay Başına Kar	1,4	2,0
Temettü Verimi	313,0%	5,7%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,2	-0,8
Net Borç / Özsermaye (x)	0,1	-0,3
Ortalama Özsermaye Karlılığı		4%
Ortalama Aktif Karlılığı		3%

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	18,3	12,8
FD/FAVÖK	2,9	5,2
FD/Satışlar	0,3	0,3
F/DD	2,0	0,6

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	12,2	-2,9	9,5	75,4
\$ Getiri (%)	11,9	-9,1	-0,4	5,3
BIST-100 Rölaf (%)	2,1	-18,1	-18,6	-19,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

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

Getiri Potansiyeli: 35%

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

➤ Şirket için hedef pay fiyatımız 595,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 30 Nisan 2024 kapanışı baz alınarak Migros'un getiri potansiyeli %35'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.

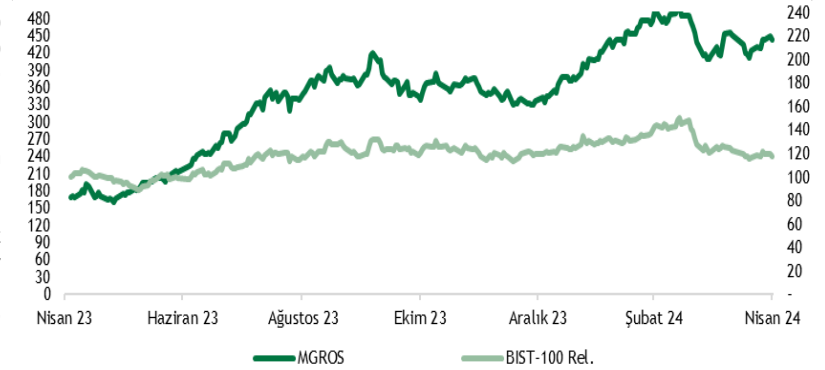
➤ Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında; döviz kredilerinin bilanço ağırlığının kalmamasından dolayı bu durumun hisse performansı üzerinde olumlu etkileri olduğunu düşünüyoruz. Operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan 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	442,00
Piyasa Değeri (mn TL)	80.026	Son 12 Ay En Yüksek	509,50
Piyasa Değeri (mn \$)	2.477	Son 12 Ay En Düşük	159,08
Firma Değeri (mn TL)	77.479	Beta	0,94
Firma Değeri (mn \$)	2.390	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	21,02
Halka Açıklık Oranı (%)	50,82	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	46,37

Anahtar Rakamlar (mn TL)*	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	0,0%	1,7%
Ortalama Özsermaye Karlılığı		27,7%
Ortalama Aktif Karlılığı		10,2%

Değerleme Çarpanları	2022	2023		
F/K	8,8	9,1		
FD/FAVÖK	20,6	20,6		
FD/Satışlar	0,6	0,4		
F/DD	2,9	2,2		
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	6,5	8,2	31,9	157,3
\$ Getiri (%)	6,2	1,3	19,9	54,4
BIST-100 Rölatif (%)	-3,1	-8,7	-1,9	18,3



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

## Sabancı Holding (AL, Hedef Fiyat: 138,27 TL)

Getiri Potansiyeli: %50

Sabancı Holding (SAHOL) hissesi için pay başına 100,23 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı 138,27 TL seviyesine yükselttik. Hedef fiyatımız 30 Nisan 2024 kapanış fiyatına göre %50 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Sabancı Holding 2023'de, enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle (TMS-29) 15.427mn TL net kar açıkladı. Özellikle bankacılık segmentinin güçlü karlı yapısı holding karlılığını destekledi. Sabancı Holding 2023'de finans sektörü dahil 530.766mn TL satış geliri elde etti. Enflasyon muhasebesi uygulanmamış haliyle ise finans segmenti dahil yıllık %84 artışla 431,510mn TL gelir elde edilirken net kar yıllık %20 artışla 41,326mn TL seviyesinde gerçekleşti.

**Güçlü nakit pozisyonu:** Holding solo net nakdi 3Ç23 sonundaki 5,9 milyar TL'den'dan 7 milyar TL'ye yükselirken Net borç/FAVÖK rasyosu özellikle enerji dağıtım işindeki artan yatırım harcamalarının etkisi ile 0,4x'den 0,8x'e yükseldi.

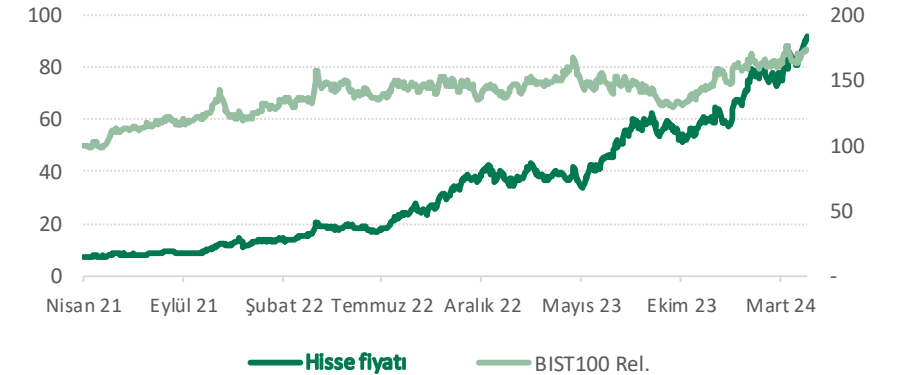
Güçlü nakit pozisyonu, son dönemde odaklandığı yatırım alanları, döviz gelirini artırma hedefi ve bu bağlamda atılan adımlar ve düzenli temettü politikasının hisse performansı üzerinde katalist görevi göreceğini düşünüyoruz.

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.

Kod	SAHOL T1/SAHOL.IS	Kapanış	89,36		
Piyasa Değeri (Mn TL)	192.971	Son 12 Ay En Yüksek	93,80		
Piyasa Değeri (Mn \$)	5.973	Son 12 Ay En Düşük	34,12		
Firma Değeri (Mn TL)	214.072	Beta	1,09		
Firma Değeri (Mn \$)	6.689	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	78,4		
Halka Açıklık Oranı (%)	25,78	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	46,00		
Anahtar Rakamlar (Mn TL)		2022	2023		
Satış Gelirleri (banka hariç)		123.593	137.009		
Büyüme			10,9%		
Net Kar (Mn TL)		39.421	15.427		
Pay Başına Kar		19,32	7,56		
Net Borç / FAVÖK (x)		0,11	0,19		
Ort. Özsermaye Karlılığı			7,0%		
Ortalama Aktif Karlılığı			0,7%		
Değerleme Çarpanları		2022	2023		
F/K		4,6	11,8		
F/DD		0,4	0,6		
Getiri		1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)		11,9	25,4	52,7	141,6
\$ Getiri (%)		11,6	17,4	38,8	45,0
BIST-100 Relatif (%)		1,8	5,8	13,5	11,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

## \* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

## Şişecam (AL, Hedef Fiyat: 78,70 TL)

Getiri Potansiyeli: %56,2

## Eskişehir cam üretiminin merkezinde...

Şişecam, Eskişehir Cam Ambalaj tesisindeki brüt 198bin ton/yıl üretim kapasiteli 5. Fırın yatırımının 28 Mart 2024 tarihinde ateşlendiğini duyurdu. Böylelikle, Şişecam'ın cam ambalaj işkolunda Türkiye'de kurulu üç tesiste faaliyet gösteren 13 fırınla brüt üretim kapasitesi 1,9mn ton/yıl'a, küresel cam ambalaj brüt üretim kapasitesi 3,3mn ton/yıl'a ulaşmıştır. Bu yatırımla Eskişehir tesisi tek yerleşkede 5 fırın ve 24 hatla dünyanın en büyük cam ambalaj tesisi haline gelmiştir. Ayrıca, Eskişehir Cam Ev Eşyası tesisindeki soğuk tamirin 28 Mart 2024 tarihinde yaklaşık 29mn Dolar yatırımla tamamlanması sonrası, Eskişehir'deki cam ev eşyası işkolu brüt üretim kapasitesi yaklaşık 190bin ton/yıl'a ulaşmıştır. Bu iki yatırım sonucunda, Şişecam'ın Eskişehir tesisi, cam ambalaj ve cam ev eşyası iş kollarında brüt konsolide kapasite yaklaşık 1mn ton/yıl'a ulaşarak, dünyanın tek yerleşkede en büyük entegre cam üretim noktası haline gelmiştir.

Borçlanma aracı ihracı için Şirket, Mart ayının sonunda gerekli izinleri almak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulundu. Söz konusu başvuru; Şişecam'ın yurt içinde, halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış yöntemleriyle toplamda 30mlr TL'ye kadar borçlanma aracı ihraç edilmesini kapsamaktadır.

100% sahibi olduğu Siseecam UK PLC tarafından, yurt dışında nitelikli yatırımcılara satılmak ve İrlanda Borsası'na (Euronext Dublin) kote edilmek üzere tahvil ihracının planlandığını duyurdu. İki ayrı vadede (500mn Dolar nominal değerli, 5 yıl vadeli ve %8,25 kupon oranıyla ve 600mn Dolar nominal değerli, 8 yıl vadeli ve %8,625 kupon oranıyla) ihraç edilmesi planlanan tahvillerin satış işlemlerinin 02 Mayıs 2024 tarihinde tamamlanması beklenmektedir. Şişecam ayrıca, 2019 yılında ihraç ettiği 2026 vadeli 700mn Dolar (ana para) tutarındaki tahvilin uygun görülen miktarda borç yönetimi kapsamında geri alım ihalesi yoluyla vadesinden önce kısmen veya tamamen itfa edilmesine karar vermiştir.

30 Nisan 2024 tarihi itibarıyla Şişecam hisseleri son bir ayda %9,0 oranında getiri sağlamıştır. Relatif olarak baktığımızda ise; SISE son bir ayda BIST 100 endeksine göre %0,8 oranında daha düşük performans göstermiştir.

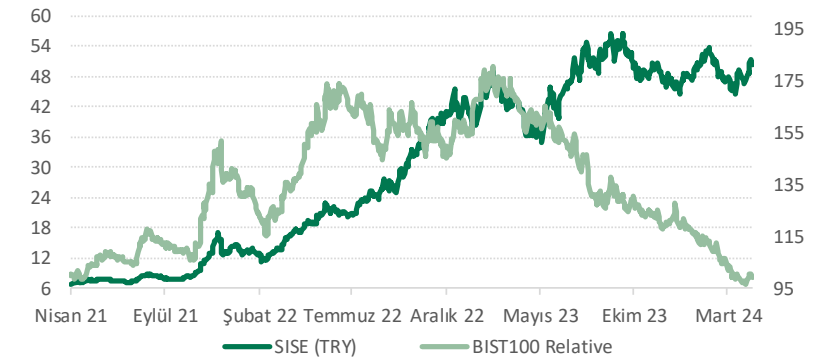
İndirgemiş nakit akımları (İNA) analizine %70 oranında ve karşılaştırılabilir uluslararası benzer şirket çarpanları değerlemesine %30 oranında ağırlık vererek SISE için 78,70 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 30 Nisan 2024 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %56,2 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	SISE.TI / SISE.IS	Kapanış	50,40
Piyasa Değeri (mn TL)	154.386	Son 12 Ay En Yüksek	57,45
Piyasa Değeri (mn \$)	4.778	Son 12 Ay En Düşük	34,71
Firma Değeri (mn TL)	194.808	Beta	0,89
Firma Değeri (mn \$)	6.152	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	96,40
Halka Açıklık Oranı (%)	49	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	20%

Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2022	2023
Satış Gelirleri	170.655	151.994
Büyüme		-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%	1,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,87	1,95
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,28
Ortalama Özsermaye Karlılığı		12,0%
Ortalama Aktif Karlılığı		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 (%)	9,0	2,0	10,0	39,0
\$ Getiri (%)	8,7	-4,5	0,0	-16,6
BIST-100 Rölatif (%)	-0,8	-14,0	-18,2	-36,1



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

## Genişleyen portföy TAV için katalizör olmaya devam ediyor...

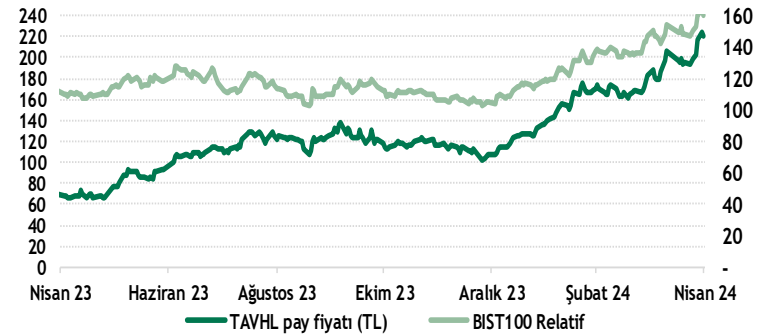
➤ Almatı operasyonlarının güçlü performansı, ileriye dönük inorganik büyüme fırsatları ve 2024'te de havacılık sektörü beklentilerinin pozitif görünümü sayesinde TAV hisselerinin sağlıklı performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz. Grubun genişleyen portföyünün hisseleri için katalizör görevi görmesini 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 oranının 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 oranının 2.5-3.0 aralığında gerçekleşmesi beklentisine sahiptir. Şirket 2025yılı için %14-20 aralığında BYBO (2022-2025) (Önceki: %12-18 aralığında BYBO) ile FAVÖK rakamı elde etmeyi beklemektedir. Şirket 2025 için €90-110mn yatırım harcaması planlamaktadır.

➤ **TAV'ın 2024'te operasyonların güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz** - Almatı Havaalanı'nın yeni dış hat terminali inşasının 1Ç24 itibariyle %94'ünü 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 mevsimsellik etkisi diğer havaalanlarına göre daha az olduğundan dolayı şirket'in konsolide FAVÖK tarafını destekleyen en önemli havaalanlarından biridir. 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 (1Ç24 itibariyle %77'si tamamlandı) yapılan kapasite yatırımıyla birlikte yeni terminalin yolcu başına perakende harcamaya olumlu katkı sağlamasını beklemektedir. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı inşaatının ise 31 Mart 2024 itibariyle %42'sini 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	219,90	
Piyasa Değeri (TRY mn)	79.886	Son 12 Ay En Yüksek	229,90	
Piyasa Değeri (\$ mn)	2.473	Son 12 Ay En Düşük	63,70	
Firma Değeri (TRY mn)	123.155	Beta	1,01	
Firma Değeri (\$ mn)	3.813	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	21,66	
Halka Açıklık Oranı (%)	47,66	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	70,54	
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	42,07	10,61	11,49	9,03
EV/EBITDA(R)	22,33	12,07	7,16	5,62
FD/Satışlar	6,73	3,58	2,20	1,74
F/DD	3,45	1,74	1,32	1,08
Getiri				
	1A	3A	Y BB	12A
TL Getiri (%)	20,10	61,22	104,56	212,14
\$ Getiri (%)	19,80	50,98	85,95	87,35
BIST-100 Relatif (%)	9,30	36,00	52,11	43,49



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



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

## Getiri Potansiyeli: %29

Turkcell (TCELL) hissesi için pay başına 104,30 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız 30 Nisan 2024 kapanış fiyatına göre %29 yükseliş potansiyeli taşırken 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 mobil segmentte yıllık %82 arttı. Turkcell Türkiye abone bazı 2024 yılında net 799bin abone kazanımı ile artış kaydetti. Kullanıcı başına aylık ortalama data kullanımı 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 oranının 23% olması bekleniyor.

➤ **Telekomünikasyon sektörünün 2024 yılında da enflasyonist süreçte korunaklı sektörlerden biri olmasını ve dezenflasyon başlasa da kontratlar yenilendikçe zamların devreye girmesiyle ARPU büyümesinin enflasyon üzerinde artış göstermesini bekliyoruz.**

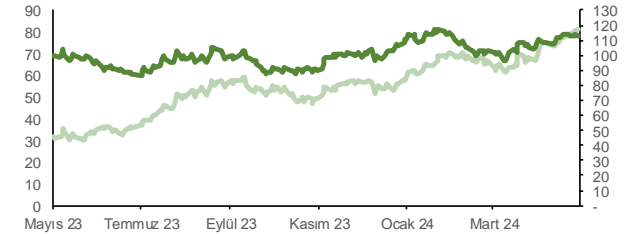
Kod	TCELL.TI / TCELL.IS	Kapanış	80,80
Piyasa Değeri (mn TL)	177.760	Son 12 Ay En Yüksek	81,80
Piyasa Değeri (mn \$)	5.502	Son 12 Ay En Düşük	30,00
Firma Değeri (mn TL)	202.996	Beta	0,98
Firma Değeri (mn \$)	6.359	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	69,22
Halka Açıklık Oranı (%)	54,0	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	73,81

Anahtar Rakamlar (mn TL)	2022	2023
Satış Gelirleri	93.487	107.116
<i>Büyüme</i>		14,6%
FAVÖK	36.608	43.877
<i>FAVÖK Marjı</i>	39,2%	41,0%
Net Kar	6.880	12.554
Pay Başına Kar	3,13	5,71
Temettü Verimi	1,7%	1,5%

Net Borç / FAVÖK (x)	1,27	0,53
Net Borç / Özsermaye (x)	0,51	0,30
Ortalama Özsermaye Karlılığı		10,8%
Ortalama Aktif Karlılığı		3,6%

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	25,8	14,2
FD/FAVÖK	3,3	3,4
FD/Satışlar	1,3	1,4
F/DD	1,6	1,7

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	20,7	15,2	44,1	152,2
\$ Getiri (%)	20,8	8,0	31,1	51,6
BIST-100 Rölatif (%)	7,2	-1,9	5,8	11,7



Kaynak: KAP, Fınnet, Şeker Yatırım Araştırma

\* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

# Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: TRY 402,60) Getiri Potansiyeli: 24%

## 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, Mart 2023'e kıyasla Mart 2024'te toplam yolcu sayısında yıllık %0,5'lik artış kaydetmiştir. THY'nin Mart 2024'teki toplam yolcu sayısı 6.14mn olarak gerçekleşmiştir. Bunu yanında, Mart 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %66,4'e ulaşmıştır. THY, Mart 2024'te yıllık bazda %1,9 artışla 4.1mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %2,3 oranında düşüş göstererek 2.06mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Mart 2024'te yıllık bazda 2.2yp düşüş göstererek %79,8 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Mart 2024'te yıllık bazda %35,3 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.

➤ 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.

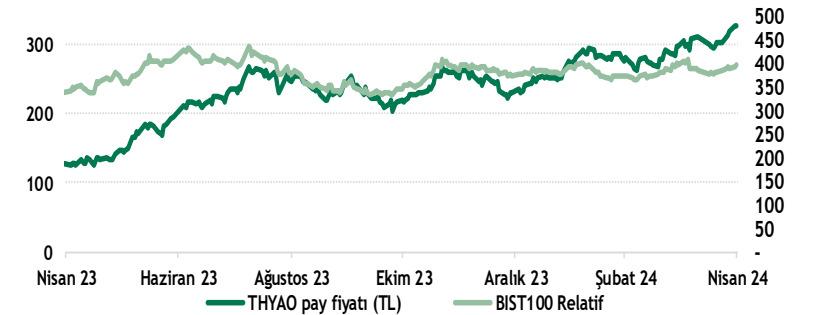
➤ **Riskler:** COVID-19 ya da farklı bir virüs salgını, doğal afet ve jeopolitik risklerin artması trafik, karlılık tahminlerimizi ve değerlememizi olumsuz etkileyebilecektir. Jet yakıt fiyatlarında hızlı bir artış/azalış da tahminlerimiz ve değerlememiz üzerinde olumsuz/olumlu etkili olabilecektir.

Kod	THYAO TI/THYAO.IS	Kapanış	326,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	449.880	Son 12 Ay En Yüksek	327,75
Piyasa Değeri (Mn \$)	13.924	Son 12 Ay En Düşük	123,40
Firma Değeri (Mn TL)	692.626	Beta	1,03
Firma Değeri (Mn \$)	22.170	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	340,09
Halka Açıklık Oranı (%)	50,5%	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	44,92

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022	2023
Satış Gelirleri	311.169	504.398
Büyüme	219,5%	62,1%
FAVÖK	78.684	115.397
FAVÖK Marjı	25,3%	22,9%
Net Kar (Mn TL)	47.429	163.003
Pay Başına Kar	34,37	118,12
Temettü Verimi	0,0%	0,0%
Net Borç / FAVÖK (x)	2,23	2,10
Net Borç / Özsermaye (x)	0,97	0,53
Ort. Özsermaye Karlılığı	34,9%	51,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	10,2%	20,0%

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	9,5	2,8
FD/FAVÖK	8,8	6,0
FD/Satışlar	2,2	1,4
F/DD	2,5	1,0

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	9,5	19,9	42,6	155,1
\$ Getiri (%)	9,2	12,2	29,6	53,1
BIST-100 Relatif (%):	-0,4	1,1	6,0	17,3



Kaynak: KAP, Türk Hava Yolları, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

## Tavsiye Listesi...

## Şeker Yatırım

## Tavsiye Listesi

2 Mayıs 2024

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	59,45	74,85	309.140	389.246	25,9%	4,48	1,45
GARAN	AL	82,45	114,00	346.290	478.784	38,3%	3,69	1,36
HALKB	TUT	16,29	17,53	117.040	125.966	7,6%	11,57	0,91
ISCTR	AL	13,71	16,94	342.750	423.546	23,6%	4,74	1,28
TSKB	AL	9,80	10,89	27.440	30.488	11,1%	3,90	1,28
VAKBN	TUT	19,68	19,95	195.145	197.830	1,4%	7,79	1,14
YKBNK	AL	32,28	32,28	272.671	272.661	0,0%	4,15	1,51
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	226,10	263,85	573.367	669.108	16,7%	7,94	1,42
SAHOL	AL	92,30	138,27	192.971	290.423	49,8%	12,51	0,87
TAVHL	AL	219,90	278,50	79.886	101.172	26,6%	9,13	1,59
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış TL	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	151,00	210,60	28.909	40.319	39,5%	12,19	2,10
AKSEN	AL	38,46	47,50	47.165	58.250	23,5%	11,14	2,02
ARCLK	AL	173,00	217,97	116.901	147.290	26,0%	17,26	1,98
ASELS	AL	60,75	62,50	277.020	284.990	2,9%	38,00	3,17
BIMAS	AL	387,00	440,70	234.986	267.595	13,9%	20,59	7,88
CCOLA	AL	725,00	810,00	184.419	206.040	11,7%	8,96	4,69
CIMSA	AL	31,94	41,94	30.202	39.658	31,3%	12,13	1,63
DOAS	AL	283,75	360,00	62.425	79.200	26,9%	3,18	1,41
EREGL	AL	43,06	56,13	150.710	196.458	30,4%	37,37	0,81
FROTO	AL	1.114,00	1.320,00	390.914	463.200	18,5%	7,97	5,35
KRDMD	AL	26,02	43,62	20.301	34.032	67,6%	18,68	0,81
MGROS	AL	442,00	595,00	80.026	107.726	34,6%	9,06	2,22
PETKM	AL	20,72	28,30	52.513	71.732	36,6%	7,11	1,03
PGSUS	AL	1.034,00	1.270,00	105.778	129.920	22,8%	5,06	1,93
SELEC	TUT	52,70	67,50	32.727	41.915	28,1%	146,62	2,17
SISE	AL	50,40	78,70	154.386	241.075	56,2%	9,02	1,08
TCELL	AL	80,80	104,30	177.760	229.471	29,1%	14,16	1,45
THYAO	AL	326,00	402,60	449.880	555.586	23,5%	2,76	0,98
TOASO	AL	275,25	387,00	137.625	193.501	40,6%	9,12	3,73
TTKOM	TUT	40,38	41,12	141.330	143.917	1,8%	8,61	1,44
TUPRS	TUT	195,80	195,45	377.267	376.587	-0,2%	7,04	1,88
VESBE	AL	22,20	30,55	35.520	48.887	37,6%	7,52	1,65
ZOREN	TUT	6,61	4,80	33.050	23.990	-27,4%	3,03	0,86

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 ve 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](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)