

2023 HİSSE SENEDİ GÖRÜNÜMÜ

01

2023

İÇİNDEKİLER

2023 Görünüm

- Küresel Görünüm
- Makro Görünüm
- BIST Görünüm
- YKY İnceleme Kapsamındaki Şirketler
- Model Portföy
- İnceleme Kapsamındaki Şirketler (Hedef Fiyat ve Öneri Değişiklikler)
- YKY Temettü Tahminleri
- TL'deki Değer Kaybının Olası Etkileri

Sektörler

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

Çekince

Murat BERK
Gorkem GOKER
Aslı KUMBARACI
Behlül KATAS, CFA
Oguzhan VURAL
Inanc GUNGOR
Nuray APARI

Taktiksel Esneklik & Seçici Yaklaşım

- Riskli varlıkların, küresel çapta 1Ç23'de satış baskısı altında kalacağını ve tepki yükselişlerinin satış fırsatı olacağını düşünüyoruz. Bu dönem için ABD doları, Japon Yeni ve gelişmiş ülke bonoları en beğendimiz varlık grupları.
- Yılın ilk çeyreğinde riskten kaçış fiyatlaması beklesek de, 2023'ün tamamı için, bir yıl öncesine göre daha olumluyuz. FED'in politika dönüşünün ardından ABD dolarından riskli varlıklara, gelişmekte olan ülke varlıklarına, emtiaya (özellikle bakır), değerli metallere ve yüksek getirili bonolara geçme zamanı gelecek.
- 2022'de küresel piyasalardan olumlu ayrılan BİST'in, 2023'te, aynı performansı göstermesi için ne makro görünümü ne de kar büyümelerini destekleyici buluyoruz. Cumhurbaşkanlığı seçimleri ve sonrasında uygulanacak politikalar piyasanın yön arayışında belirleyici olacaktır.
- İnceleme kapsamımızdaki şirketler için hesapladığımız hedef değerlemeler ortalama %40 artış potansiyeli barındırıyor. Yılın başında, defansif, yurt içi talep odaklı ve düşük beta'ya sahip hisseleri önceliklendiriyoruz ancak yüksek volatilitenin devam edeceği piyasanın sunduğu fırsatlar için taktiksel olarak esnek bir yaklaşım faydalı olacaktır.

Daha fiyatlanmamış bir küresel durgunluk. Çin'deki yeniden açılma temasına rağmen küresel merkez bankalarının niceliksel sıkılaştırması ve tasarruflardaki azalmanın gecikmeli etkisinin bir sonucu, küresel durgunluk risklerinin arttığını düşünüyoruz. Makro veriler, özellikle ücretlerdeki artış ve gerileyen ancak yüksek seviyelerini koruyan enflasyon, merkez bankalarını, özellikle de FED'i, çok tartışılan politika dönüşünden (pivot) alıkoyabilir. Küresel piyasalardaki esas dibi yaz aylarında bekliyoruz ve bunun, özellikle değerli metaller, emtia ve gelişmekte olan ülke hisse senetleri için alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz. 1Ç23'de düşüş beklesek de, 2023'ün tamamı için, bir yıl öncesine göre daha olumluyuz ancak taktiksel esnekliğin en önemli unsur olacağına inanıyoruz.

Çıta çok hızlı yükseldi ama halen çok yüksek değil. 2022'de BIST-100 ~%110 USD getiri sağlarken, MSCI Türkiye, ~%135 yükseldi. Reel getiri arayışındaki yerli yatırımcının artan ilgisinin tetiklediği bu yükselişler, kar beklentilerinin yukarı revizyonlarla desteklendi. Öte yandan, BIST-100, 2022/23 ortalama kar tahminlerine göre 6.0x F/K ile benzerlerinin halen gerisinde işlem görüyor. Yüksek enflasyon ve yüksek CDS görece zayıflığı makul kılarsa da, 2022 rallisi sonrası bile mevcut değerlemeler, bir bütün olarak, alarm verici pahallığa işaret etmemekte; seçici olmak kaydıyla önemli fırsatları da barındırmaktadır.

"Seçim" ana belirleyici. 2023'e girerken, BIST için görece daha temkinliyiz. Makro tarafta, (i) GSYİH büyümesinin %3,9'a gerilemesini, (ii) TÜFEnin 2022'ye göre azalmasını ancak halen %40'ların üzerinde yüksek seyretmesini, (iii) bütçe ve cari hesap açıklarının %4'ün üzerinde kalmasını ve (iv) düşük rezervlerin de etkisiyle TL üzerindeki baskının yoğunlaşmasını bekliyoruz. Şirketlerin 2023 kar büyümeleri de heyecan verici olmaktan uzak (YKY Tahmin Banka: %31 düşüş; Banka Dışı: %24 artış; Toplam: %3 düşüş). Yerli yatırımcı girişinin de görece daha az destekleyici olacağı bu görünümde, Cumhurbaşkanlığı seçimleri, öncesi ve sonrasında piyasanın yön arayışında ana belirleyici olacaktır.

Gündemde kalacak başlıklar. Piyasanın yanıtını arayacağı en temel sorular, mevcut eksi reel faiz ortamının hangi sürede ve ne hızla ortadan kalkacağı; enflasyondaki düşüşün kalıcılığı; dış talep küresel durgunluk nedeniyle zayıflarken TL'deki istikrarın nasıl ve ne kadar korunabileceğidir. Tarihi düşük yabancı ilgisinin canlanabilmesi için de önem arz eden bu soruların yanıtları, seçim sonrasına kalacaktır ve bu yüzden 2023'ün, iki yarısı birbirinden anlamlı farklılaşabilecektir. Yılın ilk yarısında fiyatlamaların daha dalgalı olmasını bekliyoruz; finansallar açısından ise, ikinci yarının daha zayıf geçeceğini öngörüyoruz.

Temel tercihlerimiz: Geçen yıl endeksin %32 üzerinde getiri sağlayan Model Portföyümüze, daha defansif ve yurt içi tüketim temalarımız çerçevesinde **TCELL** ve **BIMAS**'i alıyoruz, güçlü dış hat talebiyle karlı büyümesine devam edeceğini düşündüğümüz **THYAO**'yu ekliyoruz. Portföyümüze girdikten sonra sırasıyla %135, %33 ve %10 endek üstü getiri sağlayan **KOZAL**, **TUPRS** ve **MAVİ**'yi ise portföyümüzden çıkarıyoruz. Genel olarak, enflasyona karşı korunaklılık, zayıf TL'ye sınırlı hassasiyet, düşük finansal borçluluk ile düşük beta, özellikle yılın ilk yarısı için temel önceliklerimiz ancak taktiksel olarak esnek bir yaklaşım sergilenmesi gereken bir yıl olacağı düşüncesindeyiz.

YKY MODEL PORTFÖY					
Şirket	Kod	Piyasa Değeri (USDmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Coca Cola İçecek	CCOLA	2.475	182.50	295.00	62%
Ford Otosan	FROTO	8.839	472.50	750.00	59%
Akso Enerji	AKSEN	2.556	39.10	63.90	63%
Akbank	AKBNK	4.588	18.55	28.00	69%
Otokar	OTKAR	1.156	903.30	1.370.00	52%
Enka İnşaat	ENKA	10.037	31.38	50.50	61%
T.S.K.B.	TSKB	567	3.80	6.20	63%
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	3.985	123.10	190.00	54%
Turkcell	TCELL	3.966	33.82	52.30	55%
Türk Hava Yolları	THYAO	9.909	134.70	200.00	48%

Küresel Görünüm

Çin'deki yeniden açılma temasına rağmen küresel merkez bankalarının sıkılaşması, niceliksel sıkılaşma ve tasarruflardaki azalmanın gecikmeli etkisinin bir sonucu olarak **küresel resesyon risklerinin arttığını düşünüyoruz**.

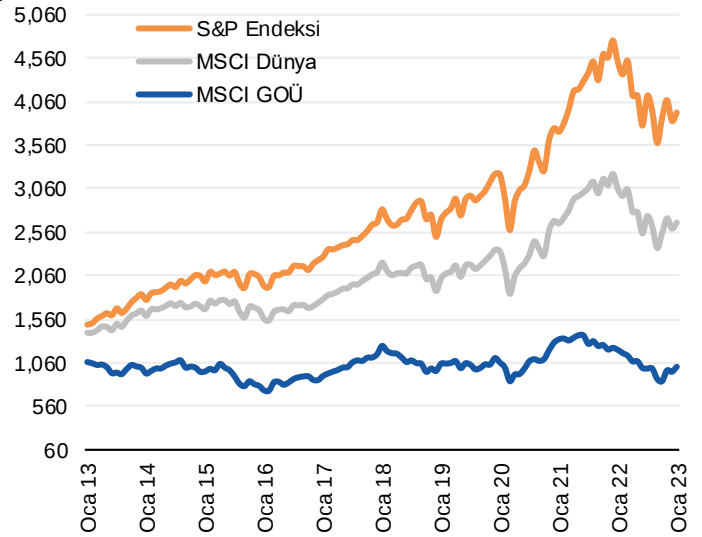
Makro veriler, özellikle ücretlerdeki artış ve gerileyen ancak yüksek seviyelerini koruyan yıllık TÜFE merkez bankalarını, özellikle de FED'i, o çok tartışılan politika dönüşünden (pivot) alıkoyabilir. Fakat özellikle riskli varlıklarda görmeyi beklediğimiz düşüş ve kredi piyasaları, mortgage ve mortgage dayalı gayrimenkullere yatırım yapan kapalı fonlar, kaldırıcı kredi ve yüksek getirili tahvil piyasalarındaki sorunların yılın birinci çeyreğinde sistematik risklere yol açabileceğini düşünüyoruz. Bu da merkez bankalarının rotalarını tersine çevirmek zorunda bırakabilir.

Tablo 1: Bloomberg Küresel Negatif Getirili Tahviller (Trilyon USD)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 2: MSCI Dünya, MSCI GOÜ ve SPX



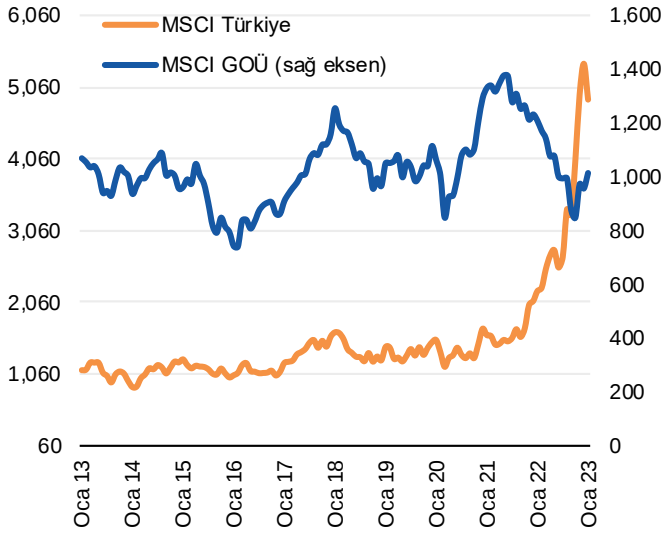
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Yılın birinci çeyreğinde riskli varlıkların satış baskısı altında kalacağını ve tepki yükselişlerinin satış fırsatı olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Beklediğimiz küresel bir riskten kaçış fiyatlamasında ABD doları ve gelişmiş ülke bonoları özellikle ABD bonoları en beğendimiz varlık grupları olarak öne çıkıyor.

Birinci çeyrekte düşüş beklesek de 2023 yılı geneli için beklentimiz bir yıl öncesine göre daha olumlu yönde. Bu yıl "taktiksel esneklik" yılı olacak.

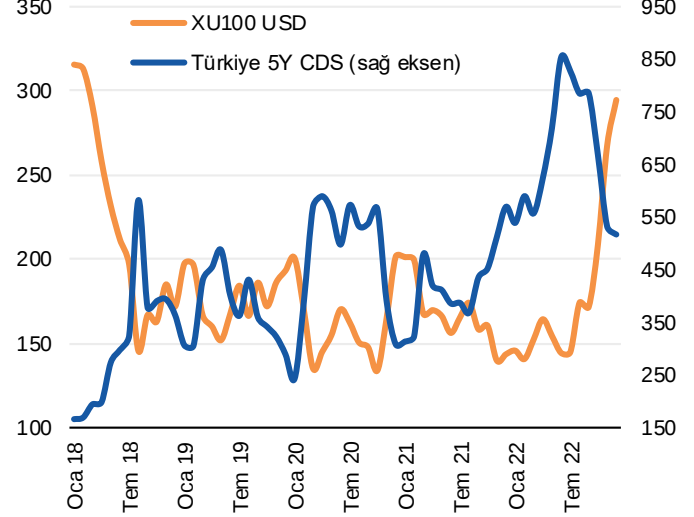
Birinci çeyrekte beklediğimiz dip ve politika dönüşü ardından ABD dolarından ve gelişmiş ülke bonolarından riskli varlıklara, özellikle gelişmekte olan ülke varlıklarına, emtiaya (özellikle bakır), değerli metallere, ve yüksek getirili bonolara geçme zamanı gelecek. G10 FX içinde ise Yeni beğendimizi belirtelim.

Tablo 3: MSCI GOÜ ve MSCI Türkiye



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 4: Türkiye 5Y CDS ve Dolar bazlı BIST100

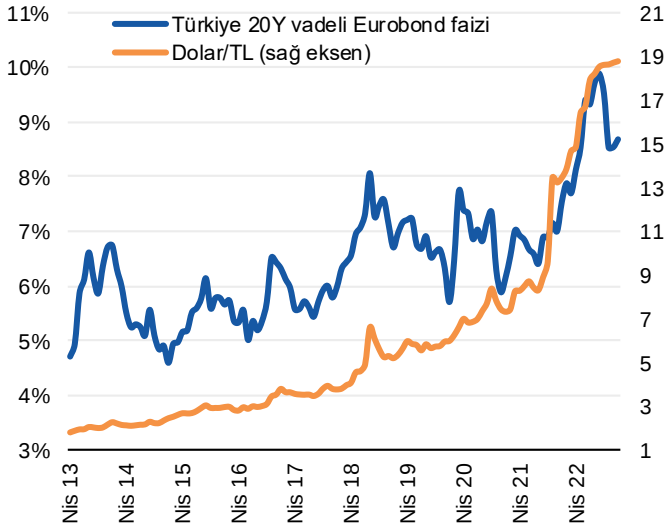


Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

2022'deki ayrışmayı 2023'te tekrarlamak zor olacak.

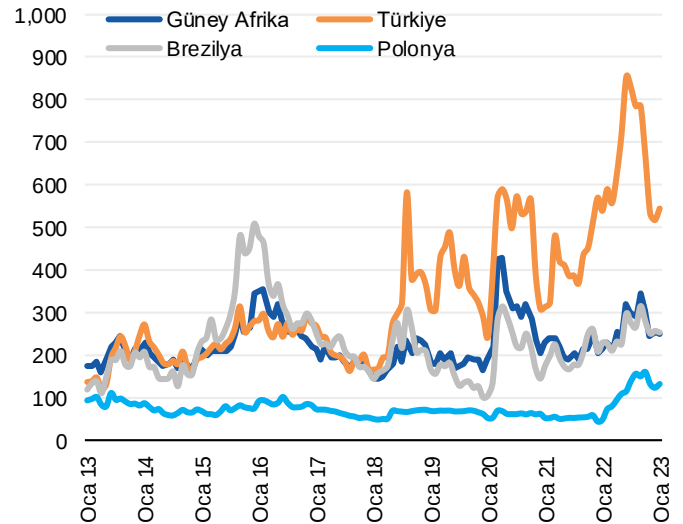
Türk hisse senetlerinin 1Ç'de beklediğimiz satış ortamından hiç etkilenmemesi olasıdır bizce düşük. Yılın geneli için ise piyasa dinamiklerinde ve sektörel tercihlerde normalleşme bekliyoruz ve 1. çeyrekte beklediğimiz satış baskısını alım fırsatı olarak kullanmak şu an itibarıyla makul gözüküyor. Bununla birlikte, önümüzdeki piyasa sürecinin piyasanın seçim anketlerine vereceği tepkilerden dolayı daha dalgalı olacağını düşünüyoruz. Seçim sonuçlarına göre Türk varlıkları için durumumuzu tekrar gözden geçireceğiz.

Tablo 5: Türkiye Eurobond getirisi ve Dolar/TL



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 6: Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Polonya CDS

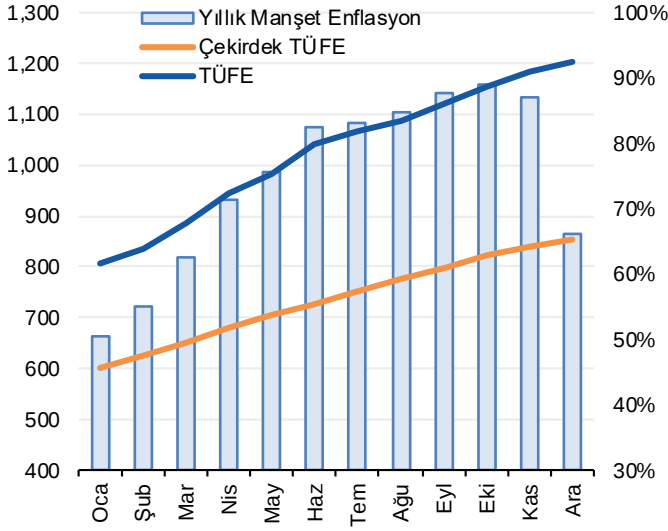


Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Makro Görünüm

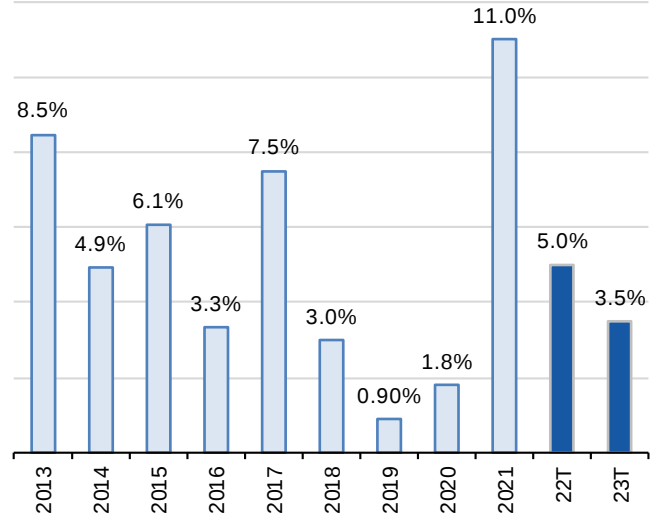
Seçimlere kadar TL'nin yavaş değer kaybetmesi temel senaryomuz ve riskler de daha fazla değer kaybına yönelik. Bütçe harcamaları ve kredi büyümesinin seçimler öncesinde hızlanması muhtemel ancak kredi politikalarının kredi büyümesinin kur ve enflasyon üzerindeki etkilerini sınırlaması hedefleniyor. Ayrıca, ihracat artışı büyük ölçüde Avrupa ekonomilerindeki durgunluk nedeniyle durmuş ve ÜFE bazlı reelefektif döviz kuru 2017 seviyelerine geri dönmüş durumda.

Tablo 7: Türkiye – TÜFE, Çekirdek TÜFE ve Manşet Enflasyon - 2022



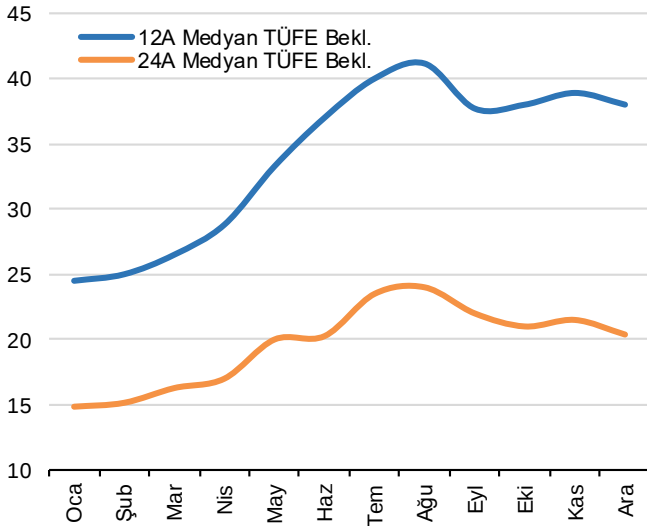
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Tablo 8: GSYİH Büyümesi



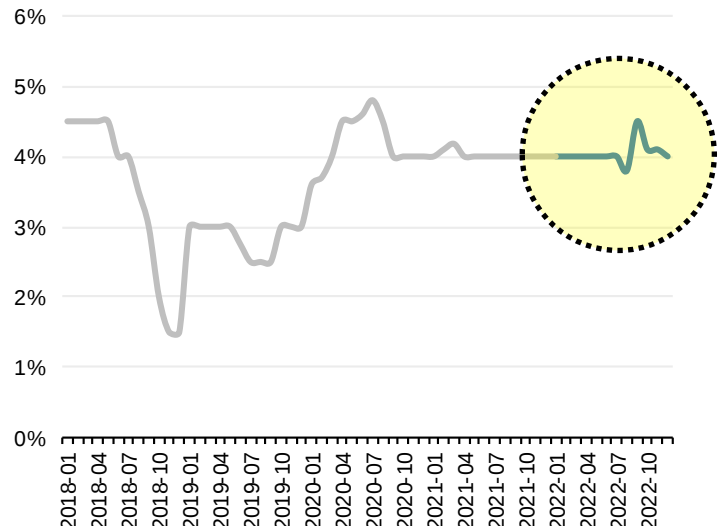
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Tablo 9: Piyasa Medyan Enflasyon Beklentisi Anketi (2022)



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Tablo 10: Piyasa Medyan Büyüme Beklentisi Anketi

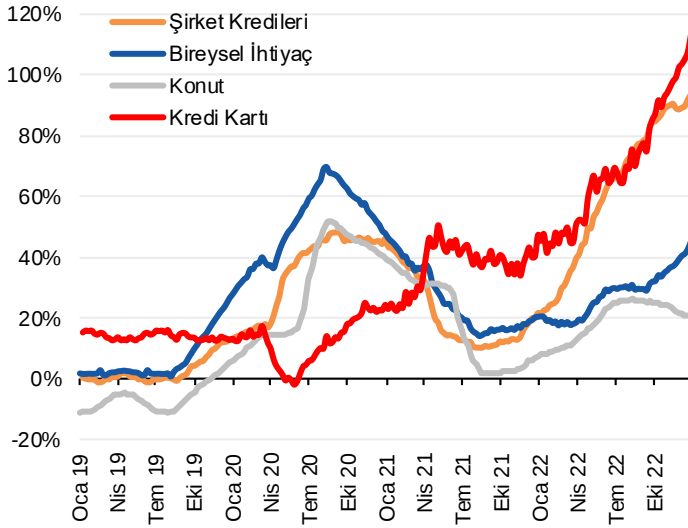


Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

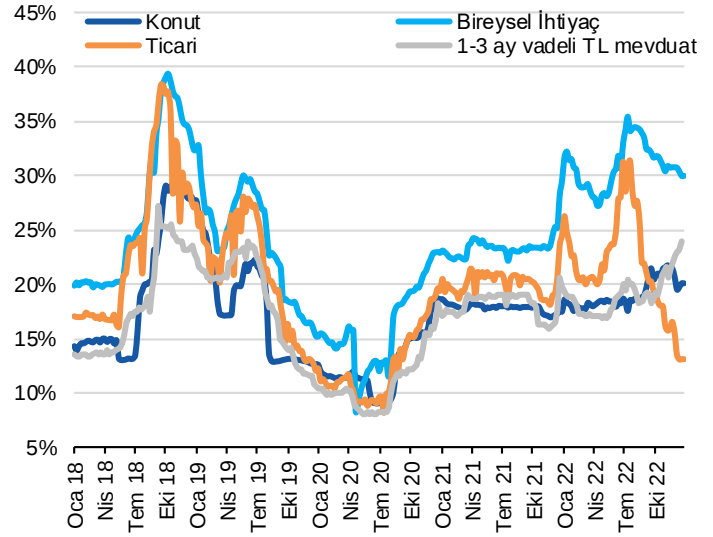
TCMB, bu yıl politika faizini 500 baz puan düşüşle %9'a indirdi ve Ağustos ayında başlayan faiz indirim döngüsünü sonlandırdı. TCMB ve BDDK'nın kredilere yönelik uygulamaya koyduğu makro ihtiyati tedbirler, kredi büyümesinin yavaşlaması pahasına döviz üzerindeki baskıları sınırladı. TCMB'nin %9 olan politika faizini seçime kadar değiştirmemesini bekliyoruz.

Sonuç ne olursa olsun, TCMB'nin seçim sonrası parasal duruşunu sıkılaştıracağına inanıyoruz, bunun kademeli bir faiz artışı döngüsü mü yoksa önden yüklemeli bir döngü mü olacağını zaman gösterecek.

TÜFE enflasyonunun büyük ölçüde olumlu baz etkisi nedeniyle 2023'te düşeceğini bekliyoruz. Yıllık manşet enflasyon büyük olasılıkla %85,5 ile zirve yaptı ve TL'nin yavaş değer kaybetmesine ilişkin temel senaryomuz doğrultusunda, güçlü olumlu baz etkileri manşet enflasyonun 1-2Ç'de %50 civarına düşmesine yardımcı olacaktır. Manşet enflasyonun, riskler yukarı yönlü olmakla birlikte, yılı %41 ile kapatacağını tahmin ediyoruz.

Tablo 11: Kredi Büyümesi (yıllık büyüme)

Kaynak: BDDK, YKY Araştırma

Tablo 12: Kredi ve Mevduat Faiz Oranları

Kaynak: BDDK, YKY Araştırma

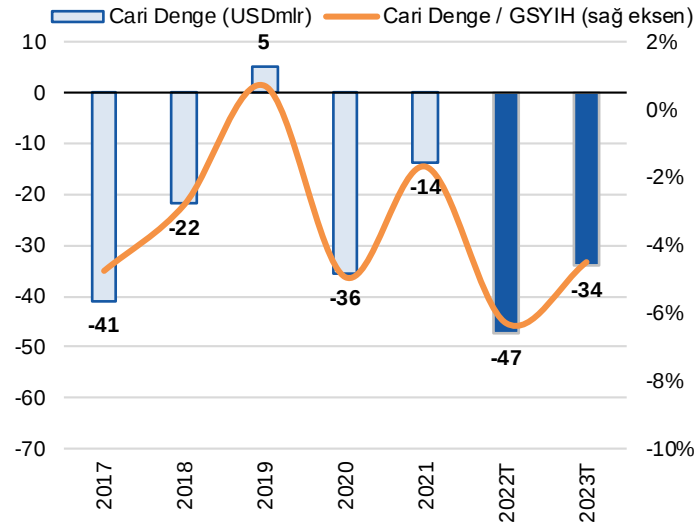
Yılın ilk yarısında güçlü olan büyüme, ikinci yarısında kredi büyümesindeki yavaşlama ve zayıflayan dış talep nedeniyle yavaşlamaya başladı.

Dış talep zayıf kalmaya devam ederken, mali ve kredi teşvik önlemlerinin seçimler öncesinde iç talebi desteklemesi muhtemel gözüküyor. Ancak seçimlerden sonra faiz oranlarının normalleşmesi beklentimiz göz önüne alındığında, yıllık GSYİH büyümesinin 2022'deki tahmini %5'ten 2023'te %3,9'a gerilemesini bekliyoruz.

Önümüzdeki seçim süreciyle birlikte EYT ve dar ve orta gelirliye yönelik konut kredisi paketleri merkezi yönetim bütçesini olumsuz etkileyebilir. 2022 yılının ilk 11 ayında bütçe açığı 20.5 Milyar TL olarak gerçekleşti. 293 Milyar TL faiz ödemesiyle birlikte bütçe açığındaki bir büyüme borçlanma gereksinimini artırarak dışlama etkisine yol açabilir. Borçlanmaya alternatif olarak geçtiğimiz senedeki gibi ek bütçenin çıkması ihtimali de artabilir. Bu da talepte bir daralmaya ve ödemeler dengesine dair endişelerimizin artmasına neden olabilir.

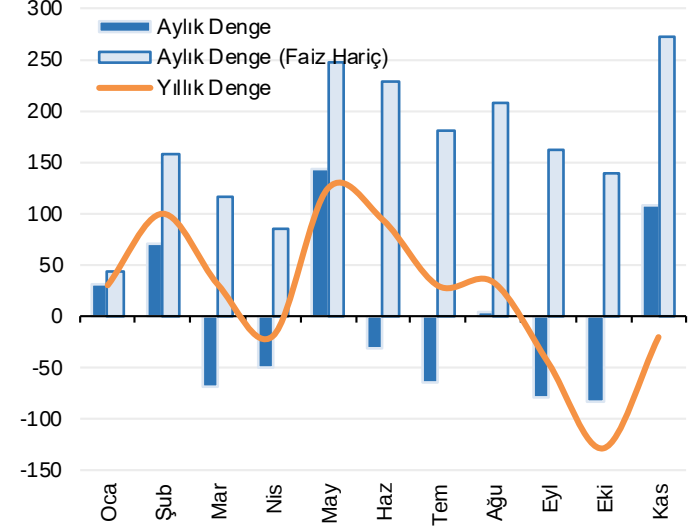
Dikkatli izlenmesi gereken bir diğer açık ise dış ticaret dengesi açığı. Kasım 2022 itibarıyla ticaret dengesi 99.8 Milyar USD gibi rekor düzeye ulaştı ve döviz talebini daha da artırarak Merkez Bankası rezervlerinin üstünde baskı oluşturmaya devam etti.

Tablo 13: Cari Hesap Dengesi



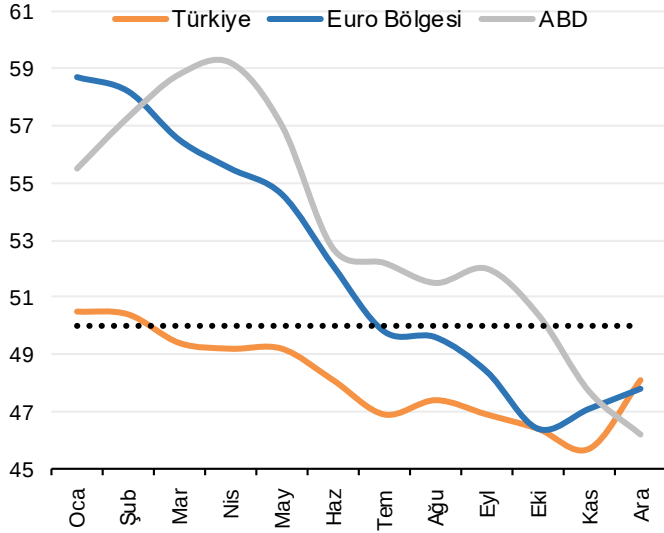
Kaynak: TCMB, TÜİK, YKY Araştırma

Tablo 14: Merkezi Yönetim Bütçesi (Milyar TL) - 2022



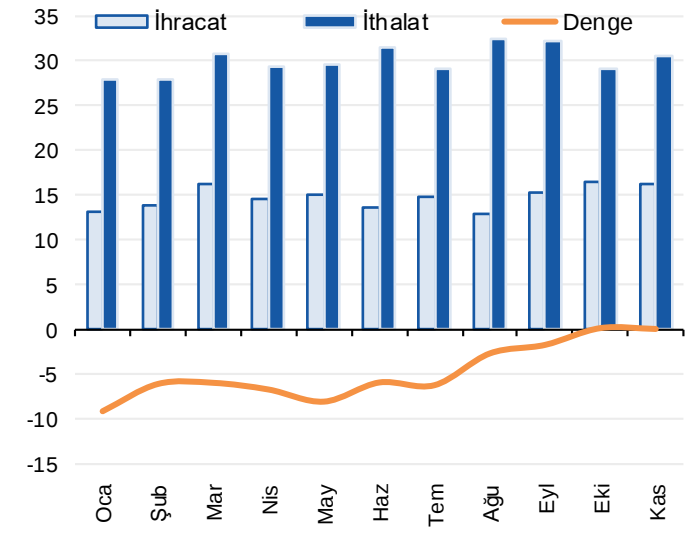
Kaynak: SBB, YKY Araştırma

Tablo 15: Türkiye, Euro Bölgesi & ABD - PMI İmalat (2022)



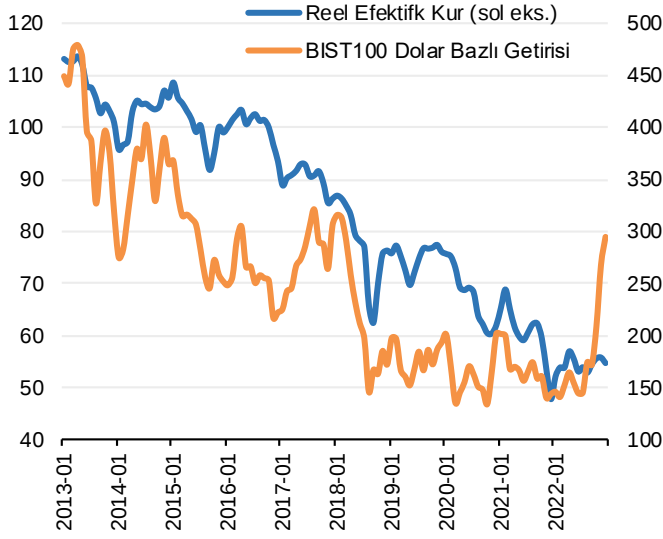
Kaynak: ISO, S&P Global, YKY Araştırma

Tablo 16: Dış Ticaret Dengesi (Milyar USD) - 2022



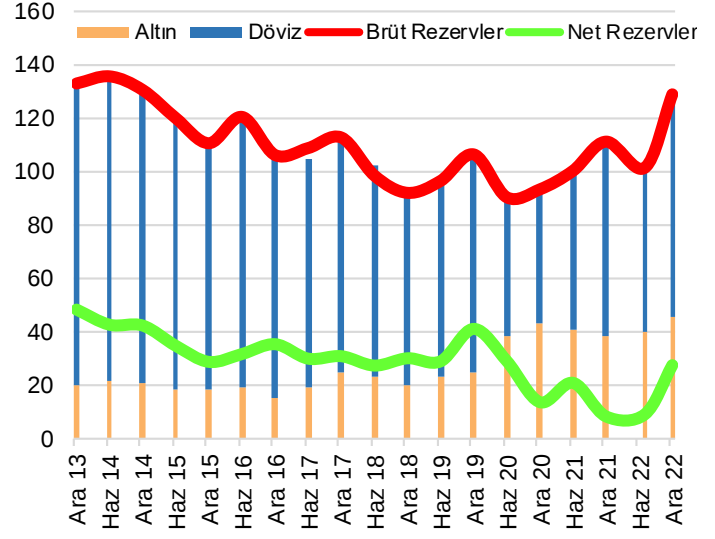
Kaynak: TÜİK, Ticaret Bakanlığı, YKY Araştırma

Tablo 17: TL – Reel Efektif Döviz Kuru & BIST100 Dolar Bazlı Getiri



Kaynak: TCMB, Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 18: Merkez Bankası Rezervleri (Milyar USD)



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

BIST Görünüm

BIST için birçok yönden unutulmaz bir yıl olan 2022'nin ardından 2023'ün daha yüksek oynaklık ve daha fazla belirsizliğin fiyatlanacağı bir yıl olmasını bekliyoruz. Bu açıdan, yeni yılın ilk iki haftasında BIST'te gözlemlenen oynaklığın yılın ilk yarısında devam edebileceğini, 2023'ün genel performansı açısından ise en belirleyici hususun 2Ç23 içerisinde yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçimleri olduğunu düşünüyoruz. Piyasa, seçimler ve seçim sonrası uygulanacak ekonomi ve para politikaları ile ilgili ipuçlarına bağlı olarak yön arayışında olacaktır.

2023'ün tamamında, ama özellikle yılın ilk yarısında, yerli yatırımcıların piyasada daha belirleyici olmaya devam etmesini bekliyoruz. Son dönemde artan TL mevduat faizlerinin, bu açıdan yerli ilgisini belli oranda azaltabileceği ve fiyatlamaları baskılayabileceği yönündeki endişeleri yerinde bulmakla birlikte tek başına eksik olarak değerlendiriyoruz. Şöyle ki, orta ve uzun vadede sürdürülemez bulduğumuz mevcut yüksek eksi reel faiz ortamının normalleşmesi, risk algısının göstergesi olan CDS'in gerilemesi, TL üzerindeki baskının hafiflemesi, piyasalar açısından önemli sinyal etkisi taşıması beklenen gösterge faizlerin tekrar bu huviyetlerine kavuşması ve yabancı ilgisinin tekrar canlanması gibi bir çok anlamlı sonuçlara da yol açabileceğinden, faizlerdeki normalleşmeyi BIST için kesin ve peşinen olumsuz değerlendirmiyoruz. Bununla birlikte, gelişmelerin yönü ve boyutuna göre, kısa vade için en önemli risk ve volatiliiteyi arttıracak en önemli etmenlerden biri olacağını düşünüyoruz.

Özetle, yeni yıla girerken, hisse ve sektör tercihlerinde defansif bir duruşun daha makul olduğunu düşünüyoruz ancak yılın geneli için taktiksel ve esnek bir yaklaşıma her zamankinden daha fazla ihtiyaç duyulacaktır.

2022 BIST'in yılı: İvmeli yükseliş sonrası halen yükselme potansiyeli mevcut.

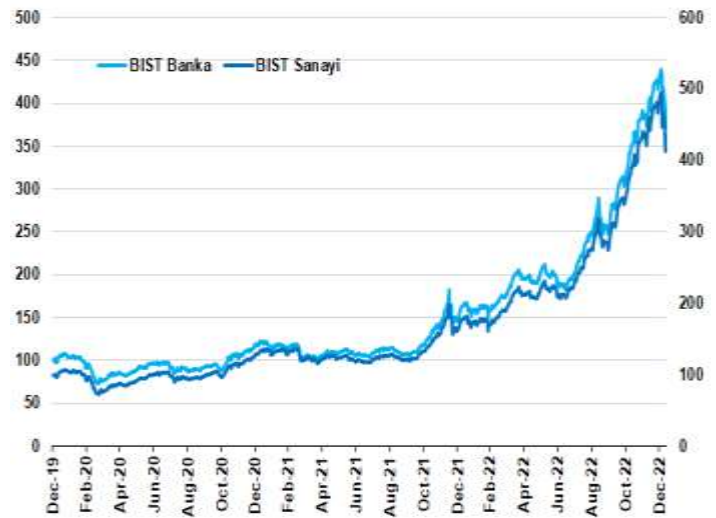
BIST'in ve MSCI Türkiye Endeksi'nin 2022 yılı performansı göz kamaştırıcıydı. BIST, 2022'de Dolar bazında %112 artarken, MSCI Türkiye ise %159 artarak MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi'ne göre %182 daha olumlu ayrıştı.

Tablo 19: BIST 100 Endeksi (TL & USD) / 2022



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

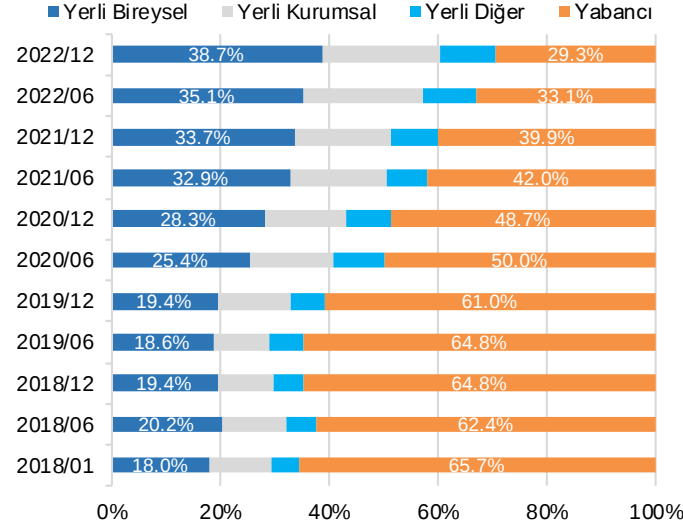
Tablo 20: BIST Banka ve BIST Sınai



BIST'in, MSCI GOÜ endeksinin 5 sene üst üste gerisinde performans gösterdikten sonra 2022'de yakaladığı bu denli güçlü performansın en temel etkeni reel getiri arayışındaki yerli yatırımcılar oldu. Bir yandan, yerlilerin varlık dağılımlarında hisse senetlerinin payı %13 gibi geçmişte görülmemiş bir seviyeye yükselirken, diğer yandan yabancı yatırımcılar 3.4 milyar USD satış gerçekleştirdi ve BIST'teki yabancı payı yıl sonu tarihi düşük seviyelere geriledi (%29.2).

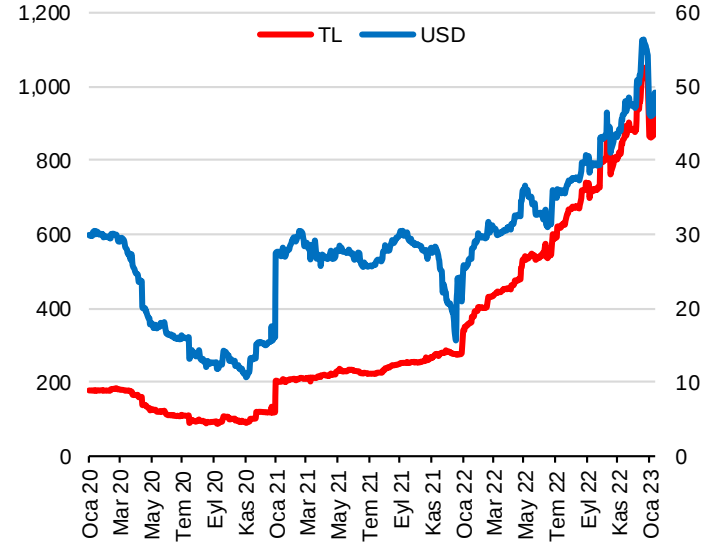
Öte yandan, çoklukla enflasyon varsayımlarının güncellenmesi kaynaklı olsa da, piyasanın kar beklentilerinde yukarı yönlü revizyonları da temel olarak yükselişi destekledi.

Tablo 21: Yatırımcı Dağılımı



Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

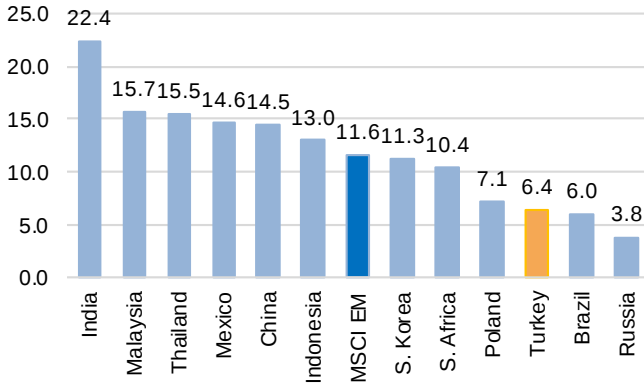
Tablo 22: Konsensus Net Kar Revizyonları (BIST 100)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

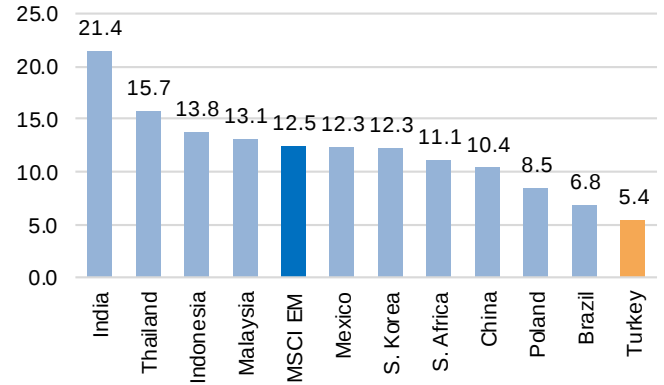
Bu güçlü performans sonrasında bile BIST'in 2022/23 ortalama karlar üzerinden hesaplanan tahmini F/K çarpanı 6x'ın altındadır ve bu seviye gelişmekte olan ülkeler arasında ikinci en düşük seviyedir. Türkiye'nin yüksek enflasyon ve yüksek CDS'i görece zayıflığı makul kılarsa da, 2022 rallisi sonrası bile mevcut değerlemeler, bir bütün olarak, alarm verici pahalılığa işaret etmemekte; seçici olmak kaydıyla önemli fırsatları da barındırmaktadır.

Tablo 23: BIST ve GOÜ Benzerleri (2022T F/K)



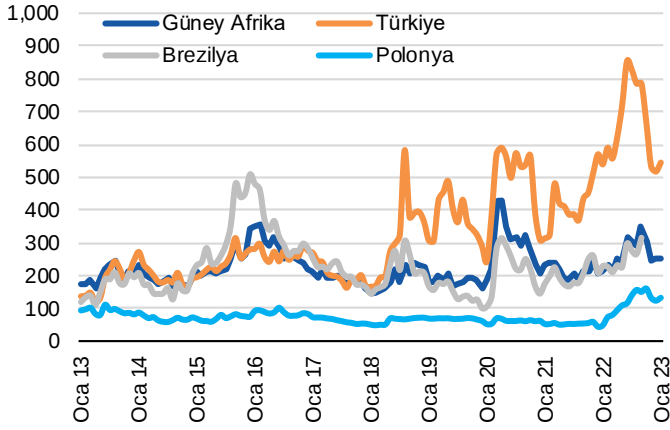
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 24: BIST ve GOÜ Benzerleri (2023T F/K)



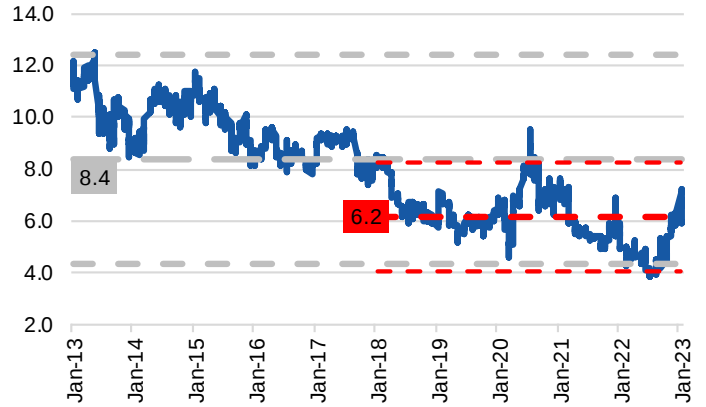
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 25: Türkiye ve GOÜ - CDS



Source: TSPB

Tablo 26: BIST (4Ç İleriye Dönük F/K)



Seçimler yılın en önemli başlığı

2023 yılına girerken, BIST'in işlem gördüğü çarpanları, bir bütün olarak çok pahalı bulmadığımız gibi, hisse bazında fırsatların halen varlığını sürdürdüğüne inanıyoruz. Bununla birlikte, çarpanların daha yüksek seviyelere kalıcı olarak yönelmesini ve yeniden değerlendirilmesi ihtimalini ise kısa vadede, katalizör eksikliği nedeniyle sınırlı görüyoruz. Bu önermeye en önemli istisna olarak da 2Ç22 içerisinde düzenlenecek "Cumhurbaşkanlığı ve Milletvekili Genel Seçimleri"ni görüyoruz.

Seçim sürecinin genel çerçevesi şu şekilde olacak:

Hatırlanacağı üzere, 6 Nisan 2022 tarihli ve 31801 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 7393 sayılı "Milletvekili Seçimi Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" başlıklı yasa ile seçim yasası değişmişti. Seçim barajının %10'dan %7'ye düşürülmesini sağlayan bu yasa ile, partiler arası ittifakların daha fazla sandalye kazanma koşulları, oylarının ülke çapında değil, seçim bölgesi bazında değerlendirilmesi şeklinde değiştirildi. Öte yandan, Yasa'ya göre, 6 Nisan 2023 tarihinden önce yapılacak bir erken seçimin, bu yeni seçim yasasını geçersiz kılacağı unutulmamalıdır.

Seçimlerde, Cumhurbaşkanı'nın seçilebilmesi için oyların salt çoğunluğunu (%50 + 1'ini) alması gerekiyor. İlk turda adayların hiçbiri salt çoğunluğu elde edemezse, ilk turdan 2 hafta sonra ikinci tur seçime gidilecek. İkinci turda, ilk turda en çok oyu alan iki aday Cumhurbaşkanlığı için yarışacak. Seçimlerin ikinci tura kalması durumunda ise Cumhurbaşkanlığı'nın ve Millet İttifakı'nın adaylarının yarışmasına kesin gözüyle bakılıyor.

Cumhurbaşkanlığı seçimlerinde olduğu gibi, milletvekilliği seçimlerinde de önem arz edecek konu, hükümet kurabilmek için partilerin salt çoğunluğu elde etmesi gerekecek ki, bu TBMM'deki 600 sandalye nazarında 301 vekile ihtiraç duyulacağını işaret ediyor. Partilerin tek başına salt çoğunluğu elde edemediği bir durumda, ittifakların temelini oluşturacağı bir koalisyon hükümeti kurulması olasılığı doğacak.

İlk bakışta destekleyici olmayan makro ve karlılık görünümü

Yılın başında, hem makro ekonomik görünümü hem de şirket karlarının büyüme potansiyelini, daha yüksek değerlendirme seviyeleri için destekleyici bulmuyoruz. Şöyle ki, makro tarafta ana tahminlerimiz (i) reel GSYİH büyümesinin %3.9'a gerileyeceği (2022T: %5), (ii) enflasyonun 2022'ye göre daha düşük fakat halen %40 gibi yüksek seviyelerde kalacağı (2022 yıl sonu: %64), (iii) bütçe açığı ve cari açığın GSYİH'ya oranının %4'ün üzerinde seyretmeye devam edeceği ve (iv) potansiyel büyük kredi genişlemesi, küresel durgunluk nedeniyle zayıf ihracat ve TCMB'nin

düşük net rezervleriyle birlikte TL üzerindeki baskının yoğunlaşacağı çerçevede bir yıl geçireceğimiz yönünde.

İnceleme kapsamımızdaki sanayi şirketleri için yaptığımız tahminler, %24'lük net kar artışını gösterirken, bankaların karlarında, yılın ikinci yarısında faizlerde yaşanmasını beklediğimiz yükseliş kaynaklı %32 kar düşüşü öngörmekteyiz. Bu büyümeler, 2022 yılında sergilenen sanayi şirketlerinde %138 kar artışı, bankalar için ise %373 kar artışının üzerine geleceğini tahmin ettiğimizi de not ediyoruz ve bu açıdan, 2023'teki karlılık gelişiminin 2022'nin oldukça gerisinde kalacağını, piyasa tahminlerinde yukarı yönlü revizyonların geçen yılki kadar sert ve yoğun olmayacağını ve hatta, enflasyonist büyümelerin ileriki dönemlere ham bir şekilde aktarılması kaynaklı, aşağı yönlü düzeltmelerin de gelebileceği yönündeki görüşlerimiz çerçevesinde, şirket finansallarının piyasa fiyatlamaları açısından daha az destekleyici olmasını bekliyoruz.

Düşen enflasyon, yavaşlayan ekonomik büyüme ve küresel resesyon kaynaklı ivme kaybeden ihracat gelişimi sanayi şirketlerinin karlılık gelişimini olumsuz etkileyecek ana başlıklar olacak. Öte yandan, toplulaştırılmış tahminler üzerinden yaptığımız %24'lük kar artışı beklentisinin homojen bir yapı içermediği ve enflasyonun çok üzerinde karlı büyümesini sürdürmesini beklediğimiz şirketler olduğunu hatırlatmakta fayda görüyoruz çünkü 2023 yılı, endeksin neredeyse bir bütün olarak yükseldiği 2022 yılının aksine hisse bazlı değerlendirmelerin ve fırsatların çok daha önem arz edeceği bir yıl olacak.

Tablo 27: YKY Kazançlar Büyümesi Tahmini

	2022T	2023T	2024T
Bankacılık	373%	-31%	30%
Sigorta ve Emeklilik	11%	91%	32%
Yatırım	188%	46%	50%
Banka Dışı	138%	24%	46%
YKY İnceleme Toplamı	213%	-3%	40%
TÜFE (ort)	77%	41%	28%

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Kendi kendimize yetecek miyiz?

2022'de BIST'in güçlü performansının ana etmeni, yüksek enflasyon karşısında, reel getiri arayan yerli yatırımcılar oldu. Geçen yıl bu zamanlarda, Ocak 2022'deki Strateji Raporu'muzda "*Yabancı ilgisi düşük kaldıkça kendi kendimize yeter miyiz*" başlığı altında bu ihtimale değinmiş ve negatif reel faiz ortamında yerli yatırımcıların BIST'e olan ilgisinin devam etmesini beklediğimizi belirtmiştik ve yatırımcı kompozisyonundaki değişimin, "yerli ve yabancı yatırımcının yatırım vadesi ve hisse seçimi stratejileri arasındaki farklılıklar ve yerli yatırımcının, fiyat hareketlerinin daha sert olduğu küçük sermayeli şirketlere meyyal olması" çerçevesinde yansımaları olabileceğini değinmiştik.

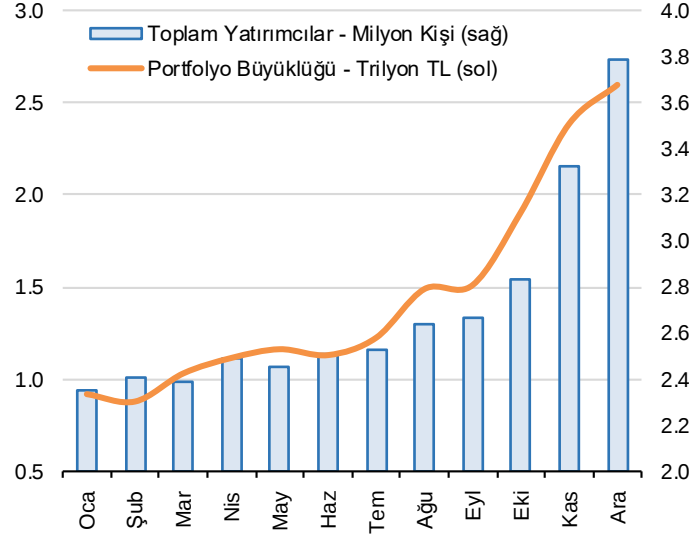
Benzer görüşlerimizi büyük oranda korumaya devam ediyoruz ve özellikle seçimlere kadar reel getirilerin düşük kalmaya devam edeceği beklentimiz nedeniyle yerli yatırımcıların BIST'e olan ilgisinin yavaşlasa da devam edeceğini düşünüyoruz. Yavaşlama yönündeki beklentimizin ana nedenlerinden biri baz etkisi olup, geçen yılki seviyede bir girişin tekrarlanması zor bulmamızdır. Şöyle ki, yerli yatırımcı sayısı ise 2022'de 1.4 milyon artarak (%58 yıllık artış) 3.8 milyona ulaştı.

Seçimlerden sonra negatif reel getirinin azalması ihtimali mevcut. Eğer tahvil ve mevduat faizleri artarsa bu durumun ilk etapta BIST'e olumsuz etkisi olmasını bekleriz fakat bu durumun CDS'i düşürücü, ekonomik büyümeyi kısa vadede baskılasa da orta vadede daha sürdürülebilir kılması ve yabancı yatırımcı girişini sağlaması gibi sonuçları da olacaktır. Banka hisselerinin Eylül

2020'deki faiz artırımını sonrası yükseliş performansı bu anlamda destekleyici bulduğumuz en yeni tarihli örnek olarak öne çıkmaktadır.

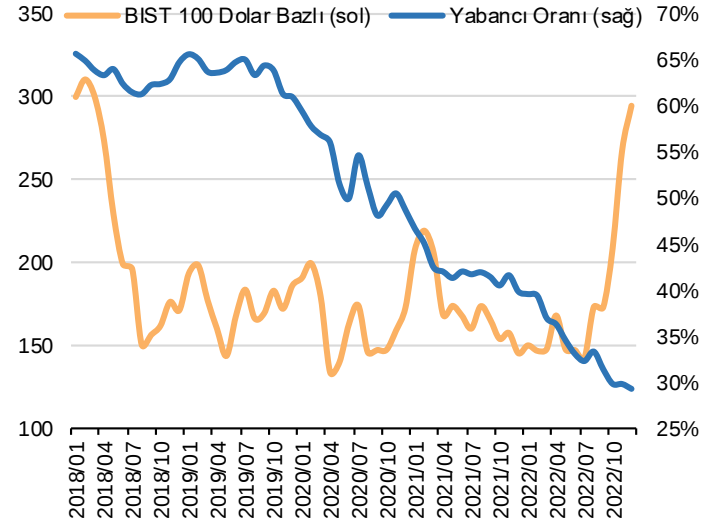
Öte yandan, 2022 yılı yabancı yatırımcı çıkışının da hız kesmediği bir yıl oldu ve yabancıların BIST'ten çıkışı 3.4 milyar USD'yi buldu. Böylelikle, Ocak 2019'dan 2022 sonuna kadar BIST'teki yabancı payı %65.6'dan %29.3'e geriledi. Özellikle bankalarda gerileme daha belirgin oldu.

Tablo 28: BIST Pay Piyasası – Yatırımcı Sayısı ve Toplam Portföy Büyüklüğü (2022)



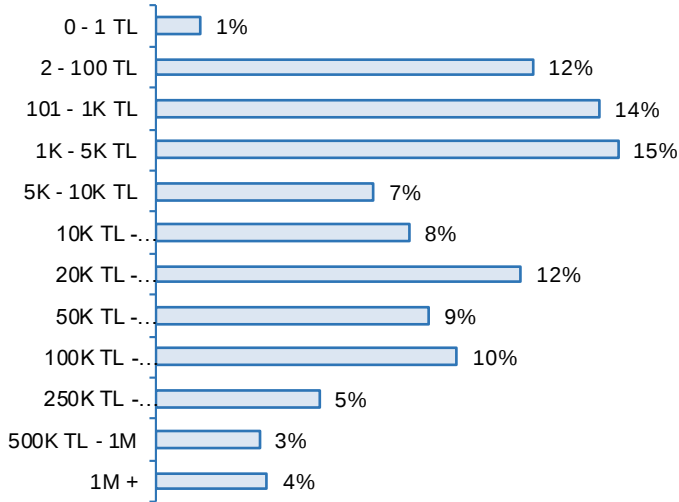
Kaynak: MKK, YKY Araştırma

Tablo 29: BIST 100 (USD) - Yabancı Sahipliği



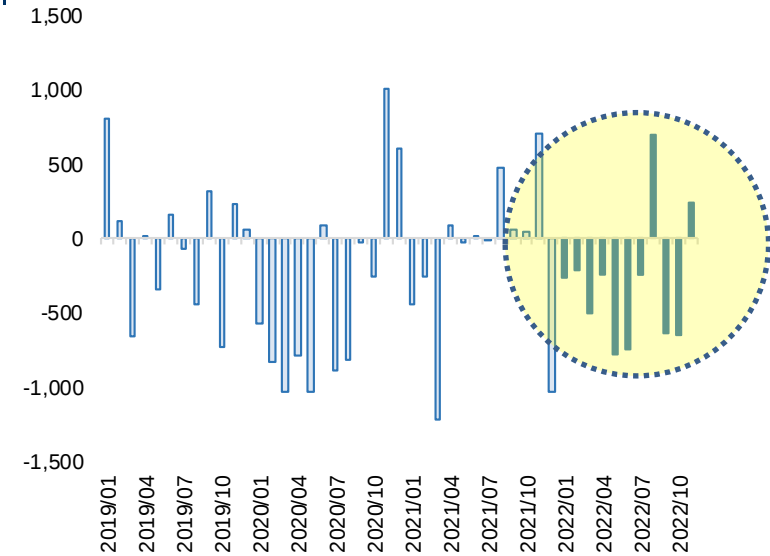
Kaynak: TSPB

Tablo 30: BIST Pay Piyasası – Yatırımcıların Portföy Büyüklüklerine Göre Dağılımı (Aralık 2022)



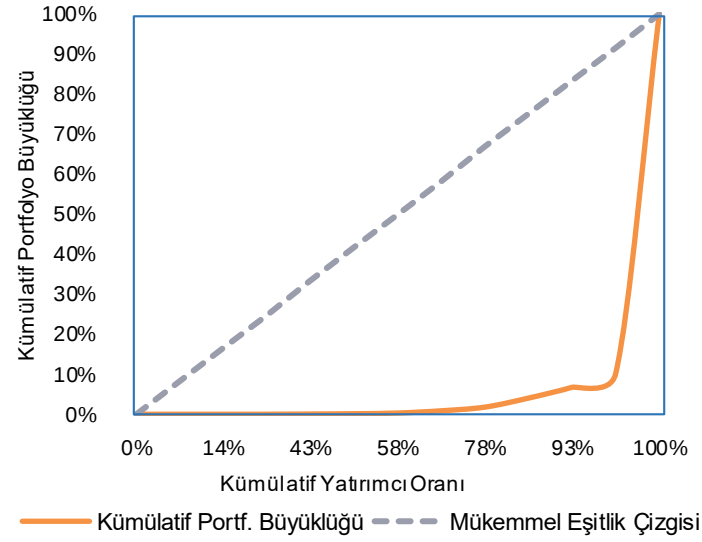
Kaynak: TSPB

Tablo 31: BIST – Aylık Yabancı Girişi (Çıkışı) – Mn USD



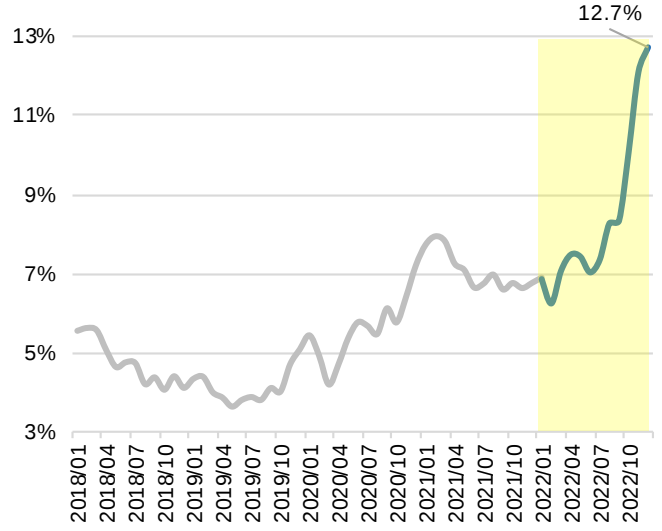
Kaynak: TSPB

Tablo 32: BIST Pay Piyasası – Servet Dağılımının Yatırımcı Yüzdelere Oranı



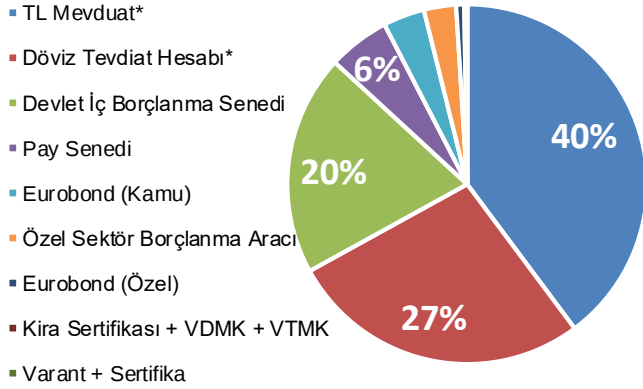
Kaynak: MKK, YKY Araştırma

Tablo 33: Türkiye Yerleşiklerin Finansal Varlıklarında Payların Ağırlığı



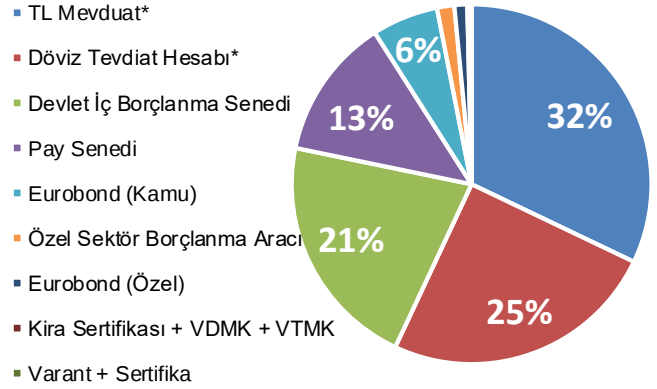
Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

Tablo 34: Türk Yerleşik Heaplarda Varlık Dağılımı - Ocak 2018



Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

Tablo 35: Türk Yerleşik Heaplarda Varlık Dağılımı – Aralık 2022



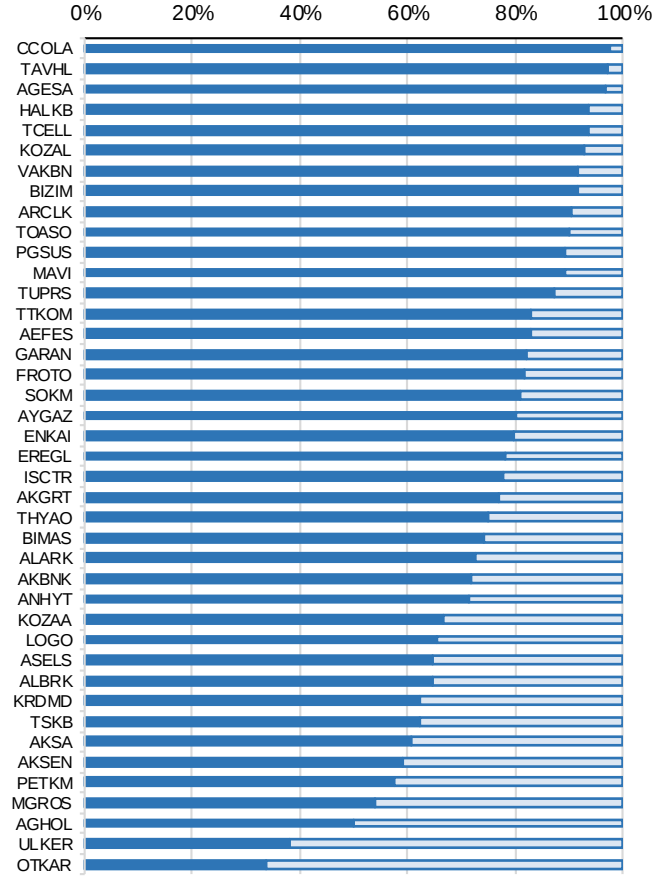
Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

Tablo 36: Ocak 2018 – Ocak 2023 Yabancı Payı Değişimi

GARAN	↓64,8%	TAVHL	↓25,6%
VAKBN	↓59,0%	LOGO	↓24,8%
TOASO	↓58,8%	AKSA	↓23,6%
HALKB	↓57,2%	AGHOL	↓21,5%
ANHYT	↓52,0%	TSKB	↓21,3%
MAVI	↓50,3%	AYGAZ	↓18,7%
ARCLK	↓48,1%	BIMAS	↓18,6%
AKGRT	↓47,7%	ISCTR	↓17,7%
FROTO	↓43,2%	TCELL	↓15,6%
TUPRS	↓42,9%	BIZIM	↓13,6%
ENKAI	↓41,9%	AKBNK	↓13,4%
ALBRK	↓38,7%	CCOLA	↓12,4%
EREGL	↓34,8%	ALARK	↓10,9%
PETKM	↓34,6%	AKSEN	↓10,9%
KOZAL	↓34,3%	ASELS	↓9,1%
THYAO	↓31,5%	SOKM	↓8,8%
KOZAA	↓31,1%	KRDMD	↓8,4%
TTKOM	↓26,4%	OTKAR	↓7,1%
ULKER	↓25,9%	PGSUS	↓0,7%
AEFES	↓25,6%	MGROS	↑8,6%

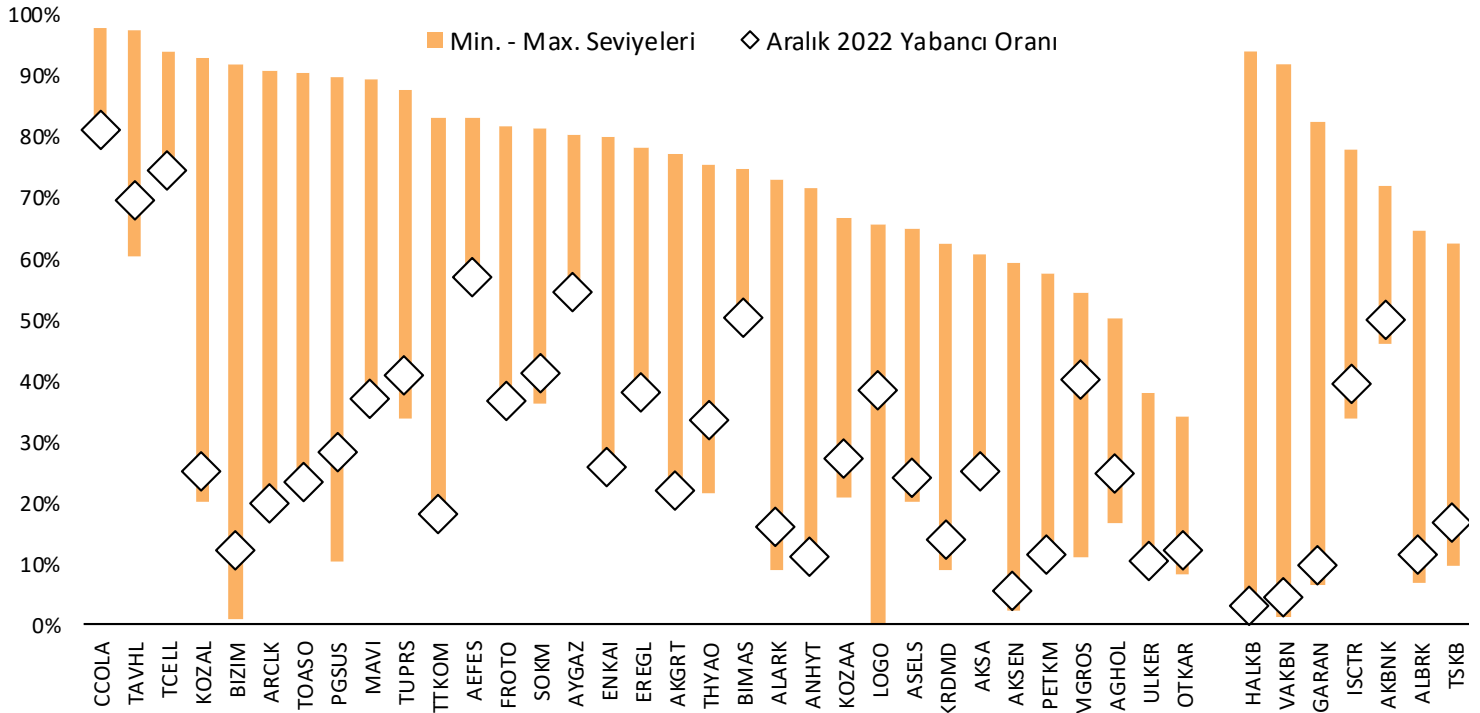
Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

Tablo 37: 2013 – 2023 Arasında Hisselerdeki Yabancı Payı Sahipliği Zirveleri



Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

Tablo 38: 2013 – 2023 Arasında Hisselerdeki Yabancı Payı Sahipliği Zirveleri

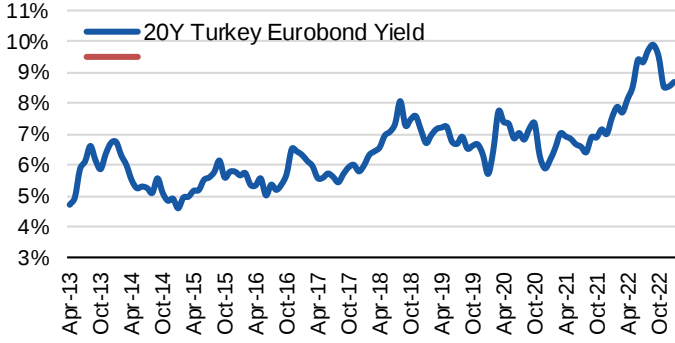


Kaynak: TSPB, YKY Araştırma

Değerlemeler için iki önemli konu.

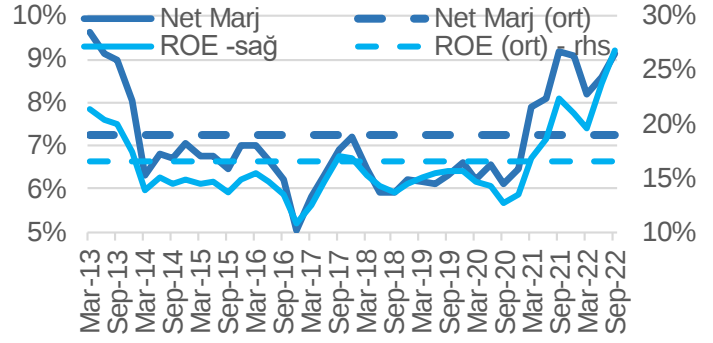
Temel bakış açısıyla yatırılan sermayenin getirisi-ağırlıklı ortama sermaye maliyeti denklemi güncel konjektürde sorgulanmaya açıktır. Risksiz faiz oranı olarak kullanılan 10-yıllık tahvil faizi son aylarda gösterge niteliğini kaybetti ve Türkiye'nin Eurobond faizi ile TL devlet tahvil faizi çok yakın seviyelerdedir. Ayrıca yüksek enflasyonun finansallar üzerinde olumsuz etkisini ayırtmak ve sezonsal gelişimleri analiz etmek yanlış sonuçlara neden olabilmektedir. Enflasyon muhasebesi (IAS29) kusursuz cevap olmamakla birlikte daha sağlıklı analiz yapmayı sağlamaktadır. Her ne kadar enflasyon muhasebesinin uygulanma eşiği geçmiş olmakla birlikte halen ilgili düzenleyicinin (KGK) enflasyon muhasebesi kararı kesinleşmemiştir.

Tablo 39: Türkiye USD ve TL Bono Getirileri



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Tablo 40: YKY Banka Dışı İnceleme Ortalama ROE



10-yıl vadeli TL devlet tahvil faizinin gösterge özelliğini tekrar kazanmasının ve enflasyonun muhasebe rakamlarına olumsuz etkisinin ortadan kalkmasının değerlemeler için en önemli faktörler olacağına inanıyoruz. Seçime kadar bu iki konuda da önemli bir gelişme olmasını beklemiyoruz ve bu durum 2023'ün iki yarısının oldukça farklı ve yüksek dalga boyları ile ilerlemesine neden olacaktır.

YKY İnceleme Kapsamı - Görünüm

	2022T			2023T			2024T		
	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Net Satışlar	VAFÖK	Net Kar
Bankacılık			373%			-31%			30%
Sigorta			11%			91%			32%
Sanayii	136%	101%	138%	47%	36%	24%	31%	33%	46%
Otomotiv	124%	66%	80%	59%	60%	48%	46%	52%	57%
Havacılık	227%	199%	n.m.	61%	47%	24%	36%	41%	58%
Kimya	116%	156%	146%	34%	39%	35%	24%	22%	48%
Holding	114%	128%	119%	51%	47%	87%	30%	37%	33%
Savunma	67%	42%	33%	49%	48%	54%	44%	44%	14%
Enerji	262%	187%	196%	54%	54%	57%	11%	21%	10%
Yiyecek İçecek	130%	140%	137%	61%	59%	122%	29%	33%	52%
Madencilik	68%	69%	37%	81%	95%	74%	56%	65%	83%
Petrol	211%	316%	n.m.	22%	-20%	-37%	18%	-28%	-7%
Petrokimya	88%	-28%	10%	37%	67%	-43%	44%	75%	140%
Perakende	106%	90%	207%	58%	51%	44%	38%	41%	39%
Yazılım	97%	84%	74%	58%	59%	37%	48%	51%	44%
Demir Çelik	92%	6%	4%	38%	-15%	-24%	21%	45%	58%
Telekom	42%	28%	18%	49%	45%	48%	25%	29%	60%
Beyaz Eşya	96%	72%	-12%	53%	83%	97%	29%	33%	105%

Bankalar: 2023'de 5 büyük bankanın net karının yaklaşık %30 düşüş göstermesini bekliyoruz (2022T: %345 kar artışı). Özel bankalarda yaklaşık %30 kar düşüşü beklerken (TSKB hariç), kamu bankalarında yaklaşık %40 kar düşüşü tahmin ediyoruz. 2023 tahminlerimize göre takibimizdeki 3 büyük özel banka 0.5x PD/DD ve 2.4x F/K ile işlem görmektedir ve ortalama özkaynak karlılığını %24 seviyesinde tahmin ediyoruz. Tercih ettiğimiz ve AL tavsiyemiz olan bankalar **Garanti, Akbank, TSKB** ve **İş Bankası** olmaya devam ediyor. Akbank ve TSKB Model Portföy'ümüzde de yer alan bankalar. TSKB'nin yabancı para ağırlıklı bilançosu olması ve mevduat bankası olmaması sayesinde karlılığında artış öngörüyoruz. Bankalar için kısa vadede en temel risk ise son aylarda bankaları olumsuz etkileyen düzenlemelerdir.

Sigorta & Emeklilik & Yatırım: Hem **Anadolu Hayat Emeklilik** hem **Avivasa Emeklilik**'in 2023'te hayat sigortacılığı ve BES alanlarında sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz ve AL tavsiyemiz mevcut. Her iki hisse %7-%8 bandında temettü verimliliklerine sahipler. Hayat-dışı sigortacılıkta ise 2023'te prim üretimlerinin güçlü seyretmeye devam etmesini öngörüyoruz. Teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin yatırım gelirlerinin karlılıkları desteklemeye devam etmesini tahmin ediyoruz. 2022'nin zayıf sonuçları sonrasında 2023'te karlılıklarda toparlanma beklemekle birlikte bu durumun önden fiyatlandığını düşünüyoruz ve hem **Aksigorta** hem **Türkiye Sigorta** için TUT tavsiyemiz mevcut. **Ünlü Yatırım Holding**'in 2023'te de güçlü karlılık gelişimi elde etmesini tahmin ediyoruz. 2023'de Türk sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin karlılığının imlenerek devam etmesini tahmin ediyoruz. Yılın ilk yarısında şirketin takipteki krediler bölümünün tahsilat & karlılık gelişiminin güçlü olmasını bekliyoruz.

Otomotiv: Türkiye’de 1. el pazarının ve ihracat satışlarının 2023 boyunca karışık bir görüntü çizmesini bekliyoruz. Türkiye’de yılın ilk yarısı baz etkisi ve düşük faiz ortamında güçlü kalmaya devam edebilir. 2Y23 içinse piyasa koşulları seçim sonuçlarına bağlı olacak. İhracat tarafında ise Avrupa’daki olası bir resesyon hacim büyümelerinin önünde önemli bir engel ancak öte yandan böyle bir senaryoda bile düşük baz etkisi sayesinde aşağı yönlü risklerin de sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Romanya fabrikası ve Türkiye’de yılın ikinci yarısında devreye girmesini beklediğimiz elektrikli araç yatırımı sayesinde önemli büyümeler öngördüğümüz FROTO en beğendiğimiz hisseler arasında yer alıyor.

Otomotiv	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
FROTO	750.0	59%	AL	11.5	7.3	4.5	10.8	6.4	4.2
OTKAR	1370.0	52%	AL	19.1	8.5	5.7	20.5	8.9	5.7
TOASO	186.0	28%	TUT	9.8	8.5	5.9	8.2	7.3	6.3

Havacılık: Geçen yıl bu zamanlarda Kovid sonrası bir toparlanma bekleniyordu, ancak gerçekleşen sonuçlar ilk beklentilerin çok daha üzerine çıktı. Türk havacılık şirketlerinin hacim ve karlılıklarının artmasında, emsallerine göre daha yüksek kapasite sunması ve karlılığı yüksek uluslararası uçuşlarının payının artması etkin rol oynadı. 2023 yılı için ilk veriler ve yorumlar beklentilerin yukarı yönlü güncellenmesini destekliyor ve Türk havayollarının 2023 yılı için ilk kapasite planları, IATA’nın tüm sektör için açıkladığı %5.5 tahmininin üç katına tekabül ediyor. Küresel durgunluk bir endişe olsa da, Türk şirketlerinin 2022’nin gerisinde bir taleple karşılaşmasını beklemiyoruz. Genel olarak, kar marjlarının mevcut yüksek seviyelerden gerilemesini ve şirketlerin Covid dönemi erteledikleri filo genişleme planlarının tekrar yürürlüğe girmesi sonrası borçluluklarda bir miktar artış öngörsek de, dış hat talebindeki mevcut güçlü seyir devam ettiği müddetçe şirketlerin avantajlı çıkacaklarını ve mevcut işlem gördükleri çarpanların üzerinde seviyeleri hakke edecek revizyonların gelmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Sektördeki öncelikli tercihimiz THYAO, ancak PGSUS ve TAV için de alım yönünde tavsiyemiz var.

Havacılık	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
PGSUS	630.0	35%	AL	8.4	4.1	2.3	6.8	5.4	4.3
TAVHL	110.0	35%	AL	14.0	11.0	7.4	8.8	6.5	5.0
THYAO	200.0	48%	AL	4.2	3.7	2.4	5.0	4.6	3.4

Kimya: Son zamanlarda akrilik elyaf talebinde bir miktar toparlanma gözlemliyoruz. Özellikle giyim alanında kullanımın artması büyümeyi destekleyen unsur olarak önce çıkmaktadır. Dünya’nın en büyük beşinci pamuk üreticisi olan Pakistan’daki sel felaketi ve ABD’deki kuraklık sonucu pamuk fiyatlarında yaşanan artış da akrilik elyaf talebini destekleyen diğer unsurlar arasındadır. İç pazarda daha düşük fiyatlar ve daha ucuz navlun maliyetleriyle Çin ihracatında bir artış görmeyi bekliyoruz. Fakat, Akso’nın önemli pazarlara yakınlığı, ölçek ekonomisinden kaynaklanan maliyet avantajları ve yüksek ürün kalitesi sayesinde 2023 yılında VAFÖK marjını %25 seviyesinde koruyabileceğini düşünüyoruz.

Kimya	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
AKSA	108.0	40%	AL	8.7	6.5	4.4	6.2	4.5	3.6

Holding: Holding şirketleri arasında güçlü bilançosu, döviz bazlı operasyonları, inşaat iş kolunun güçlü karlılığı ve büyüme potansiyeli sayesinde ENKAİ en beğendiğimiz hisseler arasında yer alıyor.

Holding	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	22T	23T	24T
AGHOL	134.0	47%	AL	6.2	3.7	2.0
ALARK	106.0	50%	AL	2.7	2.7	2.5
ENKAİ	50.5	61%	AL	n.m.	13.3	10.3

Savunma: Türkiye tarafından stratejik sektör olarak görülen savunma sanayi güçlü büyüme dinamiklerini sürdürüyor. Sektörün en önemli oyuncusu olan ASELS bu dinamiklerden olumlu etkilense de bir süredir zorlu bir dönemden geçiyor. Şirket yavaşlayan tahsilatları nedeniyle nakit yaratmakta zorlanırken proje teslimatlarında da belli ölçüde yavaşlamalar söz konusu. Bu aşamada hisse için özellikle nakit yaratımı tarafında olumlu bir seyir görmeden nötr duruşumuzda bir değişikliğe gitmiyoruz.

Savunma	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	22T	23T	24T
ASELS	57.5	4%	TUT	13.3	8.6	7.5

Enerji: Yılın ilk 11 ayına baktığımızda yenilenebilir enerji üretiminin toplam üretimde payının arttığını, doğal gaz dayalı elektrik üretiminin payının ise düşen KKO ve bir kaç eski doğal gaz santralinin kapatılması sonucu gerilediğini görüyoruz. 2022 yılının özellikle ikinci yarısında kömür ve doğal gaz gibi fosil yakıtlara olan talep, küresel kömür ve doğal gaz fiyatlarını rekor seviyelere taşıdı. Bu gelişmelere paralel, BOTAŞ, doğal gaz fiyatlarını artırdı. 2022 yılında doğal gaz fiyatlarına yapılan zamlar, TL'deki değer kaybı ve artan kömür fiyatları spot elektrik fiyatlarını tarihi yüksek seviyelere taşıdı. 2021 yılının ortalama spot elektrik fiyatı 61 dolar/MWs iken 2022 yılında 153 dolar oldu. 2023 yılında hem doğal gaz hem de kömür fiyatlarında bir miktar gerileme bekliyoruz. Buna paralel olarak 2023 yılı için ortalama spot elektrik fiyat varsayımımız 130 dolar/MWs. İç piyasada yüksek spot fiyattan olumlu etkilenen ve yurtdışında döviz bazlı yatırımları olan Akse Enerji'yi beğenmeye devam ediyoruz.

Enerji	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	22T	23T	24T
AKSEN	63.9	63%	AL	9.6	6.2	5.6

İçecek & Gıda: CCOLA'nın yurt dışı hacimlerinde 2022'deki %12 proforma büyümenin ardından bu yıl da dinamiklerde bir değişiklik öngörmediğimiz için %11 büyüme bekliyoruz. Büyümedeki bu sağlıklı trendin orta-uzun vadeli dönemde de değişmesini beklemiyoruz. 2023 yılında geçtiğimiz yıl yaşanan 2 puanlık VAFÖK marjı daralmasından sonra marjlarda stabilizasyon bekliyoruz. CCOLA özellikle güçlü büyüme potansiyeli sayesinde en beğendiğimiz hisseler arasında tutmaya devam ediyoruz. AEFES'in bira operasyonları 2022 yılında Ukrayna tesislerinin kapatılmasının ardından %14 gibi önemli bir daralma sergilemişti. 2023 yılında ise Rusya pazarında geçen yılın son çeyreğinde başlayan zorlu piyasa koşullarının devamını bekliyoruz. Dolayısıyla tüm yıl için

yurt dışı bira hacimlerinde %3 daralma öngörüyoruz. Türkiye hacimlerinin ise geçtiğimiz yılın turizm ve artan geçici ikamet sayısı destekli %16 büyümesinin ardından yine turizm sayesinde %2 büyümesini bekliyoruz.

İçecek & Gıda	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
AEFES	85.0	56%	AL	9.1	4.9	3.4	4.6	3.0	2.5
CCOLA	295.0	62%	AL	11.4	6.1	3.9	5.6	3.4	2.4
ULKER	50.5	26%	TUT	neg.	n.m.	11.6	5.5	4.4	3.8

Madencilik: KOZAL yakın dönemde iki tane altın sahası devraldı. Bunlardan Demir Export'tan (Koç Holding iştiraki) alınan saha ÇED raporlarına dayanan verilere göre KOZAL'ın görünür rezervlerini iki katına çıkarma potansiyeline sahip. Invictus'tan alınan diğer sahaya dair şu aşamada detaylı very bulunmasa da onun da rezervleri uzun vadede olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Hissede son aylarda yaşanan güçlü rally sonrası KOZAL'ın makul değerine yaklaştığı görüşündeyiz bu nedenle de hisseyi Model Portföyümüzden çıkarıyoruz. Öte yandan yakın vadede %2000 bedelsiz sermaye artışına dair devam eden süreç tamamlanana kadar hissenin canlı kalabilme ihtimalini de reddetmiyoruz.

Madencilik	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
KOZAL	600.0	13%	TUT	19.7	11.4	6.2	20.0	9.7	4.7

Petrol: Tüpraş tarihsel yüksek ürün karlılıklarından yararlanmaya devam ediyor. 2022 yılında motorin ve jet yakıtı (orta distilat) ürün marjları sırasıyla ortalama 37.9 dolar/varil ve 33.6 dolar/varil'e ulaştı, ki bunlar son beş yıllık tarihsel ortalamaların 3 katı seviyelerine denk geliyor. Azalan Rusya ihracatı ve kapasite kesintileri motorin marjlarının yükselmesine neden olurken, hava trafiğinin Kovid sonrası ertelenmiş talebin etkisiyle güçlü performans göstermeye başlaması da jet yakıtı ürün marjlarını destekleyen ana unsur olarak öne çıkıyor. Önümüzdeki dönemde Avrupa Birliği'nin Rusya'nın petrol ürünlerine yönelik ambargo uygulayacak olması piyasada arz açığı yaratacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte yılın ilk çeyreğinde orta distilat ürün karlılıklarının yüksek seviyelerde kalacağını öngörüyoruz.

Petrol	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
AYGAZ	111.0	37%	AL	5.1	5.0	4.6	27.5	8.5	7.4
TUPRS	710.0	39%	AL	3.9	6.7	7.4	2.3	3.1	4.7

Petrokimya: Küresel büyüme yavaşlarken, durgunluk beklentileri ortaya çıkması petrokimya sektörünü olumsuz etkiledi. Özellikle 2022 yılının ikinci yarısında esas olarak navlun maliyetlerindeki gerileme ve uluslararası ticaretteki göreceli iyileşme fiyatları baskıladı. Ürün fiyatları, girdi fiyatlarından daha fazla düşmesinden dolayı petrokimya sektöründe marjlar önemli oranda daraldı. Bundan dolayı Petkim'in operasyonel marjlarında daralma öngörüyoruz. 2023 yılında da petrokimya sektörünün baskılamaya devam edeceğini düşünsek de stok seviyelerin düşmesiyle talepte bir miktar iyileşme gözlemleyebiliriz.

Petrokimya				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	22T	23T	24T	22T	23T	24T
PETKM	18.0	1%	ENDEKS ALTI GETİRİ	7.5	13.2	5.5	13.3	8.7	5.1

Gıda Perakendecileri: 2023 yılında, tüm piyasa için ortak tema olan seçimlerin haricinde, gıda perakendecileri için esas gündem enflasyonda beklenen düşüşün finansallara etkisi ve şirketlerin fiyat geçişlerini, özellikle yılın ilk yarısında, ne sıklıkta ve ne kadar yapabilecekleri olacaktır. Operasyonel tarafta, bu zincirlerin pazar paylarında önemli bir değişiklik öngörmüyoruz ve 2022 yılına kıyasla benzer düzeyde bir fiziksel genişleme ve reel büyüme performansı eşliğinde konsolide bazda %55-60 ciro artışı bekliyoruz. Marjlar tarafında, artan girdi maliyetleri, asgari ücretteki artış, rekor yüksek elektrik giderleri, kira maliyetlerindeki enflasyonist ayarlamaların gecikmeli etkisi, 2023'te özellikle yılın ilk yarısında, baskı oluşturmaya devam edecektir. Bu baskının yılın genelinde hafiflemesini, VAFÖK'ün %50-55 büyümesini ve bunun da, borçlanma faizlerinin artacağı bir senede, net karda yıllık %45-50 civarı artış sağlamasını bekleriz. Sektördeki öncelikli tercihimiz, en yüksek büyümeyi sergileyen ve benzer mağaza trafiğindeki yükselen seyri beğendiğimiz BİM geliyor

Perakende				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	22T	23T	24T	22T	23T	24T
BIMAS	190.0	54%	AL	10.7	7.0	4.9	7.0	4.8	3.4
BİZİM	38.0	28%	TUT	15.2	14.4	11.2	2.5	1.8	1.4
MAVI	170.0	48%	AL	7.9	5.6	4.4	4.3	2.9	2.0
MGROS	200.0	56%	AL	12.8	8.3	6.2	4.0	2.6	1.8
SOKM	40.0	64%	AL	6.5	5.7	4.1	3.6	2.3	1.5

Yazılım: Türkiye'de yazılım şirketleri güçlü büyüme dinamiklerinden faydalanmaya devam ediyor. Sektör halen bir çok açıdan özellikle KOBİ'lerin kullandığı yazılımlar için gelişime çok açık bir noktada yer alıyor. Logo da KOBİ yazılım pazarının ana oyuncusu olarak bu büyüme koşullarından son derece olumlu etkileniyor. Dolayısıyla hisse için olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Yazılım				F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	22T	23T	24T	22T	23T	24T
LOGO	87.0	38%	AL	13.7	10.0	6.9	10.7	6.2	4.0

Çelik: 2Y22 hem talep hem de satış fiyatları açısından zor bir dönemdi. Çin'in Kovid karşıtı politikaları sonrasında açılmasının ve emlak sektörüne yönelik devlet desteğinin çelik fiyatları üzerinde olumlu bir etki yaratması bekleniyor. Şu an için 2023 yılının ilk yarısının zayıf olmasını ve bundan dolayı Şirket'in zayıf ton başına VAFÖK açıklamalarını öngörüyoruz. Eğer sektörde toparlanma olursa, KRDMMD'nin öne çıkacağını düşünüyoruz.

Çelik	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
EREGL	43.5	8%	TUT	8.4	11.8	7.7	5.5	7.6	5.3
KRDMD	23.2	24%	TUT	6.4	6.1	3.5	4.9	4.2	2.9

Telekom: Pandemi sonrası dönemde müşterilerin yüksek hızlı ve kaliteli sabit internet bağlantısı ihtiyacı devam etti. Artan dijitalleşme ve birçok şirketin hibrit bir çalışma modeli benimsemesi ile birlikte internetin daha yaygın kullanımı nedeniyle telekomünikasyon sektöründeki talep güçlü kaldı. 2023 yılında ARPU büyümesinde, hem sabit genişbantta hem de mobilde dinamik fiyatlama ve üst paket satış etkili olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2023 yılında Türk Telekom ve Turkcell için sırasıyla %42 ve %55 gelir artışı öngörüyoruz. Turkcell'i de Model Portföyümüze ekliyoruz.

Telekom	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
TCELL	52.3	55%	AL	10.8	6.8	4.4	4.5	2.9	2.2
TTKOM	26.0	25%	TUT	12.5	9.2	5.6	5.6	4.6	3.7

Beyaz Eşya: 2023 yılında Türkiye'de yatay bir piyasa bekliyoruz. Hacimler yıla düşük baz etkisi ve asgari ücretteki yüksek artış sayesinde güçlü başlayabilir ancak ikinci yarıdaki piyasa koşulları seçim sonuçlarına bağlı olacak. İhracat tarafında Avrupa'da yaşanabilecek olan bir resesyon Türkiye'deki sektör oyuncularına olumsuz yansıyabilir. Ancak ARCLK özellikle son yıllarda dünyanın çeşitli bölgelerinde arka arkaya yaptığı satın alımlar sayesinde Avrupa'ya olan bağımlılığını önemli ölçüde azalttı. Dolayısıyla Avrupa kaynaklı zayıflıkların etkisi sınırlı olacaktır. 2023 yılında şirketin VAFÖK marjının ise son dönemde stabilize olan hammadde fiyatlarıyla birlikte ciddi bir artış sergileyerek normal kabul edilebilecek seviyelerine (YKYt: %10,6) dönmesini bekliyoruz.

Beyaz Eşya	Hedef Fiyat (TL/pay)	Potansiyel (%)	Öneri	F/K (x)			FD/VAFÖK (x)		
				22T	23T	24T	22T	23T	24T
ARCLK	140.0	46%	AL	24.1	12.3	6.0	7.7	4.9	3.7

YKY Sanayii – 2023/24 Görünüm

		Yatırım				Net Borç /		Özkaynak	
		Brüt Marj	VAFÖK Marj	SNA Marjı	Nakit Çevirme	Harcamaları /	Özkaynak	Net Borç /	Özkaynak
	Gelir Artışı	Değişimi (pp)	Değişimi (pp)	(2022-24T ort)	Süresi (Gün)	Gelirler (2022-24T ort)	(Son)	VAFÖK (Son)	Hassasiyet (+1pp)
AEFES	61%	0.30	-0.67	5%	-12	4%	0.20	1.95	9%
AKSA	34%	0.89	0.94	6%	22	8%	0.29	2.87	6%
AKSEN	54%	1.18	0.00	0%	39	1%	0.42	1.05	4%
ARCLK	53%	1.34	1.74	-1%	88	0%	1.23	0.59	7%
ASELS	49%	-0.50	-0.20	-1%	104	11%	0.11	4.12	8%
BIMAS	61%	-0.20	-0.24	3%	-11	3%	0.51	1.92	9%
BİZİM	43%	-0.79	-0.83	1%	-17	1%	-0.18	-0.70	6%
CCOLA	69%	0.88	0.19	7%	11	8%	0.25	2.38	8%
ENKAI	38%	-0.43	-0.42	12%	58	1%	-0.59	-0.17	4%
EREGL	32%	-9.01	-8.62	-4%	151	6%	0.23	1.21	8%
FROTO	73%	0.29	0.31	7%	2	2%	0.55	2.12	6%
KOZAL	81%	3.04	4.32	28%	-99	12%	-0.63	-0.51	4%
KRDMD	64%	-4.17	-4.41	3%	33	4%	0.06	8.10	4%
LOGO	58%	0.34	0.14	33%	-73	2%	-0.64	-0.77	9%
MGROS	55%	-0.06	-0.26	5%	-41	2%	0.19	-0.81	6%
OTKAR	78%	5.78	4.78	5%	24	4%	0.94	0.80	7%
PETKM	37%	1.88	1.77	-3%	42	4%	0.75	0.44	6%
PGSUS	69%	-1.13	-0.27	-23%	-40	61%	2.33	0.32	18%
SOKM	58%	-0.63	-0.39	3%	-20	3%	0.42	7.59	8%
TAVHL	69%	0.00	-1.56	14%	29	10%	0.80	0.32	12%
TCELL	55%	0.94	0.34	10%	-7	25%	0.61	1.56	4%
THYAO	60%	-2.99	-2.74	3%	2	24%	0.92	0.40	15%
TOASO	20%	-0.22	0.05	-7%	-35	12%	1.02	1.28	6%
TTKOM	42%	-1.13	-2.50	3%	-5	31%	1.54	0.61	3%
TUPRS	20%	-3.94	-4.14	4%	-6	1%	-0.10	-14.61	3%
ULKER	47%	0.09	0.01	5%	79	2%	3.91	0.43	8%

YKY Model Portföy

En çok tercih edilen hisselerimiz; Coca Cola İçecek, Ford Otosan, Aksa Enerji, Akbank, Otokar, Enka İnşaat, TSKB, BIM, Turkcell and THY.

Şirket	Kod	Piyasa Değeri (TLmn)	3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Coca Cola İçecek	CCOLA	46,423	156.1	182.50	295.00	62%
Ford Otosan	FROTO	165,805	1,330.4	472.50	750.00	59%
Aksa Enerji	AKSEN	47,950	640.6	39.10	63.90	63%
Akbank	AKBNK	86,060	3,591.6	16.55	28.00	69%
Otokar	OTKAR	21,679	189.3	903.30	1370.00	52%
Enka İnşaat	ENKAI	188,280	1,967.1	31.38	50.50	61%
T.S.K.B.	TSKB	10,640	969.6	3.80	6.20	63%
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	74,746	1,275.6	123.10	190.00	54%
Turkcell	TCELL	74,404	2,452.7	33.82	52.30	55%
Türk Hava Yolları	THYAO	185,886	8,751.8	134.70	200.00	48%

Kaynak: YKY Araştırma

Coca Cola İçecek: 1) Şirketin özellikle yurt dışı faaliyetlerindeki yüksek hacim büyümesini (23T: %11, 22-27TYBBO: %9) ve yüksek nakit yaratma kabiliyetini (Bir dönem Net Borç/VAFÖK oranı 2,0x'nin üzerindeyken 9A22 itibarıyla 0,7x) beğenmeye devam ediyoruz, 2) Bunlara ek olarak %60 paya sahip yurt dışı operasyonların TL'deki değer kaybına karşı önemli bir koruma sağladığı görüşündeyiz, 3) Şirketin 2022-25 döneminde yıllık ortalama bileşik %50 satış ve %60 VAFÖK büyümesi ve yüksek tek haneli hacim yükselişi yakalamasını bekliyoruz 4)2022 tahminlerimiz üzerinden 3,4 FD/VAFÖK ve 6,1 F/K çarpanlarını hissede yatırım açısından önemli bir fırsat olarak değerlendiriyoruz.

Ford Otosan: 1) Gölük tesislerinde devam eden ve orta vadede önemli bir ek değer getirmesini beklediğimiz elektrikli araç yatırımının bu yılın ikinci yarısında devreye girmesini bekliyoruz. 2) Romanya tesisleri 2023'te ilk defa tüm yıl konsolide edilecek ve Gölük'te devreye girecek yatırım da düşünüldüğünde şirketin bu yıl %35 hacim büyümesi yakalamasını bekliyoruz ki böylece 2023'te ciroda %73 artış öngörüyoruz. 3) Şirketin Avrupa hafif ticari araç pazarının öncü isimlerinden biri olmasını beğeniyoruz. Hafif ticari araç pazarının uzun vadede binek araç pazarına göre daha hızlı büyüme potansiyeli olduğu görüşündeyiz. 4) Şirketin ihracat odaklı operasyonları TL'deki olası zayıflıklara karşı koruma sağlıyor. 5) Hisse 2023 tahminlerimiz üzerinden cazip diyebileceğimiz 7,3 F/K ve 6,4 FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Aksa Enerji: 1) Güçlü organik büyüme görünümü, 2) İnorganik büyüme fırsatları 3) Zayıf TL'den faydalanma ve 4) Güçlü finansal pozisyonlanma. Hisse 2023 beklentilerimize göre 5.5x FD/VAFÖK ve 6.2x F/K ile işlem görmektedir ve bu çarpanlar son bir yıllık tarihsel çarpanlara göre %45 ve %46 iskontolara işaret etmektedir.

Akbank: 1) Güçlü sermaye oranları 2) İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları 3) Cazip değerlendirme çarpanları. Bankanın 2023 yılında %24 (2022T: %52) gibi rakiplerinin üzerinde özkaynak karlılığı elde etmesini öngörüyoruz ve 2023 tahminlerimiz ışığında 0.5x PD/DD ve 2.2x F/K gibi cazip çarpanlardan işlem görmektedir.

Otokar: 1) Şirket birçok ülkeden zırhlı araç siparişi alma potansiyeline sahip durumda ve global ölçekteki tecrübesi sayesinde önümüzdeki dönemde bu siparişlere yönelik bir artış potansiyeli görüyoruz. 2) Özellikle 2023 yılından itibaren zırhlı araç ihracat faaliyetlerinde bir ivmelenme öngörüyoruz. 3) Ayrıca şirketin döviz ağırlıklı operasyonları TL'deki değer kaybına karşı korunma

sağlıyor. 4) Hisse 2023 tahminlerimiz üzerinden 8,5 F/K ve 8,9 FD/VAFÖK gibi cazip çarpanlarla işlem görüyor.

Enka İnşaat: 1) İnşaat iş kolunun VAFÖK marjında uzun süredir devam eden güçlü seyrini beğeniyoruz ve eldeki toplam işlerin orta vadedeki yüksek büyüme potansiyelinin yüksek olduğunu düşünüyoruz 2) Bunun yanı sıra kuvvetli seyreden spot elektrik fiyatları sayesinde enerji varlıklarının satış ve VAFÖK yaratma gücünün de yükseldiğini görüyoruz. 3) Orta vadeli dönemde global faizlerde geri çekilme beklediğimiz için şirketin elindeki global tahvillerden yaratacağı gelirlerde önümüzdeki çeyreklerde düzelme olacağını düşünüyoruz. 4) Hisse 2023 tahminlerimizle 4,3x FD/VAFÖK gibi son derece cazip diyebileceğimiz bir çarpandan işlem görüyor.

TSKB: 1) TL fonlmasının çok düşük olması sayesinde 2023'te marjlarının görece daha güçlü kalması beklentimiz ve 2023'te karlılık gelişiminde mevduat bankalarındaki düşüş beklentimizin aksine artış beklentimiz, 2) enerji sektörü kredilerinin toplam kredi portföyünün %50'sini oluşturması ve yüksek seyreden enerji fiyatları sayesinde bankanın aktif kalitesinin desteklenmesi, 3) son dönemdeki bazı karlılığı azaltıcı düzenlemelerin kapsamında olmaması (TL mevduat & tahvil alım düzenlemeleri), 4) sürdürülebilir kalkınma amaçları (SDG) bağlantılı kredilerin toplam kredi portföyünün %93'ünü oluşturması ve bu sayede sadece SDG yatırımı yapan fonların potansiyel ilgisi kapsamında olması. Bankanın 2023'te %35 (2022T: %45) gibi yüksek bir seviyede özkaynak karlılığı elde etmesini öngörüyoruz ve 2023 tahminlerimiz ışığında 0.7x PD/DD ve 2.3x F/K gibi cazip çarpanlardan işlem görmektedir.

BİM: 1) 4Ç22'de BİM'in art arda dört çeyrektir gördüğümüz benzer müşteri trafiği artışında herhangi bir kesinti öngörmüyoruz. %109'luk mevcut 2022 ciro tahminimiz, şirketin öngörüsünün üst sınırına (%110) yakın ve 2023'de de benzer güçlü ciro artışı öngörüyoruz 2) şirketin enflasyona karşı korunaklı ve hatta, enflasyonist ortamdan uzun süreler faydalandığına işaret eden karlılık metriklerindeki iyileşme 3) Operasyonel ve finansal dayanıklılığı (sınırlı döviz riski ve borçsuz bilanço) ve defansif yapısının 2023'de hisseye olan ilgiyi arttırabileceğine dair beklentimiz ve 4) 2023 tahminlerimize göre işlem gördüğü 7.0 F/K and 4.9 FD/VAFÖK çarpanlarını alım için makul bulmamız

Turkcell: Turkcell'i en beğendiğimiz hisselerden oluşan Model Portföyümüze ekliyoruz. Hisseyi model portföyümüze eklememizin altında yatan nedenler arasında (i) enflasyonist fiyatlandırma ve müşteriyi daha yüksek paketlere geçirme ile daha fazla gelir yaratan müşteri tabanını ve (ii) cazip değerlemesini söyleyebiliriz. Hisse 2023 tahminlerimiz ışığında 2.9x FD/VAFÖK çarpanı ile işlem görmektedir, bu da tarihsel iki yıllık ortalama göre %25'lik iskontoya işaret etmektedir. Hisse için 12 aylık hedef hisse fiyatımız %55'lik getiri ile 52.3 TL'dir. Turkcell son bir senedir BIST-100 Endeksi'nin %29 altında performans gösterdi. Bundan dolayı artış için yeri olduğunu düşünüyoruz.

THY: Türk Hava Yolları'nı, şirketin, yapısal avantajları sayesinde daha da güçlenen uzun vadeli hikayesine olan inancımız çerçevesinde Model Portföyümüze ekliyoruz. Hisseyi temel beğenme nedenlerimiz i) Kovid 19 sonrası dönemde çevik yaklaşımıyla yeni kapasite sunumlarında benzerlerinden hızlı hareket ederek güçlü talep ortamından faydalanması ve böylelikle elde ettiği Pazar payı kazançlarının ileriki dönemler için beklentilerimizi arttırması ii) toplam kapasite içerisinde karlı dış hat uçuşlarının artan payı ve ileriye dönük rezervasyonlardaki güçlü görünüm ii) growing stake of high margin intl' flights, particularly direct traffic, in total where the demand appears strong based on forward bookings (iii) 2023 yılında 2022 yılına göre birim akaryakıt giderlerinde gözlemlenmesini beklediğimiz iyileşme iv) 2023 tahminlerimize göre işlem gördüğü 4.8x FD/VAFÖK and 5.0x F/K çarpanlarını cazip bulmamız.

YKY İnceleme Kapsamındaki Şirketler

Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)		
							TLmn	USDmn	22T	23T	24T	22T	23T	24T
AEFES	54.50	85.00	56%	AL	1,720	32	254	14	9.1	4.9	3.4	4.6	3.0	2.5
AGESA	34.26	50.00	46%	AL	329	20	131	7	7.2	5.4	4.5	3.5	2.5	1.9
AGHOL	91.05	134.00	47%	AL	1,182	34	175	9	6.2	3.7	2.0	3.6	2.4	1.8
AKBNK	16.55	28.00	69%	AL	4,588	52	3,604	193	1.5	2.2	1.9	0.6	0.5	0.4
AKGRT	3.28	4.10	25%	TUT	282	28	160	9	neg.	4.9	3.6	4.1	2.2	1.4
AKSA	77.30	108.00	40%	AL	1,334	37	315	17	8.7	6.5	4.4	6.2	4.5	3.6
AKSEN	39.10	63.90	63%	AL	2,556	21	639	34	9.6	6.2	5.6	8.0	5.5	4.7
ALARK	70.85	106.00	50%	AL	1,643	26	946	51	2.7	2.7	2.5	27.1	17.4	10.1
ALBRK	2.85	2.50	-12%	ENDEKS ALTI GETİRİ	380	38	512	27	6.3	7.9	7.4	0.9	0.8	0.7
ANHYT	19.55	32.00	64%	AL	448	17	71	4	8.0	6.1	4.9	3.0	2.2	1.7
ARCLK	96.15	140.00	46%	AL	3,463	15	628	34	24.1	12.3	6.0	7.7	4.9	3.7
ASELS	55.25	57.50	4%	TUT	6,715	26	5,400	290	13.3	8.6	7.5	17.1	11.4	7.7
AYGAZ	80.80	111.00	37%	AL	947	24	79	4	5.1	5.0	4.6	27.5	8.5	7.4
BIMAS	123.10	190.00	54%	AL	3,985	60	1,282	69	10.7	7.0	4.9	7.0	4.8	3.4
BIZIM	29.70	38.00	28%	TUT	95	46	67	4	15.2	14.4	11.2	2.5	1.8	1.4
CCOLA	182.50	295.00	62%	AL	2,475	25	155	8	11.4	6.1	3.9	5.6	3.4	2.4
ENKAI	31.38	50.50	61%	AL	10,037	12	1,996	107	n.m.	13.3	10.3	7.6	4.3	2.1
EREGL	40.36	43.50	8%	TUT	7,530	48	5,718	307	8.4	11.8	7.7	5.5	7.6	5.3
FROTO	472.50	750.00	59%	AL	8,839	18	1,342	72	11.5	7.3	4.5	10.8	6.4	4.2
GARAN	24.16	38.00	57%	AL	5,409	14	1,817	98	1.8	2.5	1.9	0.7	0.5	0.4
HALKB	10.80	13.50	25%	TUT	2,861	11	1,612	87	3.6	6.4	5.7	0.7	0.6	0.5
ISCTR	10.80	17.00	57%	AL	5,757	31	3,310	178	1.9	2.7	1.9	0.7	0.5	0.4
KOZAL	531.00	600.00	13%	TUT	4,317	29	2,796	150	19.7	11.4	6.2	20.0	9.7	4.7
KRDMD	18.67	23.20	24%	TUT	1,106	89	4,816	258	6.4	6.1	3.5	4.9	4.2	2.9
LOGO	63.00	87.00	38%	AL	336	65	108	6	13.7	10.0	6.9	10.7	6.2	4.0
MAVI	115.00	170.00	48%	AL	609	73	161	9	7.9	5.6	4.4	4.3	2.9	2.0
MGROS	128.00	200.00	56%	AL	1,235	51	477	26	12.8	8.3	6.2	4.0	2.6	1.8
OTKAR	903.30	1370.00	52%	AL	1,156	27	191	10	19.1	8.5	5.7	20.5	8.9	5.7
PETKM	17.77	18.00	1%	ENDEKS ALTI GETİRİ	2,401	47	3,889	209	7.5	13.2	5.5	13.3	8.7	5.1
PGSUS	467.20	630.00	35%	AL	2,548	43	1,637	88	8.4	4.1	2.3	6.8	5.4	4.3
SOKM	24.44	40.00	64%	AL	773	51	281	15	6.5	5.7	4.1	3.6	2.3	1.5
TAVHL	81.20	110.00	35%	AL	1,572	48	726	39	14.0	11.0	7.4	8.8	6.5	5.0
TCELL	33.82	52.30	55%	AL	3,966	54	2,474	133	10.8	6.8	4.4	4.5	2.9	2.2
THYAO	134.70	200.00	48%	AL	9,909	50	8,801	472	4.2	3.7	2.4	5.0	4.6	3.4
TOASO	145.20	186.00	28%	TUT	3,870	24	1,205	65	9.8	8.5	5.9	8.2	7.3	6.3
TSKB	3.80	6.20	63%	AL	567	39	980	53	2.6	2.3	2.1	1.0	0.7	0.5
TTKOM	20.76	26.00	25%	TUT	3,873	13	1,884	101	12.5	9.2	5.6	5.6	4.6	3.7
TUPRS	510.20	710.00	39%	AL	7,486	49	3,386	182	3.9	6.7	7.4	2.3	3.1	4.7
TURSG	10.52	13.50	28%	TUT	651	18	134	7	12.7	8.3	5.6	2.6	2.2	1.7
ULKER	40.14	50.50	26%	TUT	732	39	486	26	neg.	n.m.	11.6	5.5	4.4	3.8
UNLU	8.96	14.00	56%	AL	84	26	56	3	6.8	4.7	3.1	1.9	1.4	1.0
VAKBN	9.67	12.50	29%	TUT	3,666	9	2,082	112	3.0	5.2	3.5	0.7	0.6	0.5

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma, * 13 Ocak 2023 kapanış fiyatları ile güncellenmiştir.

Hedef Fiyat ve Öneri Değişiklikleri

(TL)	Tavsiyeler			Hedef Fiyat		
	Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Δ
AKBNK	AL	AL		23.8	28.0	18%
GARAN	AL	AL		31.6	38.0	20%
HALKB	TUT	TUT		10.1	13.5	34%
ISCTR	AL	AL		12.9	17.0	32%
VAKBN	TUT	TUT		9.9	12.5	26%
ALBRK	ENDEKS ALTI GETİRİ	ENDEKS ALTI GETİRİ		1.8	2.5	39%
TSKB	AL	AL		4.4	6.2	41%
AKGRT	TUT	TUT		3.3	4.1	24%
ANHYT	AL	AL		24.0	32.0	33%
AGESA	AL	AL		32.0	50.0	56%
TURSG	AL	TUT	TUT	10.3	13.5	31%
AEFES	AL	AL		55.3	85.0	54%
AGHOL	ENDEKS ALTI GETİRİ	AL	AL	68.3	134.0	96%
AKSA	AL	AL		83.8	108.0	29%
AKSEN	AL	AL		63.9	63.9	0%
ALARK	AL	AL		100.0	106.0	6%
ARCLK	AL	AL		94.7	140.0	48%
ASELS	TUT	TUT		30.2	57.5	90%
AYGAZ	TUT	AL	AL	65.5	111.0	69%
BIMAS	AL	AL		180.0	190.0	6%
BIZIM	TUT	TUT		23.5	38.0	62%
CCOLA	AL	AL		224.3	295.0	32%
ENKAI	AL	AL		30.3	50.5	67%
EREGL	AL	TUT	TUT	41.5	43.5	5%
FROTO	AL	AL		526.6	750.0	42%
KOZAA	AL	AL		46.2	78.0	69%
KOZAL	AL	TUT	TUT	272.9	600.0	120%
KRDMD	TUT	TUT		14.4	23.2	62%
LOGO	AL	AL		74.0	87.0	18%
MAVI	AL	AL		170.0	170.0	0%
MGROS		AL	AL	-	200.0	a.d.
OTKAR	AL	AL		1,165.0	1,370.0	18%
PETKM	TUT	ENDEKS ALTI GETİRİ	ENDEKS ALTI GETİRİ	11.3	18.0	59%
PGSUS	AL	AL		245.7	630.0	156%
SOKM	AL	AL		23.5	40.0	70%
TAVHL	AL	AL		78.0	110.0	41%
TCELL	TUT	AL	AL	34.1	52.3	53%
THYAO	AL	AL		84.0	200.0	138%
TOASO	AL	TUT	TUT	133.0	186.0	40%
TTKOM	TUT	TUT		16.0	26.0	63%
TUPRS	AL	AL		624.0	710.0	14%
ULKER	TUT	TUT		26.6	50.5	90%
UNLU	AL	AL		11.2	14.0	25%

İnceleme Kapsamımızdaki Tahmin Değişiklikleri

(TL)	Net Satışlar		FAVÖK		Net Kar	
	2022T	2023T	2022T	2023T	2022T	2023T
Banka					-4%	3%
Sigorta					-5%	27%
Yatırım					9%	8%
Sanayi					12%	7%
AKBNK					-13%	-3%
GARAN					2%	12%
HALKB					4%	-3%
ISCTR					0%	1%
VAKBN					-9%	5%
ALBRK					2%	47%
TSKB					4%	5%
AKGRT					a.d.	197%
ANHYT					8%	19%
AGESA					0%	19%
TURSG					10%	-2%
UNLU					9%	8%
AEFES	25%	39%	45%	41%	161%	127%
AGHOL	17%	25%	41%	50%	90%	105%
AKSA	0%	8%	9%	12%	22%	-4%
AKSEN	2%	6%	-8%	-8%	11%	13%
ALARK	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ARCLK	-2%	6%	-4%	6%	25%	23%
ASELS	0%	0%	0%	5%	17%	2%
AYGAZ	5%	24%	25%	48%	83%	39%
BIMAS	0%	1%	0%	2%	0%	-2%
BIZIM	9%	17%	10%	8%	41%	10%
CCOLA	23%	40%	17%	33%	-5%	6%
ENKAI	-7%	3%	-19%	2%	80%	14%
EREGL	-5%	12%	-14%	-32%	14%	37%
FROTO	20%	13%	6%	1%	9%	0%
KOZAL	-14%	1%	-17%	2%	12%	17%
KRDMD	-4%	22%	-19%	4%	17%	15%
LOGO	0%	0%	0%	0%	0%	0%
MAVI	0%	0%	0%	2%	0%	-3%
MGROS	11%	15%	23%	25%	124%	109%
OTKAR	0%	0%	0%	0%	0%	0%
PETKM	6%	4%	-12%	-15%	45%	33%
PGSUS	20%	26%	40%	40%	197%	83%
SOKM	11%	14%	1%	4%	74%	26%
TAVHL	19%	26%	27%	6%	120%	29%
TCELL	-1%	11%	2%	10%	-3%	10%
THYAO	6%	16%	31%	28%	81%	50%
TOASO	8%	6%	6%	5%	11%	6%
TTKOM	0%	11%	0%	3%	2%	-4%
TUPRS	-5%	14%	1%	7%	5%	-4%
ULKER	20%	36%	20%	37%	a.d.	97%

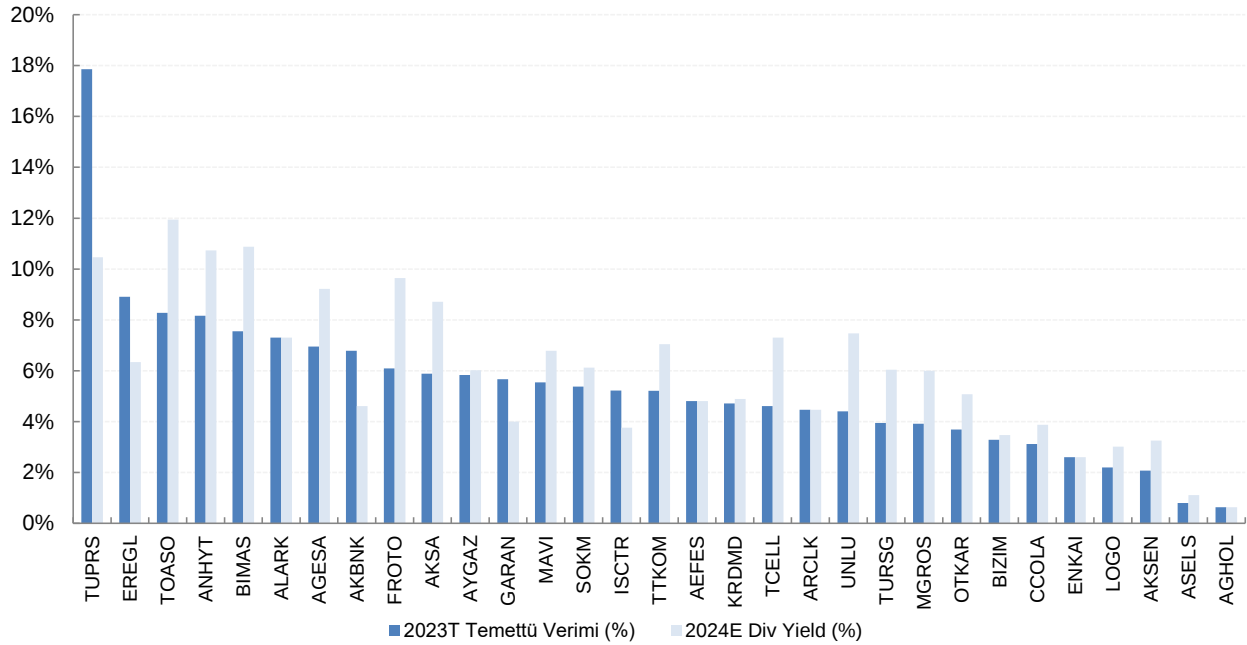
İnceleme Kapsamımızdaki Büyüme Oranları

	Net Satışlar			FAVÖK			Net Kar		
	2022T	2023T	2024T	2022T	2023T	2024T	2022T	2023T	2024T
Banka							373%	-31%	30%
Sigorta							11%	91%	32%
Yatırım							188%	46%	50%
Sanayii	136%	47%	31%	101%	36%	33%	138%	23%	46%
AKBNK							381%	-32%	13%
GARAN							340%	-29%	35%
HALKB							a.d.	-44%	12%
ISCTR							319%	-28%	40%
VAKBN							449%	-43%	51%
ALBRK							a.d.	-21%	7%
TSKB							269%	15%	11%
AKGRT							a.d.	a.d.	37%
ANHYT							54%	31%	23%
AGESA							91%	33%	20%
TURSG							-9%	53%	47%
UNLU							188%	46%	50%
AEFES	128%	61%	29%	165%	55%	33%	233%	85%	42%
AGHOL	108%	56%	31%	134%	53%	40%	175%	68%	83%
AKSA	116%	34%	24%	156%	39%	22%	146%	35%	48%
AKSEN	262%	54%	11%	187%	54%	21%	196%	57%	10%
ALARK	183%	61%	20%	a.d.	52%	20%	a.d.	-1%	10%
ARCLK	96%	53%	29%	72%	83%	33%	-12%	97%	105%
ASELS	67%	49%	44%	42%	48%	44%	33%	54%	14%
AYGAZ	111%	49%	22%	-1%	232%	20%	415%	3%	7%
BIMAS	109%	61%	40%	76%	56%	43%	137%	53%	43%
BIZIM	86%	43%	33%	82%	21%	29%	42%	6%	29%
CCOLA	142%	69%	33%	118%	71%	36%	80%	86%	59%
ENKAI	130%	38%	26%	103%	35%	31%	-66%	a.d.	30%
EREGL	95%	32%	20%	10%	-20%	45%	8%	-29%	53%
FROTO	133%	73%	44%	68%	79%	57%	64%	58%	63%
KOZAL	68%	81%	56%	69%	95%	65%	37%	74%	83%
KRDMD	80%	64%	22%	-12%	20%	43%	-12%	4%	75%
LOGO	97%	58%	48%	84%	59%	51%	74%	37%	44%
MAVI	126%	49%	26%	142%	40%	29%	262%	41%	26%
MGROS	101%	55%	38%	113%	50%	39%	405%	53%	34%
OTKAR	79%	78%	43%	33%	134%	55%	26%	126%	48%
PETKM	88%	37%	44%	-28%	67%	75%	10%	-43%	140%
PGSUS	297%	69%	32%	a.d.	68%	34%	a.d.	104%	79%
SOKM	107%	58%	39%	79%	50%	43%	a.d.	14%	39%
TAVHL	239%	69%	34%	270%	61%	38%	351%	27%	48%
TCELL	47%	55%	27%	40%	56%	29%	36%	58%	56%
THYAO	219%	60%	37%	170%	42%	43%	442%	14%	54%
TOASO	107%	20%	53%	69%	20%	39%	141%	16%	44%
TTKOM	36%	42%	22%	16%	33%	28%	1%	35%	65%
TUPRS	221%	20%	18%	334%	-23%	-31%	a.d.	-41%	-10%
ULKER	114%	47%	24%	114%	47%	25%	a.d.	a.d.	a.d.

YKY Temettü Tahminleri

Temettü Verimi	2023T Temettü Verimi (%)	2024T Temettü Verimi (%)
TUPRS	17.9%	10.5%
EREGL	8.9%	6.3%
TOASO	8.3%	11.9%
ANHYT	8.2%	10.7%
BIMAS	7.5%	10.9%
ALARK	7.3%	7.3%
AGESA	6.9%	9.2%
AKBNK	6.8%	4.6%
FROTO	6.1%	9.6%
AKSA	5.9%	8.7%
AYGAZ	5.8%	6.0%
GARAN	5.7%	4.0%
MAVI	5.5%	6.8%
SOKM	5.4%	6.1%
ISCTR	5.2%	3.8%
TTKOM	5.2%	7.0%

Temettü Verimi	2023T Temettü Verimi (%)	2024T Temettü Verimi (%)
AEFES	4.8%	4.8%
KRDMD	4.7%	4.9%
TCELL	4.6%	7.3%
ARCLK	4.5%	4.5%
UNLU	4.4%	7.5%
TURSG	3.9%	6.0%
MGROS	3.9%	6.0%
OTKAR	3.7%	5.1%
BIZIM	3.3%	3.5%
CCOLA	3.1%	3.9%
ENKAI	2.6%	2.6%
LOGO	2.2%	3.0%
AKSEN	2.1%	3.2%
ASELS	0.8%	1.1%
AGHOL	0.6%	0.6%



TL'deki Değer Kaybının Olası Etkileri

Şirket	Ticker	Operasyonel Etki (*)	Operasyonel Olmayan Etki (*)	Net Kar Değişim	COE 1 Puan Düşerse Hedef Fiyat Değişim	Analist Yorumu
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	↑	↓	↑	9%	Yurt dışı faaliyetleri operasyonel olarak TL'deki değer kaybından faydalanan bilançodaki kısa pozisyon nedeniyle net kar bir miktar olumsuz etkileniyor. Nette ise TL'nin zayıflığı hafif olumlu olarak yansıyor.
Akbank	AKBNK	↓	↓	↓	8%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif. Ticari/kur sonuçları ise hedge amaçlı tutulan uzun döviz pozisyonları sayesinde pozitif.
Aksa	AKSA	↑	→	↑	6%	Gelirlerin neredeyse tamamı ve maliyetlerin %85'i dolar bazında olduğundan, TL'nin USD karşısında değer kaybetmesinden karlılığı ve operasyonel marjları olumlu etkileniyor.
Aksa Enerji	AKSEN	↑	↑	↑	4%	Kuzey Kıbrıs, Özbekistan ve Afrika operasyonları nedeniyle Şirket'in VAFÖK'ünün yaklaşık %60'ini yabancı para oluşturmaktadır. Bundan dolayı operasyonel açıdan zayıf TL'den faydalanmaktadır.
Aksigorta	AKGRT	↓	↑	→	10%	Uzun döviz pozisyonu olmakla birlikte motor branşları için operasyonel olarak negatif
Alarko Holding	ALARK	↑	↑	↑	6%	2022 yılıyla birlikte kombine düzeyde elektrik üretim varlıklarındaki döviz açık pozisyonu hemen hemen sıfırlanan şirketin konsolide düzeyde döviz uzun pozisyonu bulunmaktadır. Dolayısıyla kurdaki artışlardan net karı ölçülü düzeyde olumlu etkilenmektedir.
Albaraka Türk Katılım Bankası	ALBRK	↓	↓	↓	9%	Aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
Anadolu Hayat Emek.	ANHYT	→	↑	↑	8%	Net uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır
Arçelik	ARCLK	↑	→	↑	7%	Yurt dışı satışların payının bu yıl %75'in üzerine çıkmasını bekliyoruz. İhracatın artan ağırlığıyla birlikte şirket TL'deki değer kaybından daha fazla olumlu etkilenecektir.
Aselsan	ASELS	↑	↑	↑	8%	Hem bilançoda taşınan 12,6 milyar TL döviz uzun pozisyonu hem de faaliyetlerinin ağırlıklı döviz bazlı olması sayesinde şirket TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor.
Agesa Hayat Emeklilik	AGESA	→	↑	↑	7%	Uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır
Aygaz	AYGAZ	↑	↑	↑	3%	Şirket'in satışları USD bazlıdır, bundan dolayı zayıf TL'den faydalanan şirketler arasındadır.
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	↑	→	↑	9%	Bim'in doğrudan kur riski, yurtdışı operasyonlarının sonuçlarının TL'ye çevrim aşamasında ve elindeki uzun döviz pozisyonun değerlendirilmesi aşamasında doğmaktadır. Toplam etki ihmal edilebilir boyuttadır.
Bizim Tопtan Satış Mağazası	BIZIM	→	→	→	6%	Bizim Tопtan herhangi manalı ve doğrudan bir kur riski taşımamaktadır.
Coca Cola İçecek	CCOLA	↑	→	↑	8%	Bilançodaki pozisyonu nedeniyle TL'deki değer kaybından hafif olumlu etkilense de yurt dışı operasyonlarının giderek artan payı sayesinde şirket nette TL'deki değer kaybından olumlu etkilenenler arasında yer alıyor.
Enka İnşaat	ENKAI	↑	↑	↑	4%	Hem 5,0 milyar dolar net nakit pozisyonu hem de faaliyetlerinin yabancı para cinsinden olması sayesinde şirket TL'deki değer kaybına karşı çok iyi bir koruma sağlıyor.
Ereğli Demir Çelik	EREGL	↑	↑	↑	8%	Fonksiyonel para cinsi USD'dir. Gelirlerinin 100% yabancı para cinsinden olmasına rağmen maliyetlerin yaklaşık %75'i USD bazlı ve gerisi TL cinsindendir.
Ford Otosan	FROTO	↑	↓	↑	6%	İhracatın %80'i aşan payı sayesinde zayıf TL'den olumlu etkileniyor.
Garanti Bankası	GARAN	↓	↓	↓	8%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif. Ticari/kur sonuçları ise hedge amaçlı tutulan uzun döviz pozisyonları sayesinde pozitif.
Halk Bankası	HALKB	↓	↓	↓	9%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
İş Bankası (C)	ISCTR	↓	↓	↓	7%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif

Kaynak: YKY Araştırma (*) Tüm hesaplamalarımız kendi varsayımlarımız altında ve tek bir değışikene bağılı olarak hesaplanmıştır ve gerçekleşecek değışiklerden farklılık gösterebilir

TL'deki Değer Kaybının Olası Etkileri

Şirket	Ticker	Operasyonel Etki (*)	Operasyonel Olmayan Etki (*)	Net Kar Değişim	COE 1 Puan Düşerse Hedef Fiyat Değişim	Analist Yorumu
Koza Altın İşletmeleri	KOZAL	↑	↑	↑	4%	Satışlarının tümünün dolar bazlı olması sayesinde TL'deki değer kaybından olumlu etileniyor.
Kardemir (D)	KRDMD	↑	↓	↑	4%	Satış fiyatları TL cinsinden açıklansa da USD ve AVRO ile ilişkilendirilmiştir. Bundan dolayı Şirket'in operasyonel marjı olumlu etkilenmektedir. Diğer taraftan Şirket'in az da açık döviz pozisyonu bulunmaktadır.
Logo Yazılım	LOGO	↑	→	↑	9%	Romanya faaliyetleri sayesinde TL'deki değer kaybından operasyonel olarak hafif olumlu etkileniyor.
Mavi Giyim	MAVI	↓	→	↓	13%	Mavi'nin YP cinsinden maliyetleri, döviz gelirlerinden daha yüksek olduğundan, zayıf TL'nin şirket marjlarına sınırlı da olsa olumsuz yansımaları bekleriz. Şirket, bilançosunda 26 milyon TL karşılığı döviz kısa pozisyonu taşımaktadır.
Migros	MGROS	→	↑	↑	6%	Migros'un geçmiş yıllarda yoğun oranda taşıdığı EUR-açık pozisyonu ortadan kalktığı gibi, şirket şu an döviz uzun pozisyonundadır ancak 300 milyon TL uzun pozisyon Migros ölçeğinde ihmal edilebilir
Otokar	OTKAR	↑	→	↑	7%	İhracatın yüksek payı sayesinde TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor.
Petkim	PETKM	↑	→	↑	6%	Satış fiyatları TL cinsinden verilmesine rağmen USD ve AVRO ile ilişkilendirilmiştir. Zayıf TL Şirket'in operasyonel nakitini olumlu etkilemektedir.
Pegasus Hava Taşımacılığı	PGSUS	↓	↑	↓	18%	PEGASUS'un fonksiyonel para birimi EUR'dur ve finansallar açısından UER/USD'nin seviyesi daha belirleyicidir. Bununla birlikte, şirketin TL'deki zayıflıktan operasyonel tarafa olumsuz etkilenmesini bekleriz
Şok Marketler Ticaret	SOKM	→	→	→	8%	SOK, hem gelir tablosunda hem bilançosunda ihmal edilebilir boyutta kur riski taşımaktadır.
Tav Havalimanları	TAVHL	↑	↑	↑	12%	Operasyonel tarafta TL kısa pozisyonda olan TAV bilançosunda sınırlı miktarda TL uzun pozisyonundadır. Kur değişimlerinin etkisi ağır olan yolcu kırımına göre değişebilecektir. Bununla birlikte zayıf TL, işin sonunda TAV'ın lehinedir.
Turkcell	TCELL	↑	↑	↑	4%	Yurtdışındaki operasyonları nedeniyle kurdaki değişim bir miktar etki etse de konsolide düzeyde bu etki oldukça minimaldir.
Türk Hava Yolları	THYAO	↑	↑	↑	15%	Şirketin fonksiyonel para birimi USD'dir. Zayıf TL, THY'nin operasyonel kar marjlarına olumlu yansımaktadır çünkü TL giderler içerisinde, gelirler içerisindeki payından yüksek paya sahip. Bununla birlikte, bilançoda TL uzun pozisyonda olan şirketin bu yüzden kaydedeceği değerleme farkı zararları, operasyonel taraftaki katkıyı ortadan kaldırmayacaktır.
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	↑	↓	↑	6%	İhracatın %60'ı aşan payı sayesinde TL'deki değer kaybından özellikle operasyonel bacadan olumlu etkileniyor.
T.S.K.B.	TSKB	→	↑	→	8%	Net faiz gelirleri için pozitif, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
Türk Telekom	TTKOM	→	↑	→	3%	Şirket'in yaptığı korumalar nedeniyle finansallarında sınırlı etki olurken, operasyonlarında kur etkisi yoktur.
Tüpraş	TUPRS	↑	↓	→	3%	Zayıf TL şirketin gelirlerinin tamamı USD olmasından dolayı operasyonel karlılığı olumlu etkilese de Şirket'in döviz açık pozisyonu nedeniyle net karı olumsuz etkilemektedir. Net-net ise etkisi yoktur.
Türkiye Sigorta	TURSG	↓	↑	→	9%	Uzun döviz pozisyonu olmakla birlikte motor branşları için operasyonel olarak negatif
Ülker	ULKER	→	↓	↓	8%	Döviz açık pozisyonu nedeniyle TL'deki değer kayıplarına karşı kırılgan durumdur.
Ünlü Yatırım Holding	UNLU	→	↑	→	11%	Uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	↓	↓	↓	9%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif

Kaynak: YKY Araştırma (*) Tüm hesaplamalarımız kendi varsayımlarımız altında ve tek bir değişkene bağlı olarak hesaplanmıştır ve gerçekleştirecek değerlerden farklılık gösterebilir

Zorlu 2023 görünümü & iskontolu çarpanlar

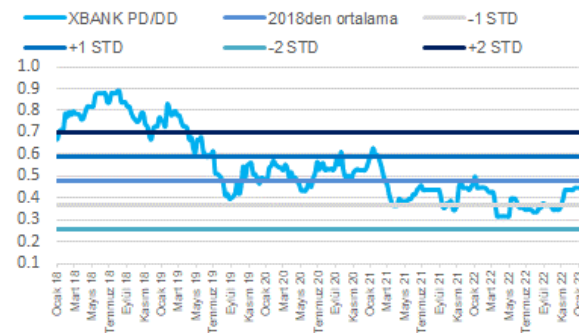
TÜFE'nin 2023 sonunda yaklaşık %45 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Merkez Bankası politika faiz oranının yılın ilk yarısında %9 seviyesinde yatay kalmasını bekliyoruz. Son düzenlemeler sonrasında ticari kredi faizlerinin %13-20 bandında olmasını, TL mevduat faizlerinin ise yaklaşık %25-30'lar bandında gelişmesini tahmin ediyoruz. Bu seviyeler 2023'te kredi-mevduat makasları açısından bankalar için baskıya neden olacaktır. Ayrıca TÜFE'ye endeksli tahvil portföylerinden bankaların yatay/daha düşük katkı elde etmelerini bekliyoruz.

2022'de bankacılık sektörünün toplam kredi büyümesi %55 seviyesinde gerçekleşti. TL krediler yıllık %80 artış gösterirken yabancı para krediler ise \$ bazında %17 düşüş gösterdi. TL ticari krediler yıllık %90 artış gösterirken, kredi kartları yıllık %110 artış, tüketici kredileri ise yıllık %45 artış gösterdi. 2023'te toplam kredi büyümesinin kur etkisi hariç %25 olmasını varsayıyoruz (2022: %39). Kredi büyümesinin yılın ilk yarısında daha güçlü gelişmesini, yılın ikinci yarısında ise yavaşlamasını öngörüyoruz. Kredi-mevduat makaslarında düşüş tahmin ediyoruz fakat son düzenlemeler sonrasında bankaların kredi durasyonları da geçmiş dönemlere göre belirgin azaldı. Bu sayede 4Ç23/1Ç24'ten itibaren bankaların kredi-mevduat makaslarında toparlanma bekliyoruz. Bankaların faaliyet giderleri ve komisyon gelirlerinin 2023'te yaklaşık %50 artış kaydetmesini tahmin ediyoruz.

Bankalar için diğer önemli bir konu ise aktif kalitesidir. Aktif kalitesinde belirsizlikler olmasına rağmen son yıllarda ihtiyatlı karşılık ayrılması sayesinde bankaların güçlü rezervleri var. Son yıllarda bankalar kredi portföylerinin karşılık oranlarını belirgin olarak yükseltirlerken bazı bankalar ayrıca serbest karşılık ayırdılar. Yılın ikinci yarısında takipteki kredilerde bir miktar artış bekliyoruz fakat halihazırda oldukça yüksek ayrılan karşılıklar sayesinde bu durumun karlılıkları baskılamasını öngörüyoruz.

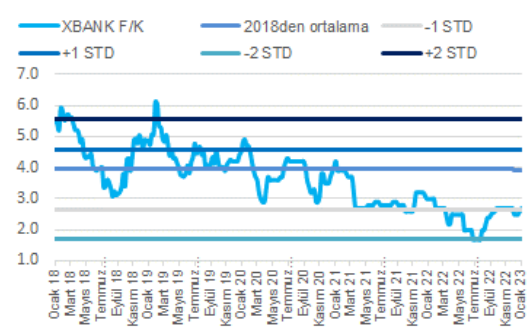
Bu raporda tahminlerimizde bazı revizyonlara gittik. 2023'de 5 büyük bankanın net karının yaklaşık %30 düşüş göstermesini bekliyoruz (2022T: %345 kar artışı). Özel bankalarda yaklaşık %30 kar düşüşü beklerken (TSKB hariç), kamu bankalarında yaklaşık %40 kar düşüşü tahmin ediyoruz. 2023 tahminlerimize göre takibimizdeki 3 büyük özel banka 0.5x PD/DD ve 2.4x F/K ile işlem görmektedir ve ortalama özkaynak karlılığını %24 seviyesinde tahmin ediyoruz. **Tercih ettiğimiz ve AL tavsiyemiz olan bankalar Garanti, Akbank, TSKB ve İş Bankası** olmaya devam ediyor. Bloomberg piyasa tahminlerine göre XBANK'ın 12-ay ileri dönük PD/DD ve F/K oranları sırasıyla 0.5x ve 2.4x seviyesindedir ve bu oranlar gelişmekte olan ülke bankalarına göre %65 iskontoya denk gelmektedir. İskonto Mayıs 2017'de %20'ye geriledikten sonra Ağustos 2018 ve Mart 2020'de %55-60 seviyelerine yükselmiştir. Son 3 yıllık ortalama iskonto yaklaşık %60 seviyesindedir.

Grafik 1: XBANK 12-ay ileri dönük PD/DD



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2: XBANK 12-ay ileri dönük F/K



Kaynak: Bloomberg

Grafik 3: TL Kredi & Mevduat Faizleri



Kaynak: Merkez Bankası

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



Kaynak: Merkez Bankası

AKBNK, GARAN, ISCTR ve TSKB için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. AKBNK ve TSKB'yi Model Portföy'ümüzde tutmaya devam ediyoruz. Bankaların geçmiş yıllara göre 2023'teki en önemli avantajları:

- Kredi durasyonlarının bir-iki çeyrek gibi düşük seviyelere gerilemiş olması (2018-2020 döneminde üç-dört çeyrek seviyesindeydi) ve bu sayede marjlarda toparlanmanın geçmiş yıllara göre daha hızlı olması beklentimiz
- Kredi kartı ve bazı TL ticari kredi faizleri Merkez Bankası politika faizine bağlı olması
- Bankaların son düzenlemeler sonrasında ticari kredilerde değişken faizli kredilere yönelmeleri

Son Düzenlemeler

Tarih	Düzenleme	Detay
Aralık 2021	Kur korumalı mevduat	Politika faizi + 300bp faiz uygulanmaktadır
Haziran 2022	Selektif TL kredi büyümesinde bazı büyüme sınırlamaları	Eğer bazı TL kredi türlerinde (işletme sermayesi, O/N vs) aylık %3'ün üzerinde büyüme kaydedilirse, sabit faizli TL tahvil alım yükümlülüğü
Ağustos 2022	Selektif TL kredilerde faiz sınırlamaları	Eğer bazı TL kredi türlerinde (işletme sermayesi, O/N vs) faiz oranı %14'ün üzerine çıkarsa %20 sabit faizli TL tahvil alım yükümlülüğü, eğer faiz %18'in üzerine çıkarsa %90 sabit faizli TL tahvil alım yükümlülüğü
Ekim 2022	TL mevduatının toplam mevduatta payı,	Eğer %50-%60 arasıdaysa banka YP mevduat bakiyesi üzerinden %3 MB'ye komisyon ödeyecek, %50'nin altındaysa %8 komisyon, %60'ın üzerinde %0 komisyon
Kasım 2022	Kredi kartı faiz oranı	Kredi kartı faiz oranları MB'nin açıkladığı politika faizi ve ilgili referans faizine oranlı
Aralık 2022	TL mevduatının toplam mevduatta payı,	Eğer %50-%60 arasıdaysa banka %5 TL tahvil alım yükümlülüğü, eğer %50'nin altındaysa TL tahvil alım yükümlülüğü yok
Ocak 2023	TÜFE'ye endeksli tahvillerin iskonto oranı %60 a düşürüldü (eski oran %70)	Bankalar TÜFE'ye endeksli tahvilleri MB'den kaynak kullanırken teminat olarak göstermektedir. İskonto oranının artması teminatı düşürücü etkiye neden olmaktadır
Ocak 2023	Revize TL mevduatının toplam mevduatta payı,	Eğer %50-%60 arasıdaysa banka %12 TL tahvil alım yükümlülüğü, eğer %50'nin altındaysa %17 TL tahvil alım yükümlülüğü, eğer %60-%70 ise %5 TL tahvil alım yükümlülüğü, eğer %70'in üzerindeyse %3 TL tahvil alım yükümlülüğü

YKY Bankacılık Tahminleri

Sadece Banka Finansallar (milyon TL)	AKBNK	GARAN	ISCTR	HALKB	VAKBN	TSKB	ALBRK	5 Büyük Banka Ort.	3 Özel Büyük Banka Ort.
Hisse Fiyatı	16.55	24.16	10.80	10.80	9.67	3.80	2.85		
Hedef Fiyat	28.00	38.00	17.00	13.50	12.50	6.20	2.50		
Potansiyel	69%	57%	57%	25%	29%	63%	-12%		
Tavsiye	AL	AL	AL	TUT	TUT	AL	Endeks altı getiri		
Net Kâr									
2021	12,126	13,073	13,468	1,508	4,175	1,089	104		
2022T	58,381	57,478	56,365	15,067	22,911	4,022	1,137		
2023T	39,654	40,629	40,593	8,398	13,100	4,638	903		
YKY vs Piyasa Net Kâr Beklentisi									
2023T	-11%	-15%	-10%	-39%	-36%	19%	0%		
YKY Yıllık Net Kâr Büyümesi									
2021	93%	110%	98%	-42%	-17%	49%	-59%	65%	100%
2022T	381%	340%	319%	899%	449%	269%	989%	374%	345%
2023T	-32%	-29%	-28%	-44%	-43%	15%	-21%	-32%	-30%
F/K (x)									
2021	7.1	7.8	8.0	35.6	16.5	9.8	68.2	15.0	7.6
2022T	1.5	1.8	1.9	3.6	3.0	2.6	6.3	2.3	1.7
2023T	2.2	2.5	2.7	6.4	5.2	2.3	7.9	3.8	2.4
PD/DD (x)									
2021	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5	1.24	1.22
2022T	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	0.9	0.66	0.64
2023T	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.56	0.52
Temettü Verimi									
2020	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%
2021	0.7%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.4%	0.7%
2022T	1.4%	1.3%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.3%
2023T	6.8%	5.7%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	5.9%
Sermaye Kârlılığı									
2018	13.5%	15.1%	14.6%	9.3%	16.1%	16.0%	4.7%	13.7%	14.4%
2019	11.0%	12.3%	11.2%	5.6%	9.1%	13.5%	1.8%	9.8%	11.5%
2020	10.7%	10.8%	10.8%	6.9%	12.6%	12.5%	6.5%	10.3%	10.7%
2021	17.5%	18.4%	17.4%	3.5%	8.5%	16.7%	2.4%	13.1%	17.8%
2022T	52.5%	49.9%	44.8%	24.1%	30.5%	44.8%	18.5%	40.4%	49.1%
2023T	24.3%	24.2%	22.2%	9.8%	12.5%	34.8%	11.1%	18.6%	23.6%

AKBANK

Güçlü özkaynak karlılığı & cazip çarpanlar

Akbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 28TL olarak yukarı yönlü revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 23.8TL). Hedef fiyatımızı arttırmamızda beklentilerimizden daha olumlu gelişen operasyonel sonuçlar etken oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %69 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Akbank güncel 2023 tahminlerimize göre 0.5x PD/DD ve 2.2x F/K oranları ile işlem görmektedir.

- Güçlü sermaye oranları:** Akbank'ın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %20.6 ve %15.7 seviyesinde ve bu seviyeler rakiplerinin oldukça üzerinde. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var. Banka için 2022 net karından yaklaşık %7 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- İhtiyatlı karşılık ayrılması sayesinde güçlü rezervler:** Banka 2022'de takipteki krediler toplam karşılık oranını %118 seviyesine yükseltti. Ayrıca toplam serbest karşılık stoğu 1.4 milyar'a ulaştı.
- TÜFE'ye endekli tahvil portföyünden 2023'te daha sınırlı katkı:** Akbank, bankalar arasında en yüksek TÜFE'ye endekli tahvile sahip bankalardan biri (toplam varlıkların yaklaşık %10'u). 2023'te TÜFE'de beklediğimiz düşüş nedeniyle TÜFE'ye endekli tahvil portföyünden daha sınırlı katkı öngörüyoruz.
- Çarpanlar cazip:** Akbank güncel 2023 tahminlerimize göre 0.5x PD/DD ve 2.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığının 2023'te %24 olmasını tahmin ediyoruz (2022T: %52). %27 özkaynak maliyeti varsayımımıza göre bankanın PD/DD çarpanının 0.8x/0.9x seviyesinde makul olarak değerlendiriyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklentiden fazla yavaşlama, ii) enflasyon muhasebesi iii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	12,126	93%	58,381	381%	39,654	-32%	44,693	13%
Özsermaye	75,955	21%	146,356	93%	180,172	23%	220,900	23%
F/K (x)	2.5		1.5		2.2		1.9	
F/DD (x)	0.4		0.6		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	2.33		11.23		7.63		8.59	
Temettü Verimi (*)	2.5%		3.2%		6.8%		4.6%	
Sermaye Karlılığı	17.5%		52.5%		24.3%		22.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL28.00

Potansiyel Getiri

69%

Fiyat Bilgileri

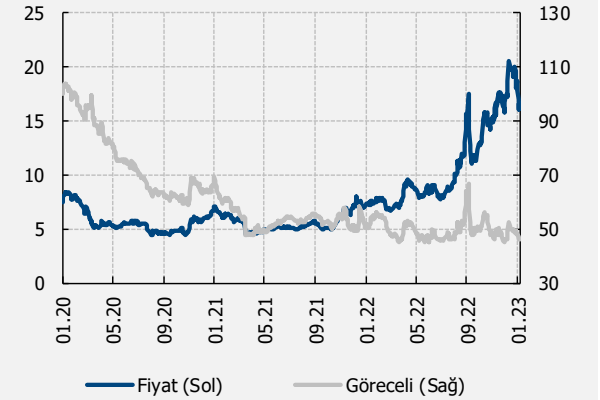
Kodu	AKBNK.TI / AKBNK.IS
Kapanış Fiyatı	TL16.55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	86,060 / 4,588
Hisse Sayısı (mn)	5200
Saklama Oranı	52%

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-5%	0%
3 Aylık	27%	-9%
1 Yıllık	126%	-9%
Sene başından itibaren	-15%	-6%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Akbank - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)

K/Z Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net faiz geliri	19,531	22,835	76,080	63,567	76,531
Net türev ve kur kar/zararı	-1,022	5,788	13,412	-891	-8,274
Türev& Kur arındırılmış net faiz geliri	18,509	28,623	89,492	62,675	68,258
Ticari gelir	403	661	1,530	887	0
Komisyon geliri	3,866	5,233	9,776	16,189	24,054
Diğer gelirler	1,373	2,244	3,531	4,986	5,606
Toplam gelirler	24,151	36,761	104,330	84,736	97,918
Faaliyet Giderleri	7,687	9,326	18,435	27,963	37,854
Karşılık öncesi gelirler	16,464	27,435	85,895	56,773	60,063
Karşılık gideri	9,480	12,931	11,530	9,058	7,950
Özel karşılıklar	4,556	3,933	2,892	7,558	5,750
Genel Karşılıklar	2,305	1,207	3,736	500	1,000
Diğer Karşılıklar	2,619	7,791	4,902	1,000	1,200
Faaliyet Geliri	6,984	14,503	74,365	47,715	52,113
İştirakler gelirleri	961	1,563	3,126	5,157	7,478
Vergi Öncesi gelir	7,945	16,066	77,490	52,872	59,591
Vergi gideri	1,678	3,940	19,109	13,218	14,898
Net Kar	6,267	12,126	58,381	39,654	44,693

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	446,101	708,911	1,099,574	1,455,495	1,996,286
Nakit ve Benzeri Değerler	62,851	143,362	203,044	268,768	368,629
Krediler	236,790	334,733	538,326	733,343	988,894
Takipteki Krediler	17,313	17,769	16,130	18,872	17,570
Menkul Kıymetler	103,989	153,074	244,921	257,167	288,027
Mevduatlar	268,570	413,261	667,062	848,713	1,066,670
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	19,158	29,542	29,542	33,088	37,058
Özkaynaklar	62,919	75,955	146,356	180,172	220,900

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	10.7%	17.5%	52.5%	24.3%	22.3%
Aktif karlılığı	1.6%	2.1%	6.5%	3.1%	2.6%
Faaliyet gideri artışı	17%	21%	98%	52%	35%
Net kar artışı	16%	93%	381%	-32%	13%
Net faiz marjı (swap dahil)	4.2%	3.3%	8.6%	4.9%	4.5%
Takipteki Krediler Oranı	6.8%	5.0%	2.9%	2.5%	1.8%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.5%	1.1%	0.9%	0.7%	0.3%
Gider/Gelir oranı	31%	24%	17%	31%	36%
Kredi büyümesi	25%	42%	61%	34%	35%
Mevduat büyümesi	20%	54%	61%	27%	26%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

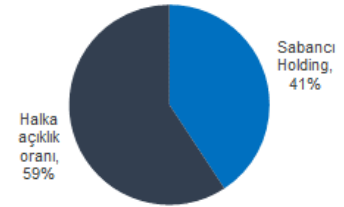
Şirket Tanımı

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

Katalizörler: i) Ekonomik büyümeyi ivme kazanması aktif kalitesini destekleyecektir

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

Ortaklık Yapısı



ALBARAKA

Değerleme tavsiye değişikliği gerektirmemekte

Albaraka için 12 aylık hedef fiyatımızı 2.5TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 1.8TL) ve Endeks Altı Getiri tavsiyemizi koruyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız güncel fiyata göre %12 aşağıdadır. Albaraka güncel 2023 tahminlerimize göre 0.8x PD/DD ve 7.9x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın sermaye karlılığının 2022'de %18 seviyesinden 2023'de %11 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2023 tahmini çarpanlarını bu özkaynak karlılığı beklentimiz ışığında bir miktar pahalı olarak değerlendiriyoruz.

- Aktif kalitesi için tamponlar güçlendirildi:** Banka özellikle 2022 yılında kredi portföyünün karşılık oranlarını ihtiyatlılık doğrultusunda belirgin olarak yükseltti. Toplam karşılık %166'ya yükselirken buna ek olarak toplam serbest karşılık stoğu 800 milyon TL'ye ulaştı. 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %11.4 seviyesindedir.
- 2Ç22'deki bedelli sermaye artırımını sermaye oranlarını sınırlı destekledi:** Sermaye yeterliliği ve çekirdek sermaye oranları (BDDK esneklikleri dahil) sırasıyla %17.1 ve %10.4 seviyesindedir.
- 2023'de özkaynak karlılığında düşüş bekliyoruz:** Albaraka'nın 2023'de karlılığının diğer mevduat bankalarındaki gibi düşüş göstermesini tahmin ediyoruz. Sonuç olarak Albaraka'nın sermaye karlılığını 2023'de yaklaşık %11 olarak tahmin ediyoruz (2022T: %18).
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir, ii) Enflasyon muhasebesi, iii) Düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	104	-59%	1,137	a.d.	903	-21%	964	7%
Özsermaye	4,627	14%	7,697	66%	8,600	12%	9,564	11%
F/K (x)	23.0		6.3		7.9		7.4	
F/DD (x)	0.5		0.9		0.8		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	0.08		0.45		0.36		0.39	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	2.4%		18.5%		11.1%		10.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

ENDEKS ALTI GETİRİ

Hedef Fiyat	TL2.50
Potansiyel Getiri	-12%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ALBRK.TI / ALBRK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL2.85
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	7,125 / 380
Hisse Sayısı (mn)	2500
Saklama Oranı	38%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	499.52 / 26.83

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

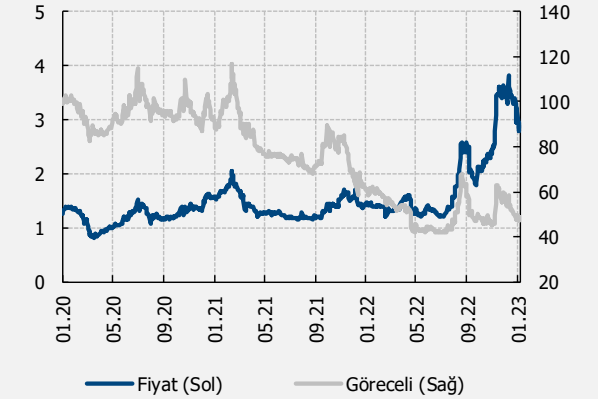
1 Aylık	3.83 / 2.79
1 Yıllık	3.83 / 1.20
Sene başından itibaren	3.39 / 2.79

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-17%	-13%
3 Aylık	40%	-1%
1 Yıllık	100%	-19%
Sene başından itibaren	-15%	-6%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

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

ALBRK - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net faiz geliri	1,706	1,693	4,248	3,399	3,636
Net türev ve kur kar/zararı	192	209	1,163	357	557
Komisyon geliri	1,898	1,903	5,411	3,755	4,192
Ticari gelir	75	-73	1,272	0	0
Temettü geliri	234	406	760	1,254	1,794
Diğer gelirler	562	1,143	1,461	1,858	2,245
Toplam gelirler	2,768	3,378	8,903	6,868	8,231
Faaliyet Giderleri	1,259	1,462	2,130	3,214	4,290
Karşılık öncesi gelirler	1,509	1,916	6,773	3,654	3,940
Karşılık gideri	1,186	1,835	5,070	2,449	2,655
Özel karşılıklar	697	1,275	2,599	2,249	2,455
Genel Karşılıklar	425	301	1,382	0	0
Diğer Karşılıklar	63	260	1,089	200	200
Faaliyet Geliri	324	81	1,703	1,204	1,285
İştirakler gelirleri	0	1	0	0	0
Vergi Öncesi gelir	324	81	1,703	1,204	1,285
Vergi gideri	69	-23	566	301	321
Net Kar	255	104	1,137	903	964

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	69,316	108,955	146,133	181,301	208,354
Nakit ve Benzeri Değerler	16,648	31,795	43,637	54,205	62,294
Krediler	40,223	56,116	67,433	85,245	94,745
Takipteki Krediler	2,045	3,783	1,769	2,517	2,486
Menkul Kıymetler	9,792	17,238	29,672	33,233	37,221
Mevduatlar	51,613	91,237	114,426	186,370	222,548
Alınan krediler	7,302	6,259	5,946	6,244	6,556
Özkaynaklar	4,044	4,627	7,697	8,600	9,564

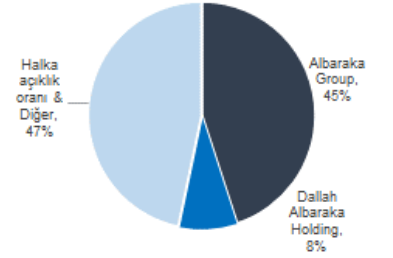
Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	6.5%	2.4%	18.5%	11.1%	10.6%
Aktif karlılığı	0.4%	0.1%	0.9%	0.6%	0.5%
Komisyon geliri büyümesi	-22%	74%	87%	65%	43%
Faaliyet gideri artışı	13%	16%	46%	51%	33%
Net kar artışı	302%	-59%	989%	-21%	7%
Net faiz marjı	2.9%	2.1%	3.4%	2.2%	2.0%
Takipteki Krediler Oranı	4.9%	6.4%	2.5%	2.9%	2.5%
Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.8%	1.2%	4.3%	0.9%	0.6%
Gider/Gelir oranı	45%	43%	24%	47%	52%
Kredi-Mevduat oranı	78%	61%	60%	46%	43%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

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

Ortaklık Yapısı



GARANTİ

Zorlu 2023'e hazır

Garanti için 12 aylık hedef fiyatımızı 38TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 31.6TL). Hedef fiyatımızı arttırmamızda daha yüksek uzun vade özkaynak karlılığı beklentimiz etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %57 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Garanti güncel 2023 tahminlerimize göre 0.5x PD/DD ve 2.5x F/K oranları ile işlem görmektedir.

- 2023'te marjlarda düşüş kaçınılmaz:** Hem kredi faizleri üzerindeki düzenlemeler hem de TÜFE'ye endeksli tahvillerden sınırlı katkı nedeniyle Garanti'nin swap dahil net faiz marjında 2023'de 210 baz puan düşüş bekliyoruz.
- Güçlü sermaye oranları:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %18.3 ve %15.8 seviyelerinde. Bankanın kaldırma oranı da yaklaşık 8x gibi görece düşük bir seviyede.
- Muhafazakar aktif kalitesi yönetimi ve güçlü tamponlar:** Garanti son yıllarda 8 milyar TL serbest karşılık ayırdı ve bu durum oynaklığın arttığı dönemlerde banka için tampon olacaktır. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %193 ve %71 seviyelerinde ve bu oranlar rakiplerine göre daha yüksek düzeyde.
- BBVA'nın gönüllü çağrısı sonrası halka açıklık oranı azaldı:** BBVA'nın Garanti'de payı 86% seviyesine yükselirken (çağrı öncesi %49.8), halka açıklık oranı ise %14 seviyesine geriledi. Bu nedenle banka Mayıs 2022 sonunda MSCI endekslerinden çıkarıldı.
- Yüksek özkaynak karlılığı ve güçlü sermaye oranlarına göre daha yüksek PD/DD çarpanını hak etmektedir:** 2023'de sermaye karlılığının %24 seviyesinde öngörüyoruz (2022T: %50). Bu özkaynak karlılığı seviyesine göre bankanın 0.8x/0.9x PD/DD seviyesine ulaşmasını makul değerlendiriyoruz
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler, iii) Enflasyon muhasebesi.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	13,073	110%	57,478	340%	40,629	-29%	54,752	35%
Özsermaye	78,903	27%	150,169	90%	185,050	23%	235,740	27%
F/K (x)	3.0		1.8		2.5		1.9	
F/DD (x)	0.5		0.7		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	3.11		13.69		9.67		13.04	
Temettü Verimi (*)	2.1%		2.1%		5.7%		4.0%	
Sermaye Karlılığı	18.5%		50.2%		24.2%		26.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL38.00

Potansiyel Getiri

57%

Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
Kapanış Fiyatı	TL24.16
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	101,472 / 5,409
Hisse Sayısı (mn)	4200
Saklama Oranı	14%

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

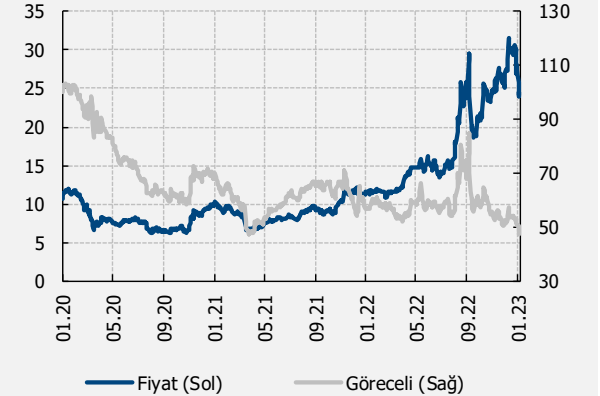
1 Aylık	31.62 / 23.88
1 Yıllık	31.62 / 10.78
Sene başından itibaren	30.62 / 23.88

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-12%	-7%
3 Aylık	14%	-19%
1 Yıllık	108%	-17%
Sene başından itibaren	-20%	-11%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net faiz geliri	23,768	33,640	83,320	80,720	92,507
Net türev ve kur kar/zararı	-444	1,176	4,816	-12,414	-11,966
Ticari gelir	625	2,662	3,656	0	0
Komisyon geliri	5,978	8,501	16,128	27,015	38,368
Diğer gelirler	4,568	8,980	12,886	15,531	17,786
Toplam gelirler	34,495	54,959	120,806	110,851	136,695
Faaliyet Giderleri	10,038	12,673	22,929	34,072	46,472
Karşılık öncesi gelirler	24,458	42,286	97,877	76,779	90,223
Karşılık gideri	17,160	27,019	28,372	31,088	29,517
Özel karşılıklar	4,324	7,210	9,527	25,088	24,517
Genel Karşılıklar	9,071	12,317	15,579	4,000	3,000
Diğer Karşılıklar	3,766	7,492	3,267	2,000	2,000
Faaliyet Geliri	7,297	15,266	69,505	45,691	60,706
İştirakler gelirleri	1,342	2,039	5,300	8,481	12,297
Vergi Öncesi gelir	8,639	17,305	74,805	54,172	73,003
Vergi gideri	2,401	4,232	17,327	13,543	18,251
Net Kar	6,238	13,073	57,478	40,629	54,752

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	492,798	758,880	1,175,576	1,479,129	1,900,104
Nakit ve Benzeri Değerler	69,962	167,274	239,997	299,900	385,249
Krediler	295,638	398,058	628,692	827,890	1,105,214
Takipteki Krediler	14,383	16,071	17,146	23,218	25,251
Menkul Kıymetler	73,208	93,072	176,837	190,984	206,262
Mevduatlar	321,512	513,240	814,187	1,028,219	1,318,336
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	18,991	21,843	17,474	20,096	23,110
Özkaynaklar	62,082	79,981	150,169	185,050	235,740

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	10.8%	18.4%	49.9%	24.2%	26.0%
Aktif karlılığı	1.4%	2.1%	5.9%	3.1%	3.2%
Komisyon geliri büyümesi	-2%	42%	90%	68%	42%
Faaliyet gideri artışı	15%	26%	81%	49%	36%
Net kar artışı	1%	110%	340%	-29%	35%
Net faiz marjı	5.9%	6.4%	9.3%	6.6%	6.1%
Takipteki Krediler Oranı	4.6%	3.8%	2.6%	2.7%	2.2%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	3.3%	3.2%	2.7%	2.0%	1.2%
Gider/Gelir oranı	28%	22%	18%	29%	31%
Kredi büyümesi	29%	36%	58%	31%	33%
Mevduat büyümesi	29%	60%	59%	26%	28%
Kredi-Mevduat oranı	94%	80%	79%	82%	85%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

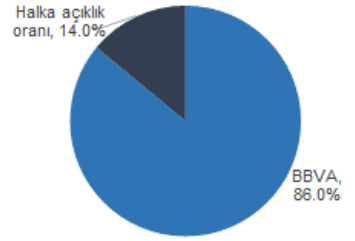
Sirket Tanımı

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

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

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

Ortaklık Yapısı



HALKBANK

Özel bankaların gerisinde özkaynak karlılığı & çekirdek sermaye oranı

Halkbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 13.5TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 10.1TL). 12 aylık hedef fiyatımız %25 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Halkbank güncel 2023 tahminlerimize göre 0.6x PD/DD ve 6.4x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özel bankalara göre daha düşük özkaynak karlılığı nedeniyle çarpanları makul olarak değerlendiriyoruz.

- Marjlarda diğer bankaların gerisinde gelişim:** Bankanın TL fonlamanın toplam fonlama içindeki payının yaklaşık %60 gibi yüksek bir seviyede. Bu nedenle 2023'ün ikinci yarısında marjlarında diğer bankalara göre daha fazla baskı olmasını bekliyoruz.
- Aktif kalitesinde tamponlar 2022'de güçlendirildi:** Olumlu olarak 2022 yılında ihtiyatlılık doğrultusunda ayrılan yüksek karşılıklar sayesinde Halkbank'ın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %221 ve %79 seviyelerine yükseldi. Bankanın serbest karşılığı bulunmamaktadır. 2. evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %7.6 ile rakiplerinin altındadır.
- Sermaye oranları özel bankaların gerisinde:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla BDDK esneklikleri hariç %13.2 ve %9.3 seviyelerinde ve bu seviyeler özel bankaların belirgin gerisinde. Bankanın 2022 net karından temettü ödememesini öngörüyoruz.
- 2023'te özkaynak karlılığının diğer bankaların gerisinde kalmaya devam etmesini tahmin ediyoruz:** Halkbank'ın 2023'de sermaye karlılığının 2022'deki yaklaşık %24 seviyesinden 2023'de %10 seviyesine gerilemesini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklentilerden fazla yavaşlama, ii) Enflasyon muhasebesi, iii) Karlılığı azaltıcı düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	1,508	-42%	15,067	a.d.	8,398	-44%	9,419	12%
Özsermaye	43,500	1%	81,285	87%	89,682	10%	99,101	11%
F/K (x)	7.9		3.6		6.4		5.7	
F/DD (x)	0.3		0.7		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.61		3.03		1.69		1.90	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	3.5%		24.1%		9.8%		10.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT**Hedef Fiyat****TL13.50****Potansiyel Getiri****25%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	HALKB.TI / HALKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL10.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	53,667 / 2,861
Hisse Sayısı (mn)	4969.12073
Saklama Oranı	11%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,580.39 / 84.91

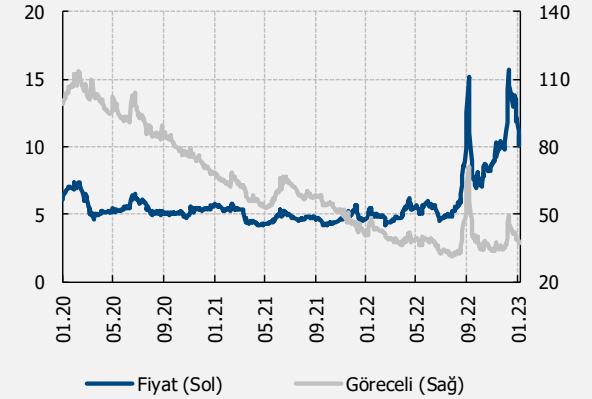
Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	15.66 / 10.14
1 Yıllık	15.66 / 4.23
Sene başından itibaren	13.81 / 10.14

Performans (TL)

Nominal**Göreceli**

1 Aylık	-3%	2%
3 Aylık	52%	8%
1 Yıllık	121%	-11%
Sene başından itibaren	-19%	-10%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vuraloguzhan.vural@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 65**

HALKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
K/Z Tablosu					
Net faiz geliri	18,753	25,160	63,080	51,658	54,716
Net türev ve kur kar/zararı	-5,337	-12,757	-5,849	-11,211	-12,611
Komisyon geliri	13,416	12,403	57,231	40,447	42,105
Ticari gelir	56	38	89	90	75
Temettü geliri	2,615	4,088	8,290	13,735	20,013
Diğer gelirler	1,441	6,267	3,164	5,036	6,694
Toplam gelirler	17,528	22,796	68,774	59,308	68,888
Faaliyet Giderleri	7,961	9,670	17,409	27,095	40,108
Karşılık öncesi gelirler	9,567	13,126	51,366	32,213	28,779
Karşılık gideri	6,848	11,913	31,145	21,704	17,252
Özel karşılıklar	3,580	4,267	6,868	11,876	11,004
Genel Karşılıklar	3,251	7,618	24,039	9,429	5,848
Diğer Karşılıklar	17	28	237	400	400
Faaliyet Geliri	2,719	1,213	20,221	10,509	11,528
İştirakler gelirleri	511	193	382	687	1,031
Vergi Öncesi gelir	3,230	1,406	20,603	11,197	12,559
Vergi gideri	630	-102	5,536	2,799	3,140
Net Kar	2,600	1,508	15,067	8,398	9,419

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	680,026	901,217	1,290,905	1,617,055	2,013,443
Nakit ve Benzeri Değerler	65,622	126,959	149,578	186,889	232,701
Krediler	433,102	517,208	748,635	987,290	1,276,403
Takipteki Krediler	16,918	16,297	20,542	33,752	36,089
Menkul Kıymetler	159,200	223,301	346,112	377,262	411,216
Mevduatlar	457,286	625,904	902,799	1,272,353	1,559,780
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	13,195	6,413	6,926	8,312	9,974
Özkaynaklar	42,931	43,500	81,285	89,682	99,101

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	6.9%	3.5%	24.1%	9.8%	10.0%
Aktif karlılığı	0.5%	0.2%	1.4%	0.6%	0.5%
Komisyon geliri büyümesi	-6%	56%	103%	66%	46%
Faaliyet gideri artışı	27%	21%	80%	56%	48%
Net kar artışı	51%	-42%	899%	-44%	12%
Net faiz marjı	3.4%	3.5%	6.0%	3.7%	3.1%
Takipteki Krediler Oranı	3.8%	3.0%	2.6%	3.3%	2.7%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.6%	1.7%	4.4%	2.0%	1.0%
Gider/Gelir oranı	44%	42%	25%	45%	57%
Kredi-Mevduat oranı	95%	84%	85%	79%	83%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

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

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Enflasyon muhasebesi

Ortaklık Yapısı



İŞBANKASI

Güçlü iştirak katkısı & cazip değerlendirme

İşbankası için 12 aylık hedef fiyatımızı 17TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (eski hedef fiyat 12.9TL). 12 aylık hedef fiyatımız %57 getiri potansiyeline işaret etmektedir. İşbankası güncel 2023 tahminlerimize göre 0.5x 2023 PD/DD ve 2.7x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın 2022'de BIST100'e göre %25 görece daha güçlü hisse performansında özellikle iştiraklerinden artan karlılık katkısı ve güçlenen sermaye oranlarının en temel etkenler olduğunu düşünüyoruz.

- Sermaye yeterlilik oranları son yıllarda oldukça kuvvetlendi:** Bankanın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %19.3 ve %15.3 seviyelerindedir.
- Karşılık oranı ve tamponlar güçlendirildi:** İşbankası'nın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %147 ve %74 seviyelerinde. Bankanın serbest karşılık stoğu da 6.5 milyar TL seviyesine ulaştı.
- İştirak gelirleri karlılığı destekliyor & yüksek net aktif değer iskontosu:** 2023'de bankanın toplam iştirak gelirlerinin yaklaşık 37 milyar TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz (yıllık %70 artış). Bankanın güncel piyasa değerinin net aktif değerine göre iskontosu %57 gibi yüksek bir seviyededir.
- İyileşen özkaynak karlılığına rağmen iskontolu çarpanlar:** Banka için 2023'de yaklaşık %22 özkaynak karlılığı hesaplıyoruz (2022T: %45). Bu sayede PD/DD'nin 0.8x olmasını %27 özkaynak maliyeti varsayımımıza göre makul olarak değerlendiriyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Karlılık üzerinde baskıya neden olabilecek düzenlemeler iii) Enflasyon muhasebesi.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	13,468	98%	56,365	319%	40,593	-28%	57,032	40%
Özsermaye	86,839	28%	165,023	90%	199,978	21%	252,950	26%
F/K (x)	1.9		1.9		2.7		1.9	
F/DD (x)	0.3		0.7		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	2.99		5.64		4.06		5.70	
Temettü Verimi (*)	3.0%		3.5%		5.2%		3.8%	
Sermaye Karlılığı	17.4%		44.8%		22.2%		25.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL17.00

Potansiyel Getiri

57%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL10.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	108,000 / 5,757
Hisse Sayısı (mn)	9999.97
Saklama Oranı	31%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,277.26 / 175.97

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

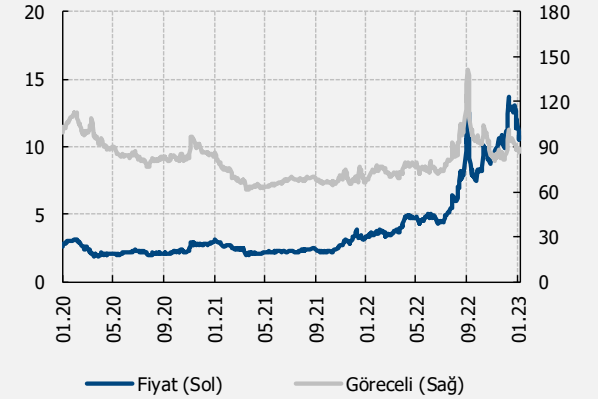
1 Aylık	13.67 / 10.48
1 Yıllık	13.67 / 3.30
Sene başından itibaren	13.06 / 10.48

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-4%	2%
3 Aylık	31%	-6%
1 Yıllık	215%	27%
Sene başından itibaren	-15%	-7%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

ISCTR - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net faiz geliri	25,242	30,941	74,684	76,393	82,526
Net türev ve kur kar/zararı	-3,677	-5,506	1,218	-9,536	-7,683
Komisyon geliri	21,565	25,435	75,902	66,856	74,843
Ticari gelir	336	357	1,593	0	1,119
Temettü geliri	5,618	7,620	15,511	24,098	31,825
Diğer gelirler	2,436	4,402	5,668	8,358	10,029
Toplam gelirler	29,954	37,813	98,673	99,312	117,817
Faaliyet Giderleri	11,797	15,912	32,805	53,293	74,360
Karşılık öncesi gelirler	18,157	21,902	65,869	46,019	43,456
Karşılık gideri	12,730	14,450	16,901	24,769	18,369
Özel karşılıklar	4,583	5,808	9,667	17,665	9,918
Genel Karşılıklar	5,631	5,029	3,751	4,904	6,031
Diğer Karşılıklar	2,516	3,613	3,482	2,200	2,420
Faaliyet Geliri	5,427	7,452	48,968	21,250	25,087
İştirakler gelirleri	3,427	8,024	19,338	32,874	50,955
Vergi Öncesi gelir	8,854	15,476	68,306	54,124	76,042
Vergi gideri	2,045	2,008	11,940	13,531	19,011
Net Kar	6,810	13,468	56,365	40,593	57,032

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	593,901	926,566	1,400,881	1,754,220	2,176,266
Nakit ve Benzeri Değerler	84,438	206,051	262,727	284,384	307,827
Krediler	365,519	514,205	741,695	981,731	1,278,388
Takipteki Krediler	20,371	20,830	23,475	31,258	31,869
Menkul Kıymetler	112,250	155,892	260,168	296,592	338,115
Mevduatlar	368,874	595,624	923,057	1,156,220	1,456,857
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	30,840	30,636	27,572	30,881	34,586
Özkaynaklar	67,781	86,839	165,023	199,978	252,950

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	10.8%	17.4%	44.8%	22.2%	25.2%
Aktif karlılığı	1.3%	1.8%	4.8%	2.6%	2.9%
Komisyon geliri büyümesi	1%	36%	104%	55%	32%
Faaliyet gideri artışı	20%	35%	106%	62%	40%
Net kar artışı	12%	98%	319%	-28%	40%
Net faiz marjı	4.9%	4.7%	7.0%	5.4%	4.8%
Takipteki Krediler Oranı	5.6%	4.1%	3.0%	3.1%	2.4%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.5%	1.6%	1.4%	1.8%	0.7%
Gider/Gelir oranı	35%	35%	28%	40%	44%
Kredi büyümesi	28%	43%	53%	32%	29%
Mevduat büyümesi	25%	61%	55%	25%	26%
Kredi-Mevduat oranı	94%	83%	82%	86%	88%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

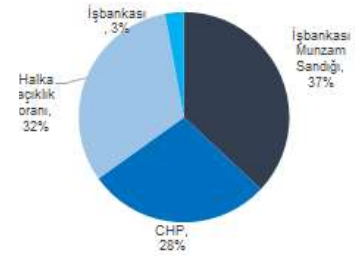
Şirket Tanımı

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

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir.
ii) Regülasyon, iii) Enflasyon muhasebesi

Ortaklık Yapısı



TSKB

Olumlu 2023 görünümü

TSKB için 12 aylık hedef fiyatımızı 6.2TL olarak yukarı yönlü güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz (önceki hedef fiyat: 4.4TL). 12 aylık hedef fiyatımız %63 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2023 tahminlerimize göre 0.7x PD/DD ve 2.3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2023 özkaynak karlılığı beklentimiz %35 seviyesindedir (2022T: %45). TSKB Kasım 2022'den beri Model Portföy'ümüzde yer almaktadır ve XU100'a görece %7 getiri elde etti.

- Yabancı para ağırlıklı bilanço:** TSKB'nın kredilerinin yaklaşık %90'ı yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %70'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %43'ü elektrik üretimi, %5'i ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Ayrıca enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %90'ı yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 10 yıl, kredilerde ise ortalama 4 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir.
- TL fonlamanın çok düşük olması sayesinde 2023'te marjlarının görece daha güçlü kalmasını bekliyoruz:** 2023'te karlılık gelişiminde mevduat bankalarındaki düşüş beklentimizin aksine TSKB'de artış beklentimiz var. Ayrıca son dönemdeki bazı karlılığı azaltıcı düzenlemelerin kapsamında değildir (TL mevduat ile ilgili tahvil alım düzenlemesi).
- Sermaye oranlarında iyileşme söz konusu:** Bankanın SYR and çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç %15.6 ve %10.4 seviyelerinde.
- İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları:** TSKB son dönemde tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde arttırdı. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %203 ve %81 seviyesindedir. Ayrıca bankanın 720 milyon TL serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Riskler:** i) Enerji sektöründe bozulma bankanın aktif kalitesini olumsuz etkileyecektir, ii) Enflasyon muhasebesi

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	1,089	49%	4,022	269%	4,638	15%	5,155	11%
Özsermaye	6,941	14%	11,010	59%	15,648	42%	19,876	27%
F/K (x)	3.7		2.6		2.3		2.1	
F/DD (x)	0.6		1.0		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.39		1.44		1.66		1.84	
Temettü Verimi (*)	1.9%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	16.7%		44.8%		34.8%		29.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL6.20

Potansiyel Getiri

63%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TSKB.TI / TSKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL3.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	10,640 / 567
Hisse Sayısı (mn)	2800
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	957.95 / 51.45

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

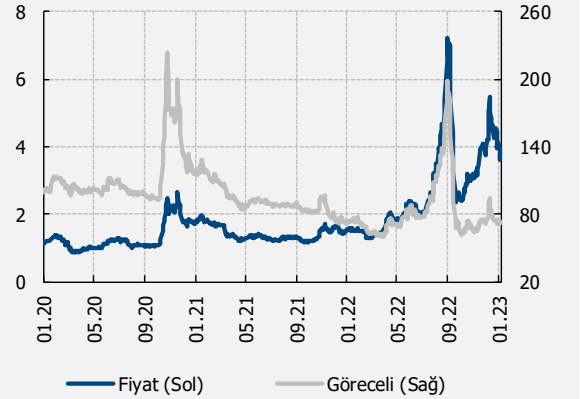
1 Aylık	5.50 / 3.62
1 Yıllık	7.19 / 1.29
Sene başından itibaren	4.57 / 3.62

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-10%	-5%
3 Aylık	55%	10%
1 Yıllık	144%	-2%
Sene başından itibaren	-13%	-4%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net faiz geliri	1,999	2,863	6,830	7,628	7,626
Net türev ve kur kar/zararı	33	500	1,010	62	263
Düzeltilmiş net faiz geliri	2,033	3,363	7,840	7,690	7,889
Ticari gelir	7	9	10	0	0
Komisyon gelirleri	50	71	159	239	359
Diğer gelirler	6	58	107	124	148
Toplam gelirler	2,096	3,501	8,116	8,053	8,396
Faaliyet Giderleri	222	263	504	784	1,009
Karşılık öncesi gelirler	1,874	3,238	7,611	7,270	7,387
Karşılık gideri	1,009	2,011	2,916	1,920	1,682
Özel karşılıklar	400	416	1,431	906	1,213
Genel Karşılıklar	485	1,032	986	914	369
Diğer Karşılıklar	124	564	498	100	100
Faaliyet Geliri	865	1,226	4,696	5,350	5,706
İştirakler gelirleri	82	232	556	834	1,168
Vergi Öncesi gelir	947	1,458	5,252	6,184	6,874
Vergi gideri	215	369	1,230	1,546	1,718
Net Kar	733	1,089	4,022	4,638	5,155

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	51,466	84,096	105,200	141,431	186,450
Nakit ve Benzeri Değerler	1,249	3,820	5,100	6,857	9,039
Krediler	37,162	60,445	70,004	99,259	134,415
Takipteki Krediler	1,685	2,077	2,583	3,355	4,012
Menkul Kıymetler	7,949	13,140	21,681	23,849	26,234
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	8,021	14,928	20,206	29,332	38,014
Alınan Krediler	32,419	54,936	66,502	92,960	122,707

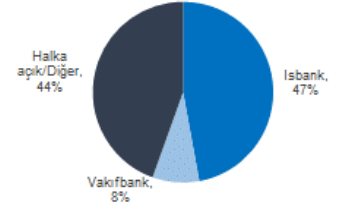
Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	12.5%	16.7%	44.8%	34.8%	29.0%
Aktif karlılığı	1.6%	1.6%	4.2%	3.8%	3.1%
Net Faiz Geliri büyümesi	4%	43%	139%	12%	0%
Komisyon geliri büyümesi	69%	41%	125%	50%	50%
Faaliyet gideri artışı	10%	19%	92%	55%	29%
Net kar artışı	4%	49%	269%	15%	11%
Net faiz marjı	4.6%	5.7%	8.6%	6.7%	5.2%
Takipteki Krediler Oranı	4.3%	3.3%	3.4%	3.2%	2.8%
Net Kredi Risk Maliyeti	2.5%	2.8%	3.5%	2.0%	1.3%
Gider/Gelir oranı	13%	15%	20%	25%	0%
Kredi büyümesi	23%	65%	18%	40%	35%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

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

Ortaklık Yapısı



VAKIFBANK

Makul değerlendirme

Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 12.5TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz (önceki hedef fiyat 9.9TL). 12 aylık hedef fiyatımız %29 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2023 tahminlerimize göre 0.6x PD/DD ve 5.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özel bankalara göre daha düşük özkaynak karlılığı ve çekirdek sermaye oranı nedeniyle çarpanları makul olarak değerlendiriyoruz.

- 2023 yılında marjlarda baskı kaçınılmaz:** Bankanın TL fonlmasının toplam fonlama içindeki payı özel bankalara göre daha yüksek bir seviyede ve bu nedenle 2023'te marjların özel bankaların gerisinde kalmaya devam etmesini tahmin ediyoruz. Swap dahil net faiz marjında 360 baz puan düşüş öngörüyoruz.
- Muhafazakar karşılık oranları tampon yaratmaktadır:** Bankanın toplam ve 3.evre karşılık oranları sırasıyla %167 ve %77 gibi rakiplerinin oldukça üstünde seviyelerdedir. Ayrıca bankanın 2 milyar TL serbest karşılığı bulunmaktadır. 2.evre kredilerin toplam içindeki payı %10 gibi rakiplerine göre daha düşük bir seviyededir.
- Sermaye oranları özel bankaların gerisinde:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları BDDK esneklikleri hariç sırasıyla %14.6 ve %10.5 seviyelerinde. Özel bankalara göre daha düşük sermaye oranları nedeniyle bankanın temettü dağıtmamasını bekliyoruz.
- Güncel çarpanların makul olduğunu düşünüyoruz:** 2022'de %449 net kar artışı beklerken, 2023'de ise belirgin düşüş öngörüyoruz. Özkaynak karlılığının 2023'te %12.5 seviyesine gerilemesini bekliyoruz (2022T: %30.5).
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde bozulmaya sebep olabilir, ii) Enflasyon muhasebesi, iii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	
Net Kar	4,175	-17%	22,911	449%	13,100	-43%	19,779	51
Özsermaye	51,953	12%	98,126	89%	111,225	13%	131,005	18
F/K (x)	3.5		3.0		5.2		3.5	
F/DD (x)	0.3		0.7		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	1.07		3.22		1.84		2.78	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	8.5%		30.5%		12.5%		16.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL12.50

Potansiyel Getiri

29%

Fiyat Bilgileri

Kodu	VAKBN.TI / VAKBN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL9.67
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	68,767 / 3,666
Hisse Sayısı (mn)	7111.364117
Saklama Oranı	9%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,035.51 / 109.29

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

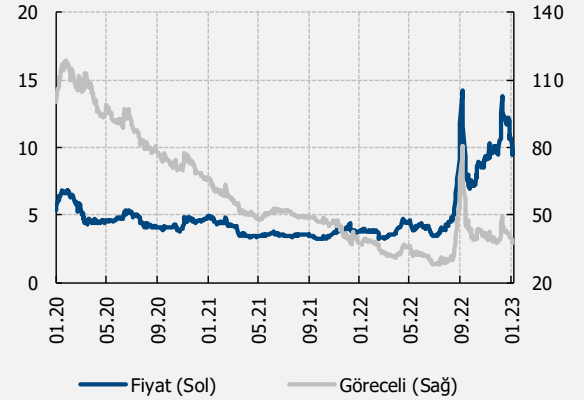
1 Aylık	13.77 / 9.50
1 Yıllık	14.24 / 3.26
Sene başından itibaren	12.20 / 9.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-8%	-3%
3 Aylık	34%	-5%
1 Yıllık	152%	1%
Sene başından itibaren	-19%	-10%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

VAKBN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)					
K/Z Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net faiz geliri	19,887	19,543	72,454	42,204	52,153
Net türev ve kur kar/zararı	-4,156	-5,498	1,943	-6,474	-6,811
Komisyon geliri	15,732	14,045	74,398	35,730	45,342
Ticari gelir	1,605	749	1,884	0	0
Temettü geliri	3,395	4,501	10,532	17,479	25,210
Diğer gelirler	6,273	7,947	9,515	12,179	15,004
Toplam gelirler	27,005	27,242	96,329	65,388	85,556
Faaliyet Giderleri	8,964	9,508	18,638	28,910	40,927
Karşılık öncesi gelirler	18,041	17,734	77,691	36,479	44,629
Karşılık gideri	11,770	12,559	45,225	19,220	18,547
Özel karşılıklar	4,448	3,503	8,867	15,414	14,801
Genel Karşılıklar	7,066	8,347	19,437	2,806	2,746
Diğer Karşılıklar	256	710	16,921	1,000	1,000
Faaliyet Geliri	6,271	5,175	32,466	17,259	26,082
İştirakler gelirleri	168	121	148	208	291
Vergi Öncesi gelir	6,439	5,296	32,614	17,466	26,373
Vergi gideri	1,429	1,120	9,704	4,367	6,593
Net Kar	5,010	4,175	22,911	13,100	19,779

Bilanço	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Varlıklar	698,897	1,007,214	1,481,308	1,861,673	2,234,096
Nakit ve Benzeri Değerler	95,774	165,455	233,638	294,626	353,565
Krediler	417,893	566,075	859,754	1,136,287	1,403,391
Takipteki Krediler	17,444	18,310	21,211	29,951	32,162
Menkul Kıymetler	147,911	228,821	324,417	356,859	392,545
Mevduatlar	414,044	590,943	1,085,873	1,350,985	1,582,873
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	45,513	61,975	92,962	104,118	116,612
Özkaynaklar	46,485	51,953	98,126	111,225	131,005

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak karlılığı	12.6%	8.5%	30.5%	12.5%	16.3%
Aktif karlılığı	0.9%	0.5%	1.8%	0.8%	1.0%
Komisyon geliri büyümesi	-15%	33%	134%	66%	44%
Faaliyet gideri artışı	35%	6%	96%	55%	42%
Net kar artışı	79%	-17%	449%	-43%	51%
Net faiz marjı	3.8%	2.6%	6.1%	2.6%	2.7%
Takipteki Krediler Oranı	4.0%	3.1%	2.4%	2.5%	2.2%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.7%	1.0%	2.8%	0.8%	0.4%
Gider/Gelir oranı	33%	35%	19%	44%	48%
Mevduat büyümesi	65%	43%	84%	24%	17%
Kredi büyümesi	54%	36%	53%	31%	23%
Kredi-Mevduat oranı	102%	97%	81%	85%	90%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

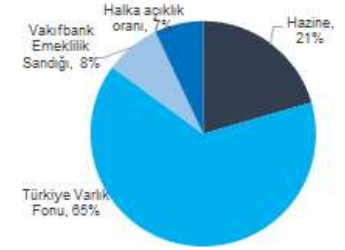
Şirket Tanımı

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

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Regülasyon, iii) Enflasyon muhasebesi

Ortaklık Yapısı



Bireysel Emeklilik & Sigorta & Yatırım

Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı 2022'de kuwetli bir seyir izleyerek yıllık %80 büyüme kaydetti. Bu güçlü büyümede yüksek enflasyon ve sermaye piyasalarının kuwetli seyri en temel etkenler oldu. 2023 için büyüme beklentimiz ise yaklaşık %50 seviyesindedir. Sektörü destekleyici ek adımlar atılması halinde bu tahminimizde yukarı yönlü potansiyel olacaktır. Fon yönetim ücretlerinin asgari ücrete de bağılı olması sayesinde emeklilik şirketlerinin 2023 karlılık gelişimlerine olumlu yansımaları tahmin ediyoruz. Hem **Anadolu Hayat Emeklilik** hem de **Avivasa Emeklilik**'in 2023'te bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Her iki hisse %7-%8 bandında temettü verimliliklerine sahipler. Sektörü destekleyici adımların atılmaya devam etmesini tahmin ediyoruz.

Sigorta: **Hayat sigortacılığında** enflasyona görece düşük seyreden TL kredi faizleri neticesinde 2022'de prim üretimleri yüksek seyretti. Hem **Agessa** hem de **Anadolu Hayat** bu konjektürden olumlu etkilendi. 2023'ün ilk yarısında da güçlü seyrin devam etmesini tahmin ediyoruz. Yılın ikinci yarısında ise bir miktar yavaşlama kaçınılmaz olacaktır.

Hayat-dışı sigortacılıkta ise 2022'de prim üretimlerinde yüksek enflasyon kaynaklı güçlü bir seyir gözlemliyoruz. Olumsuz olarak ise TL'deki değer kayıpları nedeniyle trafik segmentinde hasar oranları yüksek seyretti ve bu durum teknik sonuçları baskı altına aldı. 2023'te prim üretimlerinin güçlü seyrete devam etmesini öngörüyoruz. Teknik sonuçlarda da sınırlı toparlanma beklerken, şirketlerin yatırım gelirlerinin karlılıkları desteklemeye devam etmesini tahmin ediyoruz. 2022 net karından **Türkiye Sigorta** için temettü ödemesi tahmin ediyoruz (%4 tahmini verimlilik ile) fakat Aksigorta'nın temettü ödemesini beklemiyoruz. **Aksigorta**'nın son bedelli sermaye artışı sayesinde sermaye oranları desteklendi fakat buna rağmen yasal sınırlara halen yakın. Aksigorta'nın 2023'ün net karından 2024 yılında temettü ödemeye tekrar başlamasını bekliyoruz.

Yatırım: **Ünlü Yatırım Holding**'in 2023'te de güçlü karlılık gelişimi elde etmesini tahmin ediyoruz. 2023'de Türk sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin karlılığının ivmelenerek devam etmesini tahmin ediyoruz. Yılın ilk yarısında şirketin takipteki krediler bölümünün tahsilat & karlılık gelişiminin güçlü olmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında tahsilatlarda yavaşlama görmeyi beklerken, bankacılık sektöründe artmasını beklediğimiz takipteki kredi portföy satışları sonrasında şirketin yeni portföyleri daha makul fiyatlarla satın alabileceğini ve cazip yatırım fırsatları çıkabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Ünlü Yatırım Holding için 2022 net karından yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

AGESA EMEKLİLİK

Güçlü karlılık gelişimi

Agesa Emeklilik için 12 aylık hedef fiyatımızı 50TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 32). Hedef fiyatımızı yukarı revize etmemizde beklentilerimizden daha olumlu gelişen hayat sigortası ve emeklilik rakamları etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %46 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2023 tahminlerimize göre 2.5x PD/DD ve 5.4x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2022 net karından yaklaşık %7 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat birimi prim üretiminde güçlü seyrin özellikle yılın ilk yarısında devam etmesini bekliyoruz:** 2023'de şirketin hayat prim üretiminin yıllık %50 büyümeye göstermesini bekliyoruz. Son haftalarda tüketici kredisi büyümesinde gözlemlediğimiz ivmelenme hayat prim üretimini destekleyecektir.
- Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı finansal piyasalardaki yüksek oynaklığa rağmen büyümeye kaydetmeye devam etmektedir:** Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2022'de %80 büyümeye gösterdi. 2023'de ise büyümenin yaklaşık %50 olmasını öngörüyoruz. Bireysel emekliliği destekleyici adımlar ve yüksek enflasyon ortamı bu büyümenin en temel etkenleri olacaktır.
- Düzenli kar payı dağıtımı:** 2022 net karından Agesa için yaklaşık %7 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirket'in 2021 yılı karından temettü ödememeyi tercih etmesini geçici olarak değerlendiriyoruz.
- Riskler:** i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme ve bankacılık sektörü tüketici kredi büyümesi, özellikle hayat birimi büyümesini olumsuz etkileyecektir ii) Enflasyon muhasebesi iii) Makro ekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir iv) bankasürans alanında ek düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	448	54%	857	91%	1,137	33%	1,369	20%
Özsermaye	882	30%	1,739	97%	2,447	41%	3,247	33%
F/K (x)	3.9		7.2		5.4		4.5	
F/DD (x)	2.0		3.5		2.5		1.9	
Hisse Başına Kar (TL)	2.49		4.76		6.32		7.60	
Temettü Verimi (*)	5.0%		0.0%		6.9%		9.2%	
Sermaye Karlılığı	57.4%		65.4%		54.3%		48.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL50.00

Potansiyel Getiri

46%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AGESA.TI / AGESA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL34.26
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	6,167 / 329
Hisse Sayısı (mn)	180
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	127.98 / 6.87

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

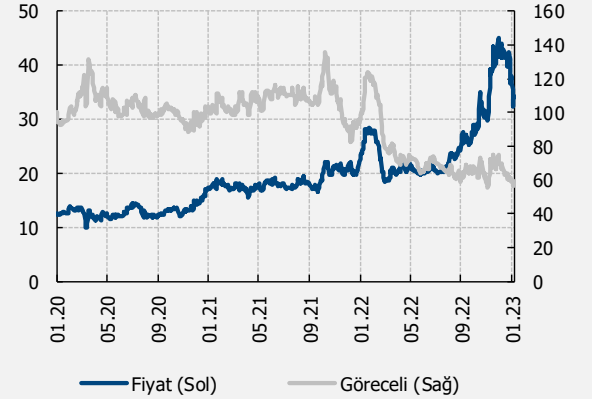
1 Aylık	44.00 / 32.36
1 Yıllık	45.12 / 18.30
Sene başından itibaren	42.42 / 32.36

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	22%	-18%
3 Aylık	24%	-12%
1 Yıllık	42%	-43%
Sene başından itibaren	15%	-6%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit ve Benzeri	986	1,038	1,090	1,145	1,202
Finansal Yatırımlar	354	753	814	879	949
Hayat Sigortası Yatırımları	1,876	4,258	7,075	10,658	15,251
Emeklilik Alacakları	30,483	43,489	66,962	99,635	137,347
Diğer Varlıklar	462	677	870	1,768	2,775
Toplam Varlıklar	34,162	50,216	76,811	114,084	157,524
Emeklilik Borçları	30,766	43,858	67,530	100,480	138,511
Teknik Rezervler	2,442	5,106	7,266	10,850	15,447
Diğer yükümlülükler	273	370	277	307	318
Özkaynaklar	679	882	1,739	2,447	3,247
Toplam Yükümlülükler	34,162	50,216	76,811	114,084	157,524

Kar/Zarar Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Hayat Sigortası brüt primler	1,266	1,966	3,538	5,308	7,431
Yatırım gelirleri	934	1,994	569	1,255	1,280
Brüt hasarlar	-199	-233	-438	-684	-996
Net karşılıklar	-812	-2,678	-2,162	-3,597	-4,612
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-334	-542	-949	-1,395	-1,911
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	240	363	621	931	1,303
Hayat dışı sigorta teknik kar/zarar	13	6	6	6	6
Fon yönetim komisyon geliri	353	442	650	1,079	1,535
Yönetim & Giriş komisyonu	102	104	185	268	373
Net diğer gelir/giderler	-21	-31	-53	-79	-111
Fon yönetim gideri	-51	-65	-96	-160	-227
Emeklilik faaliyet giderleri	-381	-567	-1,078	-1,617	-2,183
Emeklilik teknik kar/zararı	2	-117	-392	-509	-612
Toplam teknik kar/zarar	255	251	235	428	697
Net yatırım geliri	118	358	898	1,076	1,115
Diğer gelir/giderler	6	6	10	11	13
Vergi öncesi kar	379	615	1,143	1,516	1,825
Vergi gideri	-88	-167	-286	-379	-456
Net Kar	291	448	857	1,137	1,369

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Hayat teknik kar marjı	19%	18%	18%	18%	18%
Brüt prim büyüme oranı	40%	55%	80%	50%	40%
Hasar oranı	16%	12%	12%	13%	13%
Emeklilik Fon büyüme oranı	31%	43%	56%	49%	38%
Emeklilik Fon büyüklüğü	29,970	42,816	66,962	99,635	137,347
Fon yönetim komisyon oranı	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
Net kar büyüme oranı	39%	54%	91%	33%	20%
Özkaynak Karlılığı	49%	57%	65%	54%	48%
F/K	21.2	13.8	7.2	5.4	4.5
PD/DD	3.7	3.9	3.5	2.5	1.9

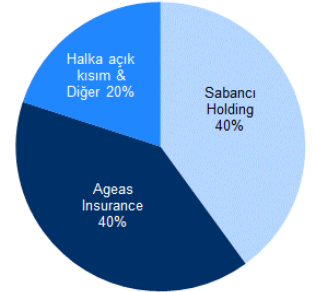
Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Sirket Tanımı

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

Şirket emeklilik fon tutarında 2022 sonu itibarıyla %18.5 pazar payı ile 2. sıradadır. Toplam katılımcıların fon tutarı (devlet katkısı dahil) 73 milyar TL seviyesindedir. Emeklilik katılımcı sayısında ise %9.2 ile 5. sıradadır.

Ortaklık Yapısı



AKSİGORTA

Olumlu 2023 görünümü önden fiyatlandı

Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 4.1TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 3.3TL) ve %25 sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz. Teknik sonuçların 2023'de bir miktar toparlanmasını öngörüyoruz. Yatırım gelirlerinin güçlü seyrini devam ettirmesini bekliyoruz. Aksigorta 2023 tahminlerimize göre 2.2x PD/DD ve 4.9x F/K ile işlem görmektedir. Şirketin 2022'de de net karından temettü dağıtmamasını varsayıyoruz.

- Yüksek TÜFE ve ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek:** 2023'de prim üretiminin %75 artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- 2023'de teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma bekliyoruz:** Zorunlu trafik ve kasko sigortalarında 2022'de teknik sonuçlar olumsuz gelişti. 2023'de teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma tahmin ediyoruz.
- Artan yatırım gelirleri karlılığı destekleyecek:** Uzun döviz pozisyonu ve TUFEX portföyü şirketin yatırım kazançlarını arttıracaktır. Yönetilen fon tutarı 3Ç22 itibarı ile 6.9 milyar TL'ye ulaştı.
- Sermaye oranı halen temettü ödemesi için sınırdaki:** Aksigorta 2016-2020 net karlarından kar payı dağıtmıştır. Fakat 2021'de hem sermaye oranının yasal sınırlara yaklaşmış olması hem de yasal düzenlemelerin olumsuz etkisi nedeniyle temettü dağıtılmadı. 2022'de de temettü dağıtımı tahmin etmiyoruz. 2023 sonrası için temettü beklentimizi koruyoruz.
- Riskler:** (i) Enflasyon muhasebesi, (ii) doğal afetler, (iii) regülasyon.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	189	-57%	-227	a.d.	1,070	a.d.	1,464	37%
Özsermaye	1,049	-13%	1,304	24%	2,375	82%	3,838	62%
F/K (x)	13.3		a.d.		4.9		3.6	
F/DD (x)	2.4		4.1		2.2		1.4	
Hisse Başına Kar (TL)	0.62		-0.74		0.66		0.91	
Temettü Verimi (*)	10.9%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	16.8%		-19.3%		58.2%		47.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL4.10

Potansiyel Getiri

25%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL3.28
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	5,287 / 282
Hisse Sayısı (mn)	1612
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	156.13 / 8.38

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

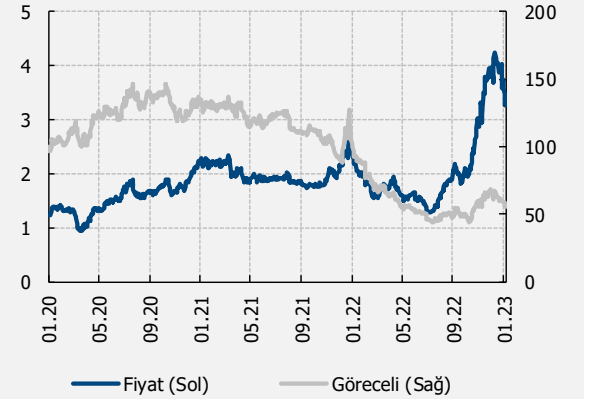
1 Aylık	4.24 / 3.27
1 Yıllık	4.24 / 1.28
Sene başından itibaren	4.04 / 3.27

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-13%	-9%
3 Aylık	65%	18%
1 Yıllık	51%	-39%
Sene başından itibaren	-16%	-7%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

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

Bilanço (TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit ve Benzerleri	2,270	2,194	2,098	2,553	3,176
Finansal Yatırımlar	1,744	2,962	2,832	3,447	4,288
Yatırımlar	1,120	1,548	3,005	5,258	7,887
Toplam Varlıklar	5,600	7,388	9,130	12,992	17,605
Teknik Rezervler	2,964	4,074	7,129	10,337	13,438
Özkaynaklar	1,201	1,049	1,304	2,375	3,838
Toplam Yükümlülükler	5,600	7,388	9,130	12,992	17,605

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Teknik Gelir	2,797	3,360	4,826	9,789	14,676
Brüt prim	5,272	6,988	13,561	23,731	35,597
Net prim	2,737	3,294	4,789	9,730	14,595
Teknik Gider	-2,485	-3,905	-7,032	-10,988	-15,437
Brüt hasar	-2,231	-3,457	-7,064	-11,154	-16,019
Net hasar	-1,765	-3,050	-5,616	-8,700	-12,254
Faaliyet giderleri	-598	-671	-1,120	-1,815	-2,532
Diğer	-122	-185	-296	-473	-651
Teknik Kar	312	-545	-2,205	-1,199	-761
Net yatırım geliri (gideri)	338	832	1,881	2,529	2,615
Diğer gelir (gider)	-88	8	98	98	98
Vergi öncesi kar (zarar)	562	295	-227	1,427	1,952
Vergi öncesi kar (zarar)	-118	-105	0	-357	-488
Net kar (zarar)	444	189	-227	1,070	1,464

Finansal Oranlar	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Brüt prim üretimi büyümesi	18%	33%	94%	75%	50%
Teknik kar büyümesi	190%	-	-	-	-
Net kar büyümesi	21%	-57%	-220%	-572%	37%
Gider oranı	22%	20%	23%	19%	17%
Teknik marj	11%	-17%	-46%	-12%	-5%
Kombine oranı	89%	116%	146%	112%	105%
Yatırım getirisi	11%	22%	34%	34%	30%
Kaldıraç (x)	4.7	7.0	9.5	7.8	6.4
Aktif karlılığı	8.7%	2.9%	-2.3%	6.9%	6.8%
Özkaynak karlılığı	42%	17%	-19%	58%	47%
PD /DD	1.8	2.4	4.0	2.2	1.4
F / K	4.7	13.3	-23.3	4.9	3.6
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.4	0.4	0.4	0.2	0.1

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

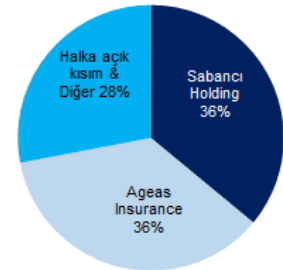
Şirket Tanıtımı

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'shar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta brüt prim üretiminde 4. sıradadır ve %7.7 pazar payına sahiptir. Aksigorta zorunlu trafik sigortası ve kasko branşlarında ise 3. Konumdadır. Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı %79 ile yasal asgari oran %100-115'in altındadır.

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

Riskler: i) Beklenenden daha düşüş ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) deprem ve benzeri doğal afetler, iii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon, iv) yasal sınırlara yakın sermaye oranı

Ortaklık Yapısı



ANADOLU HAYAT

Olumlu 2023 görünümü & güçlü sermaye oranı

Anadolu Hayat için 12 aylık hedef fiyatımızı 32TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 24TL/hisse) ve AL tavsiyemizi yineliyoruz. Beklentilerimizden daha olumlu gelişen emeklilik sonuçları ve hayat operasyonu ile ilgili olumlu beklentilerimiz hedefi fiyatımızı arttırmamızda etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %64 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2022 tahminlerimize göre 2.2x PD/DD ve 6.1x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2022 net karından hisse için yaklaşık %8 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat birimi prim üretiminin güçlü seyretmesini bekliyoruz:** 2023'de şirketin hayat prim üretiminin yıllık %50 büyümeye göstermesini bekliyoruz. Büyümenin yılın ilk yarısında daha kuvvetli, yılın ikinci yarısında ise bir miktar yavaşlamasını tahmin ediyoruz.
- Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı enflasyona yakın büyümeye kaydetmeye devam etmektedir:** Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2022'de %80 büyümeye gösterdi. 2023'de ise büyümenin yaklaşık %50 olmasını öngörüyoruz. Bireysel emekliliği destekleyici adımlar ve yüksek enflasyon ortamı bu büyümenin en temel etkenleri olacaktır.
- Düzenli kar payı dağıtım geleneği & güçlü sermaye oranı:** 2022 net karından Anadolu Hayat için %65 dağıtım oranı ile yaklaşık %8 temettü verimliliği tahmin ediyoruz. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %250 gibi oldukça kuvvetli bir seviyededir. Şirketin 2023'te %41 sermaye karlılığı elde etmesini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) Enflasyon muhasebesi, ii) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme ve bankacılık sektörü tüketici kredi büyümesi, özellikle hayat birimi büyümesini olumsuz etkileyecektir iii) BES komisyonları/ bankasürans ile ilgili olası karlılığı azaltıcı değişiklikler iv) Makro ekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	686	32%	1,056	54%	1,388	31%	1,704	23%
Özsermaye	1,849	17%	2,829	53%	3,863	37%	4,981	29%
F/K (x)	3.5		8.0		6.1		4.9	
F/DD (x)	1.3		3.0		2.2		1.7	
Hisse Başına Kar (TL)	1.59		2.46		3.23		3.96	
Temettü Verimi (*)	7.3%		6.5%		8.2%		10.7%	
Sermaye Karlılığı	40.0%		45.2%		41.5%		38.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat	TL32.00
Potansiyel Getiri	64%

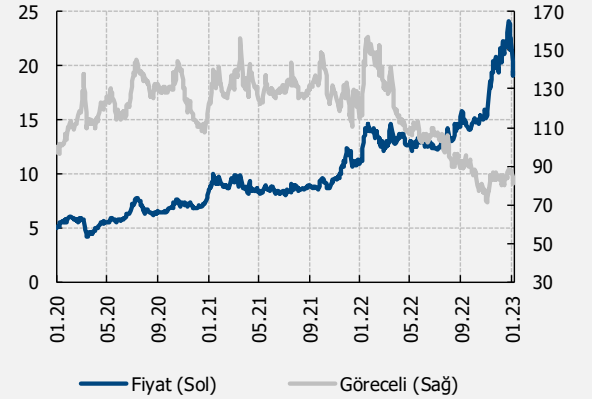
Fiyat Bilgileri

Kodu	ANHYT.TI / ANHYT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL19.55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	8,407 / 448
Hisse Sayısı (mn)	430
Saklama Oranı	17%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	68.87 / 3.70

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	24.14 / 19.15
1 Yıllık	24.14 / 11.61
Sene başından itibaren	24.14 / 19.15

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-9%	-5%
3 Aylık	31%	-7%
1 Yıllık	68%	-32%
Sene başından itibaren	-15%	-6%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

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

Bilanço (TL milyon)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit ve Benzeri	666	423	533	1,059	1,690
Finansal Yatırımlar	1,534	2,323	3,135	3,919	4,625
Hayat Sigortası Yatırımları	2,760	4,657	6,451	7,612	8,982
Emeklilik Alacakları	30,477	43,162	75,487	111,726	153,522
Diğer Varlıklar	629	899	1,158	1,443	1,770
Toplam Varlıklar	36,067	51,465	86,764	125,759	170,589
Emeklilik Borçları	30,823	43,595	76,243	112,844	155,059
Teknik Rezervler	3,413	5,564	6,778	7,956	9,343
Hayat Matematik Rezervleri	3,186	5,252	6,451	7,612	8,982
Diğer	228	312	327	344	361
Diğer yükümlülükler	250	457	913	1,096	1,206
Özkaynaklar	1,581	1,849	2,829	3,863	4,981
Toplam Yükümlülükler	36,067	51,465	86,764	125,759	170,589

Kar/Zarar Tablosu (TL milyon)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Hayat Sigortası brüt primler	1,684	1,968	3,484	5,225	7,054
Brüt hasarlar	-580	-592	-1,330	-2,113	-2,981
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-368	-428	-815	-1,230	-1,653
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	328	310	507	816	1,097
Fon yönetim komisyon geliri	369	450	767	1,162	1,515
Yönetim & Giriş komisyonu	115	140	158	229	311
Net diğer gelir/giderler	-4	-5	2	17	41
Fon yönetim gideri	-13	-15	-26	-39	-51
Emeklilik faaliyet giderleri	-321	-376	-828	-1,273	-1,750
Emeklilik teknik kar/zararı	146	193	74	96	66
Toplam teknik kar/zarar	473	503	580	912	1,163
Net yatırım geliri	188	410	828	939	1,109
Diğer gelir/giderler	-13	-31	0	0	0
Vergi öncesi kar	648	880	1,408	1,851	2,273
Vergi gideri	-128	-194	-352	-463	-568
Net Kar	519	686	1,056	1,388	1,704

Temel Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Hayat teknik kar marjı	19%	16%	15%	16%	16%
Brüt prim büyüme oranı	37%	17%	77%	50%	35%
Hasar oranı	34%	30%	38%	40%	42%
Emeklilik Fon büyüme oranı	32%	42%	76%	48%	37%
Emeklilik Fon büyüklüğü	30,384	43,012	75,487	111,726	153,522
Fon yönetim komisyon oranı	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
Net kar büyüme oranı	45%	32%	54%	31%	23%
Özkaynak Karlılığı	36%	40%	45%	41%	39%
F/K	6.1	6.2	8.0	6.1	4.9
PD/DD	2.0	2.3	3.0	2.2	1.7

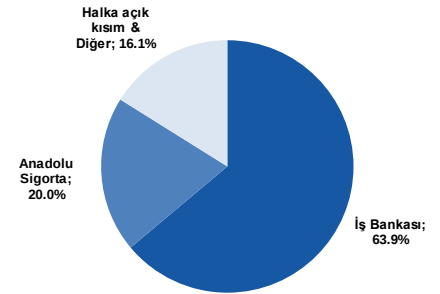
Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Sirket Tanımı

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

2022 sonu itibarı ile Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü ve katılımcı sayısı sırasıyla 72 milyar TL ve 1.3 milyon katılımcıya ulaştı. Anadolu Hayat katılımcı sayısında (%17) ikinci sırada, fon büyüklüğünde (%17.7) ise üçüncü sıradadır.

Ortaklık Yapısı



TÜRKİYE SİGORTA

Olumlu 2023 görünümü önden fiyatlandı

Türkiye Sigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 13.5TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 10.3TL) ve sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle AL tavsiyemizi TUT olarak revize ediyoruz. 2023'de teknik karlılıkta sınırlı toparlanma beklerken yatırım gelirlerinin güçlü gelişmeye devam etmesini tahmin ediyoruz. Çarpanların iyileşen 2023 görünümünü yansıttığını düşünüyoruz. Türkiye Sigorta 2023 tahminlerimize göre 2.2x PD/DD ve 8.3x F/K ile işlem görmektedir. 2022 net karından yaklaşık %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Yüksek TÜFE ve ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek:** 2023'de prim üretiminin yaklaşık %80 artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- 2023'de teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma bekliyoruz:** Şirket brüt prim üretimi bazında zorunlu trafik sigortasında lider, kasko alanında ise 7. konumdadır. Zorunlu trafik ve kasko sigortalarında 2022'de teknik sonuçlar olumsuz gelişti. 2023'de teknik sonuçlarda sınırlı toparlanma tahmin ediyoruz
- Artan yatırım gelirleri karlılığı destekleyecek:** Şirketin toplam yönetilen fon tutarı 11.3 milyar TL'ye ulaştı. Bu sayede yatırım gelirlerinin karlılığı 2023'te belirgin olarak desteklemesini bekliyoruz.
- Düzenli kar payı potansiyeli ve güçlü sermaye oranı:** Türkiye Sigorta birleşme sonrası temettü dağıtmıştır. Şirketin sermaye yeterlilik oranı %121 seviyesindedir. 2022 yılı karından %50 temettü dağıtım oranı ile Türkiye Sigorta için yaklaşık %4 temettü verimi tahmin ediyoruz. Şirketin 2023'te yaklaşık %29 sermaye karlılığı elde etmesini öngörüyoruz.
- Riskler:** (i) Düşük ekonomik büyüme, (ii) doğal afetler, (iii) regülasyon, (iv) enflasyon muhasebesi.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	1,058	-8%	963	-9%	1,476	53%	2,174	47%
Özsermaye	4,220	a.d.	4,654	10%	5,648	21%	7,084	25%
F/K (x)	6.2		12.7		8.3		5.6	
F/DD (x)	1.5		2.6		2.2		1.7	
Hisse Başına Kar (TL)	0.91		0.83		1.27		1.87	
Temettü Verimi (*)	6.4%		7.7%		3.9%		6.0%	
Sermaye Karlılığı	27.6%		21.7%		28.7%		34.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT**Hedef Fiyat****TL13.50****Potansiyel Getiri****28%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	TURSG.TI / TURSG.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL10.52
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	12,219 / 651
Hisse Sayısı (mn)	1161.523363
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	131.88 / 7.08

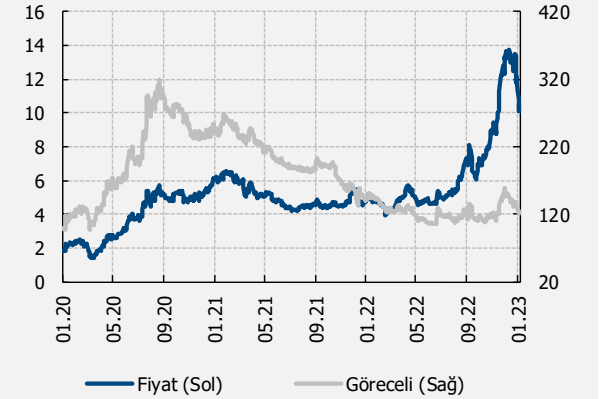
Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	13.77 / 10.15
1 Yıllık	13.77 / 3.94
Sene başından itibaren	13.47 / 10.15

Performans (TL)

Nominal**Göreceli**

1 Aylık	-22%	-18%
3 Aylık	52%	9%
1 Yıllık	105%	-18%
Sene başından itibaren	-16%	-7%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vuraloguzhan.vural@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 65**

Sirket Tanıtımı

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

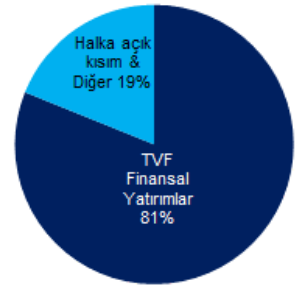
Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretiminde Şirket %12.8 pazar payıyla lider konumdadır. Şirket, hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını Türkiye Hayat&Emeklilik AŞ'deki %7 iştirak oranıyla yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,324 acenta, 118 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) 4,527 şubesi üzerinden devam etmektedir. Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın & doğal afet ve zorunlu trafik branşlarıdır.

Şirket'in sermaye yeterlilik oranı %121 seviyesindedir.

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

Riskler: i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) deprem ve benzeri doğal afetler, iii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon, iv) pazar payı kazanımlarının karlılıkla desteklenmemesi, v) enflasyon muhasebesi

Ortaklık Yapısı



Bilanço (TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit ve benzerleri	6,535	6,104	6,814	7,903	9,505
Finansal yatırımlar	187	2,174	2,427	2,815	3,385
Alacaklar	2,343	3,377	6,491	12,008	18,013
Diğer	1,998	2,697	6,651	8,630	9,600
Toplam aktifler	11,064	14,351	22,383	31,356	40,503
Teknik karşılıklar	5,223	6,739	11,793	17,100	22,229
Diğer	2,382	3,392	5,937	8,608	11,190
Özkaynak	3,460	4,220	4,654	5,648	7,084
Toplam yükümlülükler & özkaynak	11,064	14,351	22,383	31,356	40,503

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Teknik Gelir	3,758	4,273	7,041	13,409	20,087
Brüt prim	8,887	11,750	22,585	41,782	62,673
Net prim	3,686	4,101	6,905	13,191	19,787
Teknik Gider	-3,030	-4,092	-8,783	-14,778	-20,527
Brüt hasar	-2,439	-3,770	-6,937	-12,416	-17,998
Net hasar	-2,087	-3,114	-7,115	-11,989	-16,478
Faaliyet giderleri	-922	-957	-1,648	-2,769	-4,029
Diğer	-17	-22	-21	-21	-21
Teknik Kar	728	181	-1,742	-1,369	-440
Net yatırım geliri (gideri)	865	1,406	2,814	3,337	3,339
Diğer gelir (gider)	-163	-184	337	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	1,429	1,403	1,409	1,968	2,898
Vergi öncesi kar (zarar)	-276	-345	-445	-492	-725
Net kar (zarar)	1,153	1,058	963	1,476	2,174

Finansal Oranlar	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Brüt prim üretimi büyümesi	24%	32%	92%	85%	50%
Teknik kar büyümesi	155%	-75%	-1064%	-21%	-68%
Net kar büyümesi	39%	-8%	-9%	53%	47%
Gider oranı	25%	23%	24%	21%	20%
Teknik marj	20%	4%	-25%	-10%	-2%
Kombine oranı	81%	96%	125%	110%	102%
Yatırım getirisi	15%	20%	35%	36%	30%
Kaldıraç (x)	3.2	3.4	4.8	5.6	5.7
Aktif karlılığı	11.7%	8.3%	5.2%	5.5%	6.1%
Özkaynak karlılığı	39%	28%	22%	29%	34%
PD/DD	1.0	1.5	2.6	2.2	1.7
F/K	3.1	6.2	12.7	8.3	5.6
Piyasa Değeri / Brüt Prim	0.4	0.6	0.5	0.3	0.2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

ÜNLÜ YATIRIM HOLDİNG

Olumlu 2023 görünümü

Ünlü Yatırım Holding için “AL” tavsiyemizi koruyoruz ve hedef fiyatımızı hisse başı 14TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat: 11.2TL). Hedef fiyatımız %56 artış potansiyeli taşımaktadır. Ünlü Yatırım Holding hissesi 2023 tahminlerimize göre 1.4x PD/DD ve 4.7x F/K ile işlem görmektedir ve 2023 özkaynak karlılığının %35 seviyesine yükselmesini tahmin ediyoruz. İyileşen özkaynak karlılığı tahminimiz ışığında çarpanları cazip olarak değerlendiriyoruz.

- Önde gelen finansal hizmetler kurumu:** ÜNLÜ&Co Türkiye şirket birleşmeleri ve satın almaları hizmetlerinde lider konumdadır. Ayrıca, sermaye piyasaları, borç piyasaları, takipteki krediler yönetimi ve varlık yönetimi alanlarında önde gelen konumdadır. 2023’de Türkiye sermaye piyasalarına artan uluslararası yatırımcı ilgisi beklentimiz sayesinde şirketin karlılığının ivmelenerek devam etmesini tahmin ediyoruz. Takipteki krediler operasyonun özellikle yılın ilk yarısında karlılığı desteklemesini öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısında ise bu alanda cazip yeni yatırım fırsatları çıkabileceğini düşünüyoruz.
- Yatırım bankası olma doğrultusunda büyüme adımları:** Şirket’in halihazırda BDDK’nın değerlendirme aşamasında olan yatırım bankacılığı lisansı başvurusu bulunmaktadır. Tahminlerimize yatırım bankacılığı lisansı onayının alınmasını takiben yaratılacak ek katma değeri dahil etmedik.
- Önümüzdeki dönemde karlılıkta daha da ivmelenme öngörüyoruz:** 2023’te şirketin özkaynak karlılığının %35’e ulaşmasını öngörüyoruz (2022T: %32). Ayrıca 2022 net karından %4 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- Riskler:** (i) Küresel piyasalarda oynaklık gelişmekte olan ülkelere fon akımlarını olumsuz etkileyecektir, (ii) Makro-ekonomik, jeopolitik riskler (iii) Olumsuz regülasyon, (iv) Enflasyon muhasebesi, (v) Wellcome Trust’ın potansiyel hisse satışı

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net Kar	80	a.d.	230	188%	335	46%	501	50%
Özsermaye	607	a.d.	833	37%	1,098	32%	1,551	41%
F/K (x)	12.1		6.8		4.7		3.1	
PD/DD (x)	1.6		1.9		1.4		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	0.46		1.31		1.91		2.86	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.8%		4.4%		7.5%	
Sermaye Karlılığı	18.7%		31.9%		34.7%		37.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL14.00

Potansiyel Getiri

56%

Fiyat Bilgileri

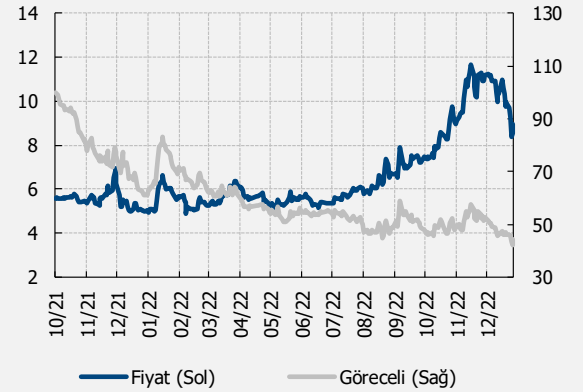
Kodu	UNLU.TI / UNLU.IS
Kapanış Fiyatı	TL8.96
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	1,568 / 84
Hisse Sayısı (mn)	175
Saklama Oranı	26%

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-20%	-16%
3 Aylık	24%	-11%
1 Yıllık	79%	-28%
Sene başından itibaren	-13%	-4%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Oguzhan Vuraloguzhan.vural@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 65**

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Gelirler	242	300	615	1,020	1,519
yıllık büyüme	39%	24%	105%	66%	49%
Kurumsal Finansman	35	41	60	96	139
gelirlerde payı	15%	14%	10%	9%	9%
yıllık büyüme	-19%	15%	46%	60%	45%
Kurumsal Satış	26	36	77	131	197
gelirlerde payı	11%	12%	13%	13%	13%
yıllık büyüme	241%	37%	117%	70%	50%
Yatırım Danışmanlığı	41	56	134	227	330
gelirlerde payı	17%	19%	22%	22%	22%
yıllık büyüme	62%	38%	138%	70%	45%
Takipteki Alacaklar	115	142	260	430	678
gelirlerde payı	48%	47%	42%	42%	45%
yıllık büyüme	33%	23%	83%	65%	58%
Hazine & Diğer	25	26	85	135	176
gelirlerde payı	10%	8%	14%	13%	12%
Faaliyet Giderleri	186	246	430	645	903
yıllık büyüme	33%	32%	75%	50%	40%
Faaliyet Karı	56	55	186	375	616
yıllık büyüme	66%	-2%	240%	102%	64%
Net yatırım/finansman gelirleri	21	56	121	71	51
Vergi Öncesi Kar	77	111	307	446	668
Net Kar	61	80	230	335	501
marj	25.3%	26.6%	37.4%	32.8%	33.0%

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Toplam Aktifler	603	939	1,224	1,646	2,271
Nakit ve benzerleri	113	271	251	342	495
Finansal Yatırımlar	59	107	188	273	354
Takipteki Alacaklar	191	271	199	295	407
Toplam Yükümlülükler	358	332	392	547	719
Toplam Finansal Borç	277	188	267	438	643
Özkaynak	245	607	833	1,098	1,551

Göstergeler	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Özkaynak Karlılığı	27%	19%	32%	35%	38%
Aktif Karlılığı	11.3%	10.3%	21.3%	23.3%	25.6%
F/K		12.1	6.8	4.7	3.1
PD/DD		1.6	1.9	1.4	1.0
Kaldıraç (x)	2.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Gider / Gelir	77%	82%	70%	63%	59%
Temettü Verimliliği			2%	4%	7%

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

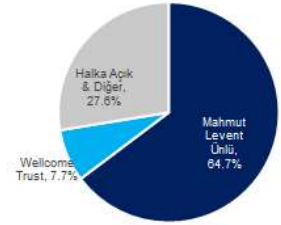
Sirket Tanıtımı

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

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

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

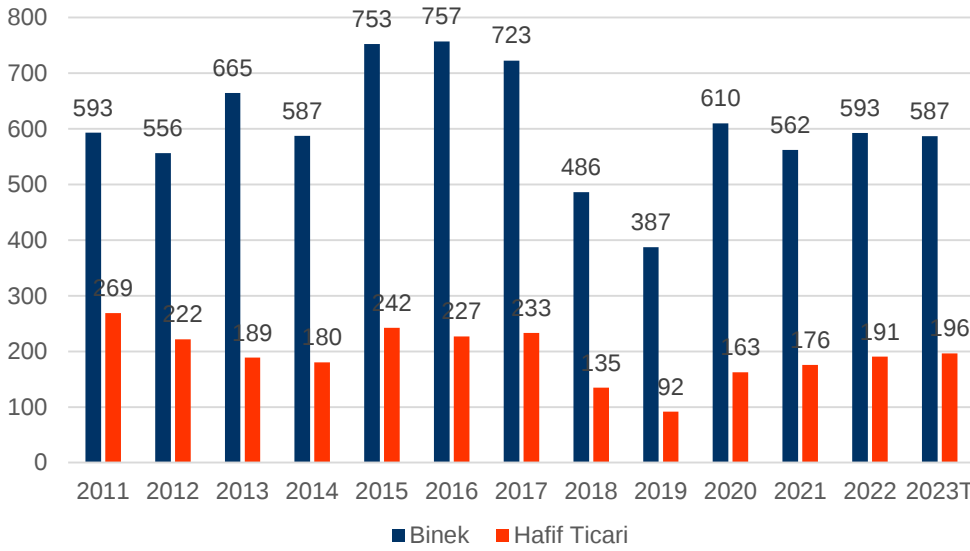
Ortaklık Yapısı



İç piyasada karışık bir görünüm

Türkiye’de 1. el perakende araç satışları 2022’de yüksek enflasyon ve TL’deki değer kayıplarına rağmen güçlü kalmaya devam etti. Toplam satışlar %6 (binek: %5, hafif ticari: %10) artış sergiledi. Bu yılın ilk yarısında düşük baz etkisi ve genişlemeci para politikalarının sürmesi sayesinde talep güçlü kalmaya devam edebilir. Ancak yılın ikinci yarısında hem yüksek baz hem de seçim sonrası dönem için bu aşamada makro politikaların ne yönde gelişeceğine dair belirsizlikler bulunduğundan şimdilik daha muhafazakar bir bakış açısı benimsiyoruz. Tüm yıl için 1. el otomotiv satışlarının yatay kalmasını bekliyoruz (binek: -%1, hafif ticari: +%3).

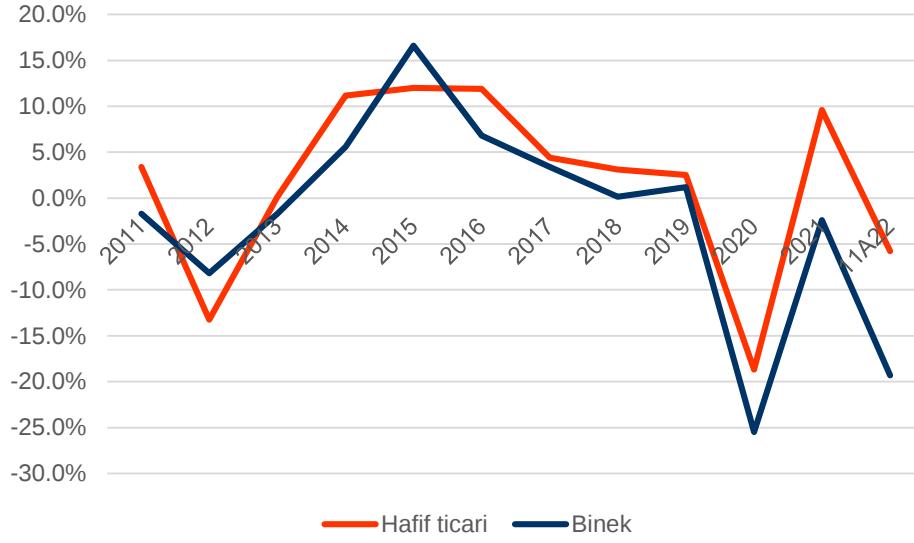
Şekil 1: Türkiye binek ve hafif ticari araç pazarı (bin adet)



Kaynak: ODD, YKY Araştırma

Avrupa’daki olası bir resesyonun etkileri sınırlı kalabilir

Türkiye Otomotiv üreticilerinin ana pazarı olan Avrupa’da 2021 yılının ikinci yarısından itibaren özellikle mikroçip kaynaklı arz şokları nedeniyle zorlu bir dönem geçirdi. 2022 yılının ikinci yarısında bir miktar toparlanma görüldü de toplam 1AA22 döneminde binek ve hafif ticari araç satışları yıllık bazda sırasıyla %6 ve %19 düştü. 2023 yılında Avrupa’da bir resesyon riski bulunsun da arz şokları nedeniyle iki senedir düşük bir bazda bulunan otomotiv satışları için aşağı yönlü risklerin artık sınırlı olduğu kanısındayız. Dolayısıyla 2023’te bir daralma olsa da bunun ihmal edilebilir düzeyde kalmasını bekliyoruz.

Şekil 2: Avrupa binek ve hafif ticari araç büyüme rakamları

Source: ACEA, YKY Araştırma

FORD OTOSAN

Elektrikli araç yatırımı devreye giriyor

FROTO için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle 526,6 TL'den 750 TL'ye yükselttik ve AL önerimizi %59 getiri potansiyeliyle sürdürdük. 2023 yılının ikinci yarısında Gölcük tesislerinde yapılan elektrikli araç yatırımının devreye girmesini bekliyoruz. Dolayısıyla Romanya tesislerinin yılın ilk yarısında yapacağı inorganik büyüme katkısına ek olarak ikinci yarıda elektrikli araçlardan da önemli bir hacim katkısı gelebilir. Tüm bu etkenler ışığında 2023 için şirketin cirosunda %73'lük bir artış öngörüyoruz. Romanya fabrikasının yakın dönemde faaliyet marjları üzerinde azaltıcı etkisi devam etse de orta vadede yapılacak yatırımlar ve alınacak önlemlerle bu etkinin zamanla kaybolacağını düşünüyoruz. Bunun yanı sıra 2023sonu itibariyle toplam içinde yaklaşık %82 paya sahip olmasını beklediğimiz ihracat satışları da TL'nin değer kaybettiği ortamda şirkete olumlu yansıyor. Öte yandan global ölçekte devam eden mikroçip tedarik problemlerine dair süreç ise bir risk unsuru olarak yakından takip edilmeli. Hissenin 2022 tahminlerimiz üzerinden işlem gördüğü 6,4x olan FD/VAFÖK ve 7,3x F/K çarpanlarının elektrikli araç yatırımının ve Romanya fabrikasının potansiyelini yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

- Elektrikli araç yollara çıkıyor.** Gölcük'te devam eden elektrikli araç yatırımının bu yılın ikinci yarısında devreye girmesini bekliyoruz. Dolayısıyla yılın ilk yarısında Romanya'dan gelecek inorganik büyümenin üzerine ikinci yarıda bu yatırımın hacimleri daha da desteklemesini bekliyoruz. 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla %35 ve %20 hacim büyümesi bekliyoruz. Bunun da ilgili yıllar için %73 ve %44 ciro artışı getireceğini tahmin ediyoruz.
- İhracat kırılganlıklara karşı koruma sağlıyor.** Şirket BIST içerisinde döviz gelirlerinin yüksek oranı sayesinde TL'deki oynaklıklara karşı en dayanıklı isimlerden biri. 2023 yılında %82 paya sahip olmasını beklediğimiz ihracatın ve yurt dışı operasyonlarının 2024'te %90'ı aşacağını tahmin ediyoruz.
- Riskler --** i) Beklenenden düşük ihracat ve yurt içi hacimler ii) Vergi rejimindeki olası değişiklikler, iii) Mikroçip tedarik probleminin uzaması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	71,101	44%	165,803	133%	286,788	73%	413,342	44%
VAFÖK	9,464	79%	15,917	68%	28,416	79%	44,513	57%
Net Kar	8,801	110%	14,432	64%	22,838	58%	37,241	63%
F/K (x)	7.4		11.5		7.3		4.5	
FD/VAFÖK (x)	7.4		10.8		6.4		4.2	
FD/Satış (x)	1.0		1.0		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	25.1		41.1		65.1		106.1	
Temettü Verimi (*)	4.7%		5.4%		6.1%		9.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-1.4%		6.6%		10.0%		17.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL750.00

Potansiyel Getiri

59%

Fiyat Bilgileri

Kodu	FROTO.TI / FROTO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL472.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	165,805 / 8,839
Hisse Sayısı (mn)	350.91
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,320.04 / 70.85

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

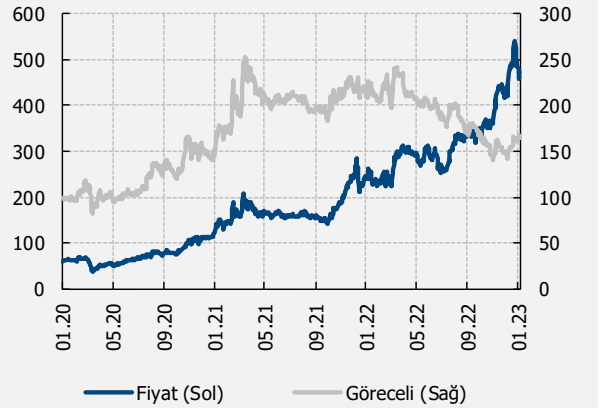
1 Aylık	539.50 / 421.40
1 Yıllık	539.50 / 223.19
Sene başından itibaren	539.50 / 458.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	7%	13%
3 Aylık	40%	0%
1 Yıllık	81%	-27%
Sene başından itibaren	-10%	0%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	49,451	71,101	165,803	286,788	413,342
Brüt Kar	6,187	11,154	19,323	34,255	50,673
Faaliyet giderleri	-1,820	-2,745	-5,026	-8,727	-10,907
VAFÖK (**)	5,283	9,464	15,917	28,416	44,513
Amortisman	917	1,054	1,620	2,888	4,747
Faaliyet gelirleri	4,367	8,410	14,297	25,528	39,766
Finansal gelir/gider	-699	-716	-1,524	-4,986	-5,831
Diğer gelir/gider	440	993	1658	2294	3307
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	1	0
Vergi öncesi kar	4,108	8,687	14,432	22,837	37,241
Vergi	87	114	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	1	0
Net Kar	4,195	8,801	14,432	22,838	37,241

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	8,124	14,174	19,948	18,718	20,508
Stoklar	2,449	5,269	12,173	20,993	30,199
Ticari alacaklar	5,754	11,407	16,519	27,814	39,374
Diğer alacaklar	1,277	1,964	4,974	8,604	12,400
Dönen Varlıklar	17,605	32,814	53,613	76,128	102,481
Maddi duran varlıklar	4,403	5,149	15,052	23,846	33,399
Finansal yatırımlar	45	50	55	60	66
Diğer duran varlıklar	2,297	4,780	7,321	9,071	10,526
Duran Varlıklar	6,745	9,979	22,427	32,978	43,991
Toplam Varlıklar	24,349	42,793	76,041	109,106	146,472
Kısa vadeli finansal borçlar	3,933	8,257	8,463	12,695	15,869
Ticari borçlar	7,748	11,379	26,231	45,223	64,946
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	800	1,147	2,482	4,180	5,948
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,481	20,782	37,176	62,098	86,763
Uzun vadeli finansal borçlar	4,148	10,799	17,964	22,164	25,489
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	677	1,063	1,137	1,196	1,278
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,824	11,862	19,101	23,361	26,767
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,044	10,149	19,764	23,647	32,943
Toplam Kaynaklar	24,349	42,793	76,041	109,106	146,472

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	6,168	5,314	21,825	28,172	44,661
Yatırım faaliyetlerinden	-2,566	-3,865	-4,883	-5,637	-6,179
Finansman faaliyetlerinden	1,803	9,168	4,914	6,475	4,853
Temettü Ödemesi	-1,095	-3,577	-7,041	-10,102	-15,987
Serbest Nakit Akışı	2,786	-925	11,011	16,549	29,337
Net Borç	-43	4,882	6,480	16,142	20,850

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	12.5%	15.7%	11.7%	11.9%	12.3%
VAFÖK marjı	10.7%	13.3%	9.6%	9.9%	10.8%
Net Kar marjı	8.5%	12.4%	8.7%	8.0%	9.0%
Sermaye Karlılığı	71.7%	102.4%	96.5%	105.2%	131.6%
Satış Büyümesi	26%	44%	133%	73%	44%
VAFÖK Büyümesi	58%	79%	68%	79%	57%
Net Kar Büyümesi	114%	110%	64%	58%	63%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	0.5	0.3	0.7	0.6
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	0.5	0.4	0.6	0.5

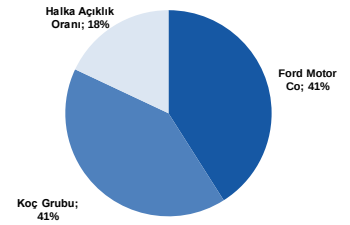
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Ford Otosan ana olarak Avrupa'ya ticari araç odaklı üretim yapmaktadır. Yurt içinde de hem ticari araç hem de ithal binek araç satışı gerçekleştirmektedir. Şirket hem Avrupa'da hem de yurt içinde de ticari araçlarda Pazar lideri pozisyonundadır. Hacim bazında satışların yaklaşık %85'i ihracat olarak yapılmaktadır. İhracat satışları Euro bazlı olduğu için TL'de yaşanan değer kayıplarına karşı büyük ölçüde korunaklı durumdadır.

Ortaklık Yapısı



OTOKAR

Heyecan verici bir döneme giriliyor

Otokar için 12 aylık hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında hisse başına 1,165 TL'den 1,370 TL'ye yükselttik. Hedef fiyatımız %52'lik bir getiri potansiyeline işaret ederken hisse için AL önerimizi koruyoruz. 2023 ve 2024 yılı için zırhlı araç teslimatlarında şirketin global pazarda güçlenen konumu düşünüldüğünde 2022'ye göre önemli artış potansiyeli öngörüyoruz. Ayrıca 3Ç22 döneminde sıfır olan zırhlı araç teslimatında 4Ç22'den itibaren en kötünün geride kaldığını ve önemli bir toparlanma olduğunu gözlemledik. Tüm bu güçlü unsurlar ışığında 2023 tahminlerimizle sırasıyla 8,5x ve 8,9x seviyesinde olan F/K ve FD/VAFÖK çarpanlarını hisse için cazip olarak değerlendiriyoruz. Aynı zamanda Model Portföyümüzde yer alan hisse portföye giriş yaptığı Eylül ayından beri %15 rölatif getiri sağladı.

- Uzun vadede ihracat pazarlarında önemli fırsatlar var.** Şirketin yıllar içerisinde savunma sanayiinde global ölçekte aldığı siparişleri bu alanda yüksek büyüme potansiyeline önemli bir işaret olarak değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde ise bu tarz siparişlerin söz konusu olabileceğini düşünüyoruz. Son dönemlerde aldığı siparişlerin buna önemli bir örnek teşkil ettiğini düşünüyoruz.
- Finansallar açısından en kötü geride kaldı.** Otokar 3Ç22'de zırhlı araç teslimatı yapmaması nedeniyle zayıf finansallar açıklamıştı. 4Ç22 itibariyle teslimatlar yeniden başladığı için şirket açısından en kötünün geride kaldığını ve hem satışlarda hem de faaliyet kar marjlarında önceki çeyreğe göre toparlanma yaşanacağını düşünüyoruz. OSD verilerine göre şirket Aralık ayında neredeyse 11A22 döneminde yaptığı toplam zırhlı araç teslimatlarına neredeyse denk bir rakama ulaştı.
- Riskler --** i) Bölgede jeopolitik tansiyonun artması ii) Beklenenden düşük faaliyet kar marjları.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	4,509	55%	8,067	79%	14,354	78%	20,509	43%
VAFÖK	913	36%	1,216	33%	2,850	134%	4,428	55%
Net Kar	905	45%	1,136	26%	2,563	126%	3,804	48%
F/K (x)	9.2		19.1		8.5		5.7	
FD/VAFÖK (x)	11.0		20.5		8.9		5.7	
FD/Satış (x)	2.2		3.1		1.8		1.2	
Hisse Başına Kar (TL)	37.7		47.3		106.8		158.5	
Temettü Verimi (*)	4.8%		2.8%		3.7%		5.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-0.9%		1.1%		1.5%		7.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL1370.00

Potansiyel Getiri

52%

Fiyat Bilgileri

Kodu	OTKAR.TI / OTKAR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL903.30
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	21,679 / 1,156
Hisse Sayısı (mn)	24
Saklama Oranı	27%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	187.30 / 10.06

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

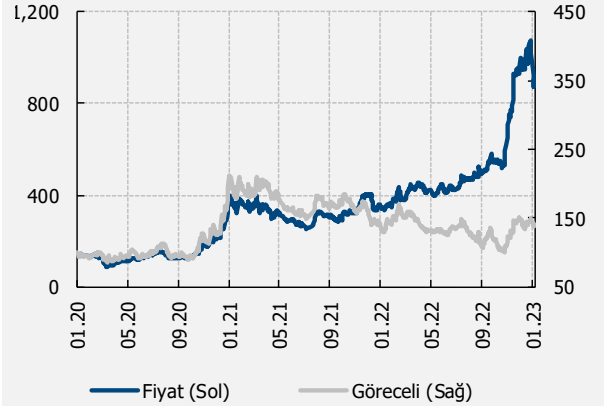
1 Aylık	1,077.30 / 870.30
1 Yıllık	1,077.30 / 331.78
Sene başından itibaren	1,077.30 / 870.30

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-9%	-4%
3 Aylık	66%	18%
1 Yıllık	163%	6%
Sene başından itibaren	-13%	-4%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

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

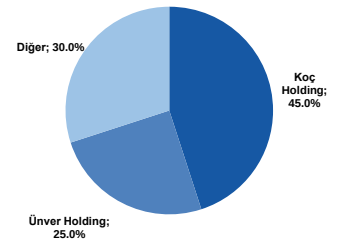
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Türkiye'de özel sektörde taktik zırhlı araç geliştiren öncü şirket konumunda olan Otokar ayrıca Türkiye otobüs pazarında lider durumdadır. Yine bu iş kollarında önemli bir ihracatçı durumunda olan şirket ayrıca yedek parça ve bakım hizmetleri de sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı



TOFAŞ

Baz senaryomuz büyük ölçüde fiyatlandı

Tofaş için modelimizi yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında revize ettik ve hedef fiyatımızı 186,0 TL olarak belirledik ve sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle daha önce AL olan önerimizi TUT olarak değiştirdik. Bu aşamada Stellantis'in Bursa fabrikasında yapacağı olası bir yeni model yatırımlarına dair belirsizlikler devam etse de biz daha önce bir senaryo analiziyle böyle bir potansiyel yatırımı %95 kapasite kullanım oranı varsayımı kullanarak modelimize yansıtmıştık. Hissenin geldiği noktada bizim baz senaryomuzun büyük ölçüde fiyatlara yansıdığını görüyoruz. Bizim varsayımımızın ötesinde bir kapasite artışı olursa ek bir değer söz konusu olabilir. 2023 yılında Doblo'nun portföyden çıkması nedeniyle bir miktar hacim daralması görebiliriz. Öte yandan şirketin Egea markasıyla yurt içi pazarda konumu giderek güçleniyor. Tofaş 2022 yılını yurt içinde %19,2 toplam pazar payıyla kapatırken yıllık bazda 2,2 puan kazandı. Hisse yeni 2023 tahminlerimizle sırasıyla dengeli diyebileceğimiz 7.3x ve 8.5x FD/VAFÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görüyor.

- **Yeni model(ler) yolda mı?** Stellantis'in şaşırtıcı şekilde Doblo üretimini Türkiye'den İspanya'ya kaydırma kararı sonrasında özellikle son dönemde Tofaş'ın fabrikasında yeni elektrikli araç model(ler)inin üretimi konusunda atılacak adımlara dair beklentiler çok yükseldi. Bu tarz bir yatırımla ilgili olası detaylara henüz hakim olmasak da bunu şirket için kullandığımız değerlendirme modeline yaklaşık 1,0 milyar Euro tahmini yatırım bedeliyle birlikte uzun vadeli KKO'yu %65 civarından %95 civarına (2024 sonrası için) çıkararak yansıtmaya çalıştık. Bu da yıllık olarak yaklaşık 130 bin adet ek satış anlamına geliyor. Mevcut kapasitenin artırılması söz konusu olursa bu rakam daha da yukarılara çıkabilir.
- **Yurt içi piyasada şirketin konumu güçleniyor.** ODD verilerine göre 2022 döneminde Türkiye'de perakende araç satışları yıllık olarak %6 arttı (binek: %5, Şirket yılı lider kapatırken en yakın rakibinin de yaklaşık 2 puan önünde yer aldı. 2023 yılı için şirketin Türkiye hacimlerinde %2 büyümeye öngörüyoruz ve özellikle binek oto segmentindeki liderliğini sürdürmesini bekliyoruz.
- **Riskler --** i) Yatırımın gerçekleşmemesi, ii) Talebin zayıf kalması, iii) Mikroçip probleminin uzaması, iv) Vergi rejiminde değişiklikler.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	29,684	26%	61,512	107%	73,810	20%	112,954	53%
VAFÖK	5,585	85%	9,425	69%	11,348	20%	15,810	39%
Net Kar	3,072	72%	7,404	141%	8,582	16%	12,383	44%
F/K (x)	7.2		9.8		8.5		5.9	
FD/VAFÖK (x)	4.6		8.2		7.3		6.3	
FD/Satış (x)	0.9		1.3		1.1		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	6.1		14.8		17.2		24.8	
Temettü Verimi (*)	6.8%		7.1%		8.3%		11.9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4.7%		-9.0%		-16.5%		0.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL186.00

Potansiyel Getiri

28%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL145.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	72,600 / 3,870
Hisse Sayısı (mn)	500
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,185.81 / 63.65

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

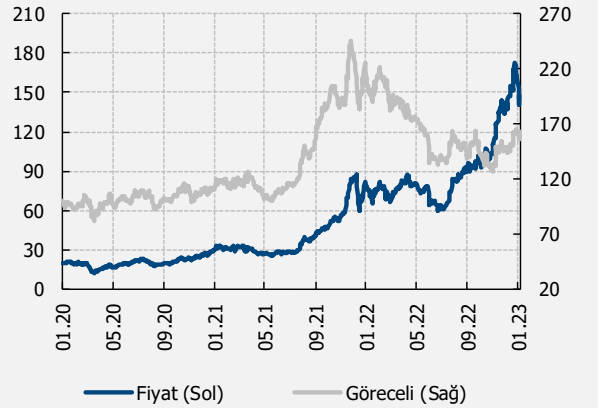
1 Aylık	172.10 / 137.30
1 Yıllık	172.10 / 60.00
Sene başından itibaren	172.10 / 140.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	8%
3 Aylık	54%	10%
1 Yıllık	90%	-24%
Sene başından itibaren	-12%	-3%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Katsa, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	23,557	29,684	61,512	73,810	112,954
Brüt Kar	3,214	5,619	10,326	12,227	16,840
Faaliyet giderleri	-947	-1,233	-2,282	-2,593	-3,434
VAFÖK (**)	3,026	5,585	9,425	11,348	15,810
Amortisman	759	1,199	1,381	1,714	2,404
Faaliyet gelirleri	2,267	4,386	8,044	9,634	13,406
Finansal gelir/gider	-246	-622	-428	-176	-144
Diğer gelir/gider	-190	-461	-173	-211	10
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,831	3,303	7,444	9,247	13,272
Vergi	-47	-231	-40	-664	-889
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1,784	3,072	7,404	8,582	12,383
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,250	4,215	11,097	20,230	20,407
Stoklar	1,524	2,379	3,024	3,642	5,668
Ticari alacaklar	5,493	7,142	9,367	11,276	8,640
Diğer alacaklar	1,575	2,433	5,283	6,827	9,132
Dönen Varlıklar	12,841	16,170	28,772	41,975	43,847
Maddi duran varlıklar	2,037	1,904	2,759	7,116	15,063
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	4,597	5,400	10,949	17,436	28,166
Duran Varlıklar	6,634	7,304	13,709	24,552	43,231
Toplam Varlıklar	19,476	23,473	42,480	66,527	87,077
Kısa vadeli finansal borçlar	2,827	4,138	3,335	5,310	8,202
Ticari borçlar	7,484	8,768	17,938	21,829	21,066
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	570	851	1,064	1,282	1,805
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,881	13,758	22,337	28,420	31,073
Uzun vadeli finansal borçlar	3,863	3,621	12,175	25,049	39,511
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	264	351	371	354	388
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,126	3,972	12,545	25,402	39,899
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,469	5,743	7,597	12,704	16,104
Toplam Kaynaklar	19,476	23,473	42,480	66,527	87,077
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	-2,184	2,503	-4,110	-677	16,450
Yatırım faaliyetlerinden	-908	-2,620	-2,147	-10,980	-16,051
Finansman faaliyetlerinden	2,753	1,157	7,770	14,832	17,389
Temettü Ödemesi	-1,200	-1,500	-5,183	-6,008	-8,668
Serbest Nakit Akışı	-2,440	1,038	-6,545	-12,004	653
Net Borç	2,440	3,544	4,412	10,129	27,307
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	13.6%	18.9%	16.8%	16.6%	14.9%
VAFÖK marjı	12.8%	18.8%	15.3%	15.4%	14.0%
Net Kar marjı	7.6%	10.3%	12.0%	11.6%	11.0%
Sermaye Karlılığı	40.6%	60.2%	111.0%	84.5%	86.0%
Satış Büyümesi	25%	26%	107%	20%	53%
VAFÖK Büyümesi	22%	85%	69%	20%	39%
Net Kar Büyümesi	20%	72%	141%	16%	44%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.5	0.6	0.6	0.8	1.7
Net Borç / VAFÖK (x)	0.8	0.6	0.5	0.9	1.7

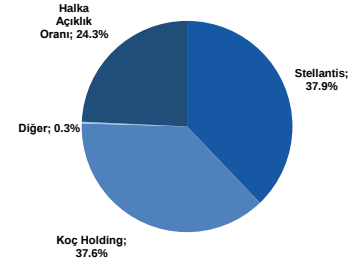
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Şirketin ihracat hacimlerinin önemli bir kısmı Stellantis tarafından al ya da öde anlaşmalarıyla garanti altına alınmış durumda. Özellikle Egea'nın performansı ile Tofaş son yıllarda yurt içi binek pazarında ve özellikle 2021'den itibaren hafif ticari araç pazarında pozisyonunu güçlendirdi.

Ortaklık Yapısı



Havacılık Sektörü

Yüksek standartların üstüne çıktı

Müthiş bir 2022... 2022, Türk havacılık sektörü için birçok yönden hatırlanması ve ileriye dönük sık sık referans verilmesi gereken bir yıl oldu. Geçen yıl bu zamanlarda Kovid sonrası bir toparlanma bekleniyordu, ancak gerçekleşen sonuçlar ilk beklentilerin çok daha üzerine çıktı. 1Ç22'de ortaya çıktığında, bizi çok endişelendiren Rusya-Ukrayna savaşı bile Türk havacılık şirketlerinin karlı büyümesini olumlu etkiledi. Türk şirketlerinin yurt dışı emsallerine göre daha yüksek kapasite sunması ve karlılığı yüksek uluslararası uçuşlarının toplam içerisindeki payının artması iyileşmelerde esas rolü oynadı. Aynı dönemde emsalleri ise genellikle işgücü gibi kaynak sorunlarıyla karşı karşıya kaldı. Yüksek marjlı yolcu trafiğindeki artış da havayollarının finansallarını olumlu etkiledi.

Rakamlarla ifade etmek gerekirse, havacılık sektöründe kapsamımızdakilerin 2022 yılında, 2019'a göre %34'lük USD bazında ciro artışı ile 6.0 baz puan daha yüksek VAÖK marjı açıklamasını öngörüyoruz. Bunlar da tarihsel olarak en yüksek seviyelere tekabül ediyor. Önceki yıllara göre daha az sayıda yeni uçak ilavesi de, operasyonlardan yaratılacak nakit akışı ile birlikte daha düşük borçlulukta önemli bir rol oynamaktadır. Öte yandan, müthiş operasyonel ve finansal sonuçlar hisse fiyatlarına da yansıdı ve Ulaştırma Endeksi %538'lik nominal getiri sağladı ve endeksin %116 üzerinde performans gösterdi. Aynı dönemde piyasa beklentilerindeki yukarı yönlü güncellemelerin büyüklüğü dikkate alındığında, havacılık hisselerinin yeniden değerlendirilmesini makul buluyoruz.

2023 yılının daha zor olması bekleniyor. 2023 yılı için ilk veriler ve yorumlar beklentilerin yukarı yönlü güncellenmesini destekliyor. Örneğin, Türk Hava Yolları Yönetim Kurulu Başkanı Ahmet Bolat'ın Aralık sonunda paylaştığı 2023 planları (88 milyon yolcu ile %17-18 kapasite artışı) Genel Müdür Bilal Ekşi'nin Aralık ayı ortasında paylaştığı yorumlarından ileriye dönük iyileşme sebebiyle daha yüksek. Bu arada, Pegasus CEO'su Güliz Öztürk, daha önce Kasım'22 de 2023 yılı için %20 kapasite artış beklentisini paylaşmıştı. Buna göre, Türk havayollarının 2023 yılı için ilk kapasite planları, IATA'nın tüm sektör için açıkladığı %5.5 tahmininin üç katına tekabül ediyor. Türk havayollarının global emsallerine göre daha yüksek kapasite sunmaları ve personeli sayesinde çevik yaklaşımları rekabet avantajı sağlamalarını desteklemekte ve marjlardan ödün vermeden daha yüksek trafik yakalamasına olanak sağlamaktadır.

Kapsamımızın tamamı için, 2023'te daha yüksek borçluluk ve 2 baz puan manşet VAFÖK marj daralması bekliyoruz; konsolide gelirlerinin ise USD bazında yaklaşık %12 artacağını öngörüyoruz. Akaryakıt ve personel maliyetlerindeki artışın 2022 yılında kaydedilen yüksek operasyonel marjları aşağıya çekmesini (ancak yine de Kovid öncesi seviyelerden daha yüksek) beklerken filoya geçen yıla kıyasla daha fazla sayıda yeni uçak eklenmesinin nakit miktarını azaltacağını öngörmekteyiz.

Ne ters gidebilir? Havacılık şirketleri için modellerimizin yolcu büyümesine ve doluluk faktörüne olan duyarlılığı göz önünde bulundurarak, Türk havacılık hisselerine ilişkin temel risk faktörünü talebin herhangi bir nedenle gerilemesi olabileceğini öngörüyoruz. Talep tarafında bir sorun meydana gelmediği sürece, esas olarak (i) yüksek jet yakıtı fiyatları (ii) nispeten daha zorlu rekabet (iii) yoğunlukla personel olmak üzere girdi enflasyonu ve (iv) döviz hareketleri dahil olmak üzere kalan tüm risklerin ikincil önemeye sahip olduğunu ve bir şekilde aşılabileceğini düşünüyoruz. Bu açıdan bakıldığında, birincil endişemizin uluslararası seyahat talebini etkileyebilecek küresel durgunluk olduğunu söyleyebiliriz. Geçen yıl bu zamanlarda tam da Covid-19'dan kaynaklanan bastırılmış talep ortaya çıktığında TL'nin sert bir şekilde zayıflaması Türkiye'yi en Uygun fiyatlı ve cazip destinasyonlarından biri haline getirdi. 2022 yolcu büyümesinin kırımına bakıldığında, Avrupalıların hakimiyeti ve uzun mesafeli yolcu sayısında kademeli olarak toparlanma göze çarpıyordu. TL'nin o günlerden bu yana devam eden istikrarı, dövizle dayalı rekabet avantajlarının büyük bir kısmını ortadan kaldırmış olsa bile, tamamen ortadan kalktığını söylemek için erken olduğunu ve bundan dolayı Türkiye'ye yabancı ligde belirgin bir düşüş olmayacağı kanaatindeyiz.

Değerlemeler genişledi ancak hala pahalı değil. Kapsamımızda yer alan üç isim de Türk Hava Yolları, Pegasus ve TAV fonksiyonel para birimlerinde tüm zamanların en yüksek seviyelerine ulaştı. Fakat, ileriye dönük çarpanları halen, kendi geçmiş ortalamalarının %20 altında ve piyasanın genel çarpanlarında da bariz bir ayrışma yok. İyileşen marjlarla mevcut büyüme görünümleri ve güçlü trafik verileri doğrultusunda beklentilerin revize edilmesinin muhtemel olduğu gerçeği göz önüne alındığında, bu çarpanların cazip olduğunu düşünüyoruz.

Bu raporla, Covid -19'un patlak vermesinden bu yana uyguladığımız hedef P/D çarpanı ile havayollarına değer vermeyi bırakıyoruz. Şu an da herhangi bir kısıtlama kalmadığına ve filoların tamamen kullanılmasıyla operasyonların sorunsuz bir şekilde devam ettiğine tamamen ikna olduğumuz için, havayolları için hedef fiyatlarımıza ulaşırken tekrar hedef FD/VAFÖK çarpanını kullanmaya başlıyoruz. Hesaplama varsayımları ilgili şirketlerin kendi sayfalarında yer almaktadır. TAV için ise her bir iştiraki için ayrı ayrı İNA modellerine dayalı parçaların toplamı yöntemiyle değerlemeye devam ediyoruz.

PEGASUS HAVAYOLLARI

Daha beynelmilel, daha karlı gelecek

Pegasus için 12 aylık hedef fiyatımızı, daha önceki beklentimizden daha yüksek gerçekleşen trafik verisi ve güçlü finansallar ve değerlendirme metodumuzdaki değişiklik sonrasında 32 EUR'ya (önceki 12 EUR) güncelliyoruz. Yeni hedef fiyatımız %35'lik yukarı yönlü artış potansiyeli sunuyor.

Pegasus hisselerinin son bir yıldaki ~%77'lik performansı ilk bakışta aşırı görünebilir, ancak finansallarındaki iyileşme ve yıl içinde piyasa beklentilerinde yukarı yönlü revizyonları tetikleyen operasyonel/finansal görünümdeki iyileşmeler dikkate alındığında, bize göre makuldür ancak işlem görülen mevcut seviyeler, talepteki muhtemel düşüslere daha hassas hale getirmiştir. Bununla birlikte, ne en son açıklanan trafik sonuçlarında ne de ileriye dönük beklentilerde böyle bir endişeyi destekleyen gelişme var. Dolayısıyla, 2023 tahminlerimize göre yaklaşık 5.2x FD/VAFÖK seviyelerinde işlem gören hisse için AL önerimizi yineliyoruz.

- **2022'da toparlanmadan fazlası gerçekleşti.** Güçlü talep ortamı, Pegasus'un başta yakıt olmak üzere yüksek maliyetlerini bilet fiyatlarına yansıtmasına ve daha yüksek getiri elde etmesine olanak sağladı. Kovid öncesi zamanlara göre EUR bazlı birim gelirlerde %55, ciroda ise %40 büyümeye bekliyoruz. Neredeyse iki katına çıkan yakıt giderleri ve daha yüksek birim gider tahminlerimiz, Şirket'in 2019 yılında kaydettiği %33'lük VAFÖK marjına ulaşmasını engellemeyecektir; 4Ç22'de EUR'nun USD karşısında değer kazancı da net karlılığı önceki çeyreklerin aksine destekleyecektir.
- **2023 yılı için daha zor, ancak yine de umut verici görünüm hakim.** Pegasus'un 2023 yılında EUR bazında %18'lik gelir artışı ve yolcu büyümesi elde etmesini bekliyoruz. Hacim ve gelirlerde güçlü büyüme beklentimize rağmen kapasitesinin %77'si halihazırda zaten dış hatlara tahsis edildiğinden ve rekabet koşulları 2022'ye göre daha toparlanmış olacağından marjlarda bir iyileşme öngörmüyoruz. Uluslararası talebin güçlü kaldığı her durumda şirketin finansallarının güçlü gelmeye devam etmesini bekleriz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	10,664	122%	42,288	297%	71,641	69%	94,321	32%
VAFÖK	2,271	372%	13,838	a.d.	23,250	68%	31,145	34%
Net Kar	-1,996	a.d.	5,670	a.d.	11,556	104%	20,640	79%
F/K (x)	a.d.		8.4		4.1		2.3	
FD/VAFÖK (x)	15.6		6.6		5.2		4.1	
FD/Satış (x)	3.3		2.1		1.7		1.4	
Hisse Başına Kar (TL)	-19.5		55.4		113.0		201.8	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-167.7%		-31.2%		-58.2%		-10.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL630.00

Potansiyel Getiri

35%

Fiyat Bilgileri

Kodu	PGSUS.TI / PGSUS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL467.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	47,794 / 2,548
Hisse Sayısı (mn)	102.299707
Saklama Oranı	43%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,625.06 / 87.23

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

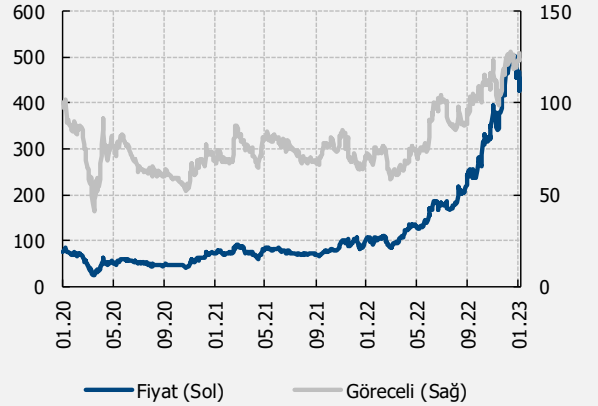
1 Aylık	509.20 / 428.00
1 Yıllık	509.20 / 83.55
Sene başından itibaren	503.90 / 428.00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-1%	4%
3 Aylık	71%	21%
1 Yıllık	341%	77%
Sene başından itibaren	-3%	8%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökrem Gökergorkem.goker@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 79 49**

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	4,804	10,664	42,288	71,641	94,321
Brüt Kar	-1,259	118	12,181	19,825	26,746
Faaliyet giderleri	-443	-663	-2,441	-4,201	-5,479
VAFÖK (**)	481	2,271	13,838	23,250	31,145
Amortisman	2,183	2,816	4,579	7,626	9,877
Faaliyet gelirleri	-1,702	-545	9,258	15,624	21,267
Finansal gelir/gider	-483	-1,486	-3,865	-3,717	0
Diğer gelir/gider	145	-36	86	0	0
İştirak Karı / Zararı	15	11	10	0	0
Vergi öncesi kar	-2,025	-2,057	5,843	11,907	21,267
Vergi	60	61	-172	-351	-628
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	-1,965	-1,996	5,670	11,556	20,640
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	3,606	6,977	9,695	19,021	34,441
Stoklar	91	141	239	336	370
Ticari alacaklar	197	337	1,369	2,022	2,665
Diğer alacaklar	1,625	5,232	3,678	6,579	7,237
Dönen Varlıklar	5,519	12,687	14,981	27,958	44,713
Maddi duran varlıklar	21,222	34,535	65,570	112,688	140,434
Finansal yatırımlar	77	2,340	3,169	4,462	4,908
Diğer duran varlıklar	2,252	3,386	4,970	9,099	10,779
Duran Varlıklar	23,551	40,261	73,708	126,249	156,121
Toplam Varlıklar	29,071	52,948	88,690	154,207	200,834
Kısa vadeli finansal borçlar	3,897	7,768	11,807	20,292	25,288
Ticari borçlar	911	1,891	5,738	8,666	11,331
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,698	3,021	5,467	7,699	8,469
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,506	12,679	23,013	36,657	45,088
Uzun vadeli finansal borçlar	15,115	28,898	43,927	75,493	94,081
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,063	4,516	6,462	9,099	10,009
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17,179	33,414	50,389	84,592	104,090
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,386	6,855	15,288	32,958	51,656
Toplam Kaynaklar	29,071	52,948	88,690	154,207	200,834
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	-571	2,607	20,702	26,931	32,717
Yatırım faaliyetlerinden	-809	-16,130	-35,599	-54,745	-37,624
Finansman faaliyetlerinden	85	16,894	17,615	37,139	20,327
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-1,380	-13,523	-14,897	-27,813	-4,907
Net Borç	15,407	29,689	46,039	76,764	84,928
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	a.d.	1.1%	28.8%	27.7%	28.4%
VAFÖK marjı	10.0%	21.3%	32.7%	32.5%	33.0%
Net Kar marjı	a.d.	a.d.	13.4%	16.1%	21.9%
Sermaye Karlılığı	-36.6%	-32.6%	51.2%	47.9%	48.8%
Satış Büyümesi	-56%	122%	297%	69%	32%
VAFÖK Büyümesi	-87%	372%	a.d.	68%	34%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	a.d.	104%	79%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	2.9	4.3	3.0	2.3	1.6
Net Borç / VAFÖK (x)	32.0	13.1	3.3	3.3	2.7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Pegasus, ana merkezi Sabiha Gökçen (SAW) olan düşük maliyetli havayolu iş modelinin Türkiye'deki tek gerçek uygulayıcısıdır. Eylül 2022 sonu itibarıyla, şirketin filosu 95 uçaktan oluşmaktadır (20 Boeing & 75 Airbus).

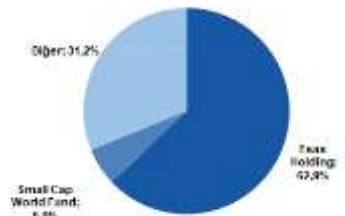
Uluslararası uçuşlara ağırlık vermesiyle 2018 yılında önemli ölçüde değişmeye başlayan şirketin yatırım hikayesi, Covid-19 nedeniyle ciddi şekilde kesintiye uğramıştı ve 2020-21 döneminde 361mn EUR kümülatif net zarar açıklamıştı. 2022 yılı la beraber, kapasitesinin büyük bir kısmını yüksek marjlı dış hat uçuşlarına ayırmaya başlamasının ardından şirketin söz konusu kayıpları ilk beklentilerimizden daha hızlı bir şekilde toparlanmaya başladı. Pegasus'un 2022'de daha iyi yolcu kırılımı sayesinde 2019'dan %38 daha yüksek gelir elde etmesini bekliyoruz ve bunu benzer marjlarla yakalamasını bekliyoruz.

Covid-19 salgınının ardından, kısıtlamalar nedeniyle havayolları kapasite sunmakta zorlanınca, değerlemelerimizi hedef FD/VAFÖK çarpanından hedef P/DD'e dönmüştük. Covid'in bittiğine ve görünümün artık çok daha netleşmesinin ardından önceki hedef FD/VAFÖK çarpan metodolojimize dönüyoruz. Buna göre, şirketi 2023 tahminlerimize uyguladığımız 6.3x'lık FD/VAFÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz. Hedef çarpanı dayandırdığımız temel varsayımlar, önümüzdeki iki yılda %22 FAVÖK marjı ve %18 ROIC ile %15 NOPAT büyümesi; devamında %12'lik bir ROIC ile %8 büyüme sağlanacağı. EUR WACC'miz %11,5'tir.

Potansiyel katalizörler şunları içerir; i. talebin canlandığını gösteren güçlü trafik verileri; ii. beklenen getiri ve marjlardan daha iyi; iii. kişi başına yarı gelirden daha fazla iyileşme.

Potansiyel riskler arasında; i. talepteki düşüş; ii. Daha yüksek yakıt fiyatları; iii. özellikle yüksek enflasyon ortamında maliyet sınırlama çabalarında başarısızlık ve iv. SAW'da uzun süreli ikinci pist inşaatı.

Ortaklık Yapısı



TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG

Yüksek hacim destekleyici

TAV için hisse başı hedef fiyatımızı 5,5 EUR'a çıkarıyoruz (önceki 3,50 EUR), önerimizi de AL olarak koruyoruz. Yukarı yönlü hedef fiyat güncellememizin ana nedenleri arasında uluslararası yolcu hacimlerinde beklenenden daha hızlı toparlanma, hizmet şirketlerinin daha yüksek katkısı, yeni uzatılan Ankara ihalesinin dahil edilmesi ve modellerimizde daha düşük risksiz getiri oranı kullanmamız yer almaktadır.

Türk havacılık sektörünün mevcut büyümesinin 2023 yılında da devam etmesini ve bunun da TAV'ın yurtiçi operasyonlarını desteklemesini öngörüyoruz. Öte yandan, TAV'ın yurt dışı operasyonlarında önemli bir gerileme beklemiyor ve mevcut yükselişin öngörülebilir gelecekte de devam edeceğini düşünüyoruz. Buna göre, TAV'ın 2023 yılında en az %16'lık EUR bazında ciro büyümesi kaydetmesini ve 2023 yılsonunda İstanbul Atatürk'ün yerine tamamen ikame etmiş olmasını bekliyoruz.

- 2022 yılında beklenenden daha iyi gerçekleşen sonuçlar.** 2022 yılında TAV'ın benzer uluslararası yolcu sayısı Kovid öncesi seviyelerin yalnızca %12 altındayken, 3Ç22'de gelirler o dönemin de %4 üzerinde gerçekleşti. Almaty dahil konsolide gelirler 3Ç19'un %40 üzerine çıkarken, tarihi zirve olan 3Ç18'deki 350 milyon EUR'ya paralel gerçekleşti. İlk tahminlerden çok daha hızlı Kovid kayıplarını telafi eden TAV'ın finansallarındaki iyileşmenin, dış talebin güçlü seyretmesini beklediğimiz 2023'te de devam edeceğini düşünüyoruz.
- 2050'ye kadar Ankara TAV'da.** TAV, Esenboğa Havalimanı'nın (ESB) 25 yıllık işletme hakkını toplam 475 milyon EUR+ KDV karşılığı kazandı. Daha çok iç hatlara yönelik olan ESB'de TAV'ın kapasiteyi dış hatlara kaydırmasını ve yeni dönemde, garanti yolcu olmaması nedeniyle şirketin şimdikinden daha yüksek gelir elde etmesini bekliyoruz. TAV Ankara hedef değerimizin ~%2'sini oluştururken, yeni anlaşmasının katkısını 0.1 EUR olduğunu hesaplıyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	5,283	130%	17,927	239%	30,288	69%	40,591	34%
VAFOK	1,565	a.d.	5,783	270%	9,298	61%	12,867	38%
Net Kar	468	a.d.	2,112	351%	2,685	27%	3,965	48%
F/K (x)	19.5		14.0		11.0		7.4	
FD/VAFOK (x)	11.5		6.1		3.8		2.6	
FD/Satış (x)	3.4		2.0		1.2		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	1.3		5.8		7.4		10.9	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-23.8%		2.7%		7.9%		30.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL**Hedef Fiyat****TL110.00****Potansiyel Getiri****35%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	TAVHL.TI / TAVHL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL81.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	29,498 / 1,572
Hisse Sayısı (mn)	363.28125
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	724.35 / 38.89

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

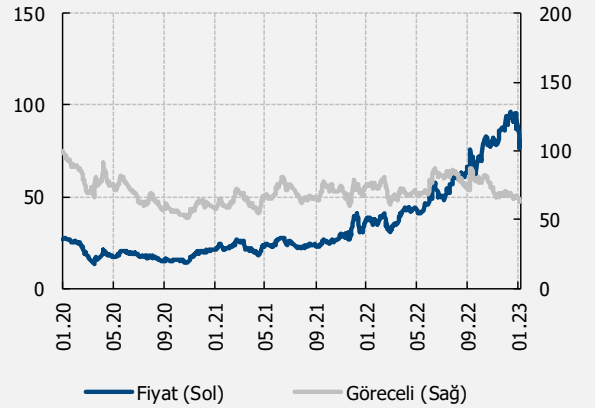
1 Aylık	96.25 / 76.30
1 Yıllık	96.25 / 30.30
Sene başından itibaren	95.95 / 76.30

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-13%	-8%
3 Aylık	15%	-18%
1 Yıllık	109%	-16%
Sene başından itibaren	-13%	-4%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökem Gökergorkem.goker@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 79 49**

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	2,297	5,283	17,927	30,288	40,591
Brüt Kar	0	0	0	0	0
Faaliyet giderleri	-3,010	-4,701	-14,077	-24,085	-31,691
VAFÖK (**)	182	1,565	5,783	9,298	12,867
Amortisman	-772	-802	-1,934	-3,095	-3,967
Faaliyet gelirleri	-591	763	3,850	6,203	8,900
Finansal gelir/gider	-997	341	-2,365	-4,049	-5,603
Diğer gelir/gider	0	0	286	0	0
İştirak Karı /Zararı	-616	-238	916	1251	1732
Vergi öncesi kar	-2,204	866	2,686	3,405	5,029
Vergi	-28	-329	-397	-511	-754
Azınlık hisseleri / diğer	0	-55	-178	-210	-310
Net Kar	-2,287	468	2,112	2,685	3,965
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	5,666	2,572	9,244	16,285	22,544
Stoklar	64	305	514	841	1,064
Ticari alacaklar	662	1,255	3,842	6,282	7,948
Diğer alacaklar	3,379	2,435	3,989	5,930	6,894
Dönen Varlıklar	9,771	6,567	17,589	29,338	38,450
Maddi duran varlıklar	1,643	5,447	10,861	17,761	22,469
Finansal yatırımlar	3,037	4,687	15,402	25,186	31,862
Diğer duran varlıklar	17,574	33,877	46,167	63,957	68,963
Duran Varlıklar	22,253	44,010	72,431	106,904	123,294
Toplam Varlıklar	32,024	50,577	90,020	136,241	161,744
Kısa vadeli finansal borçlar	6,420	5,058	9,834	13,855	15,248
Ticari borçlar	412	616	2,092	3,421	4,328
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	4,717	1,482	4,089	6,684	8,453
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,549	7,156	16,016	23,959	28,028
Uzun vadeli finansal borçlar	5,585	12,445	20,331	33,245	42,058
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	6,470	16,138	28,372	40,437	45,057
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,055	28,582	48,703	73,682	87,115
Azınlık Payları	107	220	297	419	460
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	8,312	14,619	25,005	38,181	46,140
Toplam Kaynaklar	32,024	50,577	90,020	136,241	161,744
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	25	2,492	4,337	6,974	9,651
Yatırım faaliyetlerinden	-541	-4,662	-3,530	-4,630	-528
Finansman faaliyetlerinden	688	-3,182	1,885	1,392	1,754
Temettü Ödemesi	-392	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-516	-2,170	808	2,344	9,123
Net Borç	7,309	13,359	20,922	30,815	34,761
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
VAFÖK marjı	7.9%	29.6%	32.3%	30.7%	31.7%
Net Kar marjı	a.d.	8.9%	11.8%	8.9%	9.8%
Sermaye Karlılığı	-26.7%	4.1%	10.7%	8.5%	9.4%
Satış Büyümesi	-52%	130%	239%	69%	34%
VAFÖK Büyümesi	-90%	a.d.	270%	61%	38%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	351%	27%	48%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
Net Borç / VAFÖK (x)	40.3	8.5	3.6	3.3	2.7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

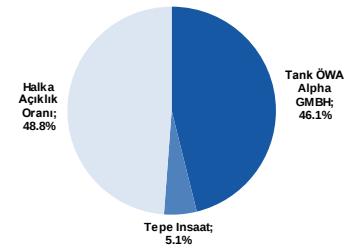
1997 yılında kurulan TAV Havalimanları Holding, Gürcistan, Makedonya, Tunus, Suudi Arabistan ve Kazakistan'da da faaliyetleri bulunan Türkiye'nin önde gelen havalimanı işletmecilerinden bir tanesidir. Şirket havalimanlarında gelir yaratabilecek bütün aktiviteleri (örneğin; duty free, yemek hizmeti, yer hizmetleri) iştirakleri aracılığıyla elde etmeye çalışmaktadır. TAV'ın gelirleri ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden olmakla birlikte yolcu trafiğine bağımlıdır. Öbür yandan giderleri TL cinsindendir ve yolcu trafiğine bağlı olmaktan ziyade sabitlenmiştir, bu da şirkete operasyonel bir kaldıraç avantajı sağlamaktadır. Bu yüzden, mevcut güçlü dış hat yolcu trafiği şirketin büyümesini desteklemeye devam ettiği gibi, marjlarda da iyileşme sağlamaktadır. Şirket faaliyetlerinde TL short pozisyon taşıdığı için, TL'nin güçsüz olmasından kısa vadede fayda sağlamaktadır.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler; i. Büyük ihaleler veya mevcut portföye eklemeler, ii. Daha yüksek yolcu trafiğini tetikleyen düşük petrol fiyatları, iii. Yönetimin temettü dağıtım politikasına olan bağlılığı

Potansiyel riskler; i. Yolcu trafiğinde düşüş; ii. Mevcut sözleşmelerin uzatılmaması ve/veya yenilerinin eklenmemesi; iv. Yolcu başına duty free harcamalarında azalma

Ortaklık Yapısı



TÜRK HAVA YOLLARI

Kusursuz toparlanma

THY için “AL” olan önerimizi, hisse başı 10 USD yeni hedef fiyatla (önceki 4.5 USD) yineliyoruz. Yolcu büyümelerinin ilk tahminlerimizden güçlü gelmesi, güçlü operasyonel marjlar, makro varsayımlarımızdaki ve değerlendirme metodolojimizdeki değişiklikler değer artışını tetikleyen ana unsurlar oldu.

Havacılık, karların talebe karşı oldukça duyarlı olduğu döngüsel bir iştir. Küresel durgunluk görünümü ve 2022’de THY hissesinin BİST-100’ün %110 üzerinde performans gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda, 2023 tahminlerimizde daha temkinli bir duruşu makul buluyoruz. Yine de 2023 tahminlerimiz 4.5x FD/VAFÖK ve 3.7x F/K çarpanına tekabül ediyor. THY hissesinin 2022 yılındaki performansından sonra herhangi bir olumsuz haber akışına ve kar realizasyonuna karşı daha hassas olduğunu düşünüyoruz. Fakat, talep ciddi anlamda daralmadığı sürece, Şirket’in güçlü finansalları yüksek değerlemeleri makulleştirecektir kanaatindeyiz..

- 2022’de her şey yolunda gitti.** THY, 2022’de ilk varsayımlarımızdan daha hızlı ve daha yüksek gerçekleşen büyümeler ve dış hatların artan payıyla rakiplerinden daha hızlı toparlanması sayesinde pazar payı elde etti. EUR karşısında güçlenen USD, 10 milyar EUR üzerinde kambiyo geliri kaydetmesini sağladı. Ayrıca, ertelenen uçak alımları da Şirket’in rekor düzeyde düşük borçluluğa ulaşmasını sağladı.
- 2023 yılında görece zayıf ama halen güçlü görünüm.** Normalleşen getiriler, artan maliyetler ve daha düşük kargo gelirleri yıllık bazda marjları baskılayacaktır ve filo genişlemesi 2023 yılında borçluluğu arttıracaktır. Ancak, şirketin mevcut ivme muhafaza edildiği takdirde, ki 2022’nin ilk çeyreği düşük baz etkisi içermektedir, şirketin 2023 yılında %14 civarında cirosunu büyütmesini ve VAFÖK marjının (THY tanımlı) +22-23% bandında olmasını bekliyoruz, ki bunlar Kovid öncesi ortalamaların oldukça üzerinde güçlü bulduğumuz seviyelerdir

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	97,378	110%	310,510	219%	496,055	60%	680,506	37%
VAFÖK	27,922	238%	75,283	170%	106,695	42%	152,485	43%
Net Kar	8,213	a.d.	44,540	442%	50,864	14%	78,464	54%
F/K (x)	2.4		4.2		3.7		2.4	
FD/VAFÖK (x)	6.4		4.9		4.5		3.3	
FD/Satış (x)	1.8		1.2		1.0		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	6.0		32.3		36.9		56.9	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	227.4%		22.3%		-3.8%		4.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL200.00

Potansiyel Getiri

48%

Fiyat Bilgileri

Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS
Kapanış Fiyatı	TL134.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	185,886 / 9,909
Hisse Sayısı (mn)	1380
Saklama Oranı	50%

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

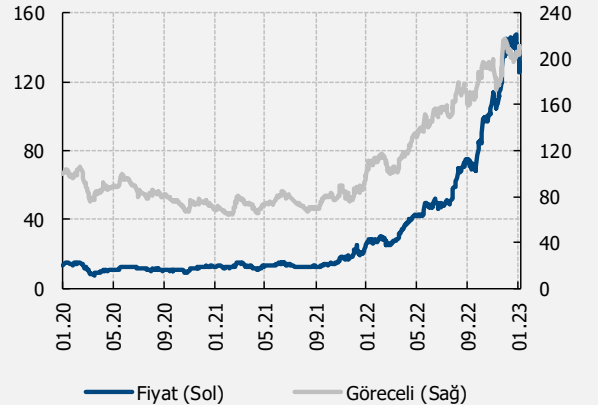
1 Aylık	147.40 / 125.30
1 Yıllık	147.40 / 25.26
Sene başından itibaren	147.40 / 125.30

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-6%	-1%
3 Aylık	53%	9%
1 Yıllık	368%	88%
Sene başından itibaren	-4%	6%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökrem Gökergorkem.goker@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 79 49**

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	46,448	97,378	310,510	496,055	680,506
Brüt Kar	2,683	22,145	72,534	101,060	148,752
Faaliyet giderleri	-6,060	-9,696	-28,184	-43,888	-59,084
VAFÖK (**)	8,261	27,922	75,283	106,695	152,485
Amortisman	11,638	15,473	30,932	49,523	62,817
Faaliyet gelirleri	-3,377	12,449	44,350	57,171	89,668
Finansal gelir/gider	-5,402	-6,870	-500	-7,485	-10,714
Diğer gelir/gider	3339	2921	4126	4432	5308
İştirak Karı /Zararı	-578	743	1772	2397	2920
Vergi öncesi kar	-6,101	9,191	49,748	56,515	87,182
Vergi	513	-977	-5,208	-5,652	-8,718
Azınlık hisseleri / diğer	0	1	0	0	0
Net Kar	-5,588	8,213	44,540	50,864	78,464
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	13,424	35,748	63,536	113,712	152,435
Stoklar	2,236	3,481	7,794	12,573	15,751
Ticari alacaklar	4,672	12,323	24,132	32,001	42,556
Diğer alacaklar	10,327	14,245	24,589	41,497	51,524
Dönen Varlıklar	30,659	65,797	120,051	199,783	262,267
Maddi duran varlıklar	138,896	259,576	393,019	693,313	870,443
Finansal yatırımlar	2,429	4,335	5,123	10,443	14,536
Diğer duran varlıklar	15,418	24,000	36,854	57,295	65,237
Duran Varlıklar	156,743	287,911	434,996	761,051	950,216
Toplam Varlıklar	187,402	353,708	555,047	960,834	1,212,483
Kısa vadeli finansal borçlar	32,726	53,464	70,447	106,242	117,486
Ticari borçlar	6,322	11,896	23,381	37,719	47,254
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	8,331	25,083	47,576	80,677	98,315
Kısa Vadeli Yükümlülükler	47,379	90,443	141,404	224,638	263,055
Uzun vadeli finansal borçlar	89,994	145,647	180,836	307,729	368,927
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	10,518	26,968	56,814	106,124	143,984
Uzun Vadeli Yükümlülükler	100,512	172,615	237,650	413,854	512,911
Azınlık Payları	9	10	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,502	90,640	175,993	322,342	436,517
Toplam Kaynaklar	187,402	353,708	555,047	960,834	1,212,483
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	5,603	49,362	97,927	133,050	174,990
Yatırım faaliyetlerinden	-3,102	-4,630	-56,532	-140,165	-166,039
Finansman faaliyetlerinden	-1,536	-22,346	-13,607	57,292	29,773
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	2,501	44,732	41,395	-7,115	8,950
Net Borç	109,296	163,363	187,747	300,259	333,978
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	5.8%	22.7%	23.4%	20.4%	21.9%
VAFÖK marjı	17.8%	28.7%	24.2%	21.5%	22.4%
Net Kar marjı	a.d.	8.4%	14.3%	10.3%	11.5%
Sermaye Karlılığı	-13.9%	12.6%	33.4%	20.4%	20.7%
Satış Büyümesi	-38%	110%	219%	60%	37%
VAFÖK Büyümesi	-31%	238%	170%	42%	43%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	442%	14%	54%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	2.8	1.8	1.1	0.9	0.8
Net Borç / VAFÖK (x)	13.2	5.9	2.5	2.8	2.2

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

1933 yılında kurulan Türk Hava Yolları, 1Q22 sonu itibarıyla 373 uçaklık bir filo ile faaliyet gösteren şirketin ana stratejisi, İstanbul'un konum avantajını kullanarak transfer yolcuları üzerinden büyüme. Şirketin son on yılda dünya ortalamasından daha hızlı büyümesi, 2016'dan itibaren çeşitli nedenlerle kesintiye uğramış ve 2020'de Covid-19'un patlak vermesiyle dibe vurmuştur. Ancak, Covid-19 ile ilgili kısıtlamaların kaldırılmasının ardından 2H21'den itibaren şirket, emsallerinden beklenenimizden çok daha güçlü bir kapasite büyümesi sergilemiş ve kriz öncesi değerleri öngörülenden erken yakalamıştır.

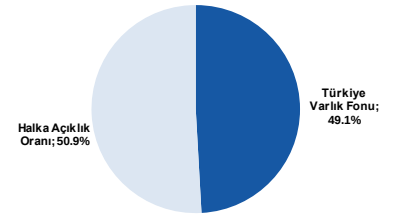
Covid-19 salgınının ardından, kısıtlamalar nedeniyle havayolları kapasite sunmakta zorlanınca, değerlemelerimizi hedef FD/VAFÖK çarpanından hedef P/DDe dönmüştük. Covid'in bittiğine ve görünümün artık çok daha netleşmesinin ardından önceki hedef FD/VAFÖK çarpan metodolojimize dönüyoruz. Buna göre, şirketi 2023 tahminlerimize uyguladığımız 5,4x'lik FD/VAFÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz. Hedef çarpanı dayandırdığımız temel varsayımlar, önümüzdeki iki yılda %8'lik NOPAT YBBO ile %12'lik FAVÖK marjı ve %12'lik ROIC ve ardından %4'lük büyüme ile %11'lik bir ROIC. USD WACC'miz %10.0'dır.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler; i. Canlı talebe ve iyileşen yolcu yüklemeye faktörüne işaret edebilecek güçlü trafik verileri; ii. Yolcu birim gelirlerinde iyileşme ve daha güçlü marjlar;

Potansiyel riskler; i. Düşük yolcu yüklemeye faktörü ve düşük talep ii. Beklentilerimizden daha çok düşen yolcu birim ücret gelirleri; iii. Menfi ii parite ve petrol fiyatı hareketleri.

Ortaklık Yapısı

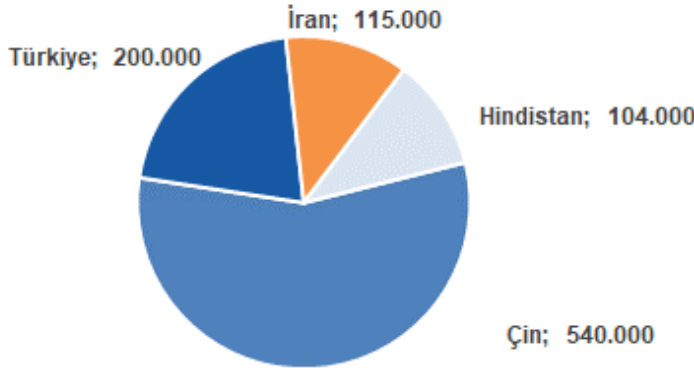


Talep canlılığını koruyor

Akrilik elyaf için olumlu bir görünüm hakim. 2022 yılının ikinci yarısında ekonomik aktiviteler yavaşlamaya başlamış ve bir çok sektörde resesyon endişeleri oluşmuştu. Akrilik elyaf talebinde ise global tüketim seviyesinde gözle görülür bir düşüş gerçekleşmedi. Küresel akrilik elyaf talebi şu anda 1,4 milyon ton seviyesinde ve teknik elyaflara olan talep nedeniyle değer zincirinde önemli bir yere sahip olduğu için öngörülebilir gelecekte bu seviyelerde kalması bekleniyor. Uzun yıllardır dış mekan ve endüstriyel alanlarda kullanılan ve güçlü bir pazar payı pozisyonuna sahip olan teknik elyaflar, pandemi döneminde performans iç mekan ürünlerinde kullanılmaya başlandı. Bu ürünler temizlenebilir ve uzun ömürlü oldukları için özellikle iç döşemelik kumaş sektöründe kullanımları artmıştır. Dış mekan kumaşların ihtiyacı olan teknik ipliğe artan talep karşısında Aksa Akrilik 2024 yılında devreye girmesi planlanan yıllık 7 bin ton kapasiteye sahip iplik tesis yatırımına karar verdi.

Aksa Akrilik, tek çatı altında toplanmış dünyanın en büyük akrilik elyaf üreticisidir. Avrupa'nın önde gelen üreticilerinden Dralon'un konkordato sürecinin sonucunda faaliyetlerini tamamen durdurması, Aksa'nın yakın pazarlardaki talebin büyük kısmını elde etmesini sağladı. Aksa, ana pazarlara yakınlığı, rekabet avantajı ve önemli oyuncularından bir tanesinin faaliyetlerine son vermesi Şirket'in pozisyonunu güçlendiren unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır. 2023 yılında da devreye almayı planladığı 35 bin ton yeni kapasitesiyle ilave talebi karşılamayı hedefliyor.

Şekil 1: Küresel Akrilik Tüketiminin Başlıca Dağılımı (ton)



Kaynak: Aksa Akrilik

DowAksa, Türkiye'nin ilk ve tek, dünyada ise sayılı karbon elyaf üreticisidir. Diğer küresel oyuncular Toray Industries, Teijin Limited, Mitsubishi Rayon Corp., Hexcel ve SGL Carbon Group olarak sıralanabilir. DowAksa, başta rüzgar türbini sektörü olmak üzere bir çok sektöre girdi sağlamaktadır. Yakın dönemde 250 bin ton seviyesine gelmesi beklenen karbon elyaf talebinin ağırlıklı olarak rüzgar enerjisi ve otomotiv gibi sektörlerde olması bekleniyor. DowAksa'nın da bu alanda önemli global şirketler ile uzun vadeli ticari ve stratejik ürün geliştirme anlaşmaları olup hızla kapasite artışları ile büyümeye devam etmeyi hedefliyor. %95 civarında kapasite kullanıma ulaşan DowAksa'nın 2Ç23'de devreye girmesi planlanan 3 bin ton kapasiteli yeni hat yatırımı ile toplam kapasitesinin 9 bin ton'a ulaşması hedefleniyor.

AKSA AKRILIK

Fiyatlama gücü devam ediyor...

AKSA Akrilik hedef fiyatımızı makro varsayımlarımızda yaptığımız değişiklikler sonra hisse başı 83.8 TL'den 108 TL'ye yükseltiyoruz ve AL olan tavsiyemizi yineliyoruz.

2022 yılsonu tahminlerimiz yıllık bazda %116'lık bir gelir artışına ve yaklaşık 3.7 baz puanlık VAFÖK marj artışına işaret ediyor. İç pazarda daha düşük fiyatlar ve daha ucuz navlun maliyetleriyle Çin ihracatında bir artış görmeyi bekliyoruz. Fakat, Akse'nin önemli pazarlara yakınlığı, ölçek ekonomisinden kaynaklanan maliyet avantajları ve yüksek ürün kalitesi sayesinde 2023 yılında VAFÖK marjını %25 seviyesinde koruyabileceğini düşünüyoruz.

- Ana faaliyet alanında güçlü büyüme hakim** - Son zamanlarda akrilik elyaf talebinde bir miktar toparlanma gözlemliyoruz. Özellikle giyim alanında kullanımın artması büyümeyi destekleyen unsur olarak önce çıkmaktadır. Dünya'nın en büyük beşinci pamuk üreticisi olan Pakistan'daki sel felaketi ve ABD'deki kuraklık sonucu pamuk fiyatlarında yaşanan artış da akrilik elyaf talebini destekleyen diğer unsurlar arasındadır. Akse 9A21'de kaydettiği %88 kapasite kullanım oranına karşılık 9A22'de %96'lık KKO elde etti. Yüksek talebi karşılayabilmek adına Şirket'in mevcut üretim kapasitesini 330 bin ton'dan 2023 yılında 365 bin ton'a çıkarma planını olumlu karşılıyoruz. 2022-2024 yılları arasında TL bazında %29'luk ciro YYBO elde etmesini bekliyoruz.
- Karbon fiber alanında yeni anlaşmaların etkisini finansallara yansımaları bekleniyor** – 2022 yılının özellikle ilk yarısında karlılık artan maliyetlerin satış fiyatlarına tam olarak yansıtılamamasından ve Avro'nun dolar karşısında değer kaybetmesi nedeniyle oldukça zayıftı. 2023' de artacak kapasitenin sağlayacağı maliyet avantajları ve yeni fiyat anlaşmalarının olumlu katkısının 2023 yılında Şirket finansallarına yansımalarını bekliyoruz. Akse Akrilik, Dow Akse ortaklığını öz sermaye metoduna göre konsolide etmektedir, ve buradan 2023 yılında 6 milyon dolar gelir öngörmekteyiz.
- Riskler-** (i) Hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar, (ii) Talebin daralması ve (iii) Makroekonomik koşullarda bozulma.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	8,348	103%	18,069	116%	24,211	34%	30,094	24%
VAFÖK	1,702	85%	4,360	156%	6,069	39%	7,400	22%
Net Kar	1,167	165%	2,872	146%	3,867	35%	5,722	48%
F/K (x)	5.3		8.7		6.5		4.4	
FD/VAFÖK (x)	3.7		6.2		4.5		3.6	
FD/Satış (x)	0.8		1.5		1.1		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	3.6		8.9		11.9		17.7	
Temettü Verimi (*)	4.6%		2.4%		5.9%		8.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	38.3%		-2.7%		6.8%		12.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL108.00

Potansiyel Getiri

40%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSA.TI / AKSA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL77.30
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	25,026 / 1,334
Hisse Sayısı (mn)	323.75
Saklama Oranı	37%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	312.71 / 16.80

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

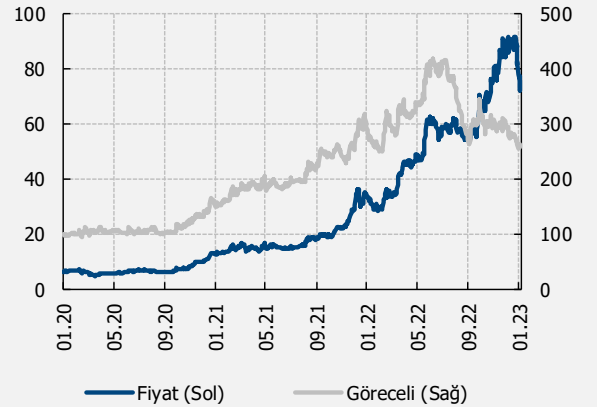
1 Aylık	91.95 / 72.10
1 Yıllık	91.95 / 28.52
Sene başından itibaren	91.95 / 72.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-16%	-11%
3 Aylık	17%	-17%
1 Yıllık	140%	-3%
Sene başından itibaren	-16%	-7%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	4,110	8,348	18,069	24,211	30,094
Brüt Kar	968	1,844	4,690	6,499	7,947
Faaliyet giderleri	-174	-281	-579	-766	-958
VAFÖK (**)	919	1,702	4,360	6,069	7,400
Amortisman	125	139	249	336	412
Faaliyet gelirleri	794	1,562	4,111	5,733	6,988
Finansal gelir/gider	-348	-201	-631	-1,024	-408
Diğer gelir/gider	32	-316	-215	-305	-192
İştirak Karı /Zararı	8	45	9	146	343
Vergi öncesi kar	486	1,091	3,274	4,550	6,732
Vergi	-53	35	-402	-682	-1,010
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	440	1,167	2,872	3,867	5,722
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	906	2,836	1,807	2,421	2,708
Stoklar	631	1,559	2,141	2,834	3,322
Ticari alacaklar	830	1,143	2,530	2,663	2,708
Diğer alacaklar	287	491	688	967	1,012
Dönen Varlıklar	2,654	6,028	7,165	8,885	9,751
Maddi duran varlıklar	1,577	2,071	3,266	4,979	6,927
Finansal yatırımlar	389	778	1,093	1,239	1,582
Diğer duran varlıklar	307	566	815	928	997
Duran Varlıklar	2,272	3,415	5,175	7,147	9,506
Toplam Varlıklar	4,926	9,443	12,340	16,032	19,257
Kısa vadeli finansal borçlar	716	2,364	2,693	3,468	3,366
Ticari borçlar	764	3,167	3,002	2,980	2,981
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	339	377	383	499	494
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,818	5,908	6,079	6,947	6,841
Uzun vadeli finansal borçlar	1,184	611	1,025	1,455	1,244
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	57	90	129	129	129
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,242	701	1,154	1,584	1,373
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,866	2,834	5,107	7,501	11,043
Toplam Kaynaklar	4,926	9,443	12,340	16,032	19,257
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	862	2,911	744	3,760	5,424
Yatırım faaliyetlerinden	-408	-550	-1,409	-2,049	-2,359
Finansman faaliyetlerinden	-189	-460	-360	-1,092	-2,776
Temettü Ödemesi	-239	-282	-599	-1,473	-2,180
Serbest Nakit Akışı	454	2,361	-665	1,711	3,064
Net Borç	957	139	1,912	2,502	1,901
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	23.6%	22.1%	26.0%	26.8%	26.4%
VAFÖK marjı	22.4%	20.4%	24.1%	25.1%	24.6%
Net Kar marjı	10.7%	14.0%	15.9%	16.0%	19.0%
Sermaye Karlılığı	25.9%	49.7%	72.3%	61.4%	61.7%
Satış Büyümesi	13%	103%	116%	34%	24%
VAFÖK Büyümesi	60%	85%	156%	39%	22%
Net Kar Büyümesi	58%	165%	146%	35%	48%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.5	0.0	0.4	0.3	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	1.0	0.1	0.4	0.4	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanıtımı

Aksa Akrilik yıllık 330 bin ton kapasitesi ile dünyadaki en büyük, Türkiye'deki tek akrilik elyaf üreticisidir. Şirket'in 5 kıtada, 50'den fazla ülkede 300'e yakın müşteri bulunmaktadır. 2001 yılında outdoor elyaf üretimine başlayan Aksa, flock tow, homopolimer ve filament iplik ürünleriyle de teknik elyafındaki iddiasını her geçen gün artırmaktadır.

50/50 ortak girişimi olarak kurulan DowAksa enerji, ulaşım, savunma ve alt yapı sektörleri başta olmak üzere endüstriyel sektörlere karbon elyaf kompozit çözümleri sağlamaktadır.

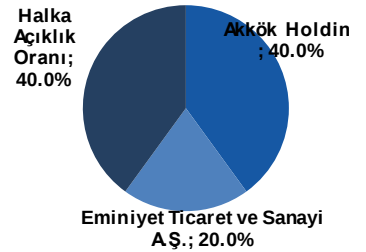
Aksa Akrilik son 12 ayda 2.4 milyar TL net kar ve 3.8 milyar TL VAFÖK açıkladı.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Karbon elyaf alanında yeni anlaşmalar; (ii) Katma değerli teknik elyafın toplamda payının artması ve; (iii) Dünyanın en büyük üçüncü akrilik elyaf pazarı İran'a uygulanan ambargolarının kalkması.

Potansiyel riskler: (i) Zayıf fiyat-maliyet makası; (ii) Hammadde maliyetleri toplam satılan malların maliyetlerinin %70'ini oluşturduğundan beklentilerin üzerinde artan hammadde maliyeti; (iii) Korumacı önlemler; (iv) Yeni açıklanan yatırımlarda gecikme ve maliyet aşımı ve (v) Satışlar dolar bazlı olmasından ve maliyetlerin %30' unun TL bazlı olmasından dolayı TL'nin değer kazanması

Ortaklık Yapısı



Anadolu Grubu Holding

Mevcut seviye yatırım için fırsat sunuyor

Anadolu Grubu Holding (AGHOL) için 12 aylık yeni hedef fiyatımızı 134,0 TL olarak belirledik (önceki: 68,3 TL) ve önerimizi %47 getiri potansiyeli ile birlikte AL olarak değiştirdik (önceki: Endeks Altı Getiri). Hedef fiyatımızdaki değişiklik temelde şirketin inceleme kapsamımızdaki iştiraklerindeki hedef değer değişikliklerine ve TOGG'un defter değerinden hesaplamalarımıza eklenmesine dayanıyor. Hisse özellikle Türkiye'deki ve hızlı büyüyen çevre ülkelerdeki tüketim sektörlerine bir yatırım fırsatı sunuyor. Şirketin halka açık ana iştirakleri olan inceleme kapsamımızdaki CCOLA, AEFES ve MGROS hisseleri için yatırım açısından olumlu görüşe sahibiz. Bunun yanı sıra AGHOL'un Net Borç/VAFÖK oranında 3Ç18'deki 3,7x seviyesinden 3Ç22'deki 0,8x seviyesine doğru kaydettiği gelişimi takdirle karşılıyoruz. Bu gelişimi sağlayan unsurlar güçlü nakit yaratımı, varlık satışları ve etkin bilanço yönetimi oldu. %40 düzeyinde ulunan mevcut net aktif değer (NAD) iskontosu da son 1 yıl ortalaması olan %35'in üzerinde yer alıyor.

- Ana iştirakler için olumlu görüşe sahibiz.** Şirketin halka açık ana varlıkları olan ve aynı zamanda inceleme kapsamımızdaki AEFES, CCOLA ve MGROS için AL önerimiz bulunuyor. İçecek operasyonları için kuvvetli nakit akışını ve yurt dışındaki güçlü büyüme görünümünü beğeniyoruz. MGROS açısından ise özellikle sektördeki kuvvetli konumu, bilançosunda sağladığı gelişim ve hızlanan satış büyümesine olumlu yaklaşıyoruz.
- Borçlulukta göz alıcı bir düşüş.** Son yıllarda artan karlılık, güçlü nakit kışı, varlık satışları ve başarılı bilanço yönetimi sayesinde konsolide Net Borç/VAFÖK oranı 3Ç18'de 3,7x iken 3Ç22 itibarıyla 0,8x'e geriledi. Bunun yanı sıra özellikle döviz açık pozisyonu da bu süre içerisinde 0,7 milyar dolardan 0,2 milyar dolara geriledi.
- Riskler --** i) Makroekonomik ve jeopolitik riskler, ii) Yasal düzenleme riskleri, iii) Rekabete bağlı riskler, iv) Hammaddede fiyatları.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	82,741	33%	172,049	108%	267,892	56%	351,982	31%
VAFÖK	10,420	31%	24,402	134%	37,392	53%	52,525	40%
Net Kar	1,291	a.d.	3,550	175%	5,963	68%	10,905	83%
F/K (x)	5.1		6.2		3.7		2.0	
FD/VAFÖK (x)	5.3		3.6		2.4		1.8	
FD/Satış (x)	0.7		0.5		0.3		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	5.3		14.6		24.5		44.8	
Temettü Verimi (*)	1.1%		0.4%		0.6%		0.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-217.3%		-70.0%		14.0%		61.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL134.00

Potansiyel Getiri

47%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL91.05
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	22,174 / 1,182
Hisse Sayısı (mn)	243.534518
Saklama Oranı	34%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	175.86 / 9.44

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

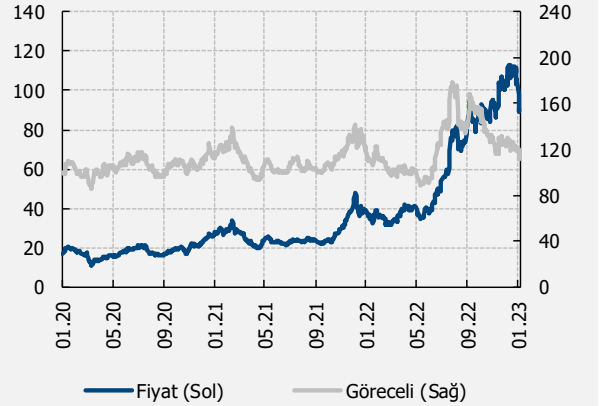
1 Aylık	113.00 / 89.60
1 Yıllık	113.00 / 31.48
Sene başından itibaren	111.80 / 89.60

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-15%	-10%
3 Aylık	3%	-27%
1 Yıllık	151%	1%
Sene başından itibaren	-18%	-9%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA
behlul.katas@ykyatirim.com.tr
 +90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	62,081	82,741	172,049	267,892	351,982
Brüt Kar	18,104	24,548	52,172	82,560	108,542
Faaliyet giderleri	13,297	17,629	32,535	52,914	67,508
VAFÖK (**)	7,945	10,420	24,402	37,392	52,525
Amortisman	3,138	3,501	4,764	7,746	11,491
Faaliyet gelirleri	4,807	6,919	19,637	29,646	41,034
Finansal gelir/gider	-3,069	-1,910	-6,497	-7,266	-6,639
Diğer gelir/gider	-293	-69	-306	-2379	-3552
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,445	4,940	12,834	20,001	30,844
Vergi	-903	-1,398	-3,870	-6,169	-8,971
Azınlık hisseleri / diğer	-893	-2,251	-5,415	-7,869	-10,968
Net Kar	-351	1,291	3,550	5,963	10,905
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	12,942	16,294	36,873	53,296	68,623
Stoklar	7,169	11,423	21,614	32,427	42,029
Ticari alacaklar	3,429	5,993	15,274	21,322	28,273
Diğer alacaklar	2,954	4,341	6,613	13,968	17,783
Dönen Varlıklar	26,495	38,051	80,374	121,013	156,708
Maddi duran varlıklar	16,370	25,940	33,117	38,833	46,366
Finansal yatırımlar	11	97	131	151	173
Diğer duran varlıklar	30,397	48,204	73,782	80,468	84,139
Duran Varlıklar	46,778	74,241	107,030	119,452	130,678
Toplam Varlıklar	73,273	112,292	187,404	240,465	287,386
Kısa vadeli finansal borçlar	9,106	13,069	20,870	30,924	46,588
Ticari borçlar	14,286	23,327	42,634	59,604	73,847
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	4,591	7,160	13,129	19,345	24,952
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27,984	43,556	76,633	109,873	145,388
Uzun vadeli finansal borçlar	16,691	21,794	29,699	32,445	34,742
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	4,404	7,619	14,199	24,489	25,926
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,095	29,413	43,898	56,934	60,668
Azınlık Payları	18,435	30,335	52,495	56,539	60,390
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	24,195	39,323	66,873	73,658	81,330
Toplam Kaynaklar	73,273	112,292	187,404	240,465	287,386
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	4,794	8,197	11,846	12,678	21,878
Yatırım faaliyetlerinden	-2,182	-21,499	-25,709	-6,838	-3,844
Finansman faaliyetlerinden	2,194	12,281	22,286	23,090	19,399
Temettü Ödemesi	-40	-70	-90	-140	-141
Serbest Nakit Akışı	2,055	-14,261	-15,526	3,099	13,555
Net Borç	12,854	18,569	13,695	10,072	12,708
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	29.2%	29.7%	30.3%	30.8%	30.8%
VAFÖK marjı	12.8%	12.6%	14.2%	14.0%	14.9%
Net Kar marjı	a.d.	1.6%	2.1%	2.2%	3.1%
Sermaye Karlılığı	-1.5%	4.1%	6.7%	8.5%	14.1%
Satış Büyümesi	39%	33%	108%	56%	31%
VAFÖK Büyümesi	41%	31%	134%	53%	40%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	175%	68%	83%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.5	0.5	0.2	0.1	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	1.6	1.8	0.6	0.3	0.2

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

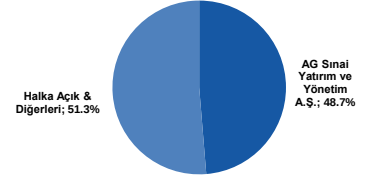
(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanıtımı

AGHOL Türkiye ve çevre ülkelerdeki tüketim sektörlerine bir şemsiye altında yatırım fırsatı sunuyor. Şirket içecek (AEFES&CCOLA), gıda perakende (MGROS), otomotiv, çeşitli endüstriyel alanlar ve enerji iş kollarında faaliyet gösteriyor.

Şirketin hissedarlık yapısına batığımızda ise AG Sınai Yatırım ve Yönetim A.Ş. %48,7 paya sahip. Geri kalanlar ise halka açık ve diğer hisseler.

Ortaklık Yapısı



ALARKO HOLDİNG

Cazip kalmaya devam ediyor

Alarko Holding için NAD analizine ve %30 NAD iskontosuna dayanan hedef fiyatımızı operasyonel tahminlerimizde ve makro varsayımlarımızda yaptığımız değişiklikler sonucunda 106,0 TL'ye yükselttik (önceki 100,0 TL) ve AL önerimizi koruduk. Hisse 2Y21-2022 döneminde güçlü spot elektrik fiyatlarından BIST içerisinde en çok faydalanan isimlerden biri olmaya devam ediyor. Bunun yanı sıra elektrik dağıtım işinde de net kar 9A22 döneminde yıllık %257 büyüyerek bizim beklentimizi bir hayli aştı. 2023 yılı için kömür tahminimizi ton başına 170 dolar olarak belirlerken spot elektrik fiyatı beklentimizi de MWh başına 130 dolar olarak belirledik. Bu tahminler ışığında 11,5 milyar TL olarak belirlediğimiz 2023 net kar tahminimiz cazip diyebileceğimiz 2,7x F/K çarpanıyla işlem görüyor. Dolayısıyla hisse için olumlu görüşümüzü koruyoruz. Şirketin 1.000 MW elektrik depolama tesisi için EPDK'ya yaptığı başvuru sonucu alınacak olası teşviklerin sayısal etkisini hesaplamak bu aşamada zor olsa da orta vadede hisse açısından olumlu olabilir.

- **Sürdürülebilir karlılık.** 3Ç22 sonuçları sonrasında özellikle elektrik dağıtım (Meram) iş kolunda karlılıkta yaşanan pozitif sürprizle birlikte 2022 net kar tahminimizi 10,2 milyar TL'den 11,6 milyar TL'ye yükseltmiştik ki bu şirket yönetiminin 8,5-9,0 milyar TL öngörüsünün bir hayli üzerinde. 2023 içinse 170 dolar (2022: 105 dolar) ve MWh başına 130 dolar (2022: 160 dolar) elektrik fiyatıyla 11,5 milyar TL olan net kar tahminimiz geçen seneki karlılığın tekrar edilebileceğine işaret ediyor.
- **İyi bir yıla güçlü bir bitiriş.** Şirket 9A22 Meram dağıtım bölgesi özellikle iş modeli itibarıyla enflasyona karşı koruma sağlarken 9A22 döneminde 7,4 milyar TL net kar elde etti ve 9A21'deki 0,5 milyar TL'ye göre ciddi bir gelişim kaydetti. 4Ç22'de genel olarak faaliyet dinamiklerindeki güçlü seyir devam ettiği için konsolide net karın bir önceki yıla göre beş katına çıkarak 4,1 milyar TL olmasını bekliyoruz.
- **Riskler** i) Beklenenden düşük tarifeler ii) Regülasyon riskleri iii) Taahhüt iş kolunda beklenenden yavaş büyüme.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	2,017	95%	5,711	183%	9,214	61%	11,050	20%
VAFOK	-83	a.d.	903	a.d.	1,373	52%	1,645	20%
Net Kar	1,274	59%	11,568	a.d.	11,438	-1%	12,577	10%
F/K (x)	3.4		2.7		2.7		2.5	
FD/VAFOK (x)	a.d.		27.1		17.4		10.1	
FD/Satış (x)	2.1		4.3		2.6		1.5	
Hisse Başına Kar (TL)	2.9		26.6		26.3		28.9	
Temettü Verimi (*)	1.4%		7.5%		7.3%		7.3%	
Serbest Nakit Akış Verimi	2.2%		14.1%		6.0%		26.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL**Hedef Fiyat****TL106.00****Potansiyel Getiri****50%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	ALARK.TI / ALARK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL70.85
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	30,820 / 1,643
Hisse Sayısı (mn)	435
Saklama Oranı	26%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	927.81 / 49.83

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

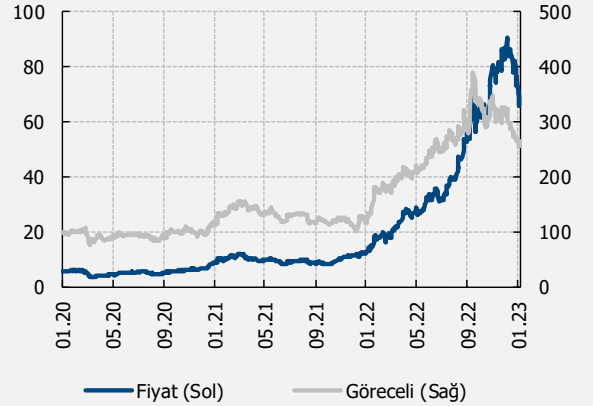
1 Aylık	90.65 / 65.65
1 Yıllık	90.65 / 13.31
Sene başından itibaren	82.30 / 65.65

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-22%	-18%
3 Aylık	12%	-20%
1 Yıllık	395%	99%
Sene başından itibaren	-14%	-5%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Katas, CFAbehlul.katas@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 66**

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	1,032	2,017	5,711	9,214	11,050
Brüt Kar	390	30	1,430	2,295	2,750
Faaliyet giderleri	118	162	571	971	1,155
VAFÖK (**)	309	-83	903	1,373	1,645
Amortisman	37	49	44	50	50
Faaliyet gelirleri	272	-132	859	1,323	1,595
Finansal gelir/gider	-51	-57	-55	0	0
Diğer gelir/gider	727	1721	11540	10993	11883
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	948	1,532	12,344	12,316	13,478
Vergi	-42	52	-165	-222	-270
Azınlık hisseleri / diğer	-104	-309	-612	-656	-631
Net Kar	802	1,274	11,568	11,438	12,577

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	1,112	1,325	8,364	9,833	17,945
Stoklar	113	279	1,289	2,080	2,495
Ticari alacaklar	297	535	2,015	3,251	3,898
Diğer alacaklar	142	295	836	1,349	1,618
Dönen Varlıklar	1,665	2,434	12,505	16,513	25,956
Maddi duran varlıklar	365	892	402	451	493
Finansal yatırımlar	1,188	2,471	7,721	10,721	15,221
Diğer duran varlıklar	875	1,335	1,853	2,402	2,815
Duran Varlıklar	2,428	4,698	9,976	13,574	18,530
Toplam Varlıklar	4,093	7,132	22,481	30,087	44,486
Kısa vadeli finansal borçlar	101	165	467	753	903
Ticari borçlar	144	385	1,090	1,759	2,109
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	505	1,577	4,275	2,083	5,987
Kısa Vadeli Yükümlülükler	750	2,126	5,832	4,595	9,000
Uzun vadeli finansal borçlar	100	52	32	12	-8
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	358	395	533	723	925
Uzun Vadeli Yükümlülükler	458	447	565	735	917
Azınlık Payları	584	867	1,479	2,135	2,766
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,886	4,559	16,084	24,757	34,569
Toplam Kaynaklar	4,093	7,132	22,481	30,087	44,486

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,017	2,093	12,454	7,702	15,697
Yatırım faaliyetlerinden	-731	-1,734	-5,778	-3,569	-4,933
Finansman faaliyetlerinden	46	319	405	320	-694
Temettü Ödemesi	-34	-60	-2,300	-2,250	-2,251
Serbest Nakit Akışı	119	94	4,353	1,836	8,238
Net Borç	-912	-1,108	-7,865	-9,068	-17,050

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	37.8%	1.5%	25.0%	24.9%	24.9%
VAFÖK marjı	30.0%	a.d.	15.8%	14.9%	14.9%
Net Kar marjı	77.7%	63.2%	202.5%	124.1%	113.8%
Sermaye Karlılığı	32.8%	34.2%	112.1%	56.0%	42.4%
Satış Büyümesi	-26%	95%	183%	61%	20%
VAFÖK Büyümesi	7%	a.d.	a.d.	52%	20%
Net Kar Büyümesi	108%	59%	a.d.	-1%	10%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

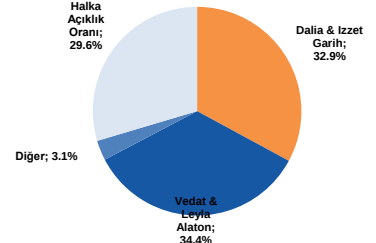
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Alarko Holding BIST-100 içerisindeki en önemli enerji oyuncularından biri konumunda. Özellikle Cengiz Holdingle olan ortak girişim grubu şirketi aracılığıyla Meram Elektrik Dağıtım'a ve Karabiga'daki 1.320 MW kurulu güce sahip kömür santraline iştirakleri bulunmaktadır. Şirket ayrıca iki hidro elektrik santraline ve bir de yine Cengiz Holding'le olan ortaklığı aracılığıyla 51 MW kurulu güce sahip güneş enerjisi santraline sahiptir. Alarko Holding ayrıca taahhüt, turizm alanlarında da faaliyet göstermekte olup halka açık Alarko Carrier'da %43 Alarko GYO'da ise %51 paya sahiptir. .

Ortaklık Yapısı



ENKA İNŞAAT

Güçlü faaliyet yapısı, cazip değerlendirme

Enka için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında 30,3 TL'den 50,5 TL'ye yükseltirken tavsiyemizi %61 getiri potansiyeli ile AL olarak devam ettiriyoruz. Enka'nın yaklaşık 5 milyar dolar düzeyindeki net nakit pozisyonu piyasa değerinin yaklaşık %50'sine denk geliyor ve şirkete çok önemli bir defansif karakter kazandırıyor. Ayrıca şirketin neredeyse tamamı döviz bazlı olan operasyonları da TL'deki oynaklıklara karşı önemli bir koruma sağlıyor. İnşaat tarafındaki güçlü karlılık görünümü devam ederken, büyük çapta yeni projelerin gelme ihtimali de hissede heyecan yaratıyor. Şirketin elektrik santralleri de spot elektrik fiyatlarının kuvvetli seyrinden olumlu etkileniyor. Buna ek olarak 2023 tahminleri üzerinden 4,3x olan FD/VAFÖK çarpanı göz ardı edilemeyecek derecede düşük seviyede. Hisse aynı zamanda Model Portföyümüzde yer alıyor ve portföye giriş yaptığı Kasım 2022'den beri %29 rölatif getiri sağladı.

- Güçlü defansif yapı.** Şirketin gelirleri hem taahhüt hem de emlak kiralama tarafında döviz bazlı. Dolayısıyla Enka faaliyetler tarafında TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor. Bunun yanı sıra özellikle bilançoda taşınan yaklaşık 5 milyar dolar (2022 sonu beklentimiz) net nakit de hisse açısından önemli bir korunak yaratıyor. Bu faktörler Enka'yı BIST içerisinde en kuvvetli defansif oyuncularından biri yapıyor.
- Taahhüt tarafından göz alıcı performans.** Taahhüt iş kolu 2021 başından beri %25'in üzerinde VAFÖK marjı yaratırken normal seviyelerinin yaklaşık 10 puan üzerinde ve bizim beklentilerimizi aşan bir performans sergiledi. Bu nedenle 2023 ve 2024 için bu iş kolundaki VAFÖK marjı tahminimizi %22'den %25'e yükselttik.
- Büyük çaplı yeni proje mi geliyor?** Bazı yabancı medya kaynaklarının iddialarına göre Güney Koreli Kepco Sinop'ta nükleer santral yapımı için (kaynaklara göre 31 milyar dolar toplam yatırım bedeli) Türkiye ile görüşmeler yürütüyor. Haberin doğruluğunu bilmiyoruz ama daha önce yıllarda Kepco ile böyle bir yatırım için işbirliği yapmak üzere anlaşmıştı. Dolayısıyla Kepco böyle bir projeyi üstlenirse Enka'nın da projeye dahil olması söz konusu olabilir.
- Riskler --** i) Beklenenden daha düşük miktarda yeni inşaat projesi ii) Düşük kiralama oranları iii) Rusya'da yaşanabilecek makro zayıflıklar

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	25,782	122%	59,295	130%	81,737	38%	102,795	26%
VAFÖK	6,809	141%	13,836	103%	18,731	35%	24,473	31%
Net Kar	5,159	15%	1,778	-66%	14,113	a.d.	18,330	30%
F/K (x)	10.7		a.d.		13.3		10.3	
FD/VAFÖK (x)	-1.7		7.6		4.3		2.1	
FD/Satış (x)	-0.5		1.8		1.0		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.9		0.3		2.5		3.3	
Temettü Verimi (*)	3.6%		4.4%		2.6%		2.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	9.5%		-0.3%		6.4%		9.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL50.50

Potansiyel Getiri

61%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ENKAI.TI / ENKAI.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL31.38
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	188,280 / 10,037
Hisse Sayısı (mn)	6000
Saklama Oranı	12%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,938.48 / 103.82

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

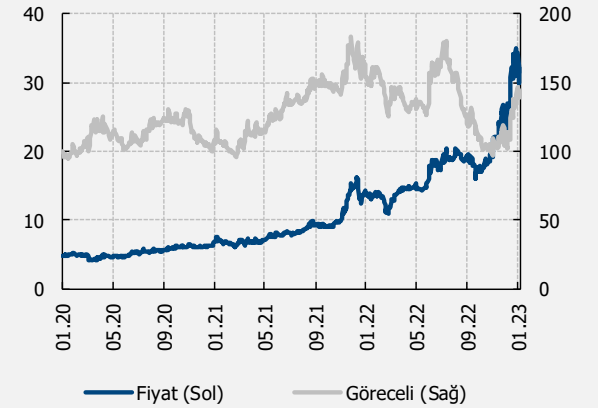
1 Aylık	35.04 / 23.30
1 Yıllık	35.04 / 10.89
Sene başından itibaren	35.04 / 29.84

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	28%	35%
3 Aylık	84%	31%
1 Yıllık	134%	-6%
Sene başından itibaren	-5%	5%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	11,617	25,782	59,295	81,737	102,795
Brüt Kar	2,899	6,709	14,101	19,090	24,904
Faaliyet giderleri	-732	-1,001	-2,167	-2,940	-3,533
VAFÖK (**)	2,824	6,809	13,836	18,731	24,473
Amortisman	657	1,101	1,903	2,581	3,101
Faaliyet gelirleri	2,166	5,708	11,934	16,150	21,371
Finansal gelir/gider	0	0	0	0	0
Diğer gelir/gider	3134	1258	-5619	2990	3465
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	5,300	6,966	6,315	19,140	24,836
Vergi	-782	-1,890	-4,486	-4,976	-6,457
Azınlık hisseleri / diğer	-13	83	-51	-50	-49
Net Kar	4,505	5,159	1,778	14,113	18,330
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	20,749	56,911	63,480	79,776	96,650
Stoklar	1,965	3,409	6,802	8,600	9,929
Ticari alacaklar	2,445	3,676	10,261	13,121	15,332
Diğer alacaklar	1,483	4,071	3,936	2,065	2,748
Dönen Varlıklar	26,643	68,067	84,479	103,563	124,660
Maddi duran varlıklar	9,051	11,828	36,625	47,755	56,845
Finansal yatırımlar	11,592	13,272	26,216	35,615	49,751
Diğer duran varlıklar	14,768	28,157	34,056	52,027	61,979
Duran Varlıklar	35,411	53,258	96,897	135,397	168,576
Toplam Varlıklar	62,054	121,325	181,376	238,960	293,236
Kısa vadeli finansal borçlar	547	804	1,120	1,415	1,634
Ticari borçlar	1,231	4,643	4,815	6,107	7,051
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	6,113	17,956	16,683	20,658	23,796
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,891	23,403	22,618	28,181	32,481
Uzun vadeli finansal borçlar	839	1,395	3,824	5,080	6,153
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,627	6,669	12,826	15,520	22,767
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,466	8,063	16,649	20,601	28,920
Azınlık Payları	562	881	1,505	1,902	2,196
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	49,134	88,978	142,108	190,179	231,836
Toplam Kaynaklar	62,054	121,325	181,376	238,960	293,236
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	3,970	6,544	-12,417	8,763	12,271
Yatırım faaliyetlerinden	-739	-1,142	-2,293	1	2
Finansman faaliyetlerinden	490	3,855	8,901	4,246	8,538
Temettü Ödemesi	-900	-2,000	-3,000	-4,900	-4,901
Serbest Nakit Akışı	570	5,263	-649	12,135	17,602
Net Borç	-30,956	-67,984	-84,752	-108,896	-138,615
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	25.0%	26.0%	23.8%	23.4%	24.2%
VAFÖK marjı	24.3%	26.4%	23.3%	22.9%	23.8%
Net Kar marjı	38.8%	20.0%	3.0%	17.3%	17.8%
Sermaye Karlılığı	10.2%	7.5%	1.5%	8.5%	8.7%
Satış Büyümesi	8%	122%	130%	38%	26%
VAFÖK Büyümesi	18%	141%	103%	35%	31%
Net Kar Büyümesi	16%	15%	-66%	a.d.	30%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

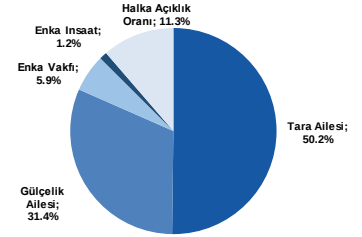
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Enka üç ana faaliyet alanına sahip; i) inşaat, ii) emlak ve iii) enerji. İnşaat tarafında eldeki işlerin %90'ından fazlası Türkiye dışında yer alıyor. Emlak tarafında şirket Moskova ve St. Petersburg'da sahip olduğu ofis ve perakende alanlarından kira gelirleri elde ediyor. Enerji tarafında ise üç doğal gaz santralinden ikisi çalışır durumdayken biri şu anda faaliyetlerini durdurmuş durumda.

Ortaklık Yapısı

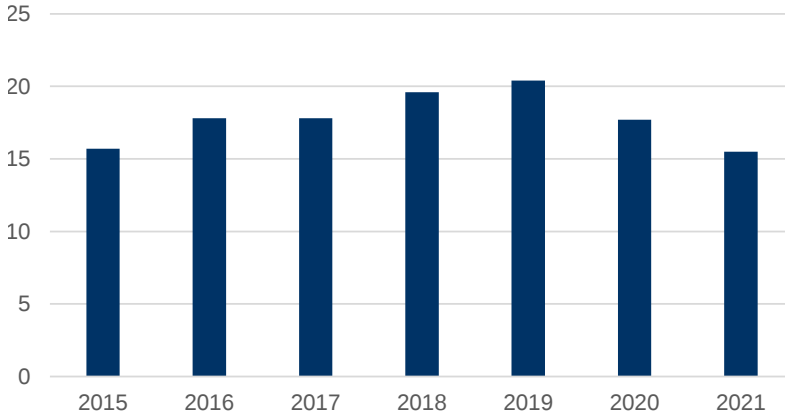


Olumlu dinamikler devam ediyor

Türkiye’de savunma sektörü hızlı büyüyor

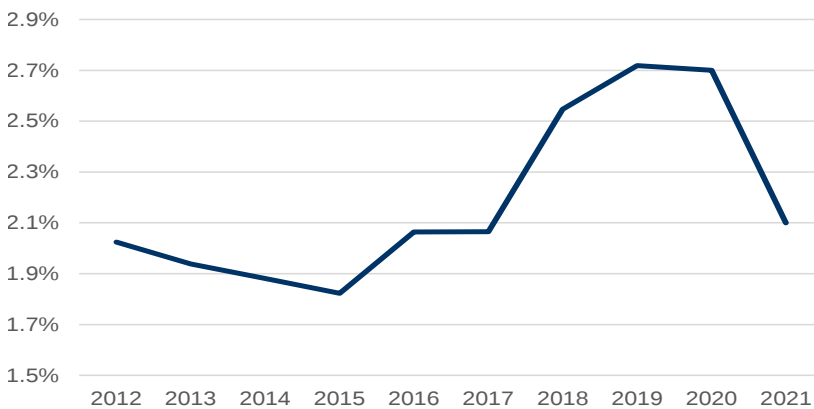
SIPRI (Stockholm Uluslararası Barış Enstitüsü) verilerine göre Türkiye savunma harcamalarındaki büyüme rakamlarıyla dünyanın önde gelen ülkelerinden biri konumunda. Toplam askeri harcamaların yaklaşık 15 milyar doları bulunduğu Türkiye dünyada 18. sırada yer almaktadır. Yine 2015 yılında askeri harcamalar toplam GSYİH’da %1,5 paya sahip olurken 2021 yılında %2,1’e yükseldi. Ayrıca aynı dönemde toplam kamu harcamalarının içerisindeki payı %5,5’ten %6,3’e yükseldi. Bu rakamların yanı sıra 2002 yılından beri savunma sanayinde yerleşme atılımı kapsamında uygulanan politikalar çerçevesinde sektördeki projelerde yerlilik oranı %20 düzeyinden şu anki %65’in üzerindeki seviyesine geldi. Aynı zamanda 2002 yılında 66 adet savunma projesi yürürlükte iken şu anda 550’nin üzerinde proje yürütülüyor ve önümüzdeki dönemde yine büyük çaplı projeler de planlanıyor. Buna ilave olarak AR-GE harcamalarının da son on yılda %26 yıllık ortalama bileşik getiriyle büyüdüğünü görüyoruz. Tüm bu veriler ışığında ve devam eden savunma sanayi büyüme politikaları değerlendirildiğinde sektörün ülkede hızlı bir şekilde kalkınmasını sürdüreceğini düşünüyoruz.

Şekil 1: Türkiye’nin toplam askeri harcamaları (milyar dolar)



Kaynak: SIPRI

Şekil 2: Savunma harcamalarının GSYİH içindeki payı

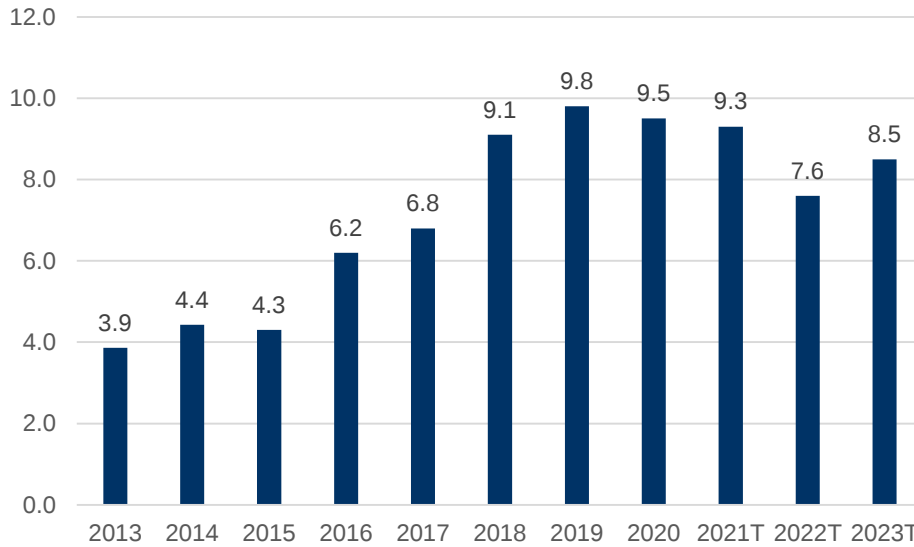


Kaynak: SIPRI

Aselsan zor bir dönemden geçiyor

Yukarıda bahsettiğimiz büyüme dinamikleri çerçevesinde bundan en olumlu etkilenen şirket Aselsan olarak karşımıza çıkıyor. Ancak şirket 2020 ve 2021 yıllarında özellikle pandemi ve makro koşullardan kaynaklı olarak teslimatlarında belli ölçüde yavaşlamalar yaşadı ve son üç yıllık dönemde dolar bazlı gelirleri yatay seyretti ve eldeki işler toplamı da 2019 sonunda 9,7 milyar dolarken 3Ç22 itibarıyla 7,6 milyar dolara geriledi. 2022 yılında söz konusu zorlukların devamını gördük ve yıl sonu itibarıyla satış gelirlerinde dolar bazlı %10'luk bir gerileme bekliyoruz. 2023 yılında ise ciroda dolar bazlı artış trendine geri dönülmesini bekliyoruz. Uzun vadeli perspektifte sektör dinamikleri düşünüldüğünde şirketin eldeki işler toplamını 9-10 milyar dolar aralığına yeniden çıkarıp orada koruyabileceğini düşünüyoruz. Bunun yanında ana müşterisi olan devlet projelerinde de sağlanan %22-23 VAFÖK marj aralığı da şirketin karlılığını stabil ve güçlü kıldı. Hatta son yıllarda bu oranın üst bandının yaklaşık 2 puan üzerinde sürdürülebilir bir performans sergilediğini görüyoruz. Ayrıca önemli bir AR-GE merkezi olması nedeniyle de yine devam eden teşvikler kapsamında Aselsan kurumlar vergisinden öngörülebilir gelecekte muaf durumda.

Şekil 3: Aselsan'ın elindeki işler toplamı (milyar dolar)



Kaynak: Aselsan , YKY Araştırma

ASELSAN

Nakit akışındaki problem sürüyor

Aselsan için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz eşliğinde 30,2 TL'den 57,5 TL'ye yükselttik. Önerimizi ise TUT olarak muhafaza ediyoruz. Şirketin genelde döviz bazlı gelirleri ve döviz uzun pozisyonu TL'deki değer kaybına karşı BIST içerisinde önemli bir koruma sağlıyor. Buna ek olarak Aselsan'ın Türkiye'nin stratejik öneme sahip savunma sektörünün en önemli oyuncusu olmasından kaynaklı potansiyeli de devam ediyor. Ancak özellikle yavaşlayan tahsilatlar nedeniyle artan net işletme sermayesi ihtiyacı nakit akışını ciddi şekilde olumsuz etkilemeyi de sürdürüyor. Şirket uzun bir süre sonra ilk defa 2021'de yılı net borçla kapatırken (2,9 milyar TL) bu rakamın 2022'deki artışlarla birlikte geçen yılın sonunda 7,0 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Nakit akış probleminin yanında şirketin faaliyet büyümesinin de özellikle dolar bazında son iki yılda ciddi şekilde yavaşladığını görüyoruz. Hissenin 2023 tahminlerimizle 11,4x FD/VAFÖK ve 8,6x F/K olan mevcut çarpanların yeterince cazip olmadığını düşünüyoruz ve nakit akışına dair pozitif gelişmeler görmeden hissede kalıcı olumlu bir performans beklemiyoruz.

- **Serbest nakit akışı önemli bir sorun.** Şirketin ağırlıklı Euro ve Dolar bazlı faaliyetlerine ve yüksek düzeydeki faaliyet karlılığına rağmen özellikle yavaşlayan tahsilatlar nedeniyle Aselsan 2021 yılını yedi yıl sonra ilk defa net borçla tamamlamıştı (2,9 milyar TL). 2022 yılında tahsilat süreçlerindeki bozulmanın devam ettiğini gördük. Şirketin 2022 yılını 7,0 milyar TL net borçla tamamlamasını bekliyoruz. Dolayısıyla şirketin güçlü uzun vadeli potansiyeli devam etse de serbest nakit akışındaki sıkıntı şirketin değer yaratmasının önünde önemli bir kısıt orta vadeli engel olarak duruyor.
- **2023'te büyümede normalleşme görülebilir.** Şirketin cirosu son iki yılda hem Kovid-19 hem de bazı projelerdeki ertelemeler neticesinde dolar bazlı olarak %10 daraldı. Bu yıl faaliyetlerde bir miktar normalleşmeyle birlikte cironun dolar bazlı olarak yeniden büyüme sergileyebileceğini düşünüyoruz (YKYt: %8).
- **Riskler --** i) Bölgede jeopolitik tansiyonun artması ii) İş modelinde yaşanabilecek değişimler iii) Net borcun gelecek yıllarda yükselmesi.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	20,139	25%	33,694	67%	50,282	49%	72,498	44%
VAFÖK	5,502	40%	7,809	42%	11,555	48%	16,669	44%
Net Kar	7,131	60%	9,507	33%	14,611	54%	16,727	14%
F/K (x)	5.4		13.3		8.6		7.5	
FD/VAFÖK (x)	7.5		17.1		11.4		7.7	
FD/Satış (x)	2.1		4.0		2.6		1.8	
Hisse Başına Kar (TL)	3.1		4.2		6.4		7.3	
Temettü Verimi (*)	0.8%		1.4%		0.8%		1.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-11.1%		-4.4%		-0.4%		4.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL57.50

Potansiyel Getiri

4%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ASELS.TI / ASELS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL55.25
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	125,970 / 6,715
Hisse Sayısı (mn)	2280
Saklama Oranı	26%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	5,294.04 / 284.07

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

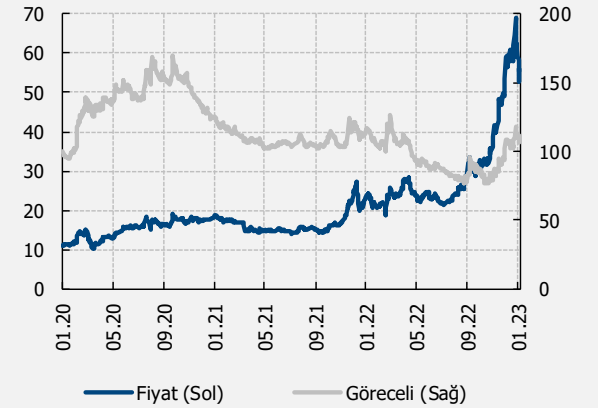
1 Aylık	69.10 / 52.80
1 Yıllık	69.10 / 18.81
Sene başından itibaren	69.10 / 52.80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-7%	-2%
3 Aylık	79%	27%
1 Yıllık	128%	-8%
Sene başından itibaren	-11%	-2%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA

behlul.katas@ykvatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	16,104	20,139	33,694	50,282	72,498
Brüt Kar	4,605	6,649	10,277	15,085	21,749
Faaliyet giderleri	963	1,579	3,100	4,626	6,670
VAFÖK (**)	3,927	5,502	7,809	11,555	16,669
Amortisman	285	432	632	1,096	1,589
Faaliyet gelirleri	3,642	5,070	7,177	10,459	15,080
Finansal gelir/gider	1,634	4,348	2,455	4,322	1,869
Diğer gelir/gider	-391	-2222	-125	-170	-222
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	4,885	7,196	9,507	14,611	16,727
Vergi	-424	-69	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	-12	3	0	0	0
Net Kar	4,449	7,131	9,507	14,611	16,727
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,100	2,492	27	3,147	7,168
Stoklar	5,533	7,639	15,398	19,286	25,027
Ticari alacaklar	7,147	9,803	19,386	24,797	29,794
Diğer alacaklar	2,815	3,241	3,741	5,204	7,151
Dönen Varlıklar	19,594	23,175	38,552	52,435	69,139
Maddi duran varlıklar	3,898	5,700	9,884	14,333	19,255
Finansal yatırımlar	1,183	2,149	2,364	2,600	2,860
Diğer duran varlıklar	9,419	15,389	16,345	20,927	25,508
Duran Varlıklar	14,500	23,238	28,593	37,860	47,623
Toplam Varlıklar	34,094	46,413	67,145	90,295	116,762
Kısa vadeli finansal borçlar	3,007	5,070	6,119	7,424	8,436
Ticari borçlar	4,251	6,039	9,624	14,465	21,273
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	5,061	5,640	5,795	6,034	6,280
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,320	16,750	21,537	27,922	35,989
Uzun vadeli finansal borçlar	883	333	932	745	596
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,793	3,495	10,094	13,689	18,632
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,676	3,828	11,026	14,435	19,229
Azınlık Payları	216	272	304	341	382
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	17,882	25,563	34,277	47,597	61,162
Toplam Kaynaklar	34,094	46,413	67,145	90,295	116,762
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	-118	-694	1,997	9,283	13,358
Yatırım faaliyetlerinden	-1,867	-2,514	-5,150	-5,945	-6,992
Finansman faaliyetlerinden	2,073	2,025	1,663	1,274	1,035
Temettü Ödemesi	-335	-400	-850	-1,000	-1,400
Serbest Nakit Akışı	-3,971	-4,254	-5,568	-514	5,093
Net Borç	-209	2,911	7,023	5,022	1,865
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	28.6%	33.0%	30.5%	30.0%	30.0%
VAFÖK marjı	24.4%	27.3%	23.2%	23.0%	23.0%
Net Kar marjı	27.6%	35.4%	28.2%	29.1%	23.1%
Sermaye Karlılığı	28.4%	32.8%	31.8%	35.7%	30.8%
Satış Büyümesi	24%	25%	67%	49%	44%
VAFÖK Büyümesi	38%	40%	42%	48%	44%
Net Kar Büyümesi	33%	60%	33%	54%	14%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	0.1	0.2	0.1	0.0
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	0.5	0.9	0.4	0.1

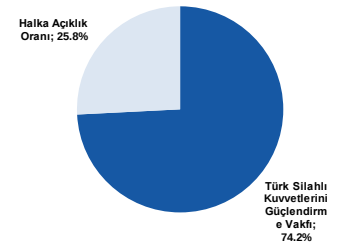
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

1975 yılında kurulan Aselsan Türkiye'de savunma sanayinin bir çok alanında teknoloji geliştiren ve üreten öncü şirket konumundadır. Şirketin şu anda elindeki toplam iş hacmi 7-8 milyar dolar düzeyindedir.

Ortaklık Yapısı

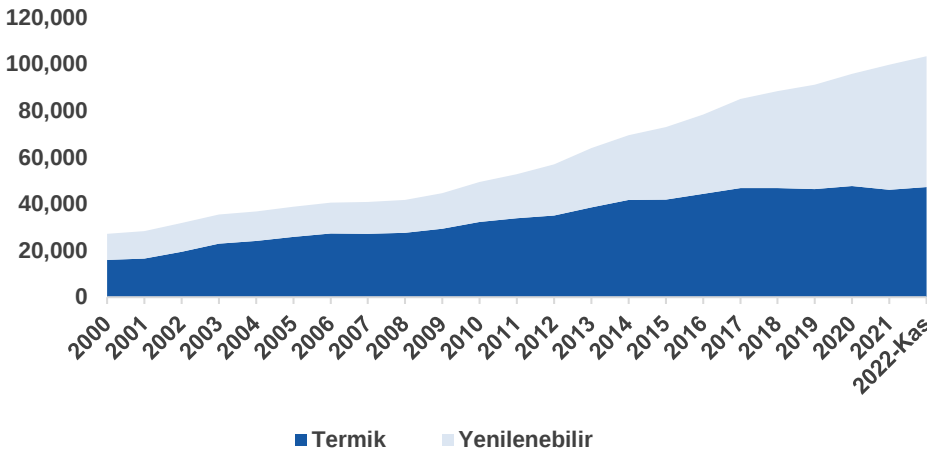


Enerji halen gündemde

2022'nin ilk 11 ayında Türkiye'nin kurulu gücü yıllık bazda %4 arttı. Toplam kurulu gücün alt kırılımına bakıldığında, son 10 yılda artan yenilenebilir enerji yatırımları Türkiye'nin kurulu gücünün çeşitlenmesini sağladığı; son dönemde ise yenilenebilir enerji alanında kurulu güç artışının büyük kısmının hidro elektrik-dışı yenilenebilir enerji santrallerinden geldiği görülmektedir. Toplamda yenilenebilir enerjinin payının artması Hükümet'in enerji alanında ana hedefleri arasında yer almaktadır. Bununla birlikte, kömür ve doğal gazla dayalı elektrik santralleri arz güvenliği açısından önemli konumlarını korumaya devam etmektedir.

Son üç yıl içinde, toplam 12 GW'lık yeni kapasite devreye girdi, bu da mevcut kapasitenin (103.5 GW) yaklaşık %12'sine tekabül ediyor. Hibrit ve enerji depolama yatırımları sayesinde önümüzdeki dönemde yenilenebilir enerjinin payının artacağına inanıyoruz.

Şekil 1: Türkiye'nin Kurulu Güç Gelişimi -MW

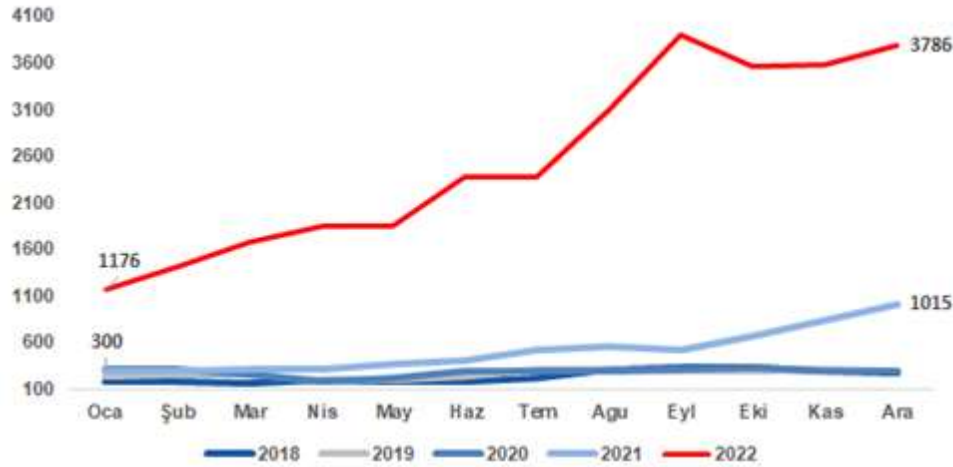


Kaynak: TEİAŞ

Elektrik üretimi 2022'nin ilk 11 ayında yıllık bazda %2 daraldı. Elektrik üretimi 11A22'de yıllık bazda %2 düşerek 300 milyar kWs olarak gerçekleşti. Yenilenebilir enerjinin payındaki artış trendi 2022 yılında da devam ederek 2021 yılındaki %34 seviyesinde 11A22'de %40'a çıktı. Termik santrallerin payı ise aynı dönemde düşen KKO ve birkaç eski doğal gaz santralinin kapatılması sonucu %66'dan %60'a geriledi. Rüzgar, jeotermal ve güneş santrallerinin toplam elektrik üretimi içindeki payı %16.8'den %19'a artarken, güçlü hidroloji sayesinde hidroelektrik santrallerinin payı %17'den %21'e yükseldi.

Hükümet yeni bir elektrik fiyatlandırma mekanizması getirdi. Elektrik fiyatlarındaki artışlar, 2022 yılının başından beri haneler ve sanayi için büyük bir endişe kaynağı haline geldi. Hükümet, tüketici enflasyonunu yavaşlatmak için elektrik faturalarını düşürmek amacıyla bazı alternatif yollar üzerinde çalışıyor. Hükümet, spot fiyatlardaki artışlara yanıt olarak ve olası artışları önlemek amacıyla 1 Nisan 2022'den itibaren 6 ay geçerli olmak üzere yeni bir mekanizma uygulamaya koydu ve Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tüm elektrik santralleri için azami uzlaşma fiyatları belirlemeye başladı. Ekim ayında EPDK "azami uzlaştırma fiyat" mekanizması uygulamasını 6 ay daha uzatma kararı aldı. Uzlaştırma fiyatı aylık olarak kur, kömür ve doğal gaz fiyatları ve ÜFE değerlerindeki değişimi dikkate alan bir formül ile belirleniyor.

Şekil 2: Spot Elektrik Fiyatları (TL/MWs)

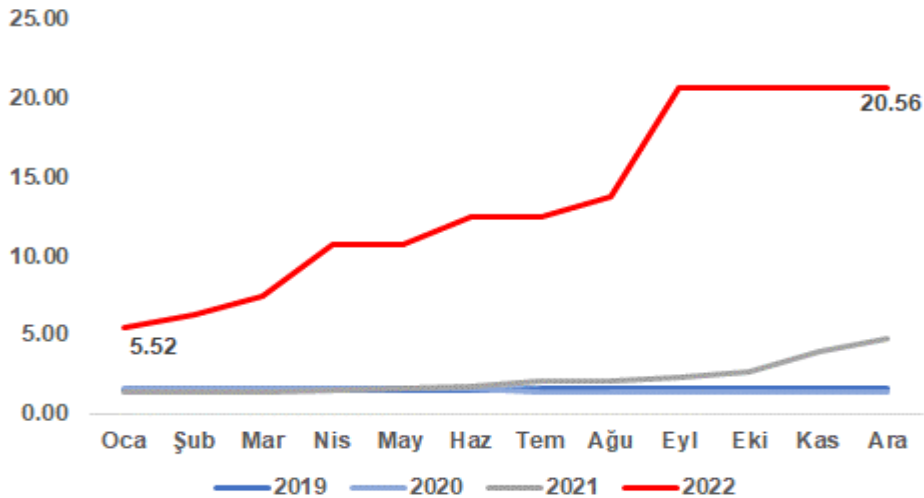


Kaynak: EPIAŞ

Hem doğal gaz tarifelerinde hem de spot elektrik fiyatlarında 2023 yılında bir miktar rahatlama bekleniyor. 2022 yılının özellikle ikinci yarısında kömür ve doğal gaz gibi fosil yakıtlara olan talep, küresel kömür ve doğal gaz fiyatlarını rekor seviyelere taşıdı. Bu gelişmelere paralel, BOTAŞ, doğal gaz fiyatlarını arttırdı. 2022 yılında elektrik üreticilerinin kullandığı doğal gaz fiyatı ortalamada yıllık bazda %500 arttı.

2022 yılında doğal gaz fiyatlarına yapılan zamlar, TL'deki değer kaybı ve artan kömür fiyatları spot elektrik fiyatlarını tarihi yüksek seviyelere taşıdı. 2021 yılının ortalama spot elektrik fiyatı 61 dolar/MWs iken 2022 yılında 153 dolar oldu. 2023 yılında hem doğal gaz hem de kömür fiyatlarında bir miktar gerileme bekliyoruz. Buna paralel olarak 2023 yılı için ortalama spot elektrik fiyat varsayımımız 130 dolar/MWs.

Şekil 3: BOTAS Tarifesi (TL/Sm3)



Kaynak: BOTAŞ

AKSA ENERJİ

Kapasite artışları devam ediyor

Aksa Enerji için 12 aylık hedef hisse fiyatımızı 63.9 TL ve hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Aralık'21 tarihinden beri Model Portföyümüzde yer alan Aksa'nı o günden bugüne %293 nominal ve %61 rölatif getiri sağlamıştır. Hisse 2023 beklentilerimize göre cazip diyebileceğimiz 5.5x FD/VAFÖK ve 6.2x F/K ile işlem görmektedir.

En son açıklanan Kazakistan yatırımının finansmanının kapanması, enerji depolama yatırımı ve yurtdışındaki yatırımlarda potansiyel gelişmelerin hisse performansı üzerine katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

- 2023 yılında yurtiçi satış hacminin artması bekleniyor-** 2022 yılının son çeyreğinde Şirket'in 900 MW'lık doğal gaz santrali ve 270 MW'lık kömür santrali bakımında olduğundan, bu santrallerin katkısının sınırlı olmasını öngörüyoruz. 2Ç22'de Kıbrıs santralinde yaşanan bazı sorunlar da santralin tüm yıl katkısını üzerinde etkili olmuştur. Yurtiçi satış hacminin 2023'te söz konusu santrallerin daha yüksek katkısıyla yaklaşık %20 artarak 23 milyar kW's'e ulaşmasını bekliyoruz.
- Yurtiçi kapasitesini artırmak için fırsatları yakından takip ediyor-** Aksa Enerji, portföyünü çeşitlendirmek için yenilenebilir enerji alanında satın alma fırsatlarını değerlendiriyor. Buna ek olarak, Şirket'in Kazakistan yatırımından da kapasite artışları gündeme gelebilir.
- Yeni dönem: Enerji depolama –** Mevzuattaki değişikliklere göre, elektrik depolama tesisi kurma taahhüt eden yatırımcılar, rüzgâr ve güneş enerjisi santrali kurmak için ön lisans başvurusunda bulunabilecekler. Aksa Enerji de toplam kurulu gücü 1.8 GW olan enerji depolama tesisi kurmak ve rüzgâr/güneş santrali yatırımları için ön lisans almak üzere EPDK'ya başvurdu. Bu alanda herhangi bir somut gelişmeyi olumlu değerlendiriyoruz.
- Riskler:** Beklenmeyen gecikmeler, yurtdışı yatırımlarında tahsilat riski, beklenenin üstünde yatırım harcamaları, Türkiye'de elektrik fiyatlarında olası keskin düşüş ve TL'nin USD karşısında değer kazanması ana riskler arasında sayabiliriz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	13,887	92%	50,294	262%	77,279	54%	86,040	11%
VAFÖK	2,474	61%	7,092	187%	10,896	54%	13,213	21%
Net Kar	1,680	257%	4,974	196%	7,788	57%	8,606	10%
F/K (x)	4.8		9.6		6.2		5.6	
FD/VAFÖK (x)	5.5		8.0		5.5		4.7	
FD/Satış (x)	1.0		1.1		0.8		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	1.4		4.1		6.4		7.0	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.5%		2.1%		3.2%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-15.3%		-2.2%		-0.2%		3.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL63.90

Potansiyel Getiri

63%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL39.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	47,950 / 2,556
Hisse Sayısı (mn)	1226.338236
Saklama Oranı	21%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	648.00 / 34.80

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

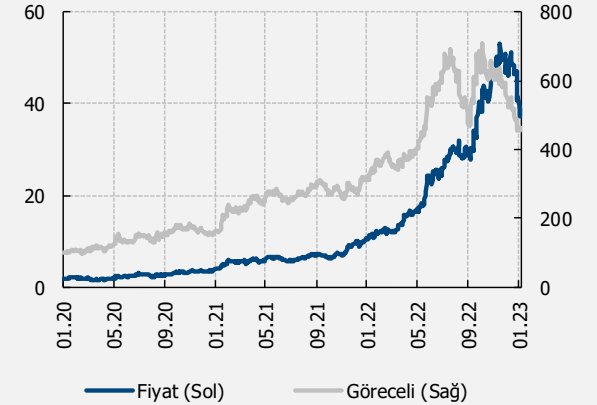
1 Aylık	51.15 / 37.38
1 Yıllık	53.05 / 10.62
Sene başından itibaren	47.10 / 37.38

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-20%	-15%
3 Aylık	-9%	-35%
1 Yıllık	250%	41%
Sene başından itibaren	-17%	-8%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	7,231	13,887	50,294	77,279	86,040
Brüt Kar	1,198	2,079	5,977	10,099	12,229
Faaliyet giderleri	-127	-173	-338	-513	-564
VAFÖK (**)	1,536	2,474	7,092	10,896	13,213
Amortisman	466	568	1,453	1,310	1,548
Faaliyet gelirleri	1,071	1,906	5,638	9,586	11,665
Finansal gelir/gider	-325	357	702	341	-671
Diğer gelir/gider	-28	154	26	42	21
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	707	2,400	6,367	9,969	11,015
Vergi	-149	-565	-943	-1,477	-1,632
Azınlık hisseleri / diğer	88	155	449	704	778
Net Kar	470	1,680	4,974	7,788	8,606
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	314	1,118	1,089	1,159	1,291
Stoklar	138	225	355	470	517
Ticari alacaklar	2,706	5,328	9,958	13,137	15,487
Diğer alacaklar	306	458	610	850	946
Dönen Varlıklar	3,464	7,129	12,012	15,617	18,241
Maddi duran varlıklar	5,729	13,102	18,727	26,996	28,413
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	310	418	549	792	846
Duran Varlıklar	6,039	13,520	19,276	27,788	29,260
Toplam Varlıklar	9,503	20,650	31,288	43,405	47,501
Kısa vadeli finansal borçlar	2,025	3,159	4,495	5,959	8,226
Ticari borçlar	780	2,020	3,545	4,031	3,506
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	492	1,093	929	868	805
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,298	6,272	8,969	10,858	12,537
Uzun vadeli finansal borçlar	910	2,503	4,133	5,435	4,744
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	670	1,290	1,487	1,357	967
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,580	3,793	5,620	6,792	5,711
Azınlık Payları	406	932	1,510	1,764	1,838
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,625	10,584	16,699	25,756	29,253
Toplam Kaynaklar	9,503	20,650	31,288	43,405	47,501
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,265	1,511	260	121	1,922
Yatırım faaliyetlerinden	-274	-2,747	-1,319	-241	-265
Finansman faaliyetlerinden	-796	1,447	1,286	524	-1,525
Temettü Ödemesi	0	0	-700	-995	-1,558
Serbest Nakit Akışı	991	-1,237	-1,059	-119	1,657
Net Borç	2,621	4,545	7,539	10,234	11,679
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	16.6%	15.0%	11.9%	13.1%	14.2%
VAFÖK marjı	21.2%	17.8%	14.1%	14.1%	15.4%
Net Kar marjı	6.5%	12.1%	9.9%	10.1%	10.0%
Sermaye Karlılığı	11.1%	22.1%	36.5%	36.7%	31.3%
Satış Büyümesi	30%	92%	262%	54%	11%
VAFÖK Büyümesi	9%	61%	187%	54%	21%
Net Kar Büyümesi	43%	257%	196%	57%	10%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
Net Borç / VAFÖK (x)	1.7	1.8	1.1	0.9	0.9

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

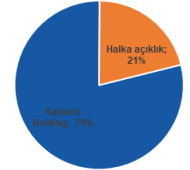
(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Özeti

Aksa Enerji, altı ülkede faaliyet gösteren, proje geliştirmeden tedarike, inşaatın kurulumuna kadar santral kurulum prosedürlerinin tüm adımlarını kendi bünyesinde gerçekleştiren global bir enerji şirkettir.

Şirket'in Türkiye'de toplam kurulu gücü 1047 MW olan iki doğal gaz santrali ve 270 MW kurulu gücü olan bir kömür santrali bulunmaktadır. Kuzey Kıbrıs'ta 153 MW kurulu güce sahip akaryakıt bazlı santrale sahipken, Afrika'da Gana, Mali, Madagaskar olmak üzere toplam 496MW kurulu güce sahip üç elektrik üretim santrali bulunmaktadır. 2022 yılında Özbekistan yatırımı devreye girmesiyle Şirket'in kurulu gücü 2706 MW'a ulaşmıştır.

Ortaklık Yapısı

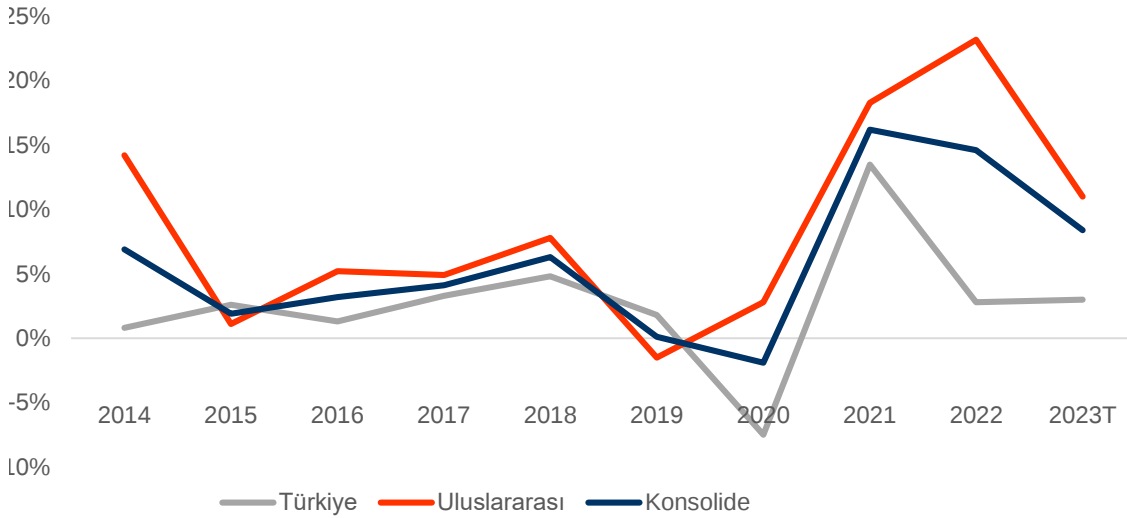


CCOLA'da yurt dışı operasyonları büyümenin ana unsuru

Türkiye hacim büyümesinin düşük tek haneli olmasını bekliyoruz. 2022 yılında 2021 yılının %13,5 gibi güçlü büyümesinin ardından CCOLA'nın yurt içi hacimleri %2,8 büyüme kaydetti. Bunu yüksek enflasyon ortamı ve alım gücünde yaşanan düşüslere rağmen son derece başarılı buluyoruz. 2023 yılında ise seçim dönemi ve sonrasında dair makro belirsizliklere rağmen turizm faaliyetlerinin güçlü kalmasını beklediğimiz için yurt içi hacimlerin %3 büyüme sergilemesini bekliyoruz. Tahmin periyodumuz boyunca ise (2022-30) Türkiye'de hacimlerin %4 YBBO kaydetmesini bekliyoruz.

Yurt dışı büyümesinin uzun vadede gücünü korumaya devam etmesini bekliyoruz. CCOLA'nın yurt dışı faaliyetleri 2022 yılında %9,5 gibi güçlü bir organik (%23,2 toplam ve %12,2 proforma) büyüme sergiledi. Bu performansta Pakistan, Kazakistan ve Özbekistan (2Y21'de alındı) pazarlarının başarılı performansı etkili oldu. 2023 yılında genel dinamiklerde bir değişim öngörmediğimiz için yurt dışı hacimlerde %11 büyüme bekliyoruz. Uzun vadede ise CCOLA'nın tüm yurt dışı pazarlarındaki güçlü dinamiklerin korunacağı görüşündeyiz ve tahmin periyodumuz boyunca büyümenin bu pazarlarda ortalamada Türkiye'nin iki katı kadar olacağını düşünüyoruz.

Şekil 1: CCOLA satış hacim büyümeleri



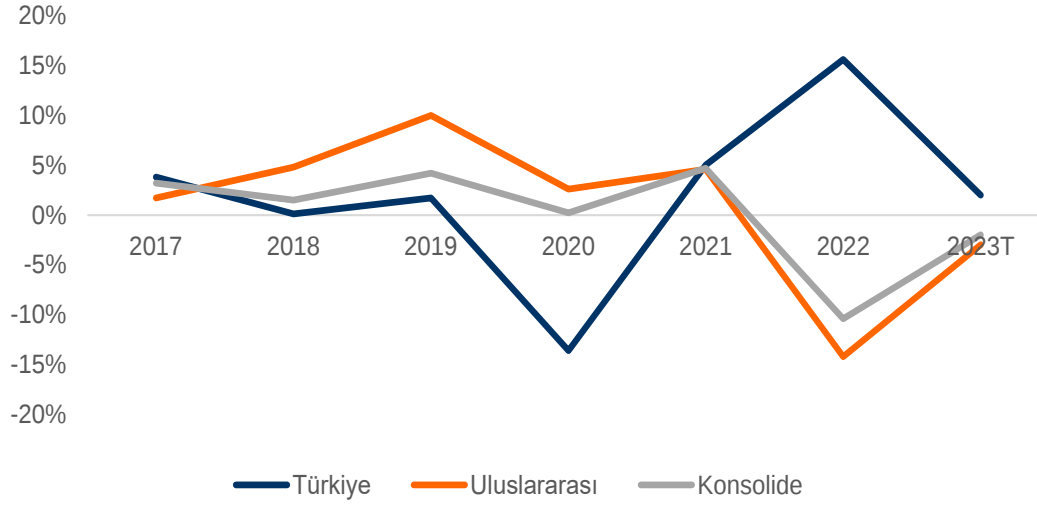
Kaynak: CCOLA and YKY Araştırma

AEFES'in yurt dışı bira hacimleri için daralma bekliyoruz

Yurt dışı bira hacimlerinde bu yıl da daralma olabilir. Ukrayna'da üretimin durdurulması ve özellikle son çeyrekte Rusya hacimlerinde yaşanan sert daralma ile birlikte AEFES'in 2022'de yurt dışı bira hacimleri %14 daraldı. Rusya'da son çeyrekte rekabete bağlı zorlu piyasa koşulları hakimdi. 2023 yılında Rusya'da piyasa koşullarında önemli bir değişim öngörmediğimiz için AEFES'in yurt dışı bira hacimlerinin %3 daralacağını öngörüyoruz.

Türkiye'de hafif büyüme olabilir. Türkiye'de 2022 bira hacimleri turizm ve artan geçici ikamet sayısı sayesinde güçlü şekilde %16 arttı. 2023 yılı için yüksek bir baz oluşması ve seçime dair belirsizlikler bulunmasına rağmen turizmin yine destekleyici olacağını düşünüyoruz ve tüm yıl için %2'lik bir büyüme öngörüyoruz.

Şekil 2: AEFES satış hacim büyümeleri



Kaynak: AEFES, YKY Araştırma

ANADOLU EFES

Meşrubat faaliyetleri gücünü koruyor

Anadolu Efes için incelememizi AL tavsiyesiyle sürdürürken yeni makro varsayımlarımız, operasyonel tahminlerimiz ve CCOLA'daki değer değişimi ile 12 aylık hedef fiyatımızı 85.0 TL olarak belirledik. Yeni hedef fiyatımız %56 getiri potansiyeline işaret ediyor. Şirketin özellikle CCOLA'ya olan %50 iştiraki konsolide performansı destekleyen ana unsur olmaya devam ediyor. Bunun yanı sıra özellikle şirketin 2022'de güçlü fiyatlamaya sayesinde sert maliyet enflasyonu baskısına rağmen bira operasyonlarında 9A22'de kaydettiği 8,2 puan VAFÖK marjı artışını takdirle karşılıyoruz. Bu yıl içinse bira faaliyetlerinde geçen yılın yüksek baz etkisiyle marjlarda 2 ila 3 puan düşüş olabilir. Yine 2023 için bira hacimlerinde geçen yıldaki düşüşün ardından bu yıl da Rusya kaynaklı bir gerileme görebiliriz. Zayıf hacimlere rağmen fiyat artışları ve TL'deki değer kaybı sayesinde bira faaliyetlerinin cirosunda %49'luk bir büyüme öngörüyoruz. Hisse için özellikle CCOLA'yla ilgili olumlu görüşümüzün yanında bira operasyonlarının 2,3x düzeyinde olan 2023 FD/VAFÖK çarpanını çok cazip olarak değerlendiriyoruz.

- **Bira hacimlerinde sınırlı bir daralma olabilir.** 2022 AEFES'in bira faaliyetleri açısından tüm zorluklara rağmen (Ukrayna'da üretimin durması, maliyet baskısı) başarılı bir dönem oldu. Hacimlerde %10 daralma yaşanmasına rağmen şirketin VAFÖK marjı güçlü fiyatlamaya sayesinde 9A22'de yıllık 8,2 puan gelişim gösterdi. 2023 için bira hacimlerinde konsolide bazda Rusya kaynaklı %2 gibi sınırlı bir daralma görülmesini bekliyoruz.
- **ABInBev'in yurt dışı faaliyetlerdeki payı için görüşmelerde henüz somut gelişme yok.** Şirketin Rusya ve Ukrayna pazarında ortaklık yaptığı AB InBev, diğer Batılı isimler gibi ülkeden çıkma kararı almıştı. AEFES bu payları satın almak üzere görüşmelere devam ediyor. Ancak bu aşamaya kadar görüşmelerle ilgili somut bir gelişme olmadı. Böyle bir satın alma (fiyata bağlı olarak) AEFES açısından ciddi avantajlar sağlayabilir.
- **Riskler -- i) Yasal ve jeopolitik riskler ii) Para birimlerinin değer kaybı.**

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	39,296	47%	89,692	128%	144,423	61%	185,967	29%
VAFÖK	6,450	36%	17,067	165%	26,512	55%	35,309	33%
Net Kar	1,068	31%	3,562	233%	6,591	85%	9,380	42%
F/K (x)	13.2		9.1		4.9		3.4	
FD/VAFÖK (x)	7.1		4.6		3.0		2.5	
FD/Satış (x)	1.2		0.9		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	1.8		6.0		11.1		15.8	
Temettü Verimi (*)	8.1%		3.6%		4.8%		4.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-6.0%		9.7%		20.3%		30.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL85.00

Potansiyel Getiri

56%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AEFES.T1 / AEFES.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL54.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	32,270 / 1,720
Hisse Sayısı (mn)	592.105263
Saklama Oranı	32%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	252.73 / 13.57

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

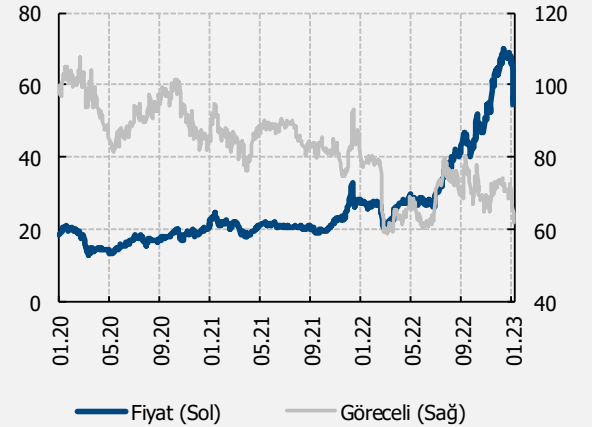
1 Aylık	69.85 / 54.50
1 Yıllık	69.85 / 20.20
Sene başından itibaren	69.20 / 54.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-19%	-15%
3 Aylık	20%	-15%
1 Yıllık	98%	-20%
Sene başından itibaren	-20%	-11%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	26,743	39,296	89,692	144,423	185,967
Brüt Kar	11,183	15,539	32,368	52,552	68,542
Faaliyet giderleri	-6,434	-9,089	-19,301	-32,439	-40,930
VAFÖK (**)	4,749	6,450	17,067	26,512	35,309
Amortisman	2,073	2,402	4,000	6,399	7,697
Faaliyet gelirleri	2,676	4,048	13,067	20,113	27,612
Finansal gelir/gider	-717	-508	-3,589	-3,853	-3,227
Diğer gelir/gider	104	262	-164	-127	-342
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	2,063	3,803	9,313	16,134	24,043
Vergi	-610	-1,436	-3,353	-5,324	-7,934
Azınlık hisseleri / diğer	-638	-1,299	-2,398	-4,219	-6,729
Net Kar	815	1,068	3,562	6,591	9,380

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	8,564	10,334	31,157	42,172	52,093
Stoklar	2,709	5,903	11,350	17,378	21,915
Ticari alacaklar	2,745	5,117	12,828	18,326	24,780
Diğer alacaklar	1,705	3,310	5,541	12,658	16,216
Dönen Varlıklar	15,722	24,664	60,877	90,534	115,005
Maddi duran varlıklar	33,059	57,490	78,479	84,228	89,835
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	1,780	2,883	10,539	13,031	13,077
Duran Varlıklar	34,839	60,373	89,018	97,258	102,912
Toplam Varlıklar	50,561	85,037	149,896	187,792	217,918
Kısa vadeli finansal borçlar	2,984	6,475	16,489	25,790	40,795
Ticari borçlar	6,196	12,702	23,434	31,343	35,914
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3,361	5,345	11,034	17,036	22,410
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,542	24,521	50,957	74,170	99,119
Uzun vadeli finansal borçlar	9,180	14,772	25,695	27,687	29,326
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,824	6,412	10,283	19,707	20,365
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,005	21,183	35,978	47,393	49,691
Azınlık Payları	12,209	20,617	34,925	36,225	36,226
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	25,015	39,332	62,961	66,229	69,107
Toplam Kaynaklar	50,561	85,037	149,896	187,792	217,918

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	-267	-3,512	-7,982	442	49,283
Yatırım faaliyetlerinden	-967	-1,651	-3,784	-5,648	-6,920
Finansman faaliyetlerinden	1,479	11,669	24,809	20,717	17,302
Temettü Ödemesi	-1,050	-1,146	-1,160	-1,550	-1,551
Serbest Nakit Akışı	2,524	-854	3,132	6,562	9,790
Net Borç	3,601	10,912	11,027	11,305	18,027

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	41.8%	39.5%	36.1%	36.4%	36.9%
VAFÖK marjı	17.8%	16.4%	19.0%	18.4%	19.0%
Net Kar marjı	3.0%	2.7%	4.0%	4.6%	5.0%
Sermaye Karlılığı	3.3%	3.3%	7.0%	10.2%	13.9%
Satış Büyümesi	15%	47%	128%	61%	29%
VAFÖK Büyümesi	24%	36%	165%	55%	33%
Net Kar Büyümesi	-55%	31%	233%	85%	42%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3
Net Borç / VAFÖK (x)	0.8	1.7	0.6	0.4	0.5

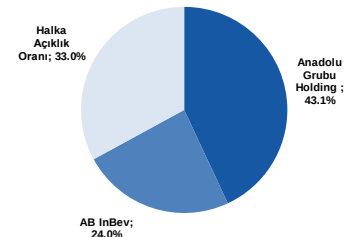
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

Anadolu Efes iki oyuncunun hakim olduğu Türkiye bira pazarında lider durumda. Bunun yanı sıra AB InBev ile 50-50 ortak olduğu şirket Rusya pazarında lider konumda. Şirket ayrıca %50 paya sahip olduğu Coca Cola İçecek'te ise hakim ortak konumunda.

Ortaklık Yapısı



COCA COLA İÇEÇEK

Güçlü büyüme dinamikleri devam ediyor

Coca Cola İçecek (CCOLA) için AL tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle birlikte 295.0 TL (önceki 224.3 TL) olarak belirledik. Şirketin özellikle yurt dışı faaliyetlerindeki yüksek büyümeyi ve kuvvetli nakit yaratma kabiliyetini (Net Borç/VAFÖK 0,7x gibi makul bir düzeyde seyrediyor) beğenmeye devam ediyoruz. 2023 yılında satışlar içerisindeki payının %62'e ulaşmasını beklediğimiz yurt dışı operasyonları TL'deki olası değer kayıplarına karşı da önemli bir koruma sağlıyor. Şirketin 2022-25 döneminde yıllık ortalama %50 satış ve %60 VAFÖK büyümesi ve yüksek tek haneli hacim yükselişi yakalamasını bekliyoruz. Ayrıca son dönemde The Coca-Cola Company'nin Pakistan'daki payının alınmasının (300 milyon dolar bedelle) ve Anadolu Efes'ten Anadolu Etap'ın alınmasının (112 milyon dolar bedelle) uzun vadede değer yaratabileceğini düşünüyoruz. Tüm bu olumlu unsurlar ışığında 2023 tahminlerimiz üzerinden 3,4x FD/VAFÖK ve 6,1x F/K çarpanlarını hisse yatırım açısından önemli bir fırsat olarak değerlendiriyoruz.

- Yurt dışı hacim büyümesi tüm gücüyle devam ediyor.** 2022'de proforma olarak %12 yurt dışı hacim artışının ardından CCOLA'nın 2023'te de genelde faaliyet gösterilen yurt dışı pazarlarındaki dinamiklerde bozulma öngörmediğimiz için %11 gibi çok güçlü diyebileceğimiz bir büyüme yakalamasını bekliyoruz. Bunun üzerine, TL'deki değer kaybı ve enflasyonist fiyat ayarlamaları sonucunda satış büyümesinin %69 (YKYt 2022: %142 artış) olacağını öngörüyoruz.
- VAFÖK marjı 2023'te stabilize oluyor.** Ham madde maliyetlerindeki artışların ve Özbekistan'ın bir miktar marjları düşürücü etkisiyle 2022 yılında VAFÖK marjında yaklaşık 2 puanlık bir erime gerçekleşti (YKYt 2022: %18,9 VAFÖK marjı). 2023 yılı içinse hammadde fiyatlarındaki baskının fiyatlara yansıtılması ile birlikte daha yatay bir marj görüntüsü tahmin ediyoruz (tüm yıl için %19,1 VAFK marjı). Bu da yıllık olarak VAFÖK için %71 net kar içinse %86 büyümeye işaret ediyor.

- Riskler --** i) Beklenenden düşük satış hacimleri, ii) Beklenenden yüksek hammadde fiyatları, iii) Para birimlerinde değer kayıpları.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	21,930	52%	52,987	142%	89,635	69%	118,956	33%
VAFÖK	4,593	47%	10,015	118%	17,114	71%	23,324	36%
Net Kar	2,271	84%	4,079	80%	7,594	86%	12,052	59%
F/K (x)	9.1		11.4		6.1		3.9	
FD/VAFÖK (x)	6.1		5.6		3.4		2.4	
FD/Satış (x)	1.3		1.1		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	8.9		16.0		29.9		47.4	
Temettü Verimi (*)	3.5%		1.9%		3.1%		3.9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-5.8%		5.5%		12.6%		19.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL295.00

Potansiyel Getiri

62%

Fiyat Bilgileri

Kodu	CCOLA.TI / CCOLA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL182.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	46,423 / 2,475
Hisse Sayısı (mn)	254.370782
Saklama Oranı	25%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	155.94 / 8.37

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

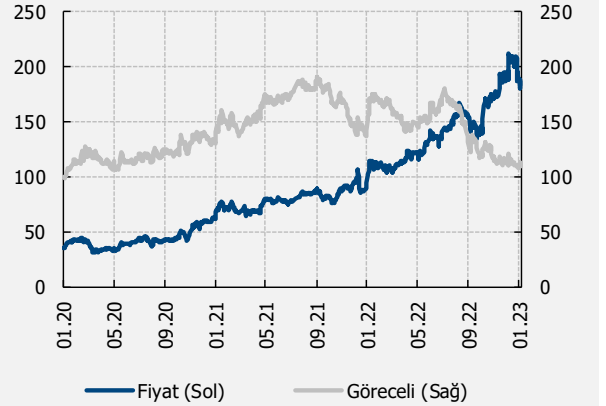
1 Aylık	211.50 / 180.30
1 Yıllık	211.50 / 103.52
Sene başından itibaren	210.10 / 180.30

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-7%	-2%
3 Aylık	26%	-10%
1 Yıllık	68%	-33%
Sene başından itibaren	-11%	-1%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	14,391	21,930	52,987	89,635	118,956
Brüt Kar	5,072	7,717	17,402	30,223	40,725
Faaliyet giderleri	-2,876	-4,225	-9,304	-16,313	-21,639
VAFÖK (**)	3,114	4,593	10,015	17,114	23,324
Amortisman	918	1,100	1,916	3,204	4,237
Faaliyet gelirleri	2,196	3,492	8,099	13,910	19,086
Finansal gelir/gider	-289	225	-1,516	-2,016	-1,252
Diğer gelir/gider	-144	-145	64	109	150
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	1
Vergi öncesi kar	1,762	3,572	6,646	12,003	17,985
Vergi	-448	-1,151	-2,193	-3,961	-5,395
Azınlık hisseleri / diğer	-82	-149	-374	-448	-538
Net Kar	1,233	2,271	4,079	7,594	12,052

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,684	4,215	15,357	18,900	23,295
Stoklar	1,041	2,501	5,850	9,766	12,860
Ticari alacaklar	796	1,639	5,723	9,682	12,849
Diğer alacaklar	1,196	2,359	4,874	8,245	10,942
Dönen Varlıklar	7,717	10,713	31,804	46,592	59,946
Maddi duran varlıklar	10,791	21,332	28,133	33,547	38,827
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	640	741	1,807	3,082	3,902
Duran Varlıklar	11,430	22,073	29,941	36,630	42,729
Toplam Varlıklar	19,147	32,786	61,745	83,222	102,674
Kısa vadeli finansal borçlar	1,300	1,368	7,403	13,095	17,082
Ticari borçlar	1,358	3,021	8,186	14,061	18,830
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,665	3,094	4,793	7,290	9,265
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,323	7,483	20,382	34,446	45,177
Uzun vadeli finansal borçlar	4,861	8,023	14,442	13,720	13,034
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,227	2,311	3,972	6,512	8,646
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,088	10,334	18,413	20,232	21,680
Azınlık Payları	1,074	1,915	2,738	3,186	3,724
Ana Ortaklığa Ait Öz kaynaklar	8,737	14,970	22,950	28,544	35,817
Toplam Kaynaklar	19,147	32,786	61,745	83,222	102,674

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,232	3,437	5,248	10,318	15,770
Yatırım faaliyetlerinden	-666	-5,082	-4,239	-7,170	-9,515
Finansman faaliyetlerinden	840	4,314	14,114	7,510	5,435
Temettü Ödemesi	-239	-711	-900	-1,450	-1,800
Serbest Nakit Akışı	1,982	-1,201	2,554	5,851	8,908
Net Borç	1,477	5,176	6,487	7,915	6,820

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	35.2%	35.2%	32.8%	33.7%	34.2%
VAFÖK marjı	21.6%	20.9%	18.9%	19.1%	19.6%
Net Kar marjı	8.6%	10.4%	7.7%	8.5%	10.1%
Sermaye Karlılığı	15.3%	19.2%	21.5%	29.5%	37.5%
Satış Büyümesi	18%	52%	142%	69%	33%
VAFÖK Büyümesi	35%	47%	118%	71%	36%
Net Kar Büyümesi	28%	84%	80%	86%	59%
Net Borç / Öz kaynaklar (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	0.5	1.1	0.6	0.5	0.3

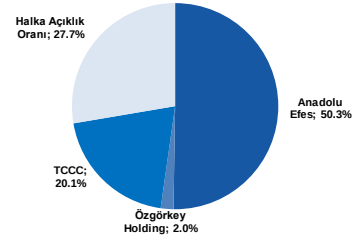
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

Coca Cola İçecek The Coca Cola Company'nin (TCCC) şişeleme sistemi içerisinde hacim bazında 6. büyük şişeleme şirketi konumunda. Şirket Türkiye ve on farklı bölge ülkesinde (Pakistan, Kazakistan, Özbekistan, Irak, Azerbaycan, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan, Ürdün, ve Suriye) meşrubat ve gazlı içecek üretim ve dağıtımını yapmakta. Faaliyet gösterdiği ülkelerde 450 milyon civarında bir nüfus bazı bulunuyor. Şirketin TCCC ile şişeleme anlaşması bulunmakta olup toplam 29 tane üretim tesisi var.

Ortaklık Yapısı



ÜLKER BİSKÜVİ

Cazip seviyelerde değil

Ülker için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle beraber 50,5 TL olarak belirliyoruz (önceki 26,6 TL). ve hedef fiyatımızın %26 gibi sınırlı getiri potansiyeline işaret etmesi nedeniyle önerimizi TUT olarak devam ettiriyoruz. Ülker'in ürün portföyünün zorlu makro koşullara karşı talep açısından dayanıklı kalması şirkete önemli bir defansif karakter kazandırıyor. Öte yandan hisse BIST-100'e göre 1H20-1H22 döneminde %70 gibi ciddi bir eksi rölatif getiriden sonra 4Ç22'de yaklaşık %35 rölatif getiriyle bunu bir miktar tersine çevirdi. Hisse mevcut seviyelerinden 2023 tahminlerimiz üzerinden çok da yüksek olmayan bir 4.4x FD/VAFÖK çarpanından işlem görse de şirketin bu yıl net kar üretmekte yine zorlanacağını düşünüyoruz.

- Defansif bir operasyonel yapıya sahip.** Ülker ürün portföyü itibariyle tüketim gruplarında daralma yaşandığı dönemlerde genelde bu daralmalardan daha az etkilenen bir şirket. Tahmin periyodumuz boyunca (2022-30) Ülker'in satış hacimlerinin konsolide bazda %4 büyümesini bekliyoruz. Ayrıca mevcut yapıda %40 paya sahip olan yurt dışı faaliyetleri de TL'deki değer kaybına ve döviz bazlı maliyetlere karşı belli ölçüde bir koruma sağlıyor.
- Net kar pozitifte dönüyor.** Ülker 2021 ve 9A22 dönemlerinde özellikle döviz açık pozisyonu nedeniyle net zarar yazmıştı. TL 4Ç22'de para birimlerine karşı genelde stabil bir seyir izlediği için şirketin 4Ç22'de 0,5 milyar TL civarında bir net kar elde etmesini bekliyoruz. 2023 yılında VAFÖK tarafındaki %47 büyümeye karşın yine kur farkı ve finansal giderlerden dolayı şirketin net kar üretmekte zorlanacağı kanısındayız.
- Riskler --** i) Beklenenden düşük marjlar ii) Jeopolitik riskler iii) Para birimlerinde değer kayıpları iv) Kısa vadeli yatırımların performansı, v) Yüksek fiyattan yapılabilecek başka satın alımlar

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	12,537	29%	26,786	114%	39,266	47%	48,854	24%
VAFÖK	2,328	21%	4,979	114%	7,301	47%	9,111	25%
Net Kar	-464	a.d.	-818	a.d.	60	a.d.	1,179	a.d.
F/K (x)	a.d.		a.d.		a.d.		11.6	
FD/VAFÖK (x)	7.4		5.5		4.4		3.8	
FD/Satış (x)	1.4		1.0		0.8		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	-1.4		-2.4		0.2		3.4	
Temettü Verimi (*)	3.8%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-8.4%		6.2%		11.2%		25.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL50.50

Potansiyel Getiri

26%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ULKER.TI / ULKER.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL40.14
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	13,728 / 732
Hisse Sayısı (mn)	342
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	474.59 / 25.46

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

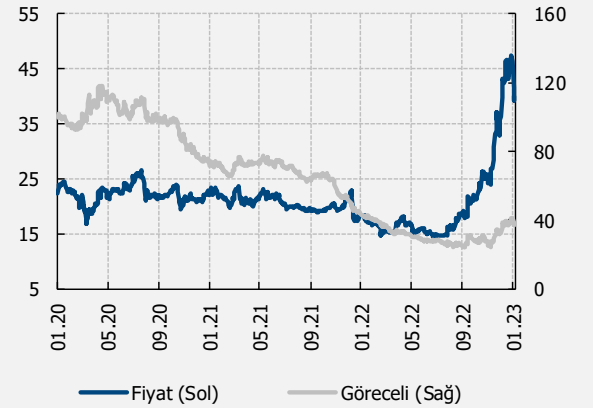
1 Aylık	47.42 / 39.20
1 Yıllık	47.42 / 14.06
Sene başından itibaren	47.42 / 39.20

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	6%
3 Aylık	88%	34%
1 Yıllık	119%	-12%
Sene başından itibaren	-8%	1%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	9,716	12,537	26,786	39,266	48,854
Brüt Kar	2,937	3,612	7,862	11,561	14,419
Faaliyet giderleri	-1,214	-1,514	-3,472	-5,084	-6,333
VAFÖK (**)	1,922	2,328	4,979	7,301	9,111
Amortisman	199	230	589	825	1,026
Faaliyet gelirleri	1,723	2,098	4,390	6,477	8,086
Finansal gelir/gider	-2,058	-8,466	-8,301	-8,740	-8,050
Diğer gelir/gider	1911	6297	3554	3209	2793
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,576	-71	-358	947	2,829
Vergi	-308	-92	-11	-237	-707
Azınlık hisseleri / diğer	-187	-302	-450	-650	-942
Net Kar	1,081	-464	-818	60	1,179
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	7,475	9,420	6,016	1,987	-341
Stoklar	1,696	3,218	1,980	2,899	3,603
Ticari alacaklar	3,092	4,688	8,121	11,905	14,812
Diğer alacaklar	2,438	1,439	2,606	3,519	4,184
Dönen Varlıklar	14,701	18,765	18,723	20,310	22,258
Maddi duran varlıklar	2,847	3,641	3,641	3,680	3,729
Finansal yatırımlar	978	1,878	1,878	1,878	1,878
Diğer duran varlıklar	966	1,959	3,952	5,643	6,924
Duran Varlıklar	4,791	7,479	9,472	11,202	12,532
Toplam Varlıklar	19,492	26,244	28,195	31,512	34,790
Kısa vadeli finansal borçlar	1,423	2,863	4,169	6,112	7,606
Ticari borçlar	1,275	2,270	3,154	4,617	5,739
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	532	1,001	1,658	2,233	2,676
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,231	6,134	8,980	12,963	16,021
Uzun vadeli finansal borçlar	9,058	15,314	14,548	13,093	11,784
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	386	482	1,029	1,509	1,877
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,444	15,796	15,577	14,602	13,661
Azınlık Payları	780	1,327	1,119	1,214	1,572
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,817	4,314	3,637	3,947	5,108
Toplam Kaynaklar	19,492	26,244	28,195	31,512	34,790
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,234	-3,453	-921	-1,921	12
Yatırım faaliyetlerinden	-146	-276	-589	-863	-1,073
Finansman faaliyetlerinden	4,571	7,791	1,087	968	553
Temettü Ödemesi	0	-277	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	-381	-607	851	1,538	3,474
Net Borç	3,006	8,757	12,701	17,218	19,730
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	30.2%	28.8%	29.4%	29.4%	29.5%
VAFÖK marjı	19.8%	18.6%	18.6%	18.6%	18.7%
Net Kar marjı	11.1%	a.d.	a.d.	0.2%	2.4%
Sermaye Karlılığı	18.4%	-8.3%	-20.6%	1.6%	26.0%
Satış Büyümesi	25%	29%	114%	47%	24%
VAFÖK Büyümesi	47%	21%	114%	47%	25%
Net Kar Büyümesi	19%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.4	2.0	3.5	4.4	3.9
Net Borç / VAFÖK (x)	1.6	3.8	2.6	2.4	2.2

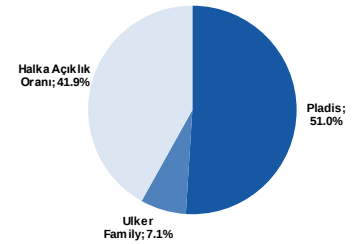
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Türkiye toplam atıştırılabilir piyasasında lider konumda olan Ülker aynı zamanda Suudi Arabistan, Mısır, Kazakistan ve BAE'de önemli operasyonlara sahip durumda. Şu anda faaliyet gösterdiği ülkelerde toplamda 13 (9 tane Türkiye'de, 2 tane Suudi Arabistan, 1'er tane de Mısır'da ve Kazakistan'da olmak üzere) adet üretim tesisine ve yıllık 1,5 milyon ton üretim kapasitesine sahip.

Ortaklık Yapısı

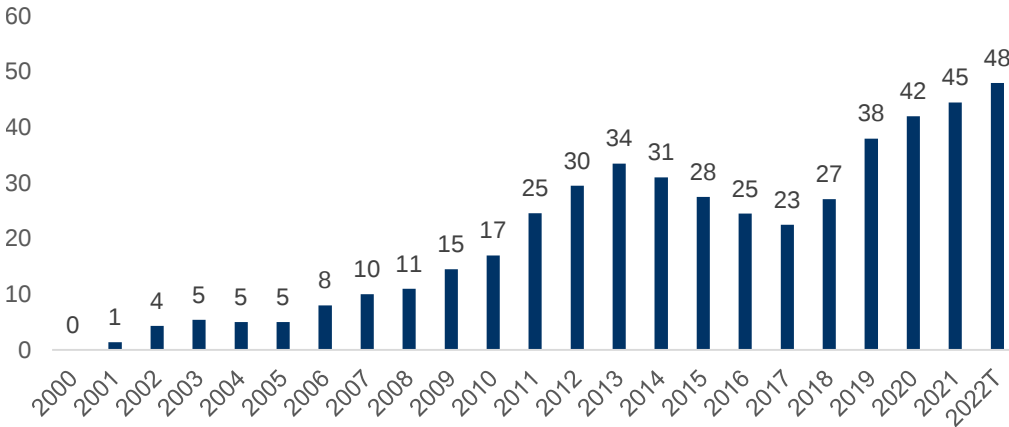


Gelişime çok açık bir sektör

Türkiye'nin altın üretimi hala yolun başında

Türkiye altın kaynakları açısından son derece zengin bir ülke olarak tahmin ediliyor. Bazı araştırmalara göre 6,5 bin ton civarında bir altın kaynağı olduğu tahmin edilen ülkede MTA'nın bazı raporlarına göre bu kaynakların ancak 1,2 bin tonu tespit edilebilmiş durumda. Bu da altın madenciliği açısından Türkiye'nin henüz yolun çok başında olduğunu gösteriyor. 2000 yılında hiç altın üretimi olmayan ülkede özellikle madencilik yasasında yapılan değişiklikler sonucunda üretimin hızlı bir artış trendine girdiği görülüyor. 2013 yılına kadar yıllık 33,5 tona kadar ulaşan üretim özellikle bu tarihten sonra piyasanın lideri durumundaki KOZAL'ın üretiminde yaşanan gerilemeler sonucunda 2017 yılı sonuna kadar bir miktar geriledi. Sonrasında hem KOZAL'ın üretim artışı hem bazı yeni projelerin devreye girmesiyle üretim yeniden artarak Altın Madencileri Derneği'nin verilerine göre 2019 yılında 38 tona 2020 yılında 42 tona ve 2021 yılında 45 tona çıkarak rekorlar kırdı. Önümüzdeki yıllarda sektör yetkilileri tarafından bu rakamın 50 tona kadar çıkması bekleniyor.

Şekil 1: Türkiye altın üretimi (ton)

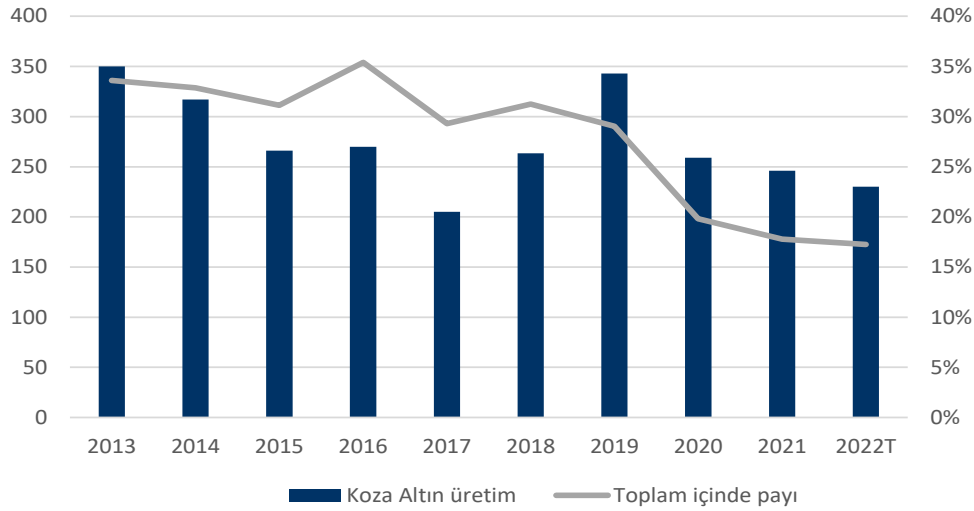


Kaynak: Altın Madencileri Derneği

KOZAL lider pozisyonunda

KOZAL'ın Türkiye'deki toplam altın madeni üretiminin yaklaşık %20'sini yaptığını tahmin ediyoruz. Şirketin özellikle elindeki rezerv ve kaynak rakamlarını büyütmede yıllar itibarıyla önemli başarılar elde ettiğini gördük (kurulduğundan beri yıllık ortalama %15 artış). Şirket yakın zamanda Himetdede madenin yakınında Demir Export'tan bir altın sahası devraldı. ÇED raporlarına göre bu sahanın şirketin 2021 yıl sonundaki 1,2 milyon ons olan görünür rezervini iki katına çıkarma potansiyeli bulunuyor. Türkiye'de faaliyet gösteren belli başlı diğer yabancı şirketleri ise Eldorado, Teck Mining, Stratex, Alacer ve Ariana olarak sıralayabiliriz.

Şekil 2: KOZAL üretim rakamları (bin ons)



Kaynak: KOZAL, Altın Madencileri Derneği, YKY Araştırma

Gübretaş sektörün yeni büyük oyuncusu olacak

Şirket Söğüt madenini tüm haklarıyla birlikte KOZAL'dan aldıktan sonra 2020 Aralık ayında madenin rezervleri için güncellenmiş önfizibilite rakamlarını açıkladı. Buna göre madenin 11,5 g/t tenor ortalamasıyla 3,5 milyon ons kaynağı (2,3 ölçülmüş ve belirlenmiş, 1,2 milyon ons ise muhtemel) ve 8,6 g/t ortalama tenor ile 1,9 milyon ons rezervi (0,6 milyon ons görünür, 1,3 milyon ons muhtemel) olduğu belirtildi. Açıklanan bu rakamlar ışığında Gübretaş önümüzdeki dönemde Türkiye'nin önemli altın madencilerinden biri olmaya aday gözüküyor. Buna ek olarak şirket geçtiğimiz yıl Bilecik'te (Söğüt madenine yakın bir mesafede) yer alan Kavaklitepe madeninin sahibi Kavak Madencilik'in %80 hissesini 1,8 milyon dolar ve %2 rödovans karşılığında Teck Mining şirketinden satın aldı. Teck Mining ve Zenith Mining (geri kalan %20 hissenin sahibi) tarafından daha önce yapılan sondaj çalışmalarına dair yapılan açıklamalarda sahada çeşitli derinliklerde 10 g/t seviyesini aşan tenörde altına rastlandığı belirtiliyor. Dolayısıyla söz konusu daha Gübretaş açısından son derece kıymetli olabilecek bir potansiyele sahip gözüküyor.

KOZA ALTIN

Hızlı yükselişi hazmetme zamanı

KOZAL için 12 aylık hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle birlikte 600 TL'ye çıkarırken tavsiyemizi TUT'a indiriyoruz. Bu raporla birlikte şirketin yakın dönemde Himmetdede madenine yakın bölgede Demir Export'tan aldığı sahayı (ÇED raporundaki rezerv rakamları üzerinden) değerlememize ekliyoruz. Ayrıca yine aynı bölgede Incvitus'tan alınan sahanın rezerv detaylarıyla ilgili detaylar henüz belli olmasa da bu sahayla ilgili olası rezerv büyümesini yansıtabilmek adına adil değerimize uyguladığımız 1,2 çarpanını 1,4'e yükselttik. KOZAL hissesi son üç ayda özellikle bu sahaların edinimi ve bedelsiz sermaye artışına yönelik beklentilerle birlikte %97 oranında güçlü bir rölatif performans sergiledi. Bu performans sonrası hedef fiyatımızın da sınırlı getiri potansiyeline işaret etmesi sonucunda tavsiyemizi TUT olarak değiştirdik. Yine de (değerleme üzerinde bir etkisi olmasa da) %2.000 bedelsiz sermaye artış sürecine yatırımcı ilgisi düşünüldüğünde hisse kısa vadede canlı kalmaya devam edebilir.

Bu raporumuzla KOZAA için de hedef fiyatımızı 46,2 TL'den 76,0 TL'ye yükseltiyoruz ve AL önerimizi koruyoruz. Son dönemde KOZAL'a karşı açılan NAD makasını yansıtmak adına NAD iskontosu varsayımımızı %10'dan %25'e yükselttik.

- Yeni maden sahası rezervleri iki katına çıkarabilir.** KOZAL yakın zamanda Himmetdede madenine yakın bölgede KCHOL iştiraklerinden Demir Export'a ait bir sahayı 9,5 milyon dolar ve üretimden ons başına ödenecek 475 dolar bedelle devraldı. İlgili sahanın ÇED raporlarında 1,3 milyon ons görünür 2,9 milyon ons muhtemel rezerv olduğu belirtiliyor. Bu rakamları baz aldığımızda ve KOZAL'ın 1,2 milyon ons görünür (ve 4,0 milyon ons görünür dışında) rezerviyle kıyasladığımızda saha görünür rezervleri iki katına çıkarabilir. 2024'ün ikinci yarısında üretime geçileceği varsayımıyla bu sahadan hisse başına yaklaşık 80 TL ek değer hesaplıyoruz. Invictus'un sahasına dair somut rezerv rakamları henüz belli olmasa da bu saha da rezervleri önemli oranda arttırabilir.
- KOZAL'da beklentiler fiyatlanırken KOZAA cazip görünüyor.** KOZAL'da kısa vadede %2.000 bedelsiz sermaye artışı değerlendirilerek üzerinde bir etkisi olmasa da hissedeki olumlu havayı sürdürebilir. Ancak gelinen seviyede değerlendirilerek KOZAA'nın KOZAL'dan daha cazip olduğu görüşündeyiz.
- Riskler --** i) Altın fiyatlarında ve nakit maliyetlerde beklentilerden sapmalar.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	4,002	23%	6,705	68%	12,124	81%	18,884	56%
VAÖK	2,165	12%	3,653	69%	7,129	95%	11,787	65%
Net Kar	3,004	66%	4,109	37%	7,133	74%	13,025	83%
F/K (x)	5.9		19.7		11.4		6.2	
FD/VAÖK (x)	4.1		20.0		9.7		4.7	
FD/Satış (x)	2.2		10.9		5.7		2.9	
Hisse Başına Kar (TL)	19.7		26.9		46.8		85.4	
Temettü Verimi (*)	5.1%		1.5%		2.6%		4.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	7.1%		1.3%		2.1%		9.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT**Hedef Fiyat****TL600.00****Potansiyel Getiri****13%**

Fiyat Bilgileri

Kodu	KOZAL.TI / KOZAL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL531.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	80,978 / 4,317
Hisse Sayısı (mn)	152.5
Saklama Oranı	29%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,768.83 / 148.49

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

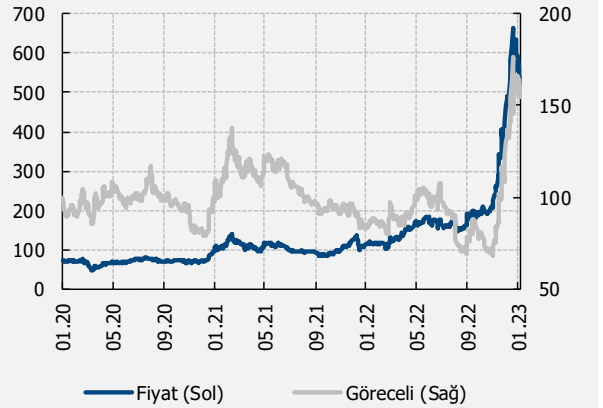
1 Aylık	662.90 / 467.20
1 Yıllık	662.90 / 101.02
Sene başından itibaren	634.50 / 518.80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	9%	15%
3 Aylık	176%	97%
1 Yıllık	358%	84%
Sene başından itibaren	-6%	4%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Katas, CFAbehlul.katas@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 66**

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	3,250	4,002	6,705	12,124	18,884
Brüt Kar	2,072	2,498	4,068	7,725	12,525
Faaliyet giderleri	370	553	659	1,100	1,590
VAFÖK (**)	1,927	2,165	3,653	7,129	11,787
Amortisman	225	219	244	504	852
Faaliyet gelirleri	1,702	1,946	3,409	6,625	10,935
Finansal gelir/gider	644	2,064	2,050	2,849	3,480
Diğer gelir/gider	5	8	20	36	57
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	2,351	4,017	5,479	9,510	14,471
Vergi	-541	-1,013	-1,370	-2,378	-1,447
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1,810	3,004	4,109	7,133	13,025
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	5,922	8,885	8,575	12,785	25,623
Stoklar	406	426	1,489	2,257	2,789
Ticari alacaklar	0	0	11	18	28
Diğer alacaklar	80	81	492	787	992
Dönen Varlıklar	6,408	9,392	10,567	15,847	29,431
Maddi duran varlıklar	672	967	2,536	4,277	4,099
Finansal yatırımlar	301	287	330	330	330
Diğer duran varlıklar	1,000	1,457	2,663	3,779	4,211
Duran Varlıklar	1,972	2,711	5,529	8,385	8,640
Toplam Varlıklar	8,381	12,103	16,096	24,233	38,071
Kısa vadeli finansal borçlar	5	20	691	891	318
Ticari borçlar	104	198	431	669	930
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	505	901	639	1,076	1,611
Kısa Vadeli Yükümlülükler	614	1,119	1,760	2,636	2,858
Uzun vadeli finansal borçlar	9	29	0	0	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	194	388	417	703	1,232
Uzun Vadeli Yükümlülükler	203	417	417	703	1,232
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,564	10,568	13,918	20,894	33,980
Toplam Kaynaklar	8,381	12,103	16,096	24,233	38,071
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,189	3,693	2,838	7,242	13,927
Yatırım faaliyetlerinden	-245	-267	-1,654	-2,244	-672
Finansman faaliyetlerinden	-337	-229	-535	-630	-476
Temettü Ödemesi	-543	-901	-1,233	-2,140	-3,908
Serbest Nakit Akışı	1,423	1,259	1,059	1,663	7,675
Net Borç	-5,908	-8,836	-7,884	-11,894	-25,305
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	63.8%	62.4%	60.7%	63.7%	66.3%
VAFÖK marjı	59.3%	54.1%	54.5%	58.8%	62.4%
Net Kar marjı	55.7%	75.1%	61.3%	58.8%	69.0%
Sermaye Karlılığı	27.2%	33.1%	33.6%	41.0%	47.5%
Satış Büyümesi	14%	23%	68%	81%	56%
VAFÖK Büyümesi	6%	12%	69%	95%	65%
Net Kar Büyümesi	2%	66%	37%	74%	83%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

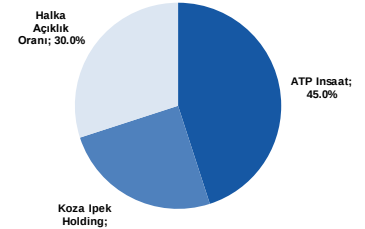
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

Koza Altın Türkiye'deki en büyük altın madencisi durumunda. Şu anda beş adet altın madeninde (Ovacık, Çukuralan, Kaymaz, Mastra, Himmetdede) üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Bunun yanı sıra çıkarılan madenin işlediği dört adet üretim tesisi (Ovacık, Kaymaz, Mastra, Himmetdede) bulunmaktadır. Üretim faaliyetlerinin devam ettiği madenler dışında Mollakara ve Kubaşlar madenleri için fizibilite çalışmaları devam etmektedir.

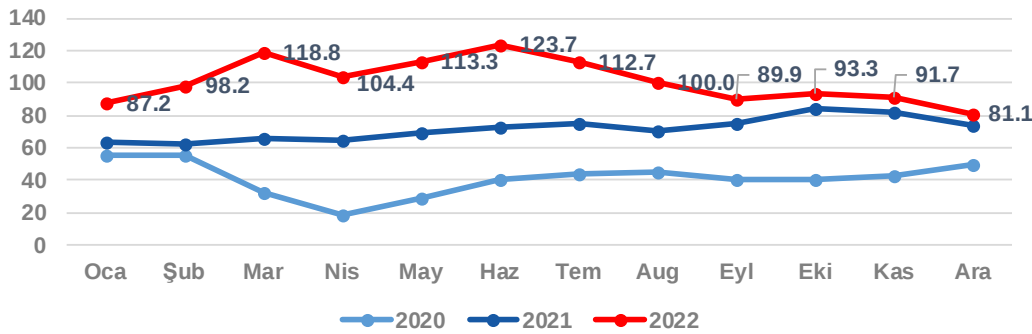
Ortaklık Yapısı



Talep endişesi ile arz sıkışıklığı

2022 yılının ikinci yarısında petrol fiyatları düşüş trendindeydi. 2022 yılının ikinci yarısında ham petrol fiyatı OPEC+'ın üretim artışını öne çekmesinin ve Çin'de artan vaka sayılarının yanı sıra artan resesyon kaygılarına bağlı olarak aşağı yönlü dalgalı bir görünüm sergiledi fakat OPEC+'nın üretim artışının hedeflerinin gerisinde kalması ve OPEC+'ın kesintiye gidebileceği yönelik beklentiler bu düşüşü sınırlı kıldı. 2022 yılında Brent petrol ortalama fiyatı USD101/bbl seviyelerine ulaşarak önceki yıla oranla %43 artış gösterdi. EIA, 2023'de ortalama Brent petrol fiyatının USD92/bbl seviyelerinde olmasını öngörüyor. Piyasadaki diğer bir görüş ise Çin'de beklenenden hızlı ekonomik toparlanma nedeniyle petrolün USD100/varil üzerinde işlem görmesi.

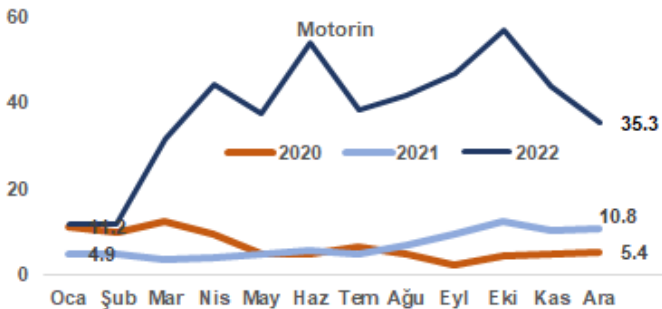
Şekil 1: Brent Ham Petrol Fiyatı (USD/varil)



Kaynak: Şirket sunumu

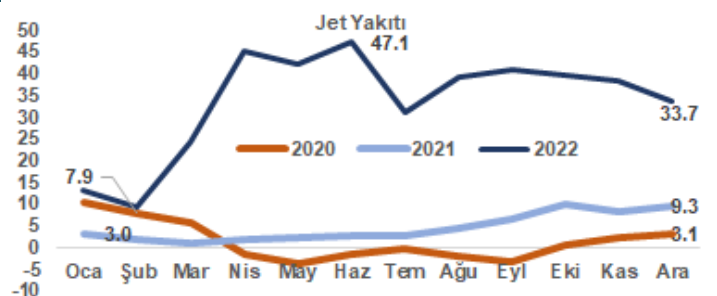
Ürün karlılıkları 2022 yılında son beş yıllık ortalamaya kıyasla yüksek seyrini koruyor. Azalan Rusya ihracatı ve kapasite kesintileri motorin marjlarının yükselmesine neden olurken, hava trafiğinin Covid sonrası ertelenmiş talebin etkisiyle güçlü performans göstermeye başlaması da jet yakıtı ürün marjlarını destekleyen ana unsur olarak öne çıktı. Önümüzdeki dönemde Avrupa Birliği'nin Rusya'nın petrol ürünlerine yönelik ambargo uygulayacak olması piyasada arz açığı yaratacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte yılın ilk çeyreğinde orta distilat ürün karlılıklarının yüksek seviyelerde kalacağını öngörüyoruz.

Şekil 2: Motorin Ürün Karlılığı (USD/varil)



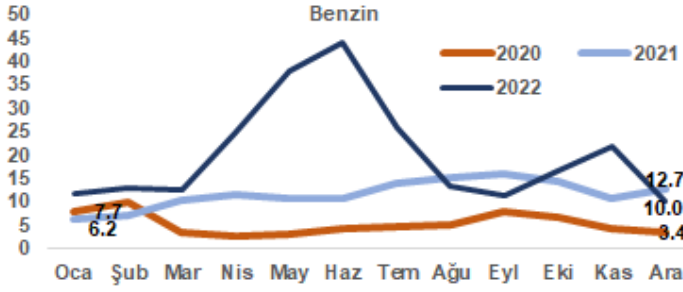
Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 3: Jet Yakıtı Ürün Karlılığı (USD/varil)



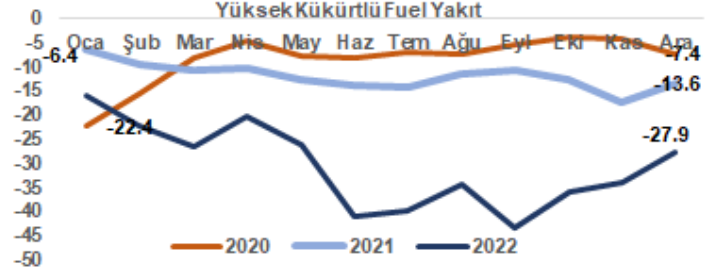
Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 4: Benzin Ürün Karlılığı (USD/varil)



Kaynak: Şirket sunumu

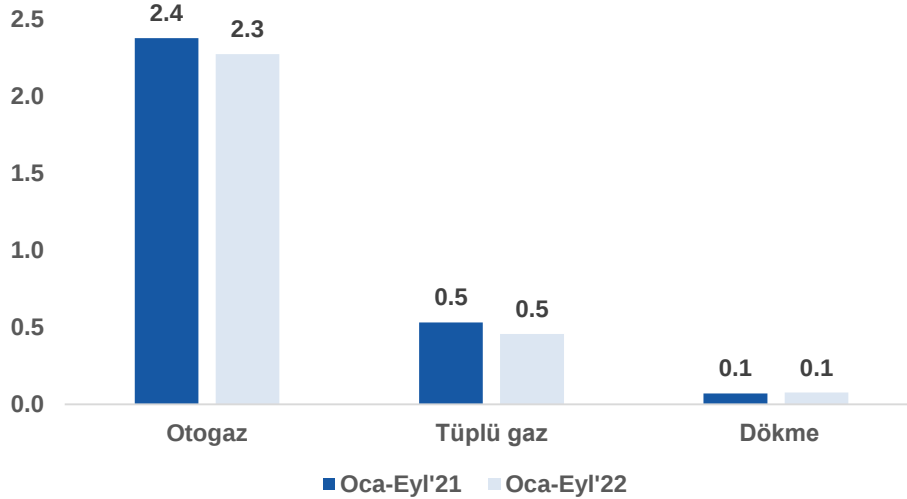
Şekil 5: Yüksek Kükürtlü Fuel Yakıt Ürün Karlılığı (USD/varil)



Kaynak: Şirket sunumu

Türkiye LPG pazarı, 3.9 milyon ton tüketim ile Avrupa'nın en büyük ikinci ve dünyanın en büyük onuncu pazarıdır. Türkiye LPG dağıtım pazarı 90'dan fazla şirket barındıran bölünmüş bir market yapısına sahip. Tüplü gaz piyasasındaki ilk 3 ve otogaz piyasasındaki ilk 8 oyuncu toplam bütün piyasanın %80'inden fazlasını oluşturmaktadır. Aygaz kurulduğu günden bugüne Türkiye LPG pazarında lider konumundadır ve toplam LPG pazarında Ekim ayı itibarıyla %26 pazar payı bulunmaktadır.

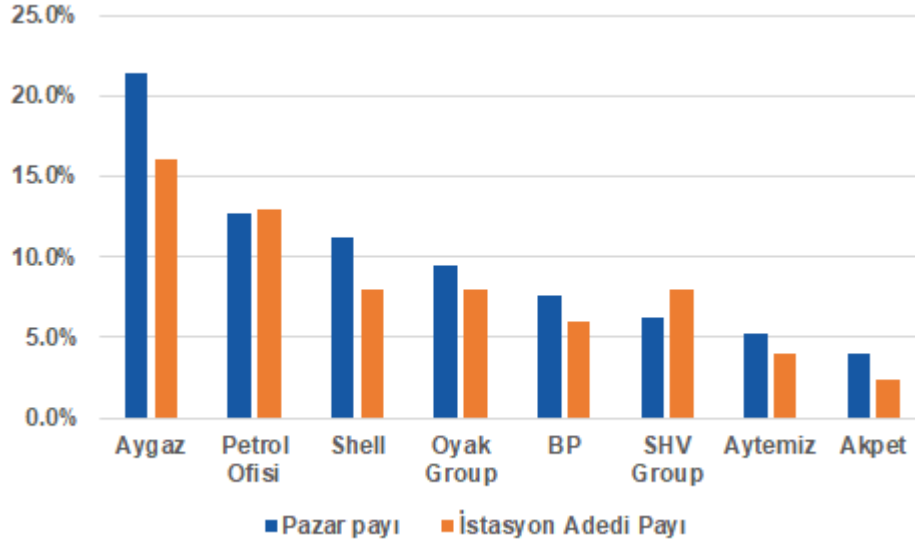
Şekil 6: Türkiye LPG Pazarı (milyon ton)



Kaynak: Şirket sunumu

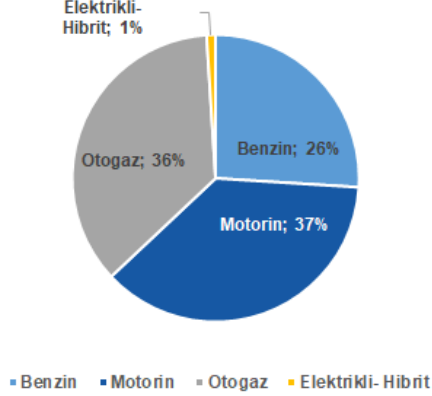
Otogaz talebinin ana tetikleyicisi fiyat avantajıdır. Otogazın benzine göre %30-40 daha ucuz olması, otomobil üreticilerinin LPG'ye artan ilgisi ve otomobillerle yapılan dönüşümlerle birlikte otogaza olan talebi artırıyor. Otogaz %37 pay ile tercih edilen otomotiv yakıtları arasında ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye, dünyanın en büyük LPG'li araç pazarına sahiptir. Aygaz, %21.6 pazar payı ile dünyanın en büyük otogaz pazarının lideridir.

Şekil 7: Pazar Payları & İstasyon Sayı Payları



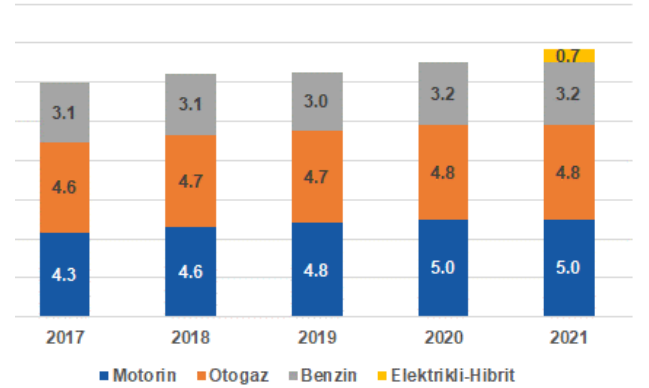
Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 8: Yakıt türüne göre trafikte tescilli araç oranları



Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 9: Türkiye Araba Parkı (M araç)



Kaynak: Şirket sunumu

AYGAZ

Yatırımlarına yakından bakış

Aygaz için 12 aylık hedef hisse fiyatımızı esas olarak Tüpraş'taki yukarı yönlü revizyon, elektrik iş kolundan çıkış ve makro varsayımlarımızdaki değişiklikler nedeniyle 65.5TL'den 111TL'ye güncellerken, tavsiyemizi AL olarak güncelliyoruz. Bangladeş ve Sendeo yatırımlarından gelecek katkıların hisse performansı üzerinde katalizör olacağını düşünüyoruz.

- Bangladeş yatırımı önemli bir büyüme potansiyeline işaret ediyor.** Bangladeş LPG pazarı, 2015 ve 2021 yılları arasında %45 yıllık bileşik büyüme oranı ile dünyanın en hızlı büyüyen LPG pazarlarından biridir. Şirket, LPG faaliyet lisansı sonrasında 2 bin ton'un üzerinde LPG satışı gerçekleştirdi. Buradan gelecek katkı hisse üzerinde katalizör görevi görebilir.
- Enerji Yatırımları'ndan güçlü katkı-** Aygaz'ın Tüpraş'ın %46.4'ünü kontrol eden Enerji Yatırımları'nda %20 payı bulunuyor. Yüksek ürün karlılıkları sayesinde Tüpraş'ın güçlü sonuçlar açıklamasını, bunun da Aygaz'ın finansallarına olumlu katkı yapmasını öngörüyoruz. Buna ek olarak, Aygaz, 2023 yılının Mart ayında Enerji Yatırımları'nın sermayesinin azaltımından 469 milyon TL nakit gelmesi bekleniyor.
- Marka ve platformu kullanılarak kargo iş kolunu geliştiriyor.** E-ticaret paralelinde hızla büyümeye devam eden kargo dağıtım sektörü Aygaz'ın mevcut varlıklarıyla ilave değer yaratmayı hedefleyen bir iş alanıdır. Aygaz'ın marka gücü, yaygın bayi ağı, tesis altyapısı ve eve teslimat tecrübesi bu anlamda önem arz etmektedir. Bu iş kolu henüz başlangıç aşamasında olduğundan dolayı yaratabileceği etkiyi modelimize dahil etmedik.
- Riskler --** i) Dağıtım marjlarına olası müdahale ve ii) Ekonomik durgunluk.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	15,893	57%	33,487	111%	49,849	49%	60,667	22%
VAFOK	705	69%	698	-1%	2,314	232%	2,775	20%
Net Kar	670	a.d.	3,452	415%	3,562	3%	3,829	7%
F/K (x)	7.3		5.1		5.0		4.6	
FD/VAFOK (x)	8.2		27.5		8.5		7.4	
FD/Satış (x)	0.4		0.6		0.4		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	2.2		15.7		16.2		17.4	
Temettü Verimi (*)	3.1%		0.8%		5.8%		6.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	1.6%		-1.8%		2.0%		1.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL111.00

Potansiyel Getiri

37%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AYGAZ.TI / AYGAZ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL80.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	17,760 / 947
Hisse Sayısı (mn)	219.800767
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	78.88 / 4.24

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

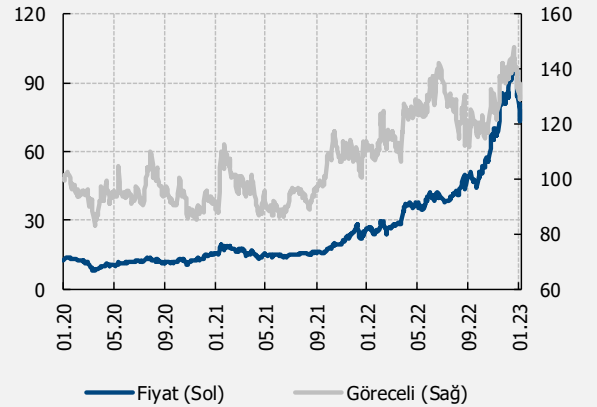
1 Aylık	96.80 / 73.50
1 Yıllık	96.80 / 23.87
Sene başından itibaren	95.60 / 73.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-6%	-1%
3 Aylık	60%	14%
1 Yıllık	198%	20%
Sene başından itibaren	-15%	-7%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	10,145	15,893	33,487	49,849	60,667
Brüt Kar	912	1,438	2,191	4,527	5,547
Faaliyet giderleri	-651	-916	-1,744	-2,587	-3,228
VAFÖK (**)	416	705	698	2,314	2,775
Amortisman	156	183	251	374	455
Faaliyet gelirleri	261	522	447	1,940	2,320
Finansal gelir/gider	-147	-163	-319	-285	-267
Diğer gelir/gider	28	-104	-65	-109	-55
İştirak Karı /Zararı	-193	423	3324	1948	1758
Vergi öncesi kar	31	697	3,387	3,494	3,756
Vergi	-56	-70	-77	-79	-85
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	-25	670	3,452	3,562	3,829
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	961	1,693	2,071	2,492	2,427
Stoklar	400	1,433	1,878	2,266	2,756
Ticari alacaklar	671	1,065	2,177	2,492	3,033
Diğer alacaklar	162	446	428	787	1,261
Dönen Varlıklar	2,193	4,638	6,554	8,038	9,477
Maddi duran varlıklar	893	993	1,115	1,418	1,480
Finansal yatırımlar	2,268	2,623	5,947	7,895	9,653
Diğer duran varlıklar	40	80	151	167	199
Duran Varlıklar	3,202	3,696	7,213	9,479	11,331
Toplam Varlıklar	5,395	8,333	13,767	17,517	20,809
Kısa vadeli finansal borçlar	567	1,067	1,777	2,789	4,011
Ticari borçlar	824	2,122	3,286	3,626	3,307
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	461	680	707	591	610
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,852	3,869	5,770	7,005	7,928
Uzun vadeli finansal borçlar	997	1,486	1,641	1,657	1,322
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	229	259	355	328	270
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,226	1,745	1,995	1,985	1,592
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,317	2,719	6,001	8,528	11,288
Toplam Kaynaklar	5,395	8,333	13,767	17,517	20,809
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	278	235	34	197	602
Yatırım faaliyetlerinden	0	-158	-353	156	-383
Finansman faaliyetlerinden	-79	652	412	-268	-404
Temettü Ödemesi	-150	-150	-150	-1,036	-1,069
Serbest Nakit Akışı	277	77	-319	352	218
Net Borç	604	859	1,409	1,953	2,906
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	9.0%	9.0%	6.5%	9.1%	9.1%
VAFÖK marjı	4.1%	4.4%	2.1%	4.6%	4.6%
Net Kar marjı	a.d.	4.2%	10.3%	7.1%	6.3%
Sermaye Karlılığı	-1.0%	26.6%	79.2%	49.0%	38.6%
Satış Büyümesi	-1%	57%	111%	49%	22%
VAFÖK Büyümesi	-12%	69%	-1%	232%	20%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	415%	3%	7%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
Net Borç / VAFÖK (x)	1.4	1.2	2.0	0.8	1.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

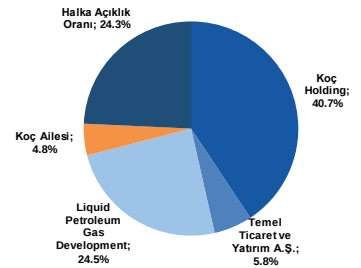
1961 yılında kurulan Ay gaz, LPG'nin temini, stoklanması, dolumu ve LPG'li cihaz üretimi ile satışını kapsayan süreçleri gerçekleştiren entegre bir LPG şirkettir.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Beklentilerin üzerinde olası temettü ve (ii) Yurtdışı pazarında yeni yatırımlar.

Potansiyel riskler: (i) LPG fiyatlarında dalgalanma, (ii) Enerji Yatırımları'ndan gelen katkının beklentilerin altında kalması ve (iii) Zayıf talep.

Ortaklık Yapısı



TÜPRAŞ

Güçlü ürün marjları devam ediyor

Tüpraş için 12 aylık hedef hisse fiyatımızı, makro varsayımlarımızdaki değişiklikler sonrası 624 TL'den 710 TL'ye güncelliyoruz. Haziran 2021'den bugüne nominal %395 ve rölatif %33 getiri sağlayan hisseyi sonra kar realizasyonu nedeniyle "Model Portföy" ümüzden çıkarıyoruz. Öte yandan, hisse 2023 beklentilerimize göre 3.1x FD/VAFÖK bize göre cazip ve son bir yıllık tarihsel ortalamaya göre de %28 iskontolu çarpandan işlem görmektedir. Güçlü faaliyet sonuçlarının ve karlı büyümesinin sürmesini beklediğimiz Tüpraş'ı beğenmeye devam ediyoruz ve hisse için "AL" önerimizi yineliyoruz.

- Tarihsel yüksek ürün marjları güçlü operasyonel performansa işaret ediyor-** 2022 yılında motorin ve jet yakıtı (orta distilat) ürün marjları sırasıyla ortalama 37.9 dolar/varil ve 33.6 dolar/varil'e ulaştı, ki bunlar son beş yıllık tarihsel ortalamaların 3 katı seviyelerine denk geliyor. Azalan Rusya ihracatı ve kapasite kesintileri motorin marjlarının yükselmesine neden olurken, hava trafiğinin Kovid sonrası ertelenmiş talebin etkisiyle güçlü performans göstermeye başlaması da jet yakıtı ürün marjlarını destekleyen ana unsur olarak öne çıkıyor. 2022 yılı için net rafineri marj beklentimizi, Şirket'in 13-14 dolar/varil olan öngörüsünün bir miktar üzerinde 15.4 dolar/varil olarak koruyoruz. Önümüzdeki dönemde Avrupa Birliği'nin Rusya'nın petrol ürünlerine yönelik ambargo uygulayacak olması piyasada arz açığı yaratacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte yılın ilk çeyreğinde orta distilat ürün karlılıklarının yüksek seviyelerde kalacağını öngörüyoruz.
- Tüpraş'ın bağlı ortaklığı Entek, toplam 1.5 GW'lık kapasite için önlisans almak üzere EPDK'ya başvurdu-** Entek, toplam kapasitesi 1.5 GW olan toplam 22 proje için enerji depolama tesisi kurmak ve önlisans almak üzere EPDK'ya başvurdu. Tüpraş, 2030 yılına kadar yaklaşık 1 GW'lık sıfır karbon elektrik üretim portföyüne sahip olmayı hedeflediğinden, bu tür gelişmeleri memnuniyetle karşılıyor.
- Cazip temettü beklentisi-** 2022 finansallarından itibaren Şirket'in temettü dağıtımında hızlı bir toparlanma bekliyoruz. Şirket'in 2022 net karından 25 milyar TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz, Bu da %18'lik bir temettü verimine işaret ediyor.
- Riskler --** i) Ürün karlılıklarındaki olası zayıflık, ve ii) Doğal gaz fiyatında olası artışlar.

Konsolide Finansallar ve Çarpınlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	150,972	139%	485,103	221%	581,021	20%	686,431	18%
VAFÖK	12,996	a.d.	56,350	334%	43,447	-23%	30,151	-31%
Net Kar	3,319	a.d.	35,819	a.d.	20,987	-41%	18,938	-10%
F/K (x)	8.5		3.9		6.7		7.4	
FD/VAFÖK (x)	3.1		2.3		3.1		4.7	
FD/Satış (x)	0.3		0.3		0.2		0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	12.1		130.1		76.2		68.8	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		17.9%		10.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-1.7%		21.0%		22.1%		8.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL710.00

Potansiyel Getiri

39%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TUPRS.TI / TUPRS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL510.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	140,436 / 7,486
Hisse Sayısı (mn)	275.256514
Saklama Oranı	49%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,332.82 / 178.88

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

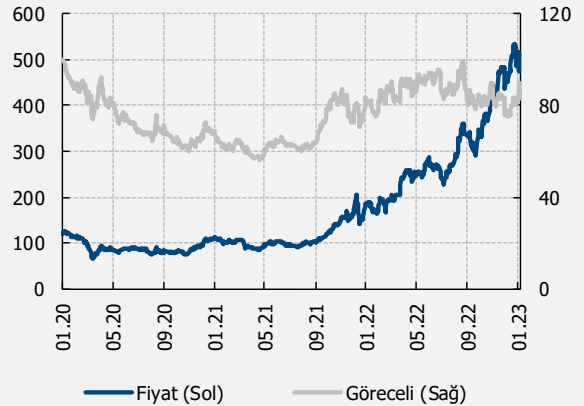
1 Aylık	534.80 / 451.20
1 Yıllık	534.80 / 165.50
Sene başından itibaren	534.80 / 473.00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	8%	14%
3 Aylık	54%	10%
1 Yıllık	170%	8%
Sene başından itibaren	-4%	6%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı

asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	63,244	150,972	485,103	581,021	686,431
Brüt Kar	1,764	15,451	62,858	52,367	41,331
Faaliyet giderleri	-2,012	-3,242	-7,503	-10,221	-12,752
VAFÖK (**)	494	12,996	56,350	43,447	30,151
Amortisman	742	787	995	1,301	1,573
Faaliyet gelirleri	-248	12,209	55,356	42,146	28,579
Finansal gelir/gider	-3,149	996	-5,597	-6,537	-3,516
Diğer gelir/gider	-371	-11636	-11073	-13507	-5421
İştirak Karı /Zararı	-30	593	650	945	1156
Vergi öncesi kar	-3,797	2,161	39,335	23,048	20,797
Vergi	1,372	1,275	-3,270	-1,916	-1,729
Azınlık hisseleri / diğer	71	117	247	145	130
Net Kar	-2,495	3,319	35,819	20,987	18,938
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	20,319	20,400	41,234	46,482	44,618
Stoklar	7,701	23,756	35,891	40,706	45,157
Ticari alacaklar	1,840	13,517	24,255	29,051	28,830
Diğer alacaklar	1,422	7,756	17,027	17,489	24,094
Dönen Varlıklar	31,282	65,429	118,407	133,728	142,699
Maddi duran varlıklar	23,659	28,502	30,823	35,068	40,278
Finansal yatırımlar	1,330	2,156	2,740	2,894	3,033
Diğer duran varlıklar	7,343	9,084	11,224	12,161	10,826
Duran Varlıklar	32,332	37,106	44,787	50,122	54,137
Toplam Varlıklar	63,614	102,535	163,194	183,850	196,836
Kısa vadeli finansal borçlar	9,686	11,399	9,929	11,160	18,803
Ticari borçlar	14,204	43,704	63,337	77,712	82,573
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	6,028	9,363	10,615	13,304	11,799
Kısa Vadeli Yükümlülükler	29,918	64,002	83,882	102,177	113,175
Uzun vadeli finansal borçlar	21,148	20,219	21,722	28,636	24,857
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	775	782	670	766	872
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,922	20,706	22,392	29,402	25,728
Azınlık Payları	244	270	519	663	794
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	11,773	17,828	56,920	52,271	57,933
Toplam Kaynaklar	63,614	102,535	163,194	183,850	196,836
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,114	594	32,574	36,211	18,662
Yatırım faaliyetlerinden	-942	-1,077	-3,064	-5,244	-6,427
Finansman faaliyetlerinden	4,959	-11,501	-10,769	-33,125	-16,328
Temettü Ödemesi	0	0	0	-25,073	-14,691
Serbest Nakit Akışı	1,172	-483	29,510	30,968	12,235
Net Borç	10,515	11,217	-9,582	-6,685	-959
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	2.8%	10.2%	13.0%	9.0%	6.0%
VAFÖK marjı	0.8%	8.6%	11.6%	7.5%	4.4%
Net Kar marjı	a.d.	2.2%	7.4%	3.6%	2.8%
Sermaye Karlılığı	-20.0%	22.4%	95.8%	38.4%	34.4%
Satış Büyümesi	-29%	139%	221%	20%	18%
VAFÖK Büyümesi	-87%	a.d.	334%	-23%	-31%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	a.d.	-41%	-10%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.9	0.6	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	21.3	0.9	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

1955 yılında Batman'da yerli ham petrolün işlenmesiyle başlayan Tüpraş'ın rafinaj faaliyeti, 1983 yılından bu yana Kocaeli, İzmir, Kırıkkale ve Batman'da yerleşik 4 rafineri ile devam etmektedir. Şirketin yıllık ham petrol işleme kapasitesi 30 milyon ton'dur.

Avrupa'nın 7. Büyük rafineri şirketi olan Tüpraş, ürettiği katma değer ve elde ettiği ciro bazında Türkiye'nin en büyük sanayi şirketidir.

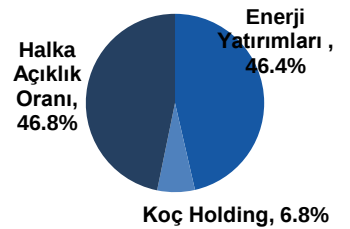
Tüpraş'ın 1Ç22'deki net rafineri marjı 5.2 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti. 2022 yılı için Şirket'in net rafineri marj beklentisi 8-9 dolar/varil seviyesindedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: (i) Ürün karlılıklarının beklentilerden iyi gerçekleşmesi (ii) Ağır-hafif ham petrol fiyat makasının açılması

Potansiyel riskler: (i) Ürün karlılıklarının beklentilerin altında kalması, (ii) Ham petrol fiyatında dalgalı seyir olması ve (iii) Ekonomik durgunluk.

Ortaklık Yapısı



Dalgalı bir görünüm

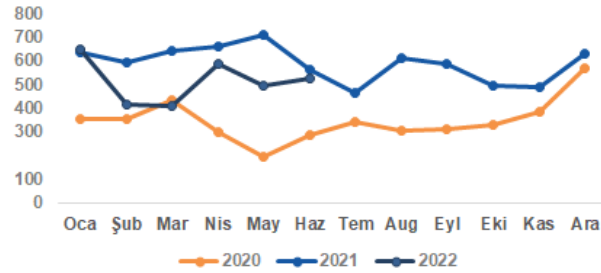
Zayıf talebin 2023 yılında da devam etmesi bekleniyor- 2022 yılına enerji ve emtia fiyatlarında rekor artışa yol açan Rusya-Ukrayna Savaşı damgasını vurdu. Buna ek olarak, küresel büyüme yavaşlarken, durgunluk beklentileri ortaya çıktı. Artan arz ve yavaşlayan talep petrokimya sektörünü olumsuz etkiledi. Özellikle 2022 yılının ikinci yarısında esas olarak navlun maliyetlerindeki gerileme ve uluslararası ticaretteki göreceli iyileşme fiyatları baskıladı. Ürün fiyatları, girdi fiyatlarından daha fazla düşmesinden dolayı petrokimya sektöründe marjlar önemli oranda daraldı.

Etilen-nafta makası 2022 yılında yıllık bazda %37 azalarak 371 USD/ton'a geriledi. Devam eden Rusya-Ukrayna savaşı 2023 yılında da petrokimya sektörünün baskılamaya devam edeceğini düşünsek de stok seviyelerin düşmesiyle talepte bir miktar iyileşme gözlemleyebiliriz.

Petrokimya Platts Endeksi bir miktar geriledi

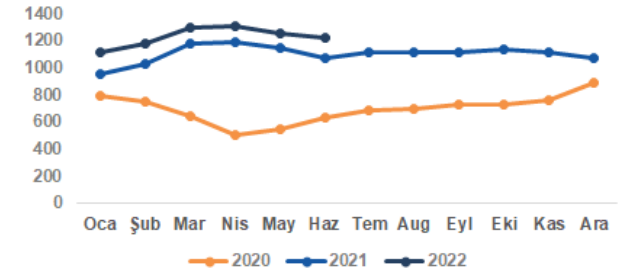
Petrokimya sektöründe toplam karlılığı gösteren Platts Petrokimya Endeksi'nin ortalaması 2021 yılının 1,104 USD iken 2022 yılında 1,065 USD seviyesine gerilemiştir.

Şekil 1: Aylık nafta-etilen makası (USD/ton)



Kaynak Platts

Şekil 2: Platts Index



Kaynak Platts

Petkim, Türkiye'nin ilk ve tek entegre petrokimya şirkettir ve yıllık ortalama 3.6 milyon ton brüt üretim kapasitesi ile Türkiye'nin petrokimyasal hammadde ihtiyacının %16'sını karşılamaktadır. Petkim; portföyünde yer alan termoplastik, elyaf, boya hammaddesi gibi yüksek katma değerli ürünler ile plastik, kimya, ambalaj, boru, boya, inşaat, yarım, otomotiv, elektrik, elektronik, tekstil sektörlerinin yanı sıra ilaç, deterjan, kozmetik gibi sektörlerde girdi sağlamak ve bu sektörlerle birlikte sayısız alt sanayiye hayat vermektedir.

PETKİM

Dalgalı piyasa hâkim

Makro varsayımlarımızdaki değişiklikler ile Petkim değerlememizi yeniden gözden geçirdik ve 12 aylık hedef hisse fiyatımızı 11.3 TL'den 18 TL'ye çıkarmış olmamıza rağmen tavsiyemizi Endeks Altı Getiri olarak güncelliyoruz.

Hisse, 2023 tahminlerimize göre 8.7x FD/VAFÖK ile işlem görüyor, bu da son iki yıllık geçmiş FD/VAFÖK çarpanına göre 19% prime işaret ediyor. Zayıf ürün fiyatlarının ve 500 milyon Eurobond ödemesinin 2023 yılında nakit akışı üzerinde baskı oluşturacağını düşünüyoruz.

- 2023 yılında petrokimya piyasasında dalgalı görünüm beklentisi-** 2022 yılının özellikle ikinci yarısında petrokimya sektöründeki artan arz ve yavaşlayan talep nedeniyle ürün fiyatlarındaki gerileme hızlandı. Ürün fiyatlarındaki gerileme, girdi fiyatlarındaki düşüşten fazla olması marjların daralmasına neden oldu. Zayıf talep ve durgunluk endişeleri fiyatları aşağıya çeken ana unsurlar olarak öne çıktı. Ayrıca, lojistik sıkıntıların azalması ve navlun fiyatlarındaki düşüş eğiliminin sürmesi ile bölgeler arasındaki fiyat farkı kapanmaya devam etti. Şirket'in 2022 yılında 235 milyon dolar ve 2023 yılında 262 milyon VAFÖK açıklamasını öngörüyoruz.
- Tüm gözler Eurobond'da.** Petkim'in 500 milyon USD tutarındaki Eurobond'unun geri ödemesi 26 Ocak tarihinde planlanıyor. Şirket yeniden finanse etmeye çalıştı, ancak piyasanın çekici olmadığı için gerçekleştirilemedi. Buna karşılık, Şirket'in ana hissedarı SOCAR'dan bir miktar kredi kullanabileceğini düşünüyoruz. Petkim ayrıca STAR rafinerisinin dolaylı hissedarı olmak için gereken son taksitin (240 milyon USD) petrokimya sektöründeki belirsizlik ve mali sıkışıklık nedeniyle ertelendiğini açıklamıştı.
- Riskler --** (i) Petrokimya talebinin beklenenden zayıf olması, (ii) Üretimde beklenmeyen duruş gerçekleşmesi ve (iii) TL'nin değerlenmesi.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	28,716	137%	54,104	88%	74,169	37%	107,153	44%
VAFÖK	6,090	236%	4,391	-28%	7,334	67%	12,863	75%
Net Kar	5,452	401%	5,982	10%	3,416	-43%	8,185	140%
F/K (x)	2.9		7.5		13.2		5.5	
FD/VAFÖK (x)	4.0		13.3		8.7		5.1	
FD/Satış (x)	0.8		1.1		0.9		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	2.2		2.4		1.3		3.2	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	9.4%		-8.1%		-7.5%		-1.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

ENDEKS ALTI GETİRİ

Hedef Fiyat	TL18.00
Potansiyel Getiri	1%

Fiyat Bilgileri

Kodu	PETKM.TI / PETKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL17.77
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	45,036 / 2,401
Hisse Sayısı (mn)	2534.4
Saklama Oranı	47%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,831.04 / 205.61

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

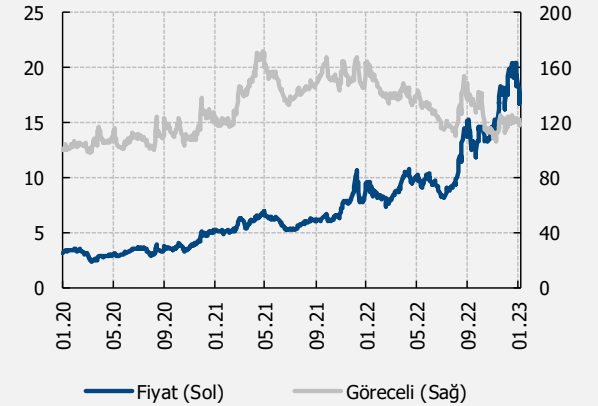
1 Aylık	20.48 / 16.67
1 Yıllık	20.48 / 7.32
Sene başından itibaren	20.48 / 16.67

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-3%	2%
3 Aylık	21%	-14%
1 Yıllık	85%	-26%
Sene başından itibaren	-11%	-2%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	12,134	28,716	54,104	74,169	107,153
Brüt Kar	1,883	6,417	5,245	8,585	14,370
Faaliyet giderleri	-496	-867	-1,568	-2,211	-2,696
VAFÖK (**)	1,810	6,090	4,391	7,334	12,863
Amortisman	424	540	715	960	1,189
Faaliyet gelirleri	1,387	5,550	3,677	6,374	11,674
Finansal gelir/gider	-424	-658	-1,882	-2,191	-1,498
Diğer gelir/gider	92	1761	3463	138	177
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,270	6,652	5,258	4,321	10,353
Vergi	-199	-1,136	795	-864	-2,071
Azınlık hisseleri / diğer	-16	65	71	41	97
Net Kar	1,088	5,452	5,982	3,416	8,185
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	5,502	3,714	10,026	10,388	3,548
Stoklar	958	3,540	4,886	6,558	7,423
Ticari alacaklar	1,717	5,107	4,869	5,934	7,501
Diğer alacaklar	3,677	7,263	9,767	11,896	10,744
Dönen Varlıklar	11,855	19,623	29,548	34,776	29,215
Maddi duran varlıklar	5,629	7,511	10,081	11,772	20,905
Finansal yatırımlar	9	9	9	9	9
Diğer duran varlıklar	2,486	3,285	7,145	9,753	9,755
Duran Varlıklar	8,124	10,805	17,234	21,535	30,669
Toplam Varlıklar	19,983	30,428	46,783	56,310	59,884
Kısa vadeli finansal borçlar	4,431	2,877	20,489	23,776	17,456
Ticari borçlar	1,187	3,836	2,443	2,623	2,320
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	316	943	889	1,193	1,688
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,934	7,655	23,820	27,592	21,463
Uzun vadeli finansal borçlar	5,719	9,224	3,097	5,437	6,954
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	771	830	1,167	1,167	1,167
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,491	10,054	4,264	6,604	8,121
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,559	12,719	18,698	22,114	30,299
Toplam Kaynaklar	19,983	30,428	46,783	56,310	59,884
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,547	2,628	851	7,044	2,638
Yatırım faaliyetlerinden	-784	-1,142	-4,504	-10,438	-3,244
Finansman faaliyetlerinden	15	-3,486	9,878	3,536	-6,300
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	1,763	1,486	-3,653	-3,395	-606
Net Borç	4,649	8,387	13,560	18,825	20,862
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	15.5%	22.3%	9.7%	11.6%	13.4%
VAFÖK marjı	14.9%	21.2%	8.1%	9.9%	12.0%
Net Kar marjı	9.0%	19.0%	11.1%	4.6%	7.6%
Sermaye Karlılığı	15.4%	53.8%	38.1%	16.7%	31.2%
Satış Büyümesi	4%	137%	88%	37%	44%
VAFÖK Büyümesi	18%	236%	-28%	67%	75%
Net Kar Büyümesi	34%	401%	10%	-43%	140%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.6	0.7	0.7	0.9	0.7
Net Borç / VAFÖK (x)	2.6	1.4	3.1	2.6	1.6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

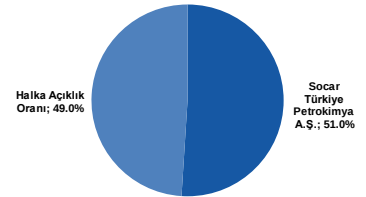
Türkiye'nin ilk ve tek entegre petrokimya tesisi olan Petkim, yıllık ortalama 3.6 milyon ton brüt üretim kapasitesi ve 60'a yakın petrokimyasal ürünle sanayinin vazgeçilmez hammadde tedarikçisidir. Türkiye'nin petrokimyasal hammadde ihtiyacının %16'sını karşılamaktadır.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) STAR Rafinerisi'nden daha çok katkı sağlanması ve (ii) Satışlarının 100% dolar bazlı olmasından dolayı pozitif TL.

Potansiyel riskler: (i) TL'nin değer kazanması, (ii) Ekonomik yavaşlama ve (iii) Hammadde maliyetlerinde artış.

Ortaklık Yapısı



Perakende Sektörü

Olağan şüpheliler ve nihai kazananlar

Déjà vu... 2022 yılı halka açık gıda perakendecileri için, finansal ve hisse performansları arasındaki ayrışma açısından büyük ölçüde 2021'e benzeyen bir yıl oldu. İnceleme kapsamımızdaki tüm perakendeciler, enflasyonun üzerinde ve başlangıçta beklenenden daha iyi büyüme ile bizim beklediğimizden daha iyi getiri profilleri sergilemiş olsa da, hisse fiyatları bir bütün olarak 2021 yılında olduğu gibi endeksin gerisinde kaldı. Bu tür ayrışmalarda, ulusal zincirlerin uzun vadeli büyüme dinamiklerine zarar verebilecek potansiyel olumsuz yasal değişikliklere/ cezalara ilişkin piyasa endişelerinin önemli rol oynadığını düşünüyoruz. Bununla birlikte perakendecilerin, girdi maliyetlerindeki artışları raf fiyatlarına yansıtmada yaşayabilecekleri potansiyel zorluklar da etkili olmaktadır. Bu endişeleri oldukça geçerli buluyoruz ve tüm gıda zincirlerinin yeni yılın ilk ayında ürün portföylerinin önemli kısmını oluşturan ürünlerde fiyat sabitlemesine gitmesini bu endişeleri canlı tutan ve başta 1Ç23 olmak üzere 2023 yılı finansallarında marj baskılarını arttıracak gelişmeler olarak değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, bu şirketlerin sektördeki hakim konumları ve geleneksel kanaldan, rekabetçi avantajları sayesinde, pazar payı kazançları sayesinde güçlü nakit yaratarak büyüme hikayelerini terse çevirmesini beklemiyoruz ve hisse fiyatlarına olumsuz yansımalarını aşırı buluyoruz. Türk gıda perakende hisselerinde son yıllarda yaşanan negatif ayrışmanın, 2023 yılında, bu hisselerin defansif özellikleri, öngörülebilir nakit yaratma kabiliyetleri, enflasyona karşı görece korunaklı finansalları ve güçlü bilançolarıyla son bulmasını bekliyoruz. İnceleme kapsamımızdaki gıda perakendecilerinin 2022 yılını %107 ciro artışı ve %86 VAFÖK büyümesiyle kapatmasını; geçen yılın net kar bazının Rekabet Kurulu cezaları nedeniyle düşük olmasından net kar büyümesinin %204 olmasını bekliyoruz.

2023 için beklentilerimiz... 2023 yılında, tüm piyasa için ortak tema olan seçimlerin haricinde, gıda perakendecileri için esas gündem enflasyonda beklenen düşüşün finansallara etkisi ve şirketlerin fiyat geçişlerini, özellikle yılın ilk yarısında, ne sıklıkta ve ne kadar yapabilecekleri olacaktır.

Operasyonel tarafta, bu zincirlerin pazar paylarında önemli bir değişiklik öngörmüyoruz ve 2022 yılına kıyasla benzer düzeyde bir fiziksel genişleme ve reel büyüme performansı eşliğinde konsolide bazda %55-60 ciro artışı bekliyoruz.

Marjlar tarafında, artan girdi maliyetleri, asgari ücretteki artış, rekor yüksek elektrik giderleri, kira maliyetlerindeki enflasyonist ayarlamaların gecikmeli etkisi, 2023'te özellikle yılın ilk yarısında, baskı oluşturmaya devam edecektir. Bu baskının yılın genelinde hafiflemesini, VAFÖK'ün %50-55 büyümesini ve bunun da, borçlanma faizlerinin artacağı bir senede, net karda yıllık %45-50 civarı artış sağlamasını bekleriz. Özkaynak ve yatırılan sermaye getirileri, enflasyonun da etkisiyle, tarihi ortalamaların üzerinde kalmaya devam edecektir. Ocak ayıyla başlayan fiyat sabitleme kampanyaları muhakkak marjlar üzerindeki baskıyı arttıracaktır. Baskı, bu adımların, tipik bir yılda yapılan benzer kampanyalardan ne kadar farklılaşacağı ve süreceğine göre değişecektir. Biz, muhtemel olumlu ciro etkisi ve gerileyecek marjların nakit akımı üzerindeki baskısının net işletme sermayesi uygulamalarıyla da belli oranda bertaraf edilebileceğini dikkate aldığımızda, etkinin yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz. Yine de, varsayımlarımızı ihtiyatlılık gereği ve azalan enflasyonun envanter kazançları üzerindeki etkisini de dikkate alarak, daha düşük marjlar üzerine inşa ettik.

BİM

Enflasyona karşı korunaklı

BİM için "AL" tavsiyemizi yineliyoruz ve 12 aylık hedef fiyatımızı model varsayımlarımızdaki sınırlı değişiklikler sonrası 190,0 TL (önceden 180,0 TL) olarak belirliyoruz. Yeni hedef fiyatımız, 2022T kazançları üzerinden elde edilecek %7'lik temettü verimi getirisi dahil olmak üzere %62'lik bir potansiyel sunuyor. BİM'in BIST-100'e karşı üst üste iki yıldır gösterdiği düşük performansın, defansif yapısı ve bize göre büyüme dinamiklerine göre alım için makul seviyeleri işaret eden 2023T 4,7x FD/VAFÖK ve 7,0x F/K çarpanlarının desteğiyle bu yıl sona ereceğini diye düşünüyoruz.

BİM, tüketicilerin fiyat hassasiyetinin arttığı 2022 yılında rekabetçi fiyatları sayesinde daha yüksek müşteri trafiği yakalamayı başardı ve halka açık perakendeciler arasında en yüksek büyümeyi kaydetti. Marjlarındaki zayıflık ise büyük ölçüde bir önceki yılın yüksek bazından ve girdi maliyetlerinde gecikmeli, enflasyonist artışlardan kaynaklandı. 2023 için enflasyonun üzerinde gelir büyümesi, daha az elverişli fiyatlandırma ortamı (ör. normalden daha yüksek fiyat indirimleri ve kampanyalar) nedeniyle daha zayıf yıllık marjlar görmeyi bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında daha güçlü olacak 2023 finansallarında %61 ciro - %53 net kar büyümesi öngörüyoruz.

- Gelirler öngörülerin üst sınırına, marjlar ise alta yakın.** 4Ç22'de BİM'in art arda dört çeyrektir gördüğümüz benzer müşteri trafiği artışında herhangi bir kesinti öngörmüyoruz. %109'luk mevcut 2022 ciro tahminimiz, şirketin öngörüsünün üst sınırına (%110) yakinken, VAFÖK marjı tahminimiz %8,5'lik ($\pm$ %0,5) öngörü aralığının altındadır. Mağaza içi giderlerin, personel ve elektrik başta olmak üzere marjlar üzerindeki enflasyonist olumsuz etkisi 2023 yılının başında da devam edecek ve tedricen azalacaktır.
- Defansif ve sağlam tercih.** BİM'in operasyonel ve finansal dayanıklılığı (sınırlı döviz riski ve borçsuz bilanço) ve defansif yapısı 2023'de hisseye olan ilgiyi arttırabilecektir. En önem atfettiğimiz gösterge olan benzer müşteri trafiğindeki mevcut pozitif seyir bozulmadıkça, BİM'in finansalları güçlü kalacaktır.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	70,527	27%	147,600	109%	237,494	61%	332,476	40%
VAFÖK	6,481	28%	11,431	76%	17,816	56%	25,501	43%
Net Kar	2,932	12%	6,958	137%	10,614	53%	15,133	43%
F/K (x)	14.0		10.7		7.0		4.9	
FD/VAFÖK (x)	7.0		6.9		4.7		3.4	
FD/Satış (x)	0.6		0.5		0.4		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	4.8		11.5		17.5		24.9	
Temettü Verimi (*)	6.1%		2.9%		7.5%		10.9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	14.1%		6.0%		9.5%		15.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL190.00

Potansiyel Getiri

54%

Fiyat Bilgileri

Kodu	BIMAS.TI / BIMAS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL123.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	74,746 / 3,985
Hisse Sayısı (mn)	607.2
Saklama Oranı	60%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,268.16 / 68.08

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

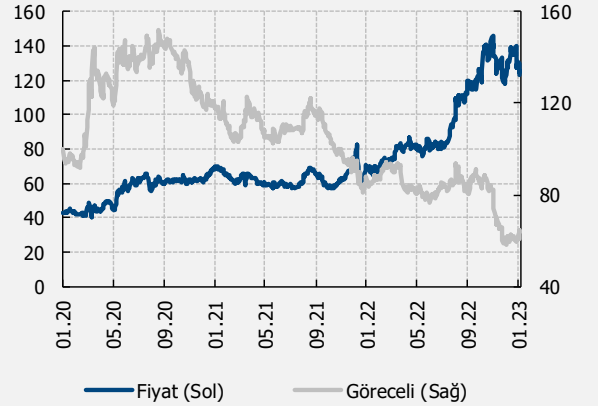
1 Aylık	140.00 / 123.10
1 Yıllık	145.84 / 65.01
Sene başından itibaren	140.00 / 123.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-6%	-1%
3 Aylık	1%	-28%
1 Yıllık	80%	-28%
Sene başından itibaren	-10%	-1%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökem Göker

gokem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 7949

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	55,495	70,527	147,600	237,494	332,476
Brüt Kar	10,119	13,414	26,493	42,155	59,846
Faaliyet giderleri	-6,422	-8,736	-17,583	-28,331	-40,153
VAFÖK (**)	5,067	6,481	11,431	17,816	25,501
Amortisman	1,370	1,803	2,521	3,992	5,808
Faaliyet gelirleri	3,697	4,678	8,910	13,824	19,693
Finansal gelir/gider	-568	-548	-753	-1,702	-2,383
Diğer gelir/gider	89	-555	277	512	719
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	3,352	3,910	8,737	13,291	18,949
Vergi	-745	-959	-1,767	-2,658	-3,790
Azınlık hisseleri / diğer	0	18	12	19	27
Net Kar	2,607	2,932	6,958	10,614	15,133
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	1,113	1,497	3,683	5,876	9,650
Stoklar	4,228	6,693	14,101	19,801	26,816
Ticari alacaklar	2,615	3,775	6,470	10,411	14,534
Diğer alacaklar	3,179	2,046	4,272	5,292	6,420
Dönen Varlıklar	11,136	14,011	28,527	41,380	57,421
Maddi duran varlıklar	6,231	7,870	11,378	16,977	24,421
Finansal yatırımlar	523	978	1,124	1,293	1,487
Diğer duran varlıklar	5,540	7,553	10,620	17,004	22,825
Duran Varlıklar	12,294	16,401	23,122	35,273	48,733
Toplam Varlıklar	23,430	30,412	51,649	76,653	106,154
Kısa vadeli finansal borçlar	1,378	1,793	2,583	4,071	5,411
Ticari borçlar	8,894	12,294	23,890	34,786	49,163
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	749	1,778	2,596	4,121	5,781
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,021	15,865	29,069	42,979	60,355
Uzun vadeli finansal borçlar	4,716	6,349	8,924	14,508	19,538
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	518	389	703	1,161	1,607
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,234	6,738	9,628	15,669	21,145
Azınlık Payları	0	203	209	215	222
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,176	7,809	12,952	18,006	24,654
Toplam Kaynaklar	23,430	30,412	51,649	76,653	106,154
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	4,744	5,830	10,535	16,692	24,978
Yatırım faaliyetlerinden	-2,974	-45	-6,037	-9,609	-13,281
Finansman faaliyetlerinden	-1,812	-5,400	-2,312	-4,890	-7,923
Temettü Ödemesi	-1,518	-2,429	-1,822	-5,643	-8,133
Serbest Nakit Akışı	1,770	5,785	4,498	7,083	11,697
Net Borç	2,317	5,153	5,492	10,369	12,966
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	18.2%	19.0%	17.9%	17.8%	18.0%
VAFÖK marjı	9.1%	9.2%	7.7%	7.5%	7.7%
Net Kar marjı	4.7%	4.2%	4.7%	4.5%	4.6%
Sermaye Karlılığı	45.7%	39.1%	67.0%	68.6%	70.9%
Satış Büyümesi	38%	27%	109%	61%	40%
VAFÖK Büyümesi	61%	28%	76%	56%	43%
Net Kar Büyümesi	113%	12%	137%	53%	43%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.3	0.7	0.4	0.6	0.5
Net Borç / VAFÖK (x)	0.5	0.8	0.5	0.6	0.5

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

BİM, 1995 yılında Alman Aldi'ye büyük ölçüde benzeyen Türkiye'nin ilk büyük indirim modelini uygulayan market zinciri olarak faaliyetlerine başlamış olup, şu anda Türkiye'nin ciro açısından en büyük perakendecisi ve en yaygın ikinci mağaza ağına sahiptir. Şirket ayrıca Fas ve Mısır'da da faaliyet göstermektedir. BİM, yüksek kaliteli gıda ve temel tüketim mallarını mümkün olan en düşük fiyata sunar ve ürün çeşitliliğini ~850 ürün ile sınırlar. Ana strateji, özel markalı ürünlerin toplam ürün sunumundaki payını artırmak ve tedarikçilerin elde ettiği tüm olası maliyet indirimlerini trafiği artırmak için müşterilere aktarmaktır. Dolayısıyla kârlılık, fiyatlandırmadan ziyade hacim artışından gelir.

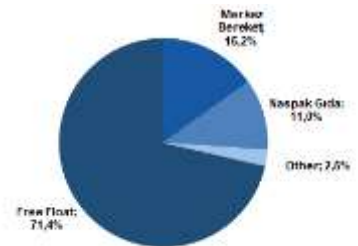
BİM'in, özellikle emsallerinin son zamanlarda artan mağaza genişleme hızı gibi çeşitli zorluklara rağmen marjlarını ve ciro ivmesini korumadaki direncini olumlu karşılarız. Birçoğu hala ilk hamle avantajlarından kaynaklanan göreceli güçleri sayesinde şirketin genel pazardan daha iyi performans göstermeye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

Potansiyel katalizörler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



BİZİM TOPTAN

Olumlu görünüm fiyatlarda

BİZİM için TUT tavsiyemizi, hisse başı 38,0 TL (önceki 23,5 TL) yeni 12 aylık hedef fiyatımızla yineliyoruz. Hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü revizyon, çoğunlukla daha yüksek enflasyon varsayımına, daha güçlü I-f-I performansına ve daha düşük sermaye maliyeti varsayımımıza dayanmaktadır. Şirketin müşteri ve ürün kırılımında yaptığı değişiklikler sayesinde mali tablolarında gözlemlenmeye başlanan iyileşme, enflasyonist stok kazançlarıyla daha da belirginleşti ve şirket yakın tarihinin en güçlü finansallarına imza attı. Şirketin, 2022 yılsonu finansallarında karşılaştırılabilir brüt kar marjında yıllık 2,0 puanlık iyileşme ve %86 ciro artışı yakalamasını bekliyoruz. 2023 yılında da, enflasyon üstü ciro artışı ve ~1,0 puanlık operasyonel marj daralması öngörüyoruz.

Bizim hisseleri 2023T 14,4x F/K ile incelememiz altındaki gıda zincirleri arasında en yüksek çarpana sahipken %34 ile en düşük özkaynak karlılığına sahiptir ve ciro artış tahminimiz en düşük şirkettir. Çarpanların, daha yukarı gitmesi için gerçekleştirmelerin mevcut beklentilerin oldukça üzerinde gelmesi gerekecektir.

- Daha az nakit yaratan büyüme.** Bizim Toptan'ın güçlü gelir artışı ve iyileşen brüt kârlılığı, artan faaliyet giderleri nedeniyle VAFÖK satırına tam olarak yansımadi. Şirketin brüt kar marjı, çoklukla enflasyonist stok kazançlarıyla rekor seviyelere ulaşırken, uzayan stok tutma, kısalan ödeme vadeleri nedeniyle serbest nakit akış marjı 2,3 puan düştü. 2023'te enflasyonist envanter kazançlarının azalması, daha az elverişli fiyatlandırma ortamı ve daha yüksek faiz oranlarının etkisiyle, daha zayıf finansallar görülebilecektir.
- SEÇ – gelecekteki ana değer yaratıcısı.** Bizim'in toplam gelirlerinin yaklaşık %22'sini (sadece üç yıl önce yaklaşık %10) oluşturan ve bağımsız operatörler tarafından işletilen 2,2 bin franchise mağazası, yatırım hikayesinin en heyecan veren yanı. Ulusal zincirlere yönelik olumsuz mevzuat değişiklikleri, alternatif bir kanal olarak SEÇ'in önemini artıracaktır ancak bizce bunun için henüz erken.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	7,173	34%	13,344	86%	19,060	43%	25,261	33%
VAFÖK	401	59%	732	82%	887	21%	1,146	29%
Net Kar	82	115%	117	42%	124	6%	159	29%
F/K (x)	9.9		15.2		14.4		11.2	
FD/VAFÖK (x)	1.1		2.5		1.8		1.4	
FD/Satış (x)	0.1		0.1		0.1		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	1.4		1.9		2.1		2.7	
Temettü Verimi (*)	2.4%		0.0%		3.3%		3.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	33.2%		-12.9%		30.4%		18.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL38.00

Potansiyel Getiri

28%

Fiyat Bilgileri

Kodu	BİZİM.TI / BİZİM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL29.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	1,782 / 95
Hisse Sayısı (mn)	60
Saklama Oranı	46%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	66.51 / 3.57

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

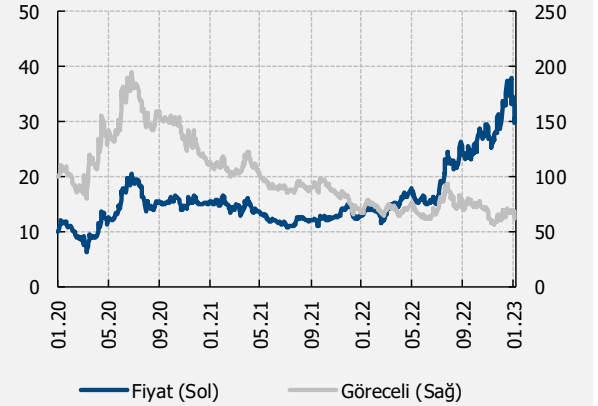
1 Aylık	38.06 / 29.70
1 Yıllık	38.06 / 11.68
Sene başından itibaren	38.06 / 29.70

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-10%	-5%
3 Aylık	19%	-15%
1 Yıllık	118%	-12%
Sene başından itibaren	-16%	-8%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 7949

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	5,362	7,173	13,344	19,060	25,261
Brüt Kar	582	883	1,891	2,550	3,319
Faaliyet giderleri	-406	-577	-1,296	-1,858	-2,434
VAFÖK (**)	252	401	732	887	1,146
Amortisman	76	95	137	194	262
Faaliyet gelirleri	176	306	594	692	885
Finansal gelir/gider	-91	-124	-212	-294	-387
Diğer gelir/gider	-82	-157	-269	-405	-510
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	49	74	172	163	210
Vergi	-10	8	-55	-39	-50
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	38	82	117	124	159
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	501	585	308	722	890
Stoklar	437	734	1,726	1,990	2,638
Ticari alacaklar	96	174	256	366	483
Diğer alacaklar	19	48	70	97	127
Dönen Varlıklar	1,053	1,541	2,359	3,174	4,138
Maddi duran varlıklar	241	299	398	534	707
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	226	298	467	659	870
Duran Varlıklar	467	598	866	1,194	1,576
Toplam Varlıklar	1,520	2,138	3,225	4,367	5,714
Kısa vadeli finansal borçlar	71	78	132	193	259
Ticari borçlar	1,056	1,540	2,353	3,257	4,316
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	72	112	112	112	112
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,199	1,730	2,597	3,561	4,688
Uzun vadeli finansal borçlar	137	144	245	358	482
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	32	48	49	49	49
Uzun Vadeli Yükümlülükler	169	192	295	408	531
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	153	216	333	398	496
Toplam Kaynaklar	1,520	2,138	3,225	4,367	5,714
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	259	365	-31	819	682
Yatırım faaliyetlerinden	-19	-96	-200	-276	-354
Finansman faaliyetlerinden	-142	-184	-48	-128	-160
Temettü Ödemesi	-8	-19	0	-58	-62
Serbest Nakit Akışı	240	269	-231	542	328
Net Borç	-293	-364	68	-172	-150
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	10.8%	12.3%	14.2%	13.4%	13.1%
VAFÖK marjı	4.7%	5.6%	5.5%	4.7%	4.5%
Net Kar marjı	0.7%	1.1%	0.9%	0.6%	0.6%
Sermaye Karlılığı	26.0%	44.6%	42.6%	33.8%	35.6%
Satış Büyümesi	19%	34%	86%	43%	33%
VAFÖK Büyümesi	-3%	59%	82%	21%	29%
Net Kar Büyümesi	15%	115%	42%	6%	29%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	0.2	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	0.1	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

2001 yılında kurulan Bizim Toptan, mağaza sayısına göre Türkiye'nin en büyük nakit ve taşıma hızlı tüketim malları toptancısı olup, ciro bazında ikinci sırada yer almaktadır. Şirket, 3Ç22 sonu itibarıyla 178 mağazada toplam 188 bin m² satış alanı ile faaliyet göstermektedir.

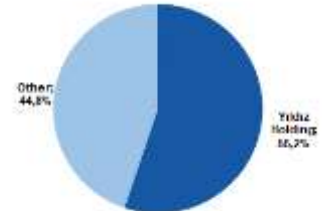
Bizim Toptan, toptancılara, bakkallara, ihtisas perakendecilerine, kurumsal kuruluşlara ve HoReCa'ya ağırlıklı olarak markalı gıda ürünleri, alkolsüz içecekler, tütün, ev kimyasalları ve kişisel hijyen ürünlerinin satışını yapmaktadır.

Şirket, 2014 yılının ortalarında SEÇ Franchise adında bir franchise modeli başlattı ve bunu olumlu karşıyoruz çünkü bağımsız küçük marketlerle işbirliği Bizim için daha büyük perakende satışlarına dönüşecek ve özenle yürütülürse yeni modelin getirilerinin risklerden ağır basacağını düşünüyoruz.

Potansiyel katalizörler; (i) beklenenden daha güçlü finansallar; (ii) daha düşük faiz oranları ve (iii) HoReCa ve ana kategori satışlarından daha yüksek katkı.

Potansiyel riskler şunları içerir; (i) talepte gerileme (ii) Yeni girişimlerde, özellikle franchise operasyonlarında potansiyel başarısızlık ve (iii) perakende piyasasının daha fazla konsolidasyonu

Ortaklık Yapısı



MAVİ

Güçlü nakit üretimi

Mavi için “AL” tavsiyemizi ve 170 TL'lik hedef fiyatımızı yineliyoruz. Şirketin operasyonlarında ve finansallarındaki mevcut ivmenin, azalan oranda da olsa, 1Y23'te sürmesini bekliyoruz. Mavi'nin yılın ilk dokuz ayındaki ciro büyümesi, özellikle yurtiçi tarafta etkileyiciydi ve toplam cironun ~%65'ini oluşturan yurt içi perakende gelirleri, %143 arttı. Finansal tabloların ana teması, her zaman olduğu gibi, güçlü serbest nakit akışıydı. %21'lik SNA marjı yakalayan Mavi'nin net nakit pozisyonu (kiralama yükümlülükleri hariç) 1.13 milyar TL seviyesine yükseldi.

2022/23 hesap dönemi tahminlerimize göre, %15'e yakın SNA verimine sahip Mavi'nin işlem gördüğü ~3,0x FD/VAFÖK ve ~5,7x F/K çarpanlarını alım için uygun buluyoruz

- **2022'de güçlü nakit yaratımı.** Mavi'nin manşet VAFÖK'ü, esas olarak personel, kira ve elektrik gibi artan işletme giderlerinin yanı sıra geçen yılın yüksek bazıyla, 9A22'de brüt kârından daha az büyüdü. Yine de, güçlü ciro büyümesi ve karşılaştırılabilir brüt kar marjındaki iyileşme, net kara büyük oranda yansıdı. %126'lık yıllık ciro artış tahminimiz yönetimin %120'lik öngörüsünün üzerindedir.
- **2023'te daha düşük marjlarla devam eden büyüme.** Enflasyon ve bastırılmış taleple desteklenen yaklaşık %56'lık mevcut brüt kar marjı seviyesini geçici olarak değerlendiriyoruz. 2023 yılında, brüt kar marjındaki baskının, faaliyet giderlerindeki enflasyonist artışlar nedeniyle büyük oranda aşağı tarafa da yansımaları bekliyoruz. İleriki yıllarda, Covid öncesi zamanlara paralel olarak tahmin dönemimizde brüt kar marjında %50-%51 seviyelerini esas alıyoruz. Özetle, Mavi'nin büyüyen ölçeği, yenilenerek genişleyen ve daha yüksek marjlı ürünleri de içeren ürün gamı sayesinde, nakit yaratan karlı büyümesini devam ettirmesini bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	4,619	92%	10,440	126%	15,600	49%	19,666	26%
VAFÖK	1,016	164%	2,456	142%	3,432	40%	4,425	29%
Net Kar	400	a.d.	1,450	262%	2,045	41%	2,574	26%
F/K (x)	7.2		7.9		5.6		4.4	
FD/VAFÖK (x)	2.8		4.3		2.9		2.0	
FD/Satış (x)	0.6		1.0		0.6		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	8.1		29.2		41.2		51.8	
Temettü Verimi (*)	1.0%		1.1%		5.5%		6.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	44.6%		7.9%		15.5%		21.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL170.00

Potansiyel Getiri

48%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MAVİ.TI / MAVİ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL115.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	11,421 / 609
Hisse Sayısı (mn)	99,314
Saklama Oranı	73%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	158.26 / 8.49

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

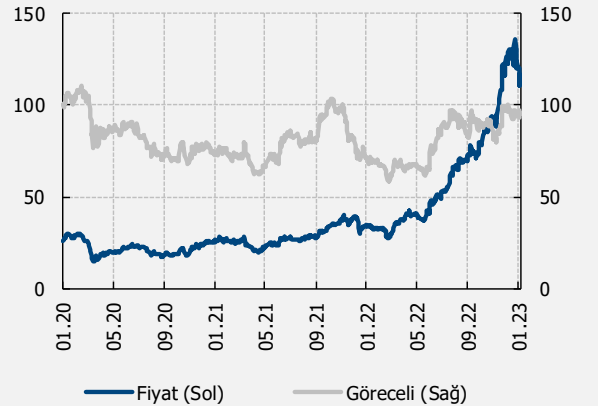
1 Aylık	136.00 / 111.00
1 Yıllık	136.00 / 27.41
Sene başından itibaren	136.00 / 111.00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-8%	-3%
3 Aylık	46%	4%
1 Yıllık	238%	36%
Sene başından itibaren	-13%	-4%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

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

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	2,402	4,619	10,440	15,600	19,666
Brüt Kar	1,160	2,372	5,549	7,995	10,030
Faaliyet giderleri	-1,087	-1,714	-3,586	-5,179	-6,440
VAFÖK (**)	385	1,016	2,456	3,432	4,425
Amortisman	312	358	493	616	836
Faaliyet gelirleri	73	658	1,963	2,816	3,589
Finansal gelir/gider	-77	-160	-345	-283	-374
Diğer gelir/gider	18	41	81	32	13
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	12	539	1,715	2,588	3,257
Vergi	-4	-116	-232	-495	-623
Azınlık hisseleri / diğer	2	23	16	25	32
Net Kar	5	400	1,450	2,045	2,574
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	893	1,509	2,695	3,827	5,333
Stoklar	560	751	1,474	2,604	3,291
Ticari alacaklar	231	394	715	1,068	1,343
Diğer alacaklar	102	202	482	642	772
Dönen Varlıklar	1,787	2,856	5,367	8,142	10,739
Maddi duran varlıklar	198	259	339	502	726
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	723	980	1,377	1,802	2,274
Duran Varlıklar	921	1,239	1,716	2,304	2,999
Toplam Varlıklar	2,708	4,095	7,083	10,446	13,739
Kısa vadeli finansal borçlar	1,040	1,120	1,095	1,307	1,531
Ticari borçlar	638	1,189	1,742	2,917	3,686
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	108	262	383	535	642
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,786	2,570	3,220	4,758	5,859
Uzun vadeli finansal borçlar	106	0	343	346	349
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	282	332	399	584	782
Uzun Vadeli Yükümlülükler	388	332	741	930	1,131
Azınlık Payları	24	79	125	150	182
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	534	1,193	3,122	4,757	6,749
Toplam Kaynaklar	2,708	4,095	7,083	10,446	13,739
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	389	1,370	1,186	2,187	2,990
Yatırım faaliyetlerinden	-44	-80	-280	-421	-534
Finansman faaliyetlerinden	234	-675	280	-634	-949
Temettü Ödemesi	0	-30	-120	-633	-775
Serbest Nakit Akışı	345	1,290	906	1,766	2,455
Net Borç	512	-112	-989	-1,720	-2,801
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	48.3%	51.3%	53.2%	51.3%	51.0%
VAFÖK marjı	16.0%	22.0%	23.5%	22.0%	22.5%
Net Kar marjı	0.2%	8.7%	13.9%	13.1%	13.1%
Sermaye Karlılığı	0.9%	46.4%	67.2%	51.9%	44.7%
Satış Büyümesi	-16%	92%	126%	49%	26%
VAFÖK Büyümesi	-40%	164%	142%	40%	29%
Net Kar Büyümesi	-95%	a.d.	262%	41%	26%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.0	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	1.3	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

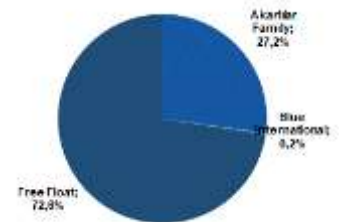
Şirket Tanımı

Mavi, hem kadınlar hem de erkekler için uluslararası bir giyim ve aksesuar markasıdır. Şirket, kendi tasarımı ve fason üretimi ile tasarladığı ürünlerini, perakende satış mağazaları başta olmak üzere, konsolide cirosunun yaklaşık %80-85'inin elde edildiği Türkiye'de toptan satış ve e-ticaret kanalları aracılığıyla son kullanıcılara satmaktadır. Bu arada, yurt içi perakende satış gelirlerinin yaklaşık %80'i, kârlılık için önemli bir parametre olan I-F-I (yani benzerine) atfedilebilir.

Şirketin yatırım hikayesi Covid-19'dan ciddi şekilde etkilendi ve bu da alışveriş merkezlerinin tamamen kapanmasından veya trafiğin sınırlandırılmasından kaynaklandı, bu nedenle Mavi'nin gelirlerini düşürdü, ancak çok uzun sürmedi ve ilk beklentiden daha az zarar verdi.

Normal şartlar altında, Mavi'nin pazar ortalamasının üzerinde büyümesinin devam etmesini ve güçlü bir serbest nakit akışı marjına dönüşmesini beklerdik. Şirketin görünümüne olan inancımız esas olarak (i) markasının iç pazarda, özellikle denim segmentinde (yani kot pazarında yaklaşık %25 pay ile pazar lideri) iyi bilinen bir marka olmasından (ii) sağlam yerel dinamikler, tüketici tercihleri ve mali durumlarına yansıyan ürün karması açısından değişen eğilimler (yani, nispeten düşük fiyat indirimleri ile çift haneli büyüme, yüksek stok devir hızı, emsallerinin toplamından yaklaşık 30 gün daha düşük ve daha iyi marjlar), (iii) şirketin daha yüksek büyüme seviyesini sürdürmesini ve/veya temettü dağıtmasını sağlayacak güçlü operasyonel nakit akışına paralel olarak kaldırıcılıştırmaya beklentisi ve (iv) 6-8 haftalık teslimat sağlayan Türkiye'nin tekstil uzmanlığı, fazla stok birikimini önleyen ve uluslararası genişlemeyi destekleyen çok önemli bir faktör. Hareketlilik Covid öncesi seviyelere döndüğünde, bu tür tüm yatırım pozitiflerinin su yüzüne çıkacağına ve daha güçlü mali tablolara yol açacağına inanıyoruz.

Ortaklık Yapısı



MİGROS

Devam eden yukarı yönlü düzeltme

Daha yüksek enflasyon varsayımlarımızı ve şirketin başlangıçta beklediğimizden daha güçlü nakit akışı performansı ışığında MGROS için hisse başına hedef fiyatımızı 200.0 TL'ye yükseltiyor (önceki 84,0 TL) ve "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. Daha düşük fonlama maliyetleri ve faaliyet kaldırıcıyla elde edilen kazançların bir karışımı olan son çeyrek finansallarındaki iyileşmenin önümüzdeki çeyreklerde devam etmesini bekliyoruz.

Migros'un online yatırımlarla güçlendirdiği çok kanallı büyüme stratejisini ve süpermarket segmentindeki rakipsiz konumunu, ve son bir yılda %9 marjla güçlü serbest nakit yaratarak büyümesini beğeniyoruz. Hisse, inceleme kapsamımızda 2022'de endeksi geride bırakan tek gıda perakendecisi olmasına rağmen, bize göre hâlâ cazip çarpanlarla işlem görüyor.

- Güçlü bir 2022 yılı geride kaldı.** %102'lik mevcut 2022 gelir artışı tahminimiz, şirketin öngörüsünün üst sınırından biraz daha yüksek ve 2022'nin başındaki ilk tahminimizin yaklaşık %50 üzerinde. Güçlü gelir performansının ana itici güçleri, rekabetçi fiyatlarla ve servisle pazar payı kazançları, güçlü bir turizm sezonu ve büyüyen online iş kolu oldu. %8,6 olan VAFÖK marjı tahminimiz de 2021'den 60 baz puan yüksek ve bu da yıllık marj kaybı olmadığına işaret ediyor.
- Marj zorlukları 2023'te daha ağır.** (i) Tüketicilerin artan fiyat hassasiyetiyle düşük marj sağlayan ürünlere yönelim (ii) artan işletme giderleri ve (iii) fiziksel genişlemede yavaşlama olmaması, 2023'te marjlar üzerinde, daha az elverişli fiyatlandırma ortamından dolayı 2022'e göre daha baskın olabilecektir. Gösterge faiz oranlarındaki artış da net karı daha çok baskılayacaktır.
- Güçlü nakit üretimi.** Migros, son üç yılda, 13 milyar TL kümülatif SNA üretti ve net nakde geçti. Marj kayıplarının nakde olumsuz etkisini, NİS uygulamaları ile hafifletilebilecek Migros'un, heyecan verici büyüme adımlarını ilave borçlanmadan finanse edebileceğini ve kar payı dağıtmaya da başlayabileceğini düşünüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	36,272	26%	72,882	101%	112,800	55%	155,657	38%
VAFÖK	2,894	30%	6,166	113%	9,250	50%	12,842	39%
Net Kar	359	a.d.	1,813	405%	2,778	53%	3,721	34%
F/K (x)	19.0		12.8		8.3		6.2	
FD/VAFÖK (x)	3.2		3.9		2.5		1.8	
FD/Satış (x)	0.3		0.3		0.2		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	2.0		10.0		15.3		20.6	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		3.9%		6.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	42.5%		15.9%		24.7%		29.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL200.00

Potansiyel Getiri

56%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MGROS.TI / MGROS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL128.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	23,175 / 1,235
Hisse Sayısı (mn)	181.054233
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	468.31 / 25.14

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

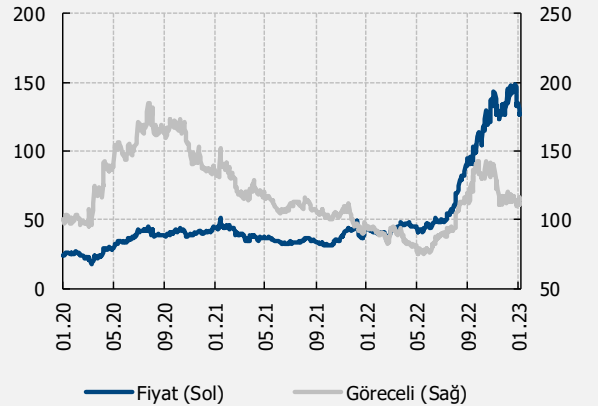
1 Aylık	149.00 / 126.50
1 Yıllık	149.00 / 35.20
Sene başından itibaren	149.00 / 126.50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-12%	-7%
3 Aylık	18%	-16%
1 Yıllık	198%	20%
Sene başından itibaren	-13%	-3%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökrem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	28,790	36,272	72,882	112,800	155,657
Brüt Kar	6,771	8,755	17,901	27,636	38,136
Faaliyet giderleri	-5,390	-6,768	-12,910	-20,283	-27,989
VAFÖK (**)	2,224	2,894	6,166	9,250	12,842
Amortisman	843	907	1,175	1,897	2,695
Faaliyet gelirleri	1,381	1,987	4,991	7,353	10,147
Finansal gelir/gider	-1,283	-849	-1,200	-1,535	-2,145
Diğer gelir/gider	-347	-1128	-1560	-2299	-3308
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	-221	225	2,305	3,608	4,817
Vergi	-183	133	-483	-830	-1,096
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	9	0	0
Net Kar	-403	359	1,813	2,778	3,721
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	3,231	3,632	6,761	9,788	12,995
Stoklar	3,340	4,675	7,984	12,366	17,018
Ticari alacaklar	175	178	374	578	796
Diğer alacaklar	586	218	289	406	530
Dönen Varlıklar	7,331	8,704	15,407	23,138	31,339
Maddi duran varlıklar	2,773	3,750	4,954	6,711	8,859
Finansal yatırımlar	11	97	131	151	173
Diğer duran varlıklar	5,264	5,549	7,416	10,705	13,964
Duran Varlıklar	8,047	9,397	12,501	17,566	22,996
Toplam Varlıklar	15,378	18,100	27,909	40,704	54,335
Kısa vadeli finansal borçlar	2,156	2,045	2,312	3,094	3,690
Ticari borçlar	7,339	9,582	15,666	24,266	33,394
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	908	1,482	1,482	1,482	1,482
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,403	13,109	19,461	28,842	38,566
Uzun vadeli finansal borçlar	2,156	2,045	2,312	3,094	3,690
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,786	2,411	3,786	4,547	5,526
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,942	4,455	6,099	7,641	9,216
Azınlık Payları	2	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	33	536	2,349	4,221	6,553
Toplam Kaynaklar	15,378	18,100	27,909	40,704	54,335
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	3,023	3,404	5,486	8,555	10,531
Yatırım faaliyetlerinden	328	-507	-1,808	-2,820	-3,736
Finansman faaliyetlerinden	-2,449	-2,496	-550	-3,615	-4,976
Temettü Ödemesi	-196	0	0	-907	-1,389
Serbest Nakit Akışı	3,351	2,897	3,678	5,735	6,795
Net Borç	3,536	2,445	1,227	524	-512
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	23.5%	24.1%	24.6%	24.5%	24.5%
VAFÖK marjı	7.7%	8.0%	8.5%	8.2%	8.3%
Net Kar marjı	a.d.	1.0%	2.5%	2.5%	2.4%
Sermaye Karlılığı	-207.9%	126.0%	125.7%	84.6%	69.1%
Satış Büyümesi	26%	26%	101%	55%	38%
VAFÖK Büyümesi	4%	30%	113%	50%	39%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	405%	53%	34%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	105.7	4.6	0.5	0.1	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	1.6	0.8	0.2	0.1	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

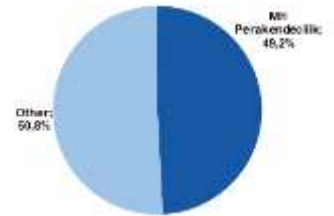
Şirket Tanımı

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

Türkiye'nin en büyük süpermarket işletmecisi olan Migros, şu anda yurtiçi operasyonlarını 81 ilde yaklaşık 2.700 mağazada yürütmektedir. Migros'un Türkiye'deki uzun vadeli güçlü varlığı, daha yüksek marka bilinirliği, daha iyi lojistik yetenekleri ve güçlü satın alma gücü anlamına geldiğinden, geniş satış ağı ve etkin deneyimi, sürdürülebilir büyüme için çok önemli faktörlerdir.

Migros'u esas olarak (i) bariz değeri, (ii) benzer süpermarketlere kıyasla görece güçlü yanırları (sınıfının en iyisi net işletme sermayesi uygulamalarına sahip en geniş ağı), (iii) güçlü nakit akışı üretimi ile mağaza yönetiminde devam eden başarı ve (iv) fayda sağlama potansiyeli artan çevrimiçi ve mobil satışlardan dolayı beğenmeye devam ediyoruz.

Ortaklık Yapısı



ŞOK MARKETLER

Ucuzluk devam ediyor

En başta enflasyon ve risksiz faiz oranı olmak üzere makro varsayımlarımızdaki değişiklikler ve şirketin tahminlerimizin üzerinde ciro artışı ve nakit yaratarak büyümesi sonrası, ŞOKM için 12 aylık hedef fiyatımızı 40 TL'ye yükseltiyor (önceki 23.5 TL) ve 'AL' tavsiyemizi yineliyoruz.

ŞOK, 2018'de halka arz edildiğinden bu yana olduğu gibi 2022 yılında da BIST100'ün altında performans gösterdi. Her ne kadar zayıf hisse performansı, genel olarak tüm gıda perakendecileri için bir sorunduysa da, en büyük ayrışmanın ŞOK'da olduğunu düşünüyoruz. Şirket, son iki yılda, azalan bir marjla da olsa, serbest nakit yaratmaya devam etti ve cirosunu %57'lik YBBO ile artırdı. Öngörülerimiz önümüzdeki iki yılda da bu temponun devam edeceği yönünde. Hissenin işlem gördüğü çarpanların orta ve uzun vadeli alım için uygun olduğu görüşündeyiz.

- 4Ç22'nin şirket öngörülerinden daha iyi gelmesi muhtemel**
SOK'un 2022'de, yönetimin öngördüğü ciro artış bandının (%95%-105) üzerinde, %107 büyümesini bekliyoruz. 2,2 milyar TL'lik net kar tahminimiz, daha yüksek mağaza içi giderleri nedeniyle faaliyet giderlerindeki büyük artışa rağmen, ertelenmiş vergi gelirlerinin de katkısıyla şimdiye kadar kaydedilen en yüksek yıllık net marj olacak.
- 2023 marjlar açısından zor bir sene.** Enflasyonun gerilemesiyle belirli maliyet kalemlerinde (elektrik, kira) yakalanacak görece istikrar, 2023'te ŞOK'un marjları üzerindeki yükü azaltacaktır. Ancak, Ocak ayındaki fiyat sabitleme gibi kampanyaların muhtemel sıklığı, daha düşük envanter kazançları ve fiyatlandırma için daha az elverişli ortam nedeniyle marjlarının gerilemesini bekleriz. Bu gerileme uzun süreli olmayacaktır çünkü geleneksel kanaldan elde edilen pazar payı kazançları ve ciro büyümesi, baskıyı hafifletecektir. 2023 yılı tahminlerimiz, c.%60 ciro, %64 vergi öncesi kar artışı; ertelenmiş vergi gelirinin baz etkisi nedeniyle %14 net kar artışı yönündedir.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	28,412	33%	58,875	107%	93,062	58%	128,916	39%
VAFÖK	2,622	25%	4,681	79%	7,033	50%	10,088	43%
Net Kar	324	19%	2,229	a.d.	2,536	14%	3,519	39%
F/K (x)	23.5		6.5		5.7		4.1	
FD/VAFÖK (x)	3.5		3.6		2.3		1.5	
FD/Satış (x)	0.3		0.3		0.2		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.5		3.6		4.1		5.8	
Temettü Verimi (*)	1.0%		0.0%		5.4%		6.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	19.3%		6.2%		27.2%		33.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL40.00

Potansiyel Getiri

64%

Fiyat Bilgileri

Kodu	SOKM.TI / SOKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL24.44
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	14,500 / 773
Hisse Sayısı (mn)	593.290008
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	278.20 / 14.93

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

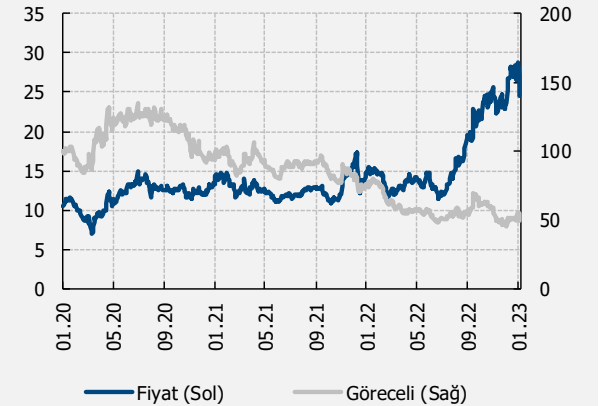
1 Aylık	28.70 / 24.44
1 Yıllık	28.70 / 11.46
Sene başından itibaren	28.70 / 24.44

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-3%	2%
3 Aylık	11%	-21%
1 Yıllık	62%	-35%
Sene başından itibaren	-13%	-3%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Gökrem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 7949

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	21,354	28,412	58,875	93,062	128,916
Brüt Kar	5,036	6,644	14,089	21,681	29,973
Faaliyet giderleri	-3,634	-4,856	-10,530	-16,533	-22,594
VAFÖK (**)	2,099	2,622	4,681	7,033	10,088
Amortisman	698	834	1,122	1,884	2,709
Faaliyet gelirleri	1,402	1,788	3,559	5,148	7,379
Finansal gelir/gider	-577	-799	-1,213	-1,750	-2,675
Diğer gelir/gider	-553	-820	-516	-397	-539
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	294	301	1,938	3,170	4,399
Vergi	-22	18	291	-634	-880
Azınlık hisseleri / diğer	-1	-5	0	0	0
Net Kar	273	324	2,229	2,536	3,519
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	1,149	1,344	1,673	3,849	6,371
Stoklar	2,090	2,849	6,012	8,800	11,354
Ticari alacaklar	106	100	161	255	352
Diğer alacaklar	32	77	114	167	234
Dönen Varlıklar	3,377	4,370	7,961	13,071	18,311
Maddi duran varlıklar	1,353	1,829	3,555	6,027	9,114
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	3,032	3,536	4,434	5,637	7,232
Duran Varlıklar	4,385	5,365	7,989	11,664	16,346
Toplam Varlıklar	7,762	9,735	15,950	24,735	34,657
Kısa vadeli finansal borçlar	0	0	0	0	0
Ticari borçlar	4,601	5,321	8,344	13,690	18,924
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,145	1,744	1,993	2,791	3,675
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,746	7,066	10,336	16,480	22,599
Uzun vadeli finansal borçlar	0	0	0	0	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,762	2,173	2,903	3,788	4,961
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,762	2,173	2,903	3,788	4,961
Azınlık Payları	1	-5	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	253	501	2,710	4,466	7,098
Toplam Kaynaklar	7,762	9,735	15,950	24,735	34,657
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,149	2,138	3,077	7,170	9,022
Yatırım faaliyetlerinden	-493	-661	-2,178	-3,233	-4,206
Finansman faaliyetlerinden	-939	-1,282	-574	-1,762	-2,294
Temettü Ödemesi	0	-80	0	-780	-888
Serbest Nakit Akışı	1,656	1,476	899	3,937	4,817
Net Borç	1,289	1,666	2,316	1,439	637
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	23.6%	23.4%	23.9%	23.3%	23.3%
VAFÖK marjı	9.8%	9.2%	8.0%	7.6%	7.8%
Net Kar marjı	1.3%	1.1%	3.8%	2.7%	2.7%
Sermaye Karlılığı	242.6%	86.1%	138.8%	70.7%	60.9%
Satış Büyümesi	33%	33%	107%	58%	39%
VAFÖK Büyümesi	43%	25%	79%	50%	43%
Net Kar Büyümesi	a.d.	19%	a.d.	14%	39%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	5.1	3.3	0.9	0.3	0.1
Net Borç / VAFÖK (x)	0.6	0.6	0.5	0.2	0.1

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

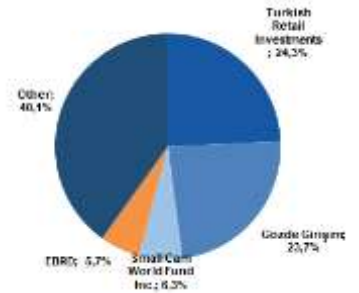
Şirket Tanımı

SOK, Türkiye'nin mağaza sayısı bazında üçüncü, ciro bazında ise dördüncü büyük gıda perakendecisidir. Şirket, yarı-süpermarket modeliyle bir indirimci olarak faaliyet gösteriyor ve değer önerisi, daha geniş ürün çeşitliliğinin mevcudiyeti yoluyla daha yüksek bir alışveriş deneyimi sunuyor; bunu, yalın maliyet yapısına ve operasyonel verimliliğe dayanan bir yüksek indirim modelinin temel ilkelerinden sapmadan. ŞOK'u Türkiye gıda perakende pazarındaki güncel trendlerden en iyi şekilde yararlanmaya aday olarak görüyoruz. Şirketin büyüyen ölçeğinin, geleneksel emsallerine (yerel zincirler dahil) karşı birinci rekabet avantajı olduğunu iddia ederken, yeni segment dahil olmak üzere daha geniş ürün yelpazesini, yüksek indirimli emsallerine karşı temel ayırt edici faktör olarak değerlendiriyoruz.

ŞOK'un yakın gelecekte mevcut "benzeri nitelikte" büyüme hızını sürdürmesini, ancak ortaya çıkan operasyonel kaldıraç avantajları sayesinde yakın geçmişe göre daha kârlı olmasını bekliyoruz. Güçlendirilmiş bilanço, nakit akışı yönetimi açısından daha fazla alan sağlayacaktır. Şirketin güçlü nakit akışı üretiminin devam etmesi ve BİM'e kıyasla satış yoğunluğundaki potansiyel daralma açığının ileriye dönük ana katalizörler olmasını bekliyoruz.

Potansiyel katalizörler; (i) özellikle müşteri trafiğinde beklenenden daha güçlü talep; (ii) bilançonun kaldıraçsızlaştırılması ve (iii) çeyreklik mali tablolarda hızlı marj artışı. Potansiyel riskler; (i) düşük büyümeye sınırlı tolerans (ii) yoğun rekabet (iii) Pazar günleri mağaza kapatma gibi olumsuz yasal düzenlemeler.

Ortaklık Yapısı



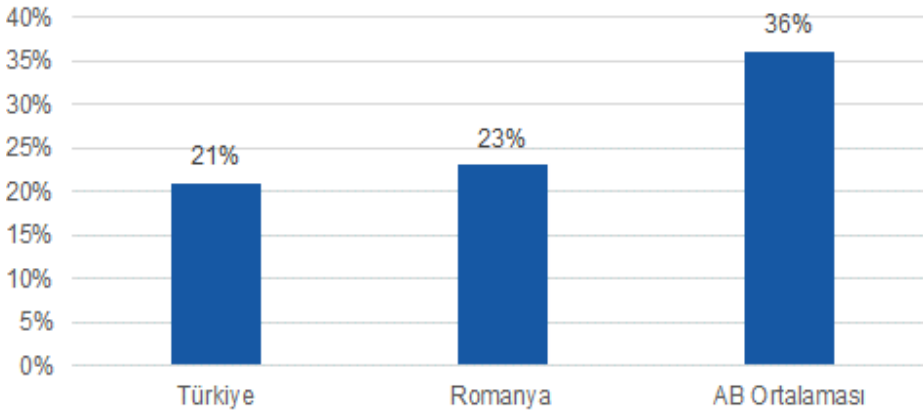
Uzun vadeli parlak bir gelecek

Türkiye'de bilişim sektörü bilgi ve iletişim sektörünün bir alt segmentidir ve üç ana kategoriye ayrılır; i) donanım, ii) yazılım ve iii) hizmet.

Son yıllarda Logo'nun da bulunduğu yazılım segmenti (EAS bu segmentin bir alt koludur) özellikle düşük penetrasyon, yükselen dijitalleşme ve KOBİ'lerin artan talepleri ışığında hızlı bir büyüme sergilemiştir. Yazılım harcamalarının 2017-21 arası TL bazında %37 YBBO kaydettiğini görüyoruz (toplam bilişim: %29, toplam bilgi ve iletişim: %7).

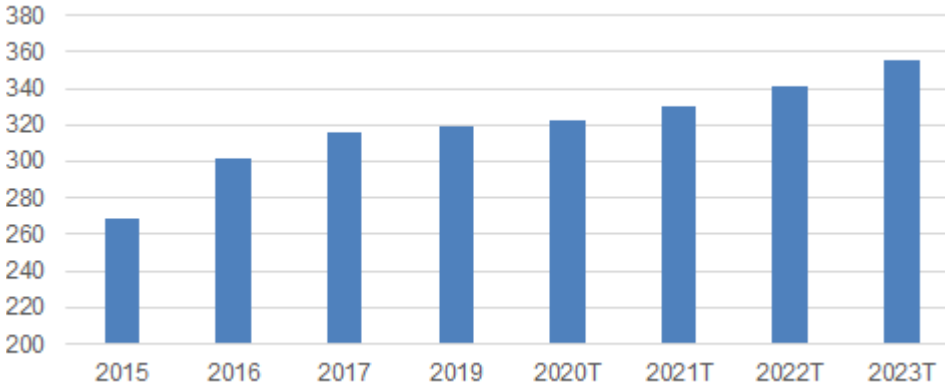
Önümüzdeki dönemde büyüme dinamiklerinde değişiklik gerektirecek bir durum görmüyoruz ve yazılım segmentinin 2021-26 arasında %45 YBBO kaydetmesini bekliyoruz. Türkiye'nin özellikle KOBİ'lerin yazılım penetrasyonunun Avrupa ülkelerine göre son derece düşük bir seviyede bulunması, sektörün hızlı ve güçlü büyümesi için geniş bir alan sunmaktadır. Ayrıca devlete-dönüşüm alanındaki uygulamaları da büyümede önemli bir rol oynamaya devam ediyor.

Şekil 1: ERP Yazılım Penetrasyonu (Tüm işletmeler)



Kaynak: Eurostat

Şekil 2: Türkiye EAS piyasası (Milyon dolar)



Kaynak: IDC, YKY Araştırma

Logo Yazılım

Güçlü temel görünüm devam ediyor

Logo Yazılım için AL önerimizi 12 aylık yeni hedef fiyatımız olan 87,0 TL (önceki: 74,0 TL) ile sürdürüyoruz. Şirketin süregelen başarılı büyümesine, karlılık performansına ve güçlenen bilanço yapısına rağmen hisse son 12 ayda BIST-100'ün %35 oranında gerisinde kaldı. Bu performansı şirketin şu dayanaklara bağlı şekilde kesintisiz devam etmesini beklediğimiz güçlü nakit akışı çerçevesinde haksız buluyoruz; i) yüksek büyüme potansiyeline sahip Türkiye yazılım sektöründe lider konumu ve Romanya operasyonlarında beklenen ivme, ii) enflasyonist fiyatlama yapabilme yeteneği, iii) devlet desteği sayesinde e-dönüşüm gelirlerindeki büyümenin daha da hızlanma potansiyeli iv) tekrarlayan gelirlerindeki artış. Hisse, 2023 tahminlerimiz ışığında 6,2 FD/VAFÖK ve 10,0 F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Uzun vadeli özsermaye karlılığı %35'in üzerinde ve büyüme görünümü güçlü Logo için bu çarpan seviyelerini cazip olarak değerlendiriyoruz.

- Güçlü operasyonel dinamikler devam ediyor.** Şirket enflasyonist ortam nedeniyle birçok KOBİ'nin hızlı şekilde devletin e-dönüşüm ürünlerinin kullanımını zorunlu kıldığı gelir eşiğini aşmasından ciddi anlamda faydalanan. Ayrıca İş Uygulamaları Yazılımları (EAS) pazarı faaliyetleri de büyümeye devam ediyor. Bu gelişmelerin bir yansıması olarak Logo'nun Türkiye'de 2022 yılını enflasyonun üzerinde %100 ciro büyümesi ile kapatmasını bekliyoruz. Öte yandan kısa vadeli dönemde özellikle artan maliyet baskısı marjları bir miktar baskılasa da (9A22 döneminde Türkiye VAFÖK marjı 3 puan daralarak %48 oldu) orta vadede fiyatlama kabiliyeti ve faaliyet kaldırıcı etkisi ile bu baskının bertaraf edilebileceğini düşünüyoruz.
- Romanya'da faaliyetler ivme kazanmaya devam ediyor.** Logo'nun Romanya'daki iştiraki Total Soft, Covid-19 2021 yılından beri Euro bazlı çift haneli büyümesini sürdürüyor. Bu görünümün 2023'te de bozulmadan devam edeceği görüşündeyiz.
- Riskler --** i) Makroekonomik riskler, ii) Olası rekabet artışı

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	767	41%	1,508	97%	2,387	58%	3,540	48%
VAFÖK	286	68%	526	84%	836	59%	1,267	51%
Net Kar	265	134%	461	74%	633	37%	914	44%
F/K (x)	14.8		13.7		10.0		6.9	
FD/VAFÖK (x)	13.4		10.7		6.2		4.0	
FD/Satış (x)	5.0		3.7		2.2		1.4	
Hisse Başına Kar (TL)	2.6		4.6		6.3		9.1	
Temettü Verimi (*)	0.8%		1.3%		2.2%		3.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4.9%		5.9%		12.9%		19.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL87.00

Potansiyel Getiri

38%

Fiyat Bilgileri

Kodu	LOGO.TI / LOGO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL63.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	6,300 / 336
Hisse Sayısı (mn)	100
Saklama Oranı	65%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	106.46 / 5.72

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

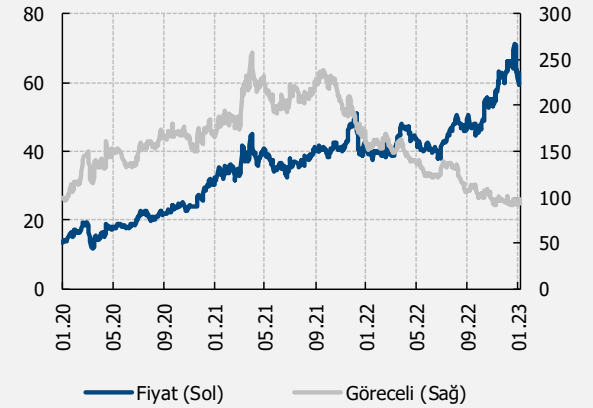
1 Aylık	71.10 / 59.45
1 Yıllık	71.10 / 37.48
Sene başından itibaren	71.10 / 59.45

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	5%
3 Aylık	32%	-6%
1 Yıllık	61%	-35%
Sene başından itibaren	-10%	0%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA
behlul.katas@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	545	767	1,508	2,387	3,540
Brüt Kar	445	624	1,232	1,957	2,915
Faaliyet giderleri	-332	-417	-878	-1,395	-2,054
VAFÖK (**)	171	286	526	836	1,267
Amortisman	57	79	173	274	406
Faaliyet gelirleri	114	207	353	563	861
Finansal gelir/gider	4	77	140	122	127
Diğer gelir/gider	1	16	23	36	53
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	118	300	516	720	1,041
Vergi	-4	-23	-36	-58	-83
Azınlık hisseleri / diğer	-1	-13	-19	-30	-43
Net Kar	113	265	461	633	914
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	294	433	1,049	1,568	1,708
Stoklar	3	6	1	2	3
Ticari alacaklar	236	334	590	934	1,385
Diğer alacaklar	12	23	30	48	71
Dönen Varlıklar	544	796	1,671	2,552	3,168
Maddi duran varlıklar	507	798	751	925	1,147
Finansal yatırımlar	28	184	221	265	318
Diğer duran varlıklar	18	29	24	37	29
Duran Varlıklar	554	1,011	996	1,227	1,494
Toplam Varlıklar	1,098	1,807	2,667	3,780	4,662
Kısa vadeli finansal borçlar	27	94	131	184	210
Ticari borçlar	66	80	183	285	414
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	313	569	831	1,222	1,329
Kısa Vadeli Yükümlülükler	406	742	1,146	1,690	1,953
Uzun vadeli finansal borçlar	125	173	164	156	156
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	28	59	67	76	86
Uzun Vadeli Yükümlülükler	153	232	231	231	242
Azınlık Payları	35	74	93	123	166
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	502	759	1,197	1,735	2,301
Toplam Kaynaklar	1,098	1,807	2,667	3,780	4,662
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	176	324	633	915	1,332
Yatırım faaliyetlerinden	-82	-83	-136	5	6
Finansman faaliyetlerinden	159	400	299	444	144
Temettü Ödemesi	0	-30	-79	-138	-190
Serbest Nakit Akışı	82	192	372	814	1,233
Net Borç	-141	-167	-754	-1,228	-1,342
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	81.7%	81.4%	81.7%	82.0%	82.4%
VAFÖK marjı	31.3%	37.3%	34.9%	35.0%	35.8%
Net Kar marjı	20.7%	34.5%	30.6%	26.5%	25.8%
Sermaye Karlılığı	26.0%	42.0%	47.1%	43.2%	45.3%
Satış Büyümesi	29%	41%	97%	58%	48%
VAFÖK Büyümesi	10%	68%	84%	59%	51%
Net Kar Büyümesi	31%	134%	74%	37%	44%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

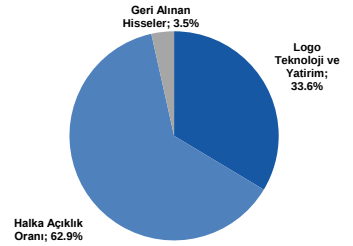
Şirket Tanıtımı

1984 yılında kurulan Logo Yazılım, yüksek ve hızlı büyüme potansiyeline sahip Türkiye İş Uygulamaları Yazılımları (EAS) pazarının, güçlü marka algısına sahip önde gelen oyuncularından biridir ve pazarda KOBİ'lere sağlanan hizmetlerde lider konumdadır. Şirket, aynı zamanda e-devlet çözümleri ve e-fatura gibi alanlarda da pazar lideridir.

Logo'nun Romanya'da mukim iştiraki Total Soft, görece daha büyük şirketlere proje bazlı EAS hizmetleri vermektedir. Logo, Total Soft'nun sonuçlarının tam konsolidasyona tabi tutulmaktadır.

Logo'nun Hindistan faaliyetleri ise Infort isimli %50 paya sahip olduğu ortak girişim (JV) vasıtasıyla icra edilmektedir ve Logo, bu şirketin sonuçlarını özsermaye yöntemiyle konsolide etmektedir.

Ortaklık Yapısı



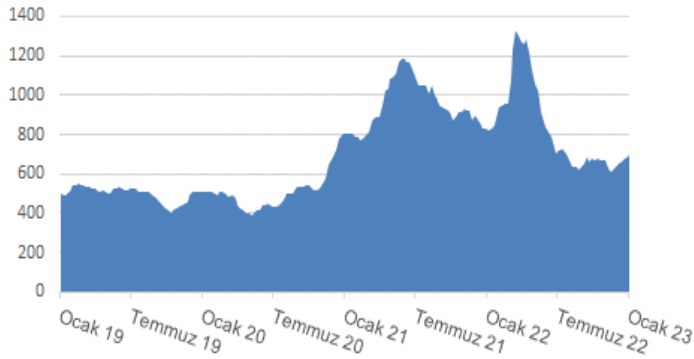
Çelik fiyatlarında normalleşme beklentisi

Çin çelik sektöründe en büyük üretici konumunda

Kovid-19 ve kapanmalar dolayısıyla inşaat sektöründe meydana gelen yavaşlama, Çin iç piyasalarındaki çelik talebinin zayıflamasında önemli bir rol oynadı. Çin'de emlak piyasasında yaşanan zayıflık sonrasında hükümetin piyasayı desteklemek için teşvikler sunacağı yönünde beklentiler oluştu. Buna ek olarak, "sıfır olmayan Kovid" politikasının yerel ekonomiyi canlandırması bekleniyor. Çin'deki çelik talebinin 2022'de %4'lük bir düşüş beklentisinin ardından 2023 yılında sabit kalması bekleniyor.

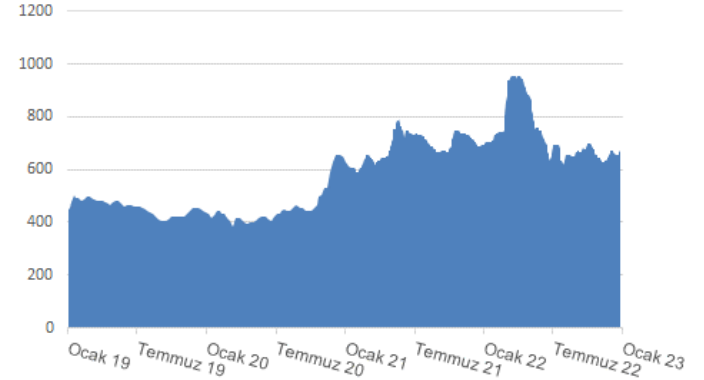
Küresel cephede yukarıdaki gelişmeler yaşanırken, Türkiye piyasalarında ise Mart ayında HRC fiyatları Rusya-Ukrayna savaşına bağlı olarak rekor USD1,300/ton seviyelerine ulaştı. Bugünlerde, küresel gelişmeleri takip ederek tarihi USD500-600/ton seviyelerinin bir miktar üzerinde USD675/ton seviyelerinde işlem görmekte. Çin'in çelik talebindeki herhangi bir olumlu gelişmenin ürün fiyatlarını yukarı çekeceğini öngörüyoruz.

Şekil 1: HRC Fiyatları (USD/ton)



Kaynak: Bloomberg

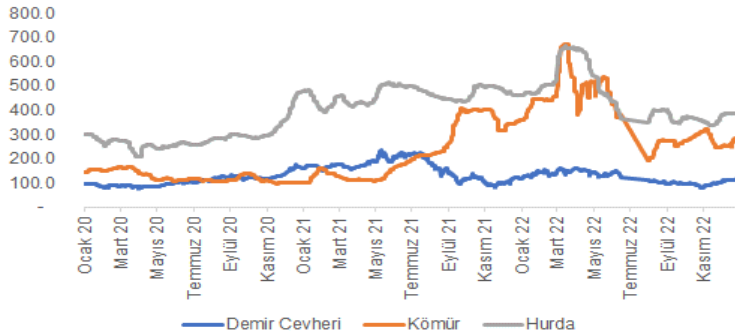
Şekil 2: Uzun Çelik Fiyatları (USD/ton)



Kaynak: Bloomberg

Kömür ve demir cevheri fiyatları azaldı. Demir cevheri fiyatları Nisan ayındaki tepe seviyesi olan USD160/ton seviyelerinden Aralık ayının sonunda USD120/ton seviyelerine geriledi. Aynı zaman aralığında, kömür fiyatları USD654/ton seviyelerine kadar çıkarken en düşük seviye olan USD294/ton seviyelerine kadar indi.

Şekil 3: Hammadde Fiyatları (USD/ton)



Kaynak: Platts

ERDEMİR

Gözler temettüde

Erdemir'e ilişkin tahminlerimizi, temel olarak makro ve enerji maliyetleri varsayımlarımızdaki değişikliklere bağlı olarak revize ettik. Buna bağlı olarak 12 aylık hedef fiyatımızı 41.5 TL/hisse'den 43.5 TL/hisse'ye güncellerken, sınırlı yukarı yönlü potansiyel nedeniyle AL tavsiyemizi TUT'a indiriyoruz. Erdemir 2023 beklentimiz ışığında 7.6x FD/VAFÖK ve 11.8x F/K çarpanı ile işlem görmektedir. 2023T FD/VAFÖK çarpanımız üç yıllık tarihsel çarpanlara kıyasla sırasıyla %44'lik prime işaret etmektedir.

- **4Ç22'de zayıf VAFÖK/ton beklentisi.** Türkiye çelik fiyatlarında küresel gelişmelere paralel olarak bir miktar zayıflık öngördüğümüzü ve buna bağlı olarak 2Y22'da daha düşük ton başına VAFÖK beklediğimizi vurgulamıştık. Beklentimizle uyumlu olarak, Şirket 3Ç22'de ton başına 124 dolar VAFÖK açıkladı. Bu da yıllık bazda %70 ve çeyrek bazda %62 daralmaya tekabül ediyor. 4Ç22 için ton başına 27 dolar VAFÖK beklememize rağmen 2022 ortalama ton başına 206 dolar VAFÖK halen tarihsel seviyeler olan 150 dolar'ın üzerinde. Küresel görünüm ve ticari gelişmelere bağlı olarak 2023 yılının ikinci yarısında bir toparlanma öngörüyoruz.
- **Peletleme tesis yatımı 2023 yılında başlayacak.** Erdemir, bağlı ortaklıklarından Ermaden adına ruhsatlı Bingöl demir madeni sahasında yoğun cevherleşme tespit edildiğini ve peletleme tesisi kurulmasına karar verdiğini açıklamıştı. Yatırımın 2023 yılında başlaması ve 36-42 ay içinde tamamlanması bekleniyor. Bugünkü fiyatlarla bakıldığında yatırımdan elde edilecek kar artışının yaklaşık 200-250 milyon dolar olması bekleniyor. Yatırımın katkısını henüz modelimize dahil etmedik.
- **Cazip temettü gündemde olabilir** – Yatırım programının Erdemir'in önceki yatırım döneminde olduğu gibi temettü ödemesine engel olmayacağına inanıyoruz. 2022 yılı net karından hisse başına 3.6 TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Bu da %9'luk temettü verimine işaret ediyor.
- **Riskler** -- i) Talep ve fiyatlarda olası bir daralma, ii) Yüksek gerçekleşen hammadde maliyetleri iii) TL'nin değer kazanması ve iv) Çin'in ihracatının artması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	68,227	113%	132,767	95%	175,790	32%	211,605	20%
VAFÖK	26,468	297%	29,052	10%	23,313	-20%	33,863	45%
Net Kar	15,527	369%	16,788	8%	11,931	-29%	18,238	53%
F/K (x)	4.2		8.4		11.8		7.7	
FD/VAFÖK (x)	2.3		5.5		7.6		5.3	
FD/Satış (x)	0.9		1.2		1.0		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	4.4		4.8		3.4		5.2	
Temettü Verimi (*)	10.5%		11.0%		8.9%		6.3%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-2.8%		-7.7%		-9.8%		3.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL43.50

Potansiyel Getiri

8%

Fiyat Bilgileri

Kodu	EREGL.TI / EREGL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL40.36
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	141,260 / 7,530
Hisse Sayısı (mn)	3500
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	5,590.60 / 299.88

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

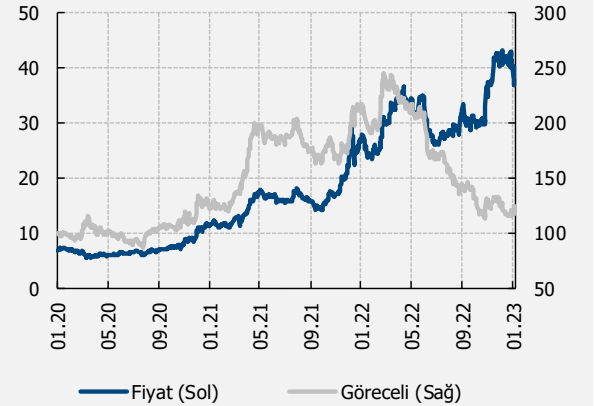
1 Aylık	43.16 / 36.84
1 Yıllık	43.16 / 23.41
Sene başından itibaren	42.92 / 36.84

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-6%	-1%
3 Aylık	38%	-2%
1 Yıllık	45%	-42%
Sene başından itibaren	-2%	8%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	32,048	68,227	132,767	175,790	211,605
Brüt Kar	5,925	25,516	27,724	20,875	30,928
Faaliyet giderleri	-785	-1,101	-2,201	-2,836	-3,413
VAFÖK (**)	6,665	26,468	29,052	23,313	33,863
Amortisman	1,525	2,052	3,529	5,274	6,348
Faaliyet gelirleri	5,140	24,416	25,523	18,039	27,515
Finansal gelir/gider	11	-949	-349	-158	-198
Diğer gelir/gider	433	456	-20	-33	-17
İştirak Karı /Zararı	8	-6	40	58	71
Vergi öncesi kar	5,592	23,916	25,194	17,906	27,371
Vergi	-2,148	-7,838	-7,810	-5,551	-8,485
Azınlık hisseleri / diğer	201	551	596	424	648
Net Kar	3,309	15,527	16,788	11,931	18,238
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	13,581	23,200	11,638	15,541	18,736
Stoklar	10,107	28,960	53,572	68,163	77,691
Ticari alacaklar	3,828	11,414	17,924	22,853	29,625
Diğer alacaklar	992	2,120	3,537	2,839	3,390
Dönen Varlıklar	28,507	65,694	86,671	109,396	129,442
Maddi duran varlıklar	26,379	51,685	77,359	86,633	87,703
Finansal yatırımlar	184	390	757	1,001	1,204
Diğer duran varlıklar	2,924	8,674	12,371	15,108	16,224
Duran Varlıklar	29,487	60,749	90,487	102,743	105,131
Toplam Varlıklar	57,994	126,442	177,157	212,138	234,574
Kısa vadeli finansal borçlar	3,786	9,716	14,393	21,961	20,764
Ticari borçlar	3,767	6,733	12,605	17,815	20,778
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,882	7,029	5,311	7,032	8,464
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,434	23,477	32,309	46,808	50,006
Uzun vadeli finansal borçlar	2,813	6,961	11,703	25,564	31,540
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	4,625	11,457	16,830	24,961	27,828
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,438	18,417	28,533	50,525	59,369
Azınlık Payları	1,312	2,255	2,941	2,090	3,195
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	41,122	84,548	116,315	114,805	125,199
Toplam Kaynaklar	57,994	126,442	177,157	212,138	234,574
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	7,316	5,717	-1,216	-608	11,953
Yatırım faaliyetlerinden	-3,119	-7,521	-9,616	-13,260	-7,373
Finansman faaliyetlerinden	-1,743	-3,426	-6,500	8,838	-4,170
Temettü Ödemesi	-816	-6,825	-15,575	-12,591	-8,949
Serbest Nakit Akışı	4,196	-1,804	-10,831	-13,868	4,580
Net Borç	-6,983	-6,523	14,967	32,723	34,472
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	18.5%	37.4%	20.9%	11.9%	14.6%
VAFÖK marjı	20.8%	38.8%	21.9%	13.3%	16.0%
Net Kar marjı	10.3%	22.8%	12.6%	6.8%	8.6%
Sermaye Karlılığı	9.1%	24.7%	16.7%	10.3%	15.2%
Satış Büyümesi	17%	113%	95%	32%	20%
VAFÖK Büyümesi	22%	297%	10%	-20%	45%
Net Kar Büyümesi	0%	369%	8%	-29%	53%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	0.1	0.3	0.3
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	0.5	1.4	1.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

Oyak Maden Metalürji'nin ana şirketi olan Erdemir, Türkiye'nin en büyük entegre yassı çelik üreticisidir. 1965 yılında faaliyet geçmiştir. Yıllık 3.85 milyon ton sıvı çelik kapasitesine sahiptir.

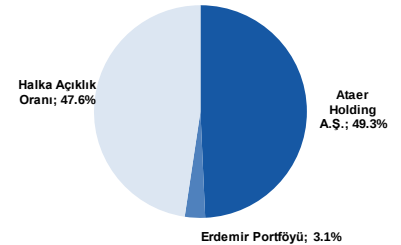
Oyak Maden Metalürji şirketlerinden olan İsdemir, Türkiye'nin hem uzun hem yassı ürünler üreten tek entegre tesisidir. Yıllık sıvı çelik kapasitesi 5.8 milyon ton'dur. İsdemir hisselerinin %95'i Erdemir, geri kalanı ise halka açıktır.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Güçlü temettü verimi; (ii) Çelik ürün fiyatlarında beklentilerin üzerinde artış; (iii) İç pazarda güçlü entegre üretici olarak yüksek hurda fiyatları; ve (iv) Kendi kendine yeterliliğe odaklanan yeni yatırımlar.

Potansiyel riskler: (i) Zayıf fiyat-maliyet makası; (ii) Hammadde maliyetleri toplam satılan malların maliyetlerinin %73'ünü oluşturduğundan beklentilerin üzerinde artan hammadde maliyeti; (iii) Koruyucu önlemler; (iv) Yeni açıklanan yatırımlarda gecikme ve maliyet aşımı ve (v) Satışlar dolar bazlı olmasından ve maliyetlerin sadece %20'sinin TL bazlı olmasından dolayı TL'nin değer kazanması.

Ortaklık Yapısı



KARDEMİR

Fiyatlarda toparlanma beklentisi

Makro varsayımlarımızdaki değişiklikler ile birlikte Kardemir için hedef fiyatımızı 14.35 TL'den 23.2 TL'ye güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi koruyoruz.

2Y22 hem talep hem de satış fiyatları açısından zor bir dönemdi. Çin'in Kovid karşıtı politikaları sonrasında açılmasının ve emlak sektörüne yönelik devlet desteğinin çelik fiyatları üzerinde olumlu bir etki yaratması bekleniyor. Değerlememize yönelik başlıca yukarı yönlü potansiyeller arasında beklenen çelik makasının daha iyi gerçekleşmesi ve beklenenden daha düşük hammadde maliyetlerini söyleyebiliriz.

- Zayıf 4Ç22 VAFÖK/ton beklentisi-** Kardemir'in 4Ç22'de 3Ç22'de açıkladığı ton başına VAFÖK rakamına paralel 55 dolar açıklamasını öngörüyoruz. Geçen senenin aynı döneminde Şirket ton başına 282 dolar VAFÖK açıklamıştı. 4Ç22 ile birlikte 2022 yılı için VAFÖK/ton beklentimiz ürün makasının daralmasından dolayı 122 dolar seviyesinde. Bu da yıllık bazda %50 oranında daralmaya tekabül ediyor.
- Net nakit net borca geçebilir-** Kardemir 2021 yılının dördüncü çeyreğinde 330 bin ton kömür (satılan malın maliyetinde en yüksek paya sahip olan) satın almıştı. Ödemenin 4Ç22'de gerçekleştiğini ve bundan dolayı 2022 yılsonu net işletme sermayesinin artacağını öngörüyoruz. Kasım ayında dağıtılan temettüyü de dikkate aldığımızda Şirket'in 2022 yılsonunda 550 milyon TL net borç kaydedeceğini tahmin ediyoruz.
- 2023 yılında satış hacminin yaklaşık %8 artması bekleniyor-** Kardemir Nisan ayında başlayan 4 no'lu yüksek fırının yenileme bakımını Kasım ayında tamamladı. Şirket'in 4Ç22'de 600 bin ton, 2023 yılında da 2.3 milyon ton satış hacmi kaydetmesini öngörüyoruz.
- Riskler --** i) Talebin ve satış fiyatlarının beklenenden kötü olması ve ii) Beklentimizin ötesinde yükselen hammadde maliyetleri

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	14,765	96%	26,543	80%	43,621	64%	53,247	22%
VAFÖK	4,885	292%	4,315	-12%	5,168	20%	7,396	43%
Net Kar	3,718	a.d.	3,259	-12%	3,381	4%	5,922	75%
F/K (x)	2.2		6.4		6.1		3.5	
FD/VAFÖK (x)	1.1		4.9		4.2		2.9	
FD/Satış (x)	0.4		0.8		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	4.8		4.2		4.3		7.6	
Temettü Verimi (*)	0.0%		6.4%		4.7%		4.9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	59.6%		-5.4%		11.0%		11.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL23.20

Potansiyel Getiri

24%

Fiyat Bilgileri

Kodu	KRDMD.TI / KRDM.D.IS
Kapanış Fiyatı	TL18.67
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	14,567 / 777
Hisse Sayısı (mn)	780.2260016
Saklama Oranı	89%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	4,699.09 / 252.07

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

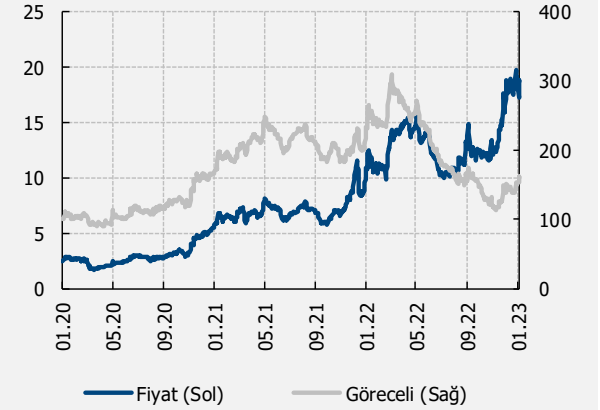
1 Aylık	19.79 / 17.19
1 Yıllık	19.79 / 9.89
Sene başından itibaren	19.79 / 17.19

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-1%	5%
3 Aylık	57%	12%
1 Yıllık	49%	-40%
Sene başından itibaren	4%	15%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
0 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	7,520	14,765	26,543	43,621	53,247
Brüt Kar	1,144	4,782	4,279	5,213	7,424
Faaliyet giderleri	-123	-143	-257	-422	-515
VAFÖK (**)	1,246	4,885	4,315	5,168	7,396
Amortisman	225	245	292	376	487
Faaliyet gelirleri	1,021	4,640	4,023	4,791	6,909
Finansal gelir/gider	-480	-466	-333	-484	-41
Diğer gelir/gider	-478	158	13	-467	-141
İştirak Karı / Zararı	3	1	0	0	0
Vergi öncesi kar	77	4,332	3,702	3,840	6,727
Vergi	-16	-614	-443	-460	-805
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	61	3,718	3,259	3,381	5,922
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	1,440	5,357	4,831	6,718	8,200
Stoklar	1,820	3,197	7,792	9,986	10,081
Ticari alacaklar	1,281	1,692	2,920	3,839	4,260
Diğer alacaklar	390	2,093	2,301	3,282	3,452
Dönen Varlıklar	4,932	12,338	17,844	23,824	25,993
Maddi duran varlıklar	5,821	9,398	10,018	11,329	13,054
Finansal yatırımlar	14	14	14	14	14
Diğer duran varlıklar	53	65	207	327	394
Duran Varlıklar	5,888	9,477	10,239	11,670	13,462
Toplam Varlıklar	10,820	21,815	28,083	35,494	39,455
Kısa vadeli finansal borçlar	716	1,037	4,462	7,227	8,545
Ticari borçlar	2,519	6,082	6,421	8,862	8,458
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,584	2,472	3,258	3,930	3,285
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,818	9,590	14,142	20,019	20,289
Uzun vadeli finansal borçlar	1,533	1,575	1,016	796	361
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	565	688	693	1,044	1,239
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,098	2,263	1,709	1,840	1,600
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,903	9,962	12,232	13,635	17,567
Toplam Kaynaklar	10,820	21,815	28,083	35,494	39,455
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,691	5,077	-210	3,980	4,525
Yatırım faaliyetlerinden	-292	-155	-912	-1,688	-2,212
Finansman faaliyetlerinden	-173	-1,005	596	-406	-830
Temettü Ödemesi	0	0	-1,000	-978	-1,014
Serbest Nakit Akışı	1,399	4,922	-1,122	2,293	2,313
Net Borç	809	-2,745	550	1,208	608
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	15.2%	32.4%	16.1%	12.0%	13.9%
VAFÖK marjı	16.6%	33.1%	16.3%	11.8%	13.9%
Net Kar marjı	0.8%	25.2%	12.3%	7.7%	11.1%
Sermaye Karlılığı	1.6%	53.6%	29.4%	26.1%	38.0%
Satış Büyümesi	24%	96%	80%	64%	22%
VAFÖK Büyümesi	92%	292%	-12%	20%	43%
Net Kar Büyümesi	-25%	a.d.	-12%	4%	75%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.2	a.d.	0.0	0.1	0.0
Net Borç / VAFÖK (x)	0.6	a.d.	0.1	0.2	0.1

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Şirket Tanımı

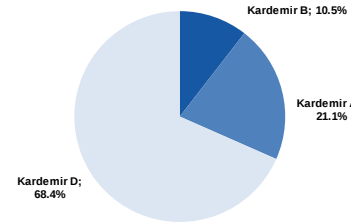
Kardemir, 1937 yılında Türk Hükümeti tarafından kurulan ilk uzun çelik üreticidir. 1995 yılına kadar Devlet tarafından kontrol edildi. Şirket kütük, inşaat demiri, profil, kargal, çubuk ve demiryolu ürünleri üretmektedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Hacim artışı, (ii) Fiyat artışı ve (iii) Talepte beklentilerin üzerinde canlanma.

Potansiyel riskler: (i) Zayıf talep, (ii) TL'nin değer kaybetmesi ve (iii) Yüksek hammadde maliyetleri.

Ortaklık Yapısı

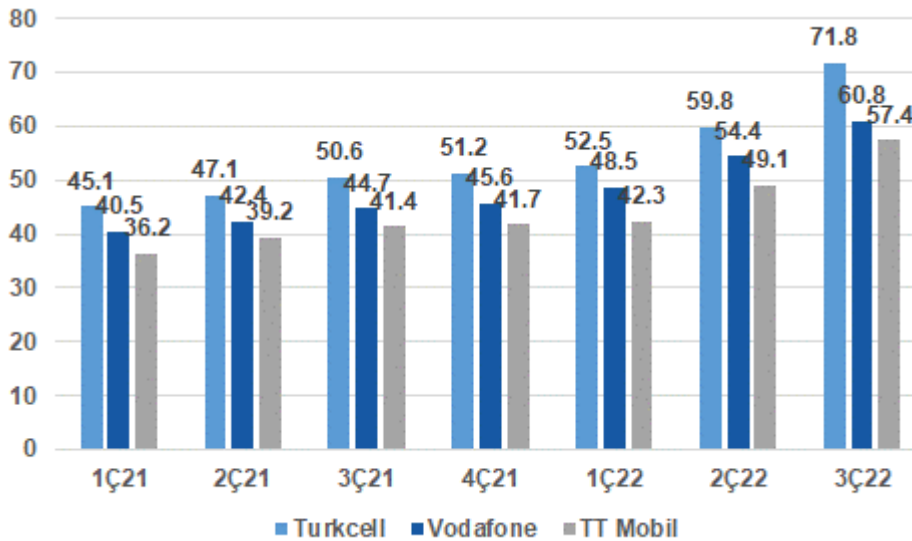


Enflasyonist fiyatlama etkisi görülecek

Hızlanan dijital dönüşüm sektörde hâkimiyetini koruyor. Pandemi tüketici davranışlarını temelli değiştirdi. Pandemi sonrası dönemde müşterilerin yüksek hızlı ve kaliteli sabit internet bağlantısı ihtiyacı devam etti. Artan dijitalleşme ve birçok şirketin hibrit bir çalışma modeli benimsemesi ile birlikte internetin daha yaygın kullanımı nedeniyle telekomünikasyon sektöründeki talep güçlü kalmaya devam etti.

Artan dijitalleşme (eğitim, alışveriş ve sağlıkta), yalnızca kesintisiz erişimin önemini değil, aynı zamanda yüksek hız ve daha fazla veri gerekliliğini de vurgulamaktadır. Sabit genişbant talebi devam ederken, mobil internet kullanımı da artmaya devam ediyor. Hem Turkcell hem de Türk Telekom, mobilde enflasyonist fiyatlandırma konusundaki disiplini ve sabit internet tarafında 1 Haziran'da yapılan toptan satış tarife değişikliğinin ardından fiyatların yeniden dengelenmesi sayesinde arka arkaya fiyat revizyonlarına devam ediyor. 2023 yılında ARPU büyümesinde, hem sabit genişbantta hem de mobilde dinamik fiyatlama ve üst paket satış etkili olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2023 yılında Türk Telekom ve Turkcell için sırasıyla %42 ve %55 gelir artışı öngörüyoruz.

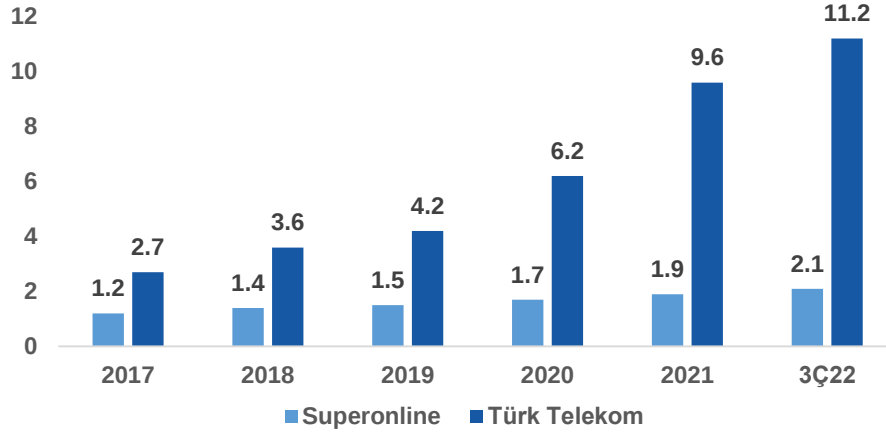
Şekil 1: Mobil ARPU (TL)



Kaynak: BTK

Fiber şebekesi büyümeye devam ediyor. Türkiye'de fiber internete erişen hane sayısı hızla artıyor. OECD ülkelerine göre daha düşük olan Türkiye'deki fiber penetrasyonu, 5G gibi yeni nesil iletişim teknolojilerinin gelişmesini engelliyor. Türk Telekom, Türkiye genelinde 81 şehri kapsayan 389 bin km'lik bir fiber ağına sahipken, Turkcell yurt içinde 28 şehirde faaliyet gösteriyor. Fiber aracılığıyla daha fazla müşteriye birbirine bağlamak, yalnızca kesintisiz ve hızlı iletişim sağlamakla kalmıyor, aynı zamanda sürdürülebilir ARPU ve gelir sağlamakta önem arz ediyor.

Şekil 1: Mobil ARPU (TL)



Kaynak: BTK

Türkiye 5G ile ilgili belirsizlikler 2023 yılında da devam ediyor. 2019 yılından bu yana dünya çapında 5G'nin yaygınlaşması arttı. Asya ülkelerinin 5G'ye hızlı adaptasyonu dikkat çekerken, Avrupa'da bir çok operatörün 5G lansman planları ertelendi. Türkiye'de telekom şirketleri 5G için hazırlıklarına başlamış olsa da somut gelişme için henüz bir yol haritası açıklanmadı. Türkiye'de 5G uygulamasının zamanlamasının, özellikle artan enflasyon ve döviz kuru oynaklığına ilişkin endişeler nedeniyle belirsizliğini koruyor

TURKCELL

Fiyat revizyonlarının olumlu katkısı

Turkcell için 12 aylık hedef fiyatımızı abone sayısı ile birlikte makro ve ARPU varsayımlarımızdaki değişiklikler sonrası 52.3 TL/hisse (önceki: 34.1 TL/hisse) olarak güncelliyor ve tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz.

ARPU'su yüksek veri paketlerine yönelik güçlü talebin ve istikrarlı fiyat artışları ile genişleyen abone tabanının ciro büyümesini destekleneceğini düşünmemize rağmen yüksek enerji ve personel maliyetlerinin operasyonel marjları baskılayacağını öngörüyoruz.

2022 ve 2023 yılları için gelir büyüme beklentimiz sırasıyla %47 ve %55 iken her yıl için VAFÖK marj beklentimiz %40 seviyesindedir.

- ARPU büyümesinin 2023 yılında daha görünür olmasını bekliyoruz-** 2022 yılının ilk dokuz ayında mobil ARPU, temel olarak fiyat düzeltmeleri, müşteriyi daha yüksek paketlere geçirme ve daha fazla gelir yaratan müşteri tabanı sayesinde yıllık bazda %32 arttı. Aynı sebeplerden ötürü 2022 yılında mobil ARPU büyümesini %35 olarak tahmin ediyoruz. En son fiyat ayarlaması Aralık ayında yapıldı ve Ocak ayında da yapılması bekleniyor. Bu zamları da dikkate aldığımızda 2023 yılında ARPU büyümesini %55 olarak öngörüyoruz.
- Hibrit yatırımları enerji maliyetlerine olumlu yansımaları bekleniyor-** Turkcell'in ana enerji tüketim alanları arasında veri merkezi ve kuleler bulunuyor. Şirket, gelirlerinin %6-7'sini oluşturan enerji maliyetlerini azaltmak için önümüzdeki üç yıl içinde ağırlıklı olarak güneş paneli ve rüzgar santralleri olmak üzere yenilenebilir enerji alanında yatırım yapmayı hedefliyor.
- 2023 yılında VAFÖK marjının aynı kalmasını bekliyoruz-** 2023 yılında konsolide gelir büyüme beklentimiz %55 iken artan enerji fiyatları ve personel giderleri nedeniyle VAFÖK marjımız 2022 yılına paralel %40 seviyesinde olmasını bekliyoruz.
- Riskler --** i) Fiyat artışlarının beklenenden düşük gerçekleşmesi ii) Ekonomik durgunluk ve iii) TL'nin yabancı para bazında değer kaybetmesinden dolayı yüksek yatırım harcaması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	35,920	23%	52,736	47%	81,822	55%	103,782	27%
VAFÖK	15,014	22%	21,054	40%	32,941	56%	42,654	29%
Net Kar	5,031	19%	6,863	36%	10,869	58%	16,967	56%
F/K (x)	7.2		10.8		6.8		4.4	
FD/VAFÖK (x)	3.6		4.5		2.9		2.2	
FD/Satış (x)	1.5		1.8		1.2		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	2.3		3.1		4.9		7.7	
Temettü Verimi (*)	7.5%		1.7%		4.6%		7.3%	
Serbest Nakit Akış Verimi	30.0%		4.0%		14.2%		14.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL52.30

Potansiyel Getiri

55%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL33.82
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	74,404 / 3,966
Hisse Sayısı (mn)	2200
Saklama Oranı	54%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,434.55 / 130.61

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

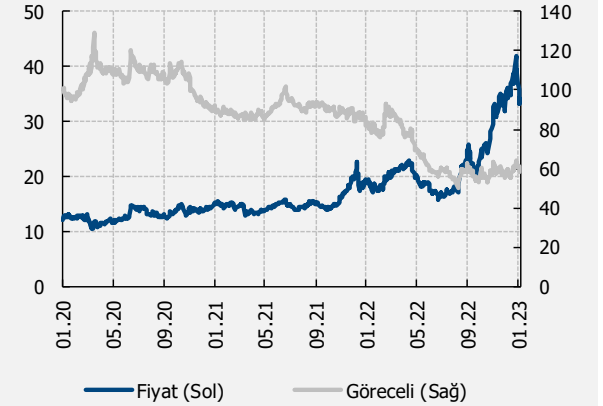
1 Aylık	41.94 / 33.22
1 Yıllık	41.94 / 15.68
Sene başından itibaren	41.94 / 33.22

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-4%	1%
3 Aylık	45%	3%
1 Yıllık	77%	-29%
Sene başından itibaren	-11%	-1%



13 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Aslı Kumbaracı

asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	29,104	35,920	52,736	81,822	103,782
Brüt Kar	8,768	10,691	16,116	25,774	33,522
Faaliyet giderleri	-2,123	-2,698	-3,978	-6,137	-7,784
VAFÖK (**)	12,270	15,014	21,054	32,941	42,654
Amortisman	5,952	7,252	9,347	13,910	17,643
Faaliyet gelirleri	6,645	7,993	12,138	19,637	25,738
Finansal gelir/gider	-3,335	-10,145	-11,245	-17,160	-7,403
Diğer gelir/gider	1316	6603	7243	11739	3801
İştirak Karı /Zararı	0	90	-61	-100	-100
Vergi öncesi kar	4,641	4,541	8,075	14,115	22,036
Vergi	-387	490	-1,211	-3,247	-5,068
Azınlık hisseleri / diğer	3	0	0	0	0
Net Kar	4,237	5,031	6,863	10,869	16,967
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	11,861	18,629	25,313	39,275	49,815
Stoklar	204	261	329	353	393
Ticari alacaklar	3,482	4,332	6,012	7,978	8,562
Diğer alacaklar	5,037	6,290	8,286	11,199	14,193
Dönen Varlıklar	20,583	29,512	39,940	58,805	72,963
Maddi duran varlıklar	16,283	20,986	22,697	25,152	28,265
Finansal yatırımlar	0	1,377	2,572	3,991	5,063
Diğer duran varlıklar	14,632	18,808	21,817	24,459	26,291
Duran Varlıklar	30,915	41,171	47,087	53,602	59,619
Toplam Varlıklar	51,498	70,683	87,027	112,407	132,583
Kısa vadeli finansal borçlar	5,233	8,848	14,191	16,395	21,326
Ticari borçlar	3,706	5,038	5,310	6,502	6,521
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,627	3,205	3,640	4,093	3,834
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,565	17,091	23,141	26,990	31,681
Uzun vadeli finansal borçlar	16,354	27,930	32,402	44,930	48,150
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,795	3,099	4,146	5,711	6,444
Uzun Vadeli Yükümlülükler	19,148	31,029	36,549	50,641	54,594
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	20,785	22,562	27,338	34,775	46,308
Toplam Kaynaklar	51,498	70,683	87,027	112,407	132,583
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	14,088	21,171	17,970	32,869	36,980
Yatırım faaliyetlerinden	-7,776	-10,362	-14,993	-22,290	-26,336
Finansman faaliyetlerinden	-4,268	-3,942	3,623	3,229	-180
Temettü Ödemesi	-812	-2,566	-1,258	-3,432	-5,434
Serbest Nakit Akışı	6,312	10,810	2,977	10,578	10,644
Net Borç	9,024	18,094	21,221	21,987	19,593
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	30.1%	29.8%	30.6%	31.5%	32.3%
VAFÖK marjı	42.2%	41.8%	39.9%	40.3%	41.1%
Net Kar marjı	14.6%	14.0%	13.0%	13.3%	16.3%
Sermaye Karlılığı	21.8%	23.2%	27.5%	35.0%	41.9%
Satış Büyümesi	16%	23%	47%	55%	27%
VAFÖK Büyümesi	18%	22%	40%	56%	29%
Net Kar Büyümesi	31%	19%	36%	58%	56%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.4	0.8	0.8	0.6	0.4
Net Borç / VAFÖK (x)	0.7	1.2	1.0	0.7	0.5

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

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

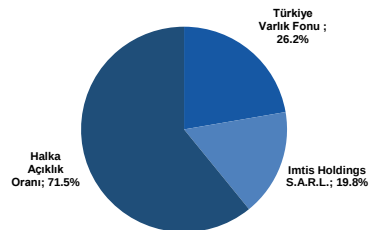
Dijital hizmetlere artan talep, artan data tüketimi ile daha yüksek tarife ve artan faturalı müşteri oranı şirketin karlılığını olumlu etkiledi. Yakın vadede aynı seyrin devam etmesini bekliyoruz.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Yüksek ARPU ile abone kazanımı ve (ii) Yüksek data tüketimi.

Potansiyel riskler: (i) ÖTV'de olası bir artış, (ii) Ekonominin daralması ve (iii) Agresif fiyatlama.

Ortaklık Yapısı



TÜRK TELEKOM

Fiyat düzeltmeleri devam ediyor

Türk Telekom için 12 aylık hedef fiyatımızı 16 TL'den 26 TL'ye revize ederken, tavsiyemizi sınırlı getiri oranı nedeniyle "AL"dan "TUT"a güncelliyoruz. Hisse 2023 beklentilerimize göre 4.6x FD/VAFÖK ve 9.2x F/K çarpanları ile işlem görüyor, bu da son üç yıllık tarihsel çarpanlara göre sırasıyla %22 ve %20 prime işaret ediyor.

Fiyat revizyonlarını ve mevcut müşteri tabanının sözleşme yenilemesini olumlu karşılasak da, personel ve enerji maliyetlerinin dahil olduğu büyük faaliyet gideri kalemlerinde görünen yüksek maliyet enflasyonu operasyonel marjları baskılayabileceğini düşünüyoruz. 2023 yılında Şirket'in gelirlerinin yıllık bazda %42 büyümesini beklerken VAFÖK marjının 2.5 baz puan daralmasını öngörüyoruz. Yüksek paketlere geçiş ve enflasyonist fiyatlamanın gelir büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

- **ARPU büyümesinde yukarı yönlü ivme devam ediyor-** Hem sabit geniş bantta hem de mobilde dinamik fiyatlama ve üst paket satışları sayesinde ARPU büyümesinin devam edeceğini düşünüyoruz. 2023 yılında, UFRYK 12 hariç tutulduğunda, sabit genişbant gelirinde %38, mobil gelirinde %66 artış ile toplam gelir büyümesini yıllık bazda %44.3 olmasını öngörüyoruz.
- **İmtiyaz konusunun yakın zamanda çözülmesi bekleniyor.** Türk Telekom, 2026 yılında sona erecek olan imtiyaz sözleşmesinin uzatılması için Bilgi Teknolojileri ve İletim Kurumu'na (BTK) başvurdu. Bu konuda gelişmeleri olumlu karşılıyoruz. 2022 yılının Mart ayında Türkiye Varlık Fonu'nun (TVK) TTKOM'DAKİ %55 hissesini satın almasının ardından, TVF Genel Müdürü, imtiyaz süresini uzatma hedefini ve piyasa koşullarına bağlı olarak orta vadede ikincil bir halka arz potansiyelinden bahsetmişti.
- **Riskler --** i) Beklentilerden daha düşük gerçekleşen fiyatlama ii) İrrasyonel rekabet ve iii) Düzenleme ile ilgili riskler.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	34,273	21%	46,689	36%	66,226	42%	80,899	22%
VAFÖK	16,412	24%	19,113	16%	25,453	33%	32,583	28%
Net Kar	5,761	81%	5,824	1%	7,877	35%	13,026	65%
F/K (x)	4.7		12.5		9.2		5.6	
FD/VAFÖK (x)	3.0		5.6		4.6		3.7	
FD/Satış (x)	1.4		2.3		1.8		1.5	
Hisse Başına Kar (TL)	1.6		1.7		2.3		3.7	
Temettü Verimi (*)	7.7%		6.8%		5.2%		7.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	30.7%		-2.3%		4.6%		5.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL26.00

Potansiyel Getiri

25%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TTKOM.TI / TTKOM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL20.76
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	72,660 / 3,873
Hisse Sayısı (mn)	3500
Saklama Oranı	13%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,843.00 / 98.85

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

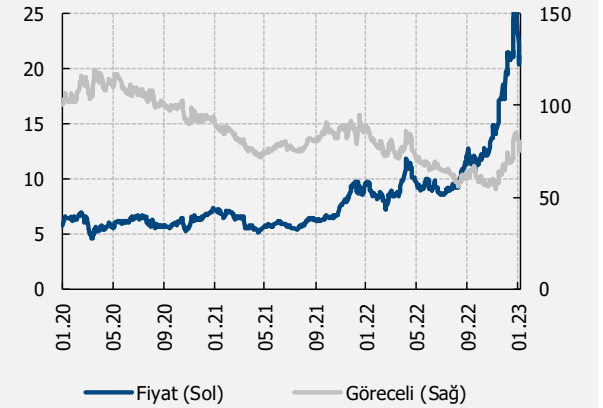
1 Aylık	26.42 / 19.50
1 Yıllık	26.42 / 7.24
Sene başından itibaren	26.42 / 20.42

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	10%
3 Aylık	77%	26%
1 Yıllık	118%	-12%
Sene başından itibaren	-15%	-7%



Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	28,289	34,273	46,689	66,226	80,899
Brüt Kar	13,183	14,868	17,969	24,742	31,428
Faaliyet giderleri	-5,607	-5,653	-6,844	-9,885	-11,789
VAFÖK (**)	13,237	16,412	19,113	25,453	32,583
Amortisman	5,319	6,169	7,988	10,596	12,944
Faaliyet gelirleri	7,862	9,215	11,125	14,856	19,640
Finansal gelir/gider	-3,761	-3,431	-8,634	-7,890	-3,947
Diğer gelir/gider	-14	-750	1745	2880	590
İştirak Karı /Zararı	-1	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	3,802	5,621	4,236	9,847	16,282
Vergi	-624	141	1,588	-1,969	-3,256
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	3,178	5,761	5,824	7,877	13,026
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	5,008	7,697	6,118	7,636	8,480
Stoklar	249	440	1,149	1,245	1,237
Ticari alacaklar	6,203	6,582	7,937	9,934	11,730
Diğer alacaklar	1,830	6,060	12,557	16,016	16,785
Dönen Varlıklar	13,289	20,779	27,761	34,831	38,232
Maddi duran varlıklar	17,611	20,553	28,642	37,525	48,312
Finansal yatırımlar	18	14	24	24	24
Diğer duran varlıklar	13,804	16,992	20,662	22,624	22,459
Duran Varlıklar	31,433	37,558	49,328	60,172	70,795
Toplam Varlıklar	44,723	58,338	77,089	95,003	109,027
Kısa vadeli finansal borçlar	6,116	7,117	12,550	12,381	16,816
Ticari borçlar	5,294	7,729	6,191	7,025	7,724
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,819	3,151	4,280	5,430	5,871
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,228	17,997	23,021	24,836	30,410
Uzun vadeli finansal borçlar	15,119	22,686	28,684	38,952	38,848
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,338	3,405	3,945	5,684	6,333
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,457	26,091	32,629	44,636	45,181
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,037	14,250	22,152	26,244	34,149
Toplam Kaynaklar	44,723	58,338	77,089	95,003	109,027
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	13,639	15,681	14,401	22,855	27,838
Yatırım faaliyetlerinden	-6,762	-7,393	-16,088	-19,493	-23,749
Finansman faaliyetlerinden	-7,030	-6,791	1,217	-2,238	-3,364
Temettü Ödemesi	-602	-1,873	-4,955	-3,786	-5,120
Serbest Nakit Akışı	6,876	8,288	-1,687	3,362	4,089
Net Borç	16,227	22,107	35,116	43,697	47,183
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	46.6%	43.4%	38.5%	37.4%	38.8%
VAFÖK marjı	46.8%	47.9%	40.9%	38.4%	40.3%
Net Kar marjı	11.2%	16.8%	12.5%	11.9%	16.1%
Sermaye Karlılığı	29.6%	43.8%	32.0%	32.6%	43.1%
Satış Büyümesi	20%	21%	36%	42%	22%
VAFÖK Büyümesi	19%	24%	16%	33%	28%
Net Kar Büyümesi	32%	81%	1%	35%	65%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.3	1.6	1.6	1.7	1.4
Net Borç / VAFÖK (x)	1.2	1.3	1.8	1.7	1.4

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

Müşterilerine mobil, genişbant, veri, TV, sabit ses ve yakınsama teknolojileri alanında yenilikçi hizmetlerini "Türk Telekom" tek markası altında sunan Türk Telekom Grubu dünya standartlarında entegre telekomünikasyon ve teknoloji hizmetleri sağlayıcısıdır.

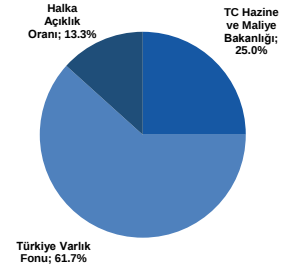
Şirket 2022 yılında gelir artışının %37 olması beklerken VAFÖK öngörüsü 19 milyar TL seviyesindedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: (i) Faturalı müşterilerde beklentilerden daha iyi büyüme, (ii) 5G ile ilgili gelişmeler ve (iii) Sabit genişbant tarafında beklentilerin üzerinde büyüme.

Potansiyel riskler: (i) Sabit hat imtiyaz sözleşmesine ilişkin belirsizlik, (ii) Altyapı ve teknoloji sistemlerinde olası kesintiler ve (iii) Fiyat baskısı.

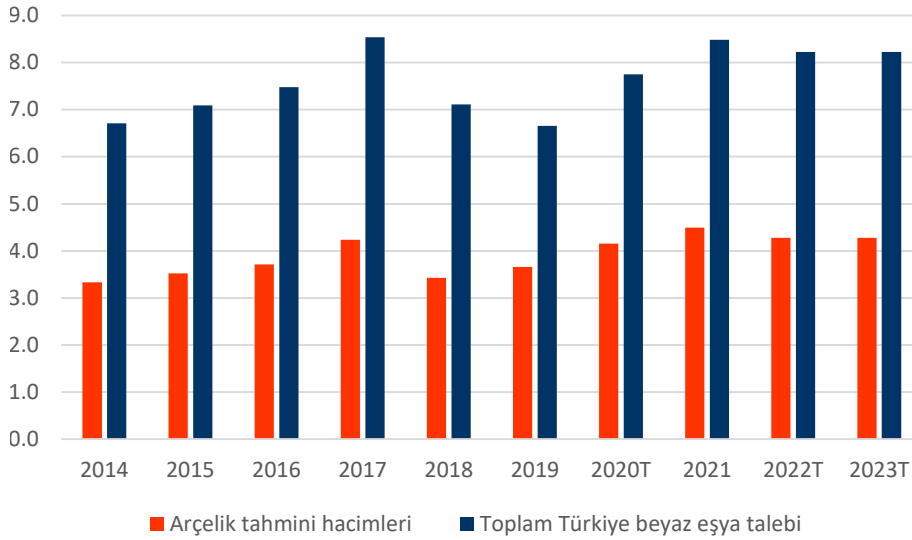
Ortaklık Yapısı



İç piyasada belirsizliklerin olduğu bir yıl

BESD verilerine göre Türkiye’de beyaz eşya satışları altı ana kategoride de 11A22’de özellikle yüksek baz etkisi ve azalan alım gücüne bağlı olarak %2 düşüş kaydetti. Özellikle buzdolabı kategorisi bu zayıflıkta etkili oldu. Öte yandan diğer segmentlerde büyüme vardı. 11A22 döneminde Türkiye piyasasının performansı beklentimizin üzerinde gerçekleşti. 2023 yılı içinse yurt içinde görünümün karışık olduğunu düşünüyoruz. Beyaz eşya satışları yıla düşük baz etkisi ve asgari ücretteki artışın etkisiyle görece güçlü başlayabilir. Öte yandan yılın devamında seçim sonrası döneme dair belirsizliklerden ötürü bu aşamada yurt içi piyasada yatay bir görünüm bekliyoruz. Pazar payları noktasında ise bu sene ARCLK, VESBE ve VESTL için önemli değişimler beklemiyoruz.

Şekil 1: Toplam iç piyasa ve Arçelik’in tahmini iç piyasa satış hacmi (milyon adet)

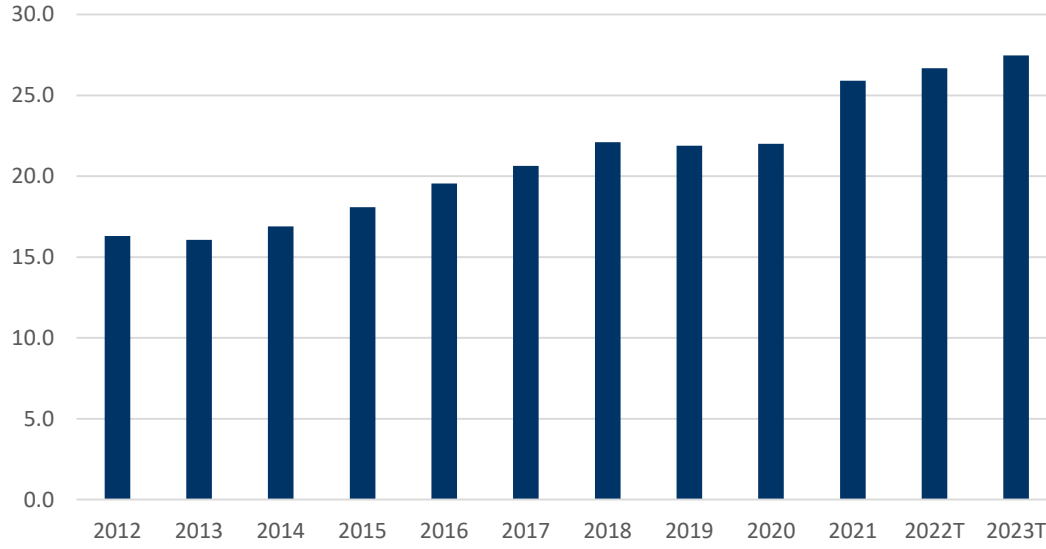


Kaynak: Arçelik, BESD, YKY Araştırma

ARCLK Avrupa’daki resesyondan daha sınırlı etkileniyor

BESD verilerine göre ihracat piyasalarında 11A22 döneminde hacimler yatay kaldı. Türkiye’nin aksine genelde buzdolabı segmentinin talebi güçlü kaldı. 2023 yılı içinse özellikle Avrupa’daki olası bir resesyon Türkiye’deki beyaz eşya üreticilerini olumsuz etkileyebilir. Ancak ARCLK son yıllarda yaptığı yatırımlar ve şirket satın alımları sayesinde eskiye oranla Avrupa’ya daha az bağımlı hale geldi. O nedenle bir resesyon senaryosuna rağmen şirketin yurt dışı hacimlerinin 2023’te %4 büyümesini bekliyoruz.

Şekil 2: Türkiye beyaz eşya ihracat hacimleri (mln adet)



Kaynak: BESD, YKY Araştırma

ARÇELİK

Karlılıkta toparlanma dönemi

Arçelik için yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında hedef fiyatımızı hisse başına 94,7 TL'den 140,0 TL'ye yükseltiyoruz ve %46 getiri potansiyeli ile AL önerimizi koruyoruz. Şirketin özellikle yurt dışı faaliyetlerindeki (TL'deki değer kaybı, hacim büyümeleri ve geçen yıl Whirlpool'dan alınan iki iştirak sonucu gelecek olan inorganik büyüme ile) büyümesini beğenmeye devam ediyoruz. Daha da önemlisi bu sene geçtiğimiz yıl maliyet baskısıyla yaşanan sert marj daralmasının ardından fiyat artışları ve hammadde fiyatlarındaki stabilizasyonla beraber faaliyet marjlarında ciddi bir toparlanma ve normal seviyelere dönüş (2023 YKYt VAFÖK marjı: %10,6) bekliyoruz. Bu bağlamda 23T için 4,9x FD/VAFÖK çarpanını orta vadeli pozisyonlar açısından uygun bir seviye olarak değerlendiriyoruz.

- **Daha iyi bir karlılık dönemi.** Arçelik 9A22 döneminde özellikle hammadde fiyatlarındaki yukarı seyir nedeniyle faaliyet marjlarında ciddi bir zayıflık yaşadı. 9A22'de %8,7 olan VAFÖK marjı şirketin normal seviyelerinin yaklaşık 2 puan altında kaldı. 2023 itibariyle marjlarda hammadde fiyatlarında bir süredir gözlenen stabilizasyonun etkilerinin görülmeye başlanması ve ürün fiyatlarındaki artışlar sayesinde yükseliş bekliyoruz. 2023 yılında Arçelik'in %10,6 VAFÖK marjına ulaşarak normal kabul edilebilecek karlılık seviyelerine döneceğini öngörüyoruz.
- **2023'te tatminkar büyüme.** Arçelik'in cirosunun 2023 yılında fiyat artışları, ortalama kurdaki artışlar, Avrupa dışındaki bölgelerde beklediğimiz hacim büyümeleri ve geçen yıl Whirlpool'dan alınan iki şirket (Rusya ve bazı Orta Asya ülkelerinde faaliyet gösteren) sayesinde oluşacak inorganik büyüme eşliğinde %53 artmasını bekliyoruz. Düzelen faaliyet karlılığıyla birlikte VAFÖK ve net kar rakamlarının ise sırasıyla %83 ve %97 artış kaydetmesini bekliyoruz.
- **Riskler --** i) Türkiye'de ve yurt dışında beklenenden kötü talep, ii) Ham madde fiyatlarında beklenenden hızlı yükseliş.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	68,184	67%	133,740	96%	204,351	53%	263,122	29%
VAFÖK	6,853	35%	11,802	72%	21,597	83%	28,727	33%
Net Kar	3,065	8%	2,692	-12%	5,293	97%	10,873	105%
F/K (x)	7.7		24.1		12.3		6.0	
FD/VAFÖK (x)	6.1		7.7		4.9		3.7	
FD/Satış (x)	0.6		0.7		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	4.5		4.0		7.8		16.1	
Temettü Verimi (*)	6.4%		2.5%		4.5%		4.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-51.2%		-14.5%		-8.7%		14.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL140.00

Potansiyel Getiri

46%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ARCLK.TI / ARCLK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL96.15
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	64,971 / 3,463
Hisse Sayısı (mn)	675.728205
Saklama Oranı	15%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	615.99 / 33.02

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

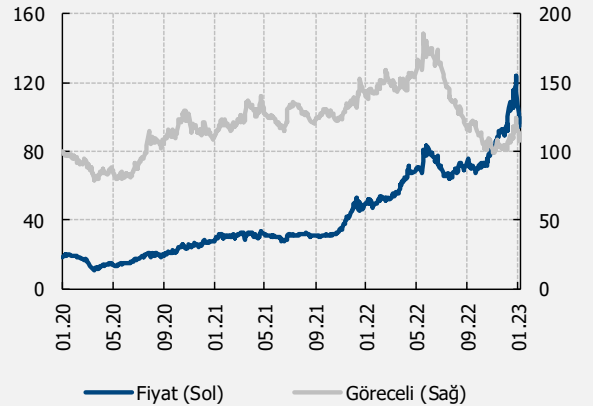
1 Aylık	124.00 / 91.80
1 Yıllık	124.00 / 47.27
Sene başından itibaren	124.00 / 94.55

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	6%
3 Aylık	36%	-3%
1 Yıllık	84%	-26%
Sene başından itibaren	-14%	-5%



13 Ocak 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Behlül Ktaş, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	40,872	68,184	133,740	204,351	263,122
Brüt Kar	13,806	20,478	40,374	64,419	83,267
Faaliyet giderleri	9,963	15,471	31,948	47,950	61,135
VAFÖK (**)	5,065	6,853	11,802	21,597	28,727
Amortisman	1,222	1,846	3,376	5,128	6,594
Faaliyet gelirleri	3,843	5,008	8,426	16,469	22,132
Finansal gelir/gider	-1,572	-3,660	-7,069	-12,047	-10,746
Diğer gelir/gider	1009	2013	1364	1773	1862
İştirak Karı /Zararı	217	263	447	683	879
Vergi öncesi kar	3,498	3,623	3,168	6,877	14,127
Vergi	-619	-372	-63	-688	-1,413
Azınlık hisseleri / diğer	-31	-186	-413	-896	-1,842
Net Kar	2,848	3,065	2,692	5,293	10,873

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	12,002	16,015	6,641	996	6,038
Stoklar	7,096	16,829	28,138	42,171	48,290
Ticari alacaklar	12,149	23,412	36,641	55,427	69,926
Diğer alacaklar	1,814	3,340	3,674	4,041	4,446
Dönen Varlıklar	33,061	59,595	75,093	102,635	128,699
Maddi duran varlıklar	11,850	22,543	23,830	25,646	27,735
Finansal yatırımlar	6	11	11	11	11
Diğer duran varlıklar	1,633	2,930	3,032	3,138	3,250
Duran Varlıklar	13,488	25,484	26,872	28,795	30,995
Toplam Varlıklar	46,549	85,079	101,966	131,430	159,694
Kısa vadeli finansal borçlar	10,231	13,044	15,186	21,734	26,465
Ticari borçlar	9,645	19,669	28,138	42,171	54,203
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3,951	7,788	13,202	16,103	16,905
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,827	40,502	56,525	80,008	97,574
Uzun vadeli finansal borçlar	6,844	19,535	16,177	17,974	19,177
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,854	3,986	6,949	6,846	7,405
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,698	23,522	23,126	24,819	26,583
Azınlık Payları	204	1,672	1,772	2,112	2,822
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14,024	21,055	22,315	26,602	35,538
Toplam Kaynaklar	46,549	85,079	101,966	131,430	159,694

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	4,290	-3,750	-4,923	-5,831	9,280
Yatırım faaliyetlerinden	-9	-15	-22	-27	-30
Finansman faaliyetlerinden	2,662	16,340	1,644	8,135	6,383
Temettü Ödemesi	0	-1,500	-1,600	-2,900	-2,901
Serbest Nakit Akışı	2,881	-12,093	-9,438	-5,634	9,197
Net Borç	5,073	16,565	24,722	38,712	39,604

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	33.8%	30.0%	30.2%	31.5%	31.6%
VAFÖK marjı	12.4%	10.1%	8.8%	10.6%	10.9%
Net Kar marjı	7.0%	4.5%	2.0%	2.6%	4.1%
Sermaye Karlılığı	23.9%	17.5%	12.4%	21.6%	35.0%
Satış Büyümesi	28%	67%	96%	53%	29%
VAFÖK Büyümesi	52%	35%	72%	83%	33%
Net Kar Büyümesi	200%	8%	-12%	97%	105%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.4	0.8	1.1	1.5	1.1
Net Borç / VAFÖK (x)	1.0	2.4	2.1	1.8	1.4

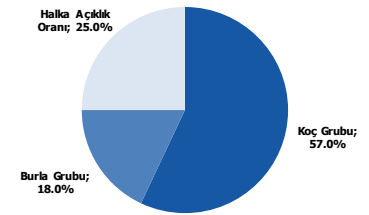
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

Sirket Tanımı

Geniş bir yelpazede beyaz eşya ve elektronik eşya üretimi ve satışı yapan Arçelik yurt içi beyaz eşya piyasasında %58 payla dominant bir pozisyona sahip. Bunun yanı sıra özellikle Avrupa'ya ihracatta öncü konumda olan şirketin başta Pakistan, Güney Afrika, Bangladeş ve Hindistan olmak üzere bir çok ülkede de faaliyetleri bulunmaktadır. 2020 sonunda Hitachi'nin Japonya operasyonlarına %60 ortak olmak üzere anlaşmaya varan şirket yakın zamanda da Whirlpool'un Türkiye'deki 2,7 milyon adet kapasiteli fabrikasını da satın almaya karar verdi.

Ortaklık Yapısı



ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.