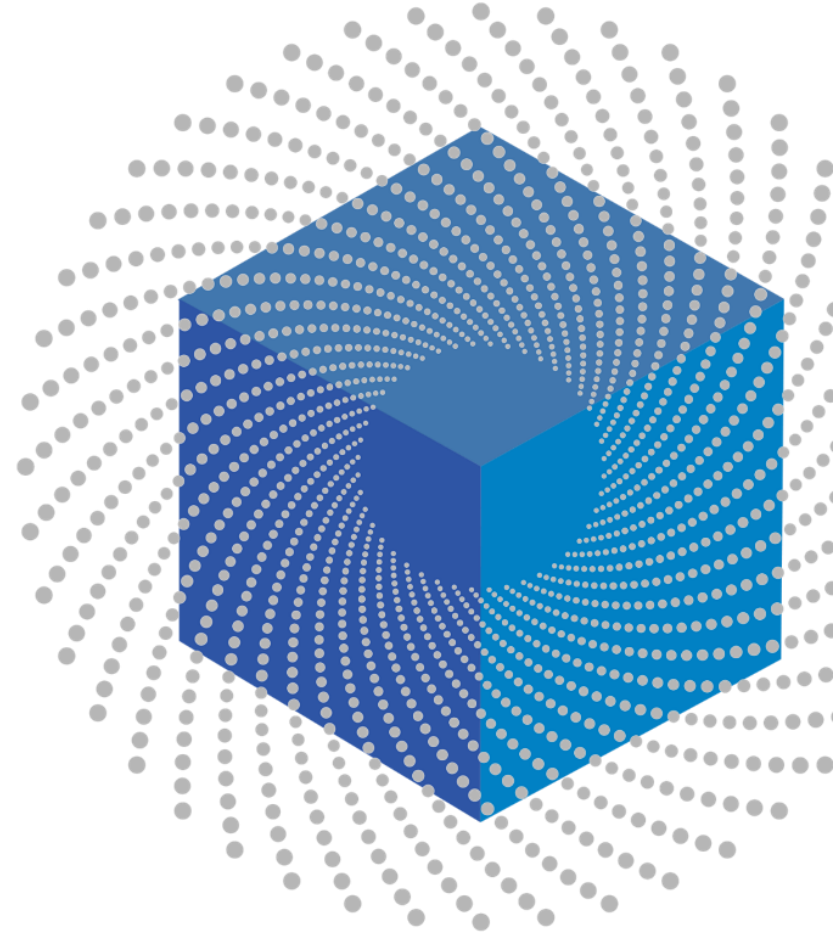
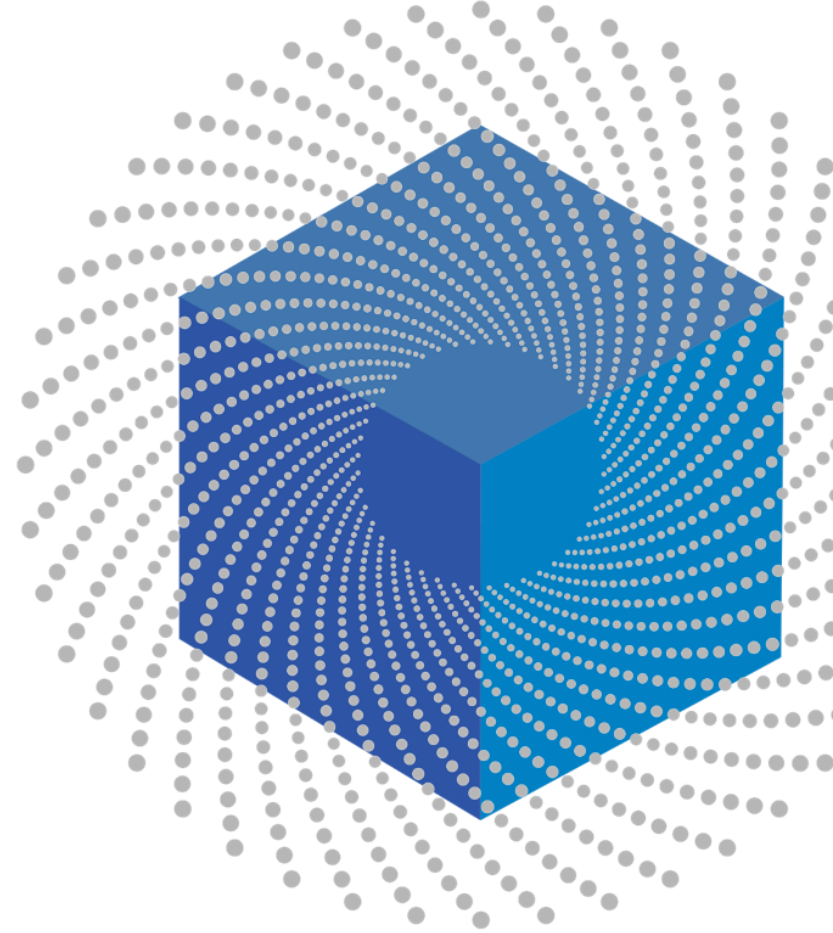


Türkiye Hisse Senedi Stratejisi

Eylül 2024
Araştırma



► **Yatırım Özeti**
En Çok Önerilen Hisseler
Sektör Açıklamaları



Yatırım Özeti

- MSCI Türkiye sene başından beri %25 dolar bazlı getiri ile, Tayvan'ın (%26) ardından en çok kazandıran gelişmekte olan ülke endeksi. Endeks Mayıs ayında gördüğü zirveye göre yaklaşık %14 daha aşağıda.
- Söz konusu yükselişte etkili olan küresel yatırımcıların hisse senedi piyasasındaki payı Nisan ayında gördüğü yıl içi zirve sonrasında 12 ay önce gördüğü seviyelere geriledi.
- Haziran 2023 sonrası ekonomi politikasında rasyonele dönüşü satın alan küresel yatırımcı Mayıs ayı sonrası 'programın uygulamasına yönelik' belirsizlikler nedeniyle kar satışına geçti.
- Ekonomi ekibi Türk lirasına güveni yeniden tesis edip, enflasyon beklentilerini dizginleyerek alçak dallardaki meyveleri büyük ölçüde topladı. Sırada ekonomide yeniden dengelenme, dezenflasyon hedefinin tutturulması ve yapısal reformlar gibi yüksek dallardaki meyveler var.
- Önümüzdeki dönem piyasaları tedirgin edecek temel risk enflasyonun düşme eğiliminde olduğuna emin olmadan yapılacak bir faiz indirimi. Bu karar, yeniden zayıf Türk lirası, yüksek faiz, yüksek enflasyon sarmalına girmemize neden olabilir.
- Kamu zamları nedeniyle Temmuz-Ağustos aylarında mola veren dezenflasyon süreci Eylül ayında kısmen yeniden başlayacak. Dezenflasyonun hızı Ağustosta hızlanan kur artışının ne derece kontrol altına alınacağına ve gıda enflasyonundaki pozitif şokun devam edip etmeyeceğine bağlı olarak belirlenecek.
- Baz senaryomuzda, Merkez Bankası Aralık ayında 250 baz puan ile faiz indirim döngüsünü başlatıyor ve 2025 yılı içinde faizleri %27,5'e kadar indiriyor. Faiz indirimleri Borsa İstanbul'daki yükselişin devamı için kritik bir öneme sahip.

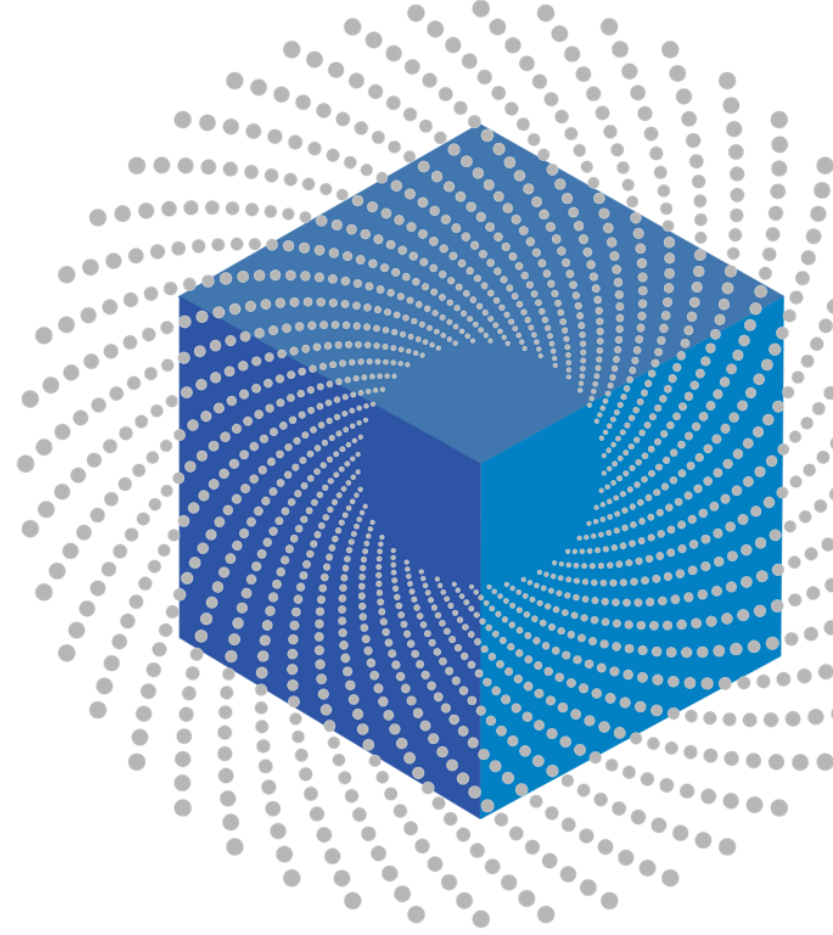
Yatırım Özeti

- Baz senaryomuzda yılın ikinci yarısında belirginleşen sert bir yavaşlama ile ekonominin 2024 yılında %3,1 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. 2025 yılında faiz indirimleriyle birlikte büyümenin %3,5'e yükseleceğini öngörüyoruz.
- Enflasyon cephesinde, 2024 yılında %44 ile Merkez Bankasının tahmin aralığının 2 puan üzerinde kalmaya devam ediyoruz. Son çeyrekte mevsimselliğe göre düzeltilmiş aylık enflasyonun %2,2'ye gerilediği baz senaryoda Merkez Bankası'nın Aralık ayında 250bp ile faiz indirim döngüsünü başlatmasını bekliyoruz. 2025 yılında enflasyonun %25'e gerileyeceğini ve politika faizinin 2,000bp indirileceğini öngörüyoruz.
- Faiz indirim döngüsü 2024 sonbaharı ve 2025 yılı genelinde ana yatırım temalarından birisi olmaya devam edecek. Banka, beyaz eşya, gayrimenkul yatırım ortaklığı, otomotiv gibi döngüsel ve faize duyarlı sektörler bu süreçte öne çıkacak.
- Yabancı yatırımcının cazip getiri, makul risk profili nedeniyle sonbahar aylarından itibaren büyük şirketlerde yeniden pozisyon almaya başlamasını bekliyoruz. Eylül ayında Londra ve New York'ta yapılacak toplantılar bu tahminin ne kadar gerçekçi olduğu konusunda ilk ipuçlarını verecek.

Yatırım Özeti

- Model portföyde bankacılık ağırlığımızı holdinglerden gelen dolaylı katkı ile birlikte %16'dan %22'ye yükselttik. 2025 yılında enflasyon muhasebesine geçişi bankalar için pozitif bir gelişme olarak görüyoruz. Yatırımcılar net parasal kayıp nedeniyle karın düşmesinden çok ödenen verginin azalmasına odaklanacaklar.
- **GARAN.IS** güçlü bilançosu ve yüksek karlılığı ile bankacılık sektöründe öne çıkardığımız isim. Akbank ve Yapı Kredi'de holdingler vasıtasıyla dolaylı pay alıyoruz.
- Cazip değerlemeleri ve kaliteli iştirakleri nedeniyle holdinglere (**SAHOL.IS, AGHOL.IS, KCHOL.IS**) model portföyümüzde %34 ağırlık veriyoruz. Sabancı Holding ve Anadolu Grubu Holding net aktif değerine göre %45 ve %40 iskonto ile işlem görüyor. Koç Holding'in iskontosu döngüsel iştiraklerindeki değer kaybı nedeniyle %24'e geriledi. Koç Holding döngüsel sektörlerde, Sabancı Holding banka ve enerjide, Anadolu Grubu Holding gıda perakendesi ve içecek sektöründe iskontolu pozisyon alınmasını sağlıyor.
- **MGROS.IS** gıda perakendesinde tercih ettiğimiz isim. Cazip değerlemesi, geniş müşteri tabanı nedeniyle hisseyi tercih ediyoruz. Dezenflasyon programı başarıya ulaşırsa şirketin karlılığının düşeceğini öngörmemize rağmen portföyde tutuyoruz.
- **ARCLK.IS** ve **SISE.IS** portföyümüzdeki iki döngüsel isim. İki şirketin ortak özelliği son yıllarda yaptıkları yatırımlarla küresel şirkete dönüşmeleri. Üçüncü çeyrek itibarıyla her iki şirket içinde en kötünün geride kaldığına inanıyoruz. Whirlpool satın almasının pozitif etkileri önümüzdeki dönemde Arçelik için katalizör olabilir.
- **TCELL.IS** model portföyümüzdeki en korumacı hisselerden biri. Cazip değerlemesi ve güçlü 2024 ve 2025 karlılığı ile öne çıkıyor.
- **MAVI.IS** ekonomideki yavaşlamaya rağmen karlılığını koruyabilen bir hisse. Güçlü bilançosu ve küresel markalardan pazar payı kazanarak ekonomideki yavaşlamayı asgari hasarla atlatıyor.
- **ENJSA.IS** yüksek enflasyon döneminde aktif bazını %12 reel getiri ile hızla büyüttü. Dezenflasyon döneminde faizlerin gerileyeceği bir ortamda finansman maliyetlerindeki gerilemeden yararlanacak.

Yatırım Özeti
► **En Çok Önerilen Hisseler**
Sektör Açıklamaları



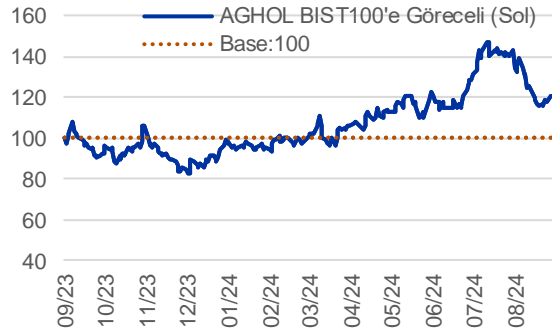
En Çok Önerilenler Listesi

En Çok Önerilenler Listesi						2024T				Girişten
Hisse	Giriş	Fiyat(TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Piyasa Değeri(TRY)	Get.Pot.(%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ağırlık(%)	İtibaren Rel.%
* AGHOL	07/02/2024	334.00	555.00	81,341	66%	3.52	1.00	1.97	9	21.3%
* ARCLK	21/02/2023	147.80	233.97	99,873	58%	-	1.53	6.61	9	-32.2%
* ENJSA	21/02/2023	60.45	97.12	71,396	61%	18.47	1.15	3.92	9	10.6%
GARAN	08/07/2024	113.70	165.00	477,540	45%	3.73	0.44		14	0.1%
* KCHOL	06/09/2022	194.50	320.00	493,232	65%				11	40.3%
* MAVI	28/07/2022	107.40	164.98	42,665	54%	10.96	3.71	4.99	8	94.9%
* MGROS	07/06/2024	501.50	690.24	90,799	38%	12.73	2.30	11.11	8	1.2%
* SAHOL	28/08/2023	93.00	150.00	195,335	61%				14	23.7%
* SISE	04/04/2022	42.82	72.44	131,167	69%	9.00	0.66	13.11	8	-34.7%
* TCELL	18/09/2023	99.50	160.67	218,900	61%	17.24	1.25	3.93	10	38.3%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

En Çok Önerilenler Listesi

AGHOL		AL	
Fiyat ₺	334.00	3A Hac.mn ₺	9.1
Hedef Fiyat ₺	555.00	Yılıçi Rel.	25%
Getiri Pot.	66%	Yabancı	22%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	28,279	25,212	29,447
FAVÖK	49,273	61,674	61,703
Aktif Toplamı	564,191	587,699	611,207
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T
F/K	3.1	3.5	3.0
PD/DD	1.0	1.0	0.9
Özserm. Karlılık	33%	28%	31%
Büyümler ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-11%	17%	2%
FAVÖK	25%	0%	10%
Aktif Toplamı	4%	4%	3%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		n.m	n.m
FD/FAVÖK		n.m	n.m
*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.			
*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.			



Anadolu Grubu Holding

Yatırım Teması

Anadolu Grubu Holding, defansif portföyü ve yüksek NAD iskontosu sayesinde durgunluk dönemi için çok cazip bir yatırım teması sunuyor. Holding'in 3 ana iştiraki COLA, AEFES ve MGROS hakkında olumlu görüşlere sahibiz ancak bu 3 şirkete Holding üzerinden iskonto ile girmenin çok cazip bir fırsat olduğunu düşünüyoruz. Orta vadede, solo net borç pozisyonunu düşürmek isteyen firma için TOGG dışında orta-büyük ölçekli bir yatırım öngörmüyoruz. Büyük iştiraklere ek olarak, 2024 yılında otomobil şirketlerinden elde edilen 1 milyar TL'lik güçlü temettü geliri, Holding'in 2 milyar TL'lik solo net borç seviyesini korumasına yardımcı oldu. Solo net borcun 2025 sonunda daha da düşmesini bekliyoruz. Büyüme iştirakler seviyesinde gerçekleşecek.

Değerleme

Ana varlıklar için hedef fiyatlarımıza dayanarak, AGHOL için 555 TL/hisse hedef değerini koruyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. MGROS, bira grubu ve meşrubat segmenti hedef NAD'ımızın sırasıyla %37, %18 ve %35'ini oluşturuyor TOGG ve kalan varlıklar için değerlememizde hala muhafazakarız. Holding'in mevcut NAD iskontosu %37 (TOGG dahil %40) iken, 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolar sırasıyla %36 ve %33'tür. Tarihsel ortalamalar TOGG'un etkisini içermemektedir.

Temel Riskler

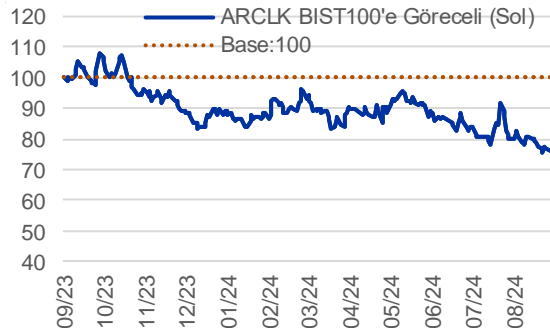
Uluslararası operasyonlarda meşrubat grubu üzerindeki hacim baskısı. İştirakler için yüksek girdi maliyetleri.

En Çok Önerilenler Listesi

ARCLK		AL	
Fiyat ₺	147.80	3A Hac.mn ₺	15.9
Hedef Fiyat ₺	233.97	Yılıçi Rel.	-14%
Getiri Pot.	58%	Yabancı	16%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	11,041	1,856	2,010
Satışlar	370,229	443,002	444,058
FAVÖK	29,277	28,983	29,974
Net Borç	76,490	90,019	91,058
Oranlar \$	2023G	2024T	2025T
F/K	9.9	a.d	a.d
FD/FAVÖK	6.5	6.6	6.4
FD/Satışlar	0.52	0.43	0.43
Aktif Karlılık	3%	0%	0%
Özserm. Karlılık	14%	3%	3%
Net Borç/FAVÖK	3.26	3.11	3.04
Net Borç/Özserm	1.00	1.26	1.32
Büyümler ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-83%	8%	-24%
FAVÖK	-1%	3%	4%
Satışlar	20%	0%	7%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		n.m	n.m
FD/FAVÖK		-11%	-2%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

Arcelik

Yatırım Teması

Arçelik'e ilişkin olumlu görüşümüz, ana pazarlardaki güçlü konumu ve Avrupa'da Whirlpool ile yakın zamanda kurulan ortaklıktan doğabilecek potansiyel sinerjiler nedeniyle korunuyor. Şirket kısa bir süre önce Whirlpool ile yeni bir ortaklık kurarak iki şirketin Avrupa operasyonlarını birleştirdi. Birleşmenin ardından Avrupa'da pazar lideri konumuna gelen Arçelik'in uzun vadeli uluslararası genişleme stratejisi için önemli bir adım olduğuna inanıyoruz. Yönetim, i) operasyonların optimizasyonu, ii) ölçek ekonomisine bağlı satın alma avantajları, iii) daha düşük lojistik maliyetleri ve iv) personel sayısı da dahil olmak üzere operasyonel giderlerden elde edilecek tasarrufları yoluyla 5 yıl içinde 300 milyon Euro (2025'te %25-%33) sinerji etkisi elde etmeyi hedeflemektedir. Ayrıca, nakit çıkışı olmadan önemli bir varlık tabanına ulaşılması, birleştirilen know-how ve Ar-Ge yetenekleri ve işletme sermayesi üzerinde beklenen olumlu etki, Arçelik için değer katıcı olacaktır.

Değerleme

Revize makro tahminlerimiz ve Whirlpool konsolidasyonu ile ARCLK için hedef fiyatımız önceki 229 TL/hisse'den 234 TL/hisse'ye yükseltiyoruz. Hisse 2024T 6,8x ve 2025T 5,7x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. Çarpanlar uluslararası benzerlerine göre %5 ve %14 iskontoya işaret ediyor.

Temel Riskler

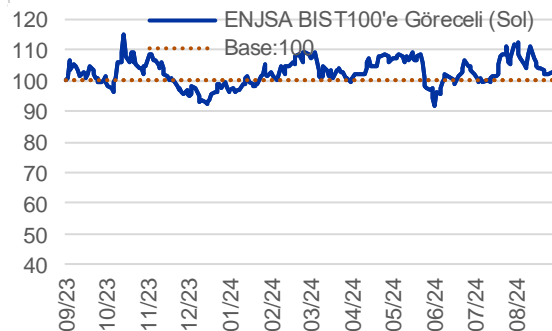
i) beklenenden daha zayıf talep koşulları, ii) kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış, iv) maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmaması, v) Avro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi, vi) yoğunlaşan rekabet ortamı ve vii) beklenen sinerjilere ulaşamaması başlıca risk faktörleridir.

En Çok Önerilenler Listesi

ENJSA		AL	
Fiyat ₺	60.45	3A Hac.mn ₺	8.9
Hedef Fiyat ₺	97.12	Yılıçi Rel.	3%
Getiri Pot.	61%	Yabancı	20%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	6,505	4,213	7,428
Satışlar	242,877	146,141	128,474
FAVÖK	26,243	30,644	27,323
Net Borç	47,802	36,301	43,873
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T
F/K	12.0	18.5	10.5
FD/FAVÖK	4.6	3.9	4.4
FD/Satışlar	0.50	0.82	0.94
Aktif Karlılık	3%	2%	5%
Özserm. Karlılık	7%	5%	12%
Net Borç/FAVÖK	2.07	1.18	1.61
Net Borç/Özserm	0.50	0.54	0.79
Büyümler ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-35%	76%	-
FAVÖK	17%	-11%	-
Satışlar	-40%	-12%	-
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		79%	10%
FD/FAVÖK		-49%	-39%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

Enerjisa Enerji

Yatırım Teması

Enerjisa Enerji, yatırımlarında enflasyon + düzenlenmiş ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti RMGO (%12,3) getirisi ile elektrik üretim şirketlerine kıyasla daha defansif bir iş modeli sunuyor. Türkiye'nin eskiyen altyapısı göz önüne alındığında, ENJSA yeni yatırım ihtiyacından faydalanacak önemli oyuncuların biri olacak. Elektrik fiyatlarındaki artış, perakende tarafında olumlu bir etki yaratacak olsa da, şirketin asıl değerinin dağıtım segmentinde yattığını düşünüyoruz.

Değerleme

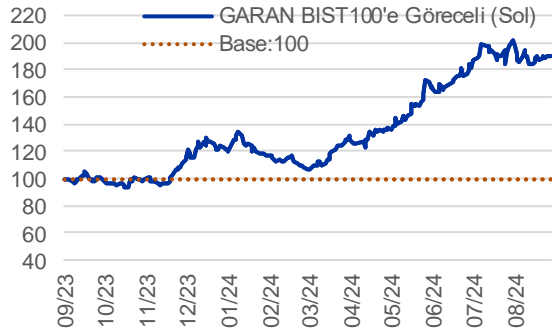
Tahminlerimiz doğrultusunda, şirketin yıl sonunda TL40-45 milyar faaliyet geliri (FAVÖK + Yatırım Harcaması Geri Ödemeleri) ve TL4-4,5 milyar baz alınan net kar öngörüyoruz. Şirket, baz alınan net karın en az %80'ini temettü olarak dağıtmayı hedefliyor. Yıl sonu düzenlenmiş varlık tabanı (DVT) hedefi TL55-60 milyar aralığında. Revize edilmiş elektrik fiyatı tahminlerimiz ve DVT varsayımlarımız ile modelimize küçük ayarlamalar yaptıktan sonra, ENJSA hisseleri için hedef fiyatımızı TL97,12/hisse olarak artırıyor ve AL önerimizi sürdürüyoruz.

Riskler

Bir finansman stratejisi olarak, şirket TL cinsinden tahviller ihraç etti. Şirketin ortalama finansman oranı, 1Ç23'e kıyasla 1Ç24'te %28'den %44'e çıkarak 16 puan arttı, bu da getiri ile borçlanma arasındaki spreadi daralttı. Ayrıca, net işletme sermayesindeki artış, 1Ç24'te dağıtım tarafında serbest nakit akışı üzerinde baskı yarattı. 1 Temmuz itibarıyla tarifelerdeki artışlar ise nakit olarak etkili olacak ve 2. yarıyıl sonuçlarına yansımaları bekliyoruz. Faiz oranında olası bir düşüş, şirketin finansal giderlerini azaltabilirken, şirketin baz alınan net karı reel olarak daralmaya işaret ediyor.

En Çok Önerilenler Listesi

GARAN		AL	
Fiyat ₺	113.70	3A Hac.mn ₺	74.2
Hedef Fiyat ₺	165.00	Yılıçi Rel.	52%
Getiri Pot.	45%	Yabancı	10%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	86,907	101,052	180,966
Net Faiz Geliri	74,836	138,612	253,564
Mevduat	1,383,704	2,050,983	3,086,377
Özsermaye	245,622	332,749	498,557
Oranlar	2023G	2024T	2025T
F/K	5.5	4.7	2.6
PD/DD	1.9	1.4	1.0
PD/Mevduat	0.3	0.2	0.2
PD/Net Faiz Geliri	6.4	3.4	1.9
Özserm. Karlılık	44%	35%	44%
Büyümler	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	16%	79%	43%
Özsermaye	35%	50%	43%
Net Faiz Geliri	85%	83%	63%
Mevduat	48%	50%	43%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		-44%	-66%
PD/DD		38%	1%



Garanti Bank

Yatırım Teması

Garanti Bankası, özellikle perakende segmentlerdeki yüksek pazar payı ile çeşitlendirilmiş ve görece düşük fonlama tabanından aldığı güçlü benzer Bankalar arasındaki en yüksek net faiz marjına sahip olan banka görünümünü koruyor. Çekirdek marjlardaki güçlü görünüm 2024'ün ikinci yarısında daha da iyileşerek TÜFEX'lerin gelir baskısını önemli derecede ortadan kaldıracak. Bankanın TÜFEX gelirlerine bağlılık oranı benzer bankalar içinde en düşük seviyede yer alıyor. Swaplara göre düzeltilmiş net faiz marjının bu sene 60 baz puan gerilemesini ancak seneye 140 baz puan artmasını bekliyoruz.

Garanti Bankası'nın çok güçlü komisyon gelir yaratma kabiliyeti ve bunun yanında diğer faiz dışı gelir tabanının gücü genel karlılığı çok olumlu etkilemeye devam ediyor. Her iki kalemden de önümüzdeki iki yıl ortalama %80-90 aralığında güçlü artışlar bekliyoruz. Swaplar harici net trading gelirlerinin güçlü seyretmesi genel karlılık ivmesini arttıracaktır. Bunun yanında geçtiğimiz yıllarda uygulanan çok muhafazakar karşılık politikaları da önümüzdeki dönemlerde karşılık gider baskısını düşürecektir.

Katalizör

Dezenflasyon sürecinde elde edilen kazanımlar bankaların ve bu arada Garanti Bankası'nın yeniden değerlendirilme sürecini olumlu etkileyecek.

Değerleme

Banka için hedef fiyatımızı yakın bir geçmişte TL 165'e yükseltmiştik. Bankanın yüksek karlılığı değerlendirme çarpanlarını düşük bir düzeyde tutmaya devam ediyor. Garanti, 2025 tahminlerine göre 2.6x F/K, 0.9 PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor.

Riskler

Banka ekonomideki olası bir yavaşlama veya daralmaya karşı aktif kalite anlamında riskler taşımaktadır. Bunun yanında artan rekabet karlılık marjlarını olumsuz etkileyebilir.

En Çok Önerilenler Listesi

KCHOL		AL	
Fiyat ₺	194.50	3A Hac.mn ₺	96.9
Hedef Fiyat ₺	320.00	Yılıçi Rel.	6%
Getiri Pot.	65%	Yabancı	58%
Mutlak Değer ₺		2023G	
Net Kar	84,478		
FAVÖK	363,864		
Aktif Toplamı	3,466,945		
Oranlar ₺		2023G	
F/K	6.4		
PD/DD	2.0		
Özserm. Karlılık	38%		

Koç Holding

Yatırım Teması

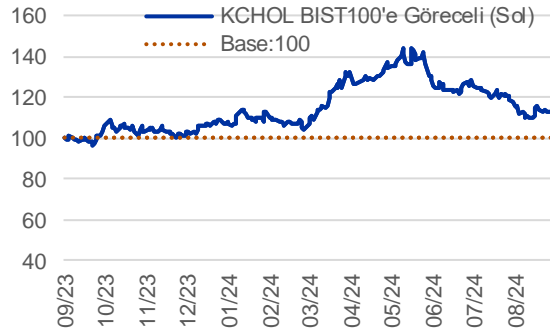
Holding'in çeşitlendirilmiş portföyü, iştiraklerinden gelen güçlü temettü akışı, ana iştiraklerine yönelik olumlu görüşümüz, döviz bazlı gelirlerinin yüksek payı ve portföy yapısı sayesinde döviz dalgalanma risklerine karşı doğal hedge pozisyonu nedeniyle KCHOL'u beğenmeye devam ediyoruz. Otomobil şirketleri için görece zayıf bir yıl beklesek de, uzun vadede bu varlıklara ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz. Enflasyon muhasebesi, temel olarak YKBNK'nın yüksek parasal pozisyonundan kaynaklanan parasal kayıplar nedeniyle Holding'in karlılığı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip. Holding'in yaklaşık 850mn ABD\$ solo net nakdi bulunmakta ve bu da Holding'e olası fırsatlara göre hareket etme esnekliği sağlamakta. İştiraklerden elde edilen güçlü temettü geliri akışının 2024 yılında da devam etmesini ve toplam temettü gelirinin yaklaşık 1 milyar ABD\$ olmasını bekliyoruz. Banka ve TUPRS için daha güçlü bir ikinci yarı bekliyoruz.

Değerleme

TL320/hisse olan hedef fiyatımızı koruyoruz. Koç Holding'i parçaların toplamına göre değerlendiriyoruz. Hedef NAD'ımıza %15 iskonto uyguluyoruz. Halka açık varlıklar hedef NAD'ımızın %95'ini oluşturuyor. Holding'in mevcut NAV iskontosunu, sırasıyla %21 ve %29 olan 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontolara kıyasla %24 seviyesinde.

Temel Riskler

Otomobil pazarlarında zayıf talep, düşük rafineri marjları ve banka üzerindeki makro riskler.

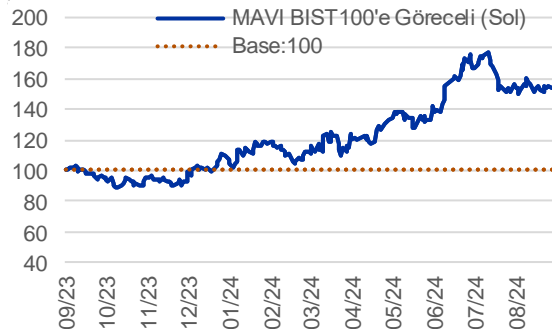


En Çok Önerilenler Listesi

MAVI		AL	
Fiyat ₺	107.40	3A Hac.mn ₺	11.6
Hedef Fiyat ₺	164.98	Yılıçi Rel.	41%
Getiri Pot.	54%	Yabancı	48%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	2,530	4,244	4,265
Satışlar	37,862	39,631	44,087
FAVÖK	6,990	8,439	9,059
Net Borç	-3,633	-6,654	-10,258
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T
F/K	18.4	11.0	10.9
FD/FAVÖK	6.0	5.0	4.6
FD/Satışlar	1.11	1.06	0.96
Aktif Karlılık	12%	18%	15%
Özserm. Karlılık	29%	38%	30%
Net Borç/FAVÖK	-0.59	-0.79	-1.13
Net Borç/Özserm	-0.41	-0.53	-0.66
Büyümler ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	68%	1%	25%
FAVÖK	21%	7%	12%
Satışlar	5%	11%	9%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		-36%	-41%
FD/FAVÖK		-49%	-50%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

Mavi Giyim

Yatırım Teması

Kanıtlanmış iş modeli ve uygulama kabiliyetleri, önemli marka değeri, rakipleri arasındaki rekabetçi fiyat/kalite pozisyonu ve gelişmekte olan ülke emsallerine göre haksız iskontolu değerlemesi sayesinde Mavi için yapıcı bir görüşe sahibiz. Mavi, etkin işletme sermayesi yönetimi, güçlü serbest nakit akımı yaratımı, üstün büyüme ve marj profili ve Türkiye perakende sektöründeki sağlam mağaza performans göstergeleriyle öne çıkmaktadır. Mavi'nin 2024'de %20,3 FAVÖK marjı ile yıllık %69 ciro büyümesi kaydetmesini bekliyoruz (UMS-29 hariç). Mevcut tahminlerimiz oldukça yüksek bir bazdan hafif bir normalleşmeye işaret etmektedir. Satışlardaki göreceli yavaşlamaya rağmen Mavi'nin 2Y24'te güçlü nakit yaratmaya devam etmesini bekliyoruz.

Değerleme

Yeni makro varsayımları ve rakamlarımızdaki hafif aşağı yönlü revizyonları yansıtarak hedef fiyatımızı hisse başına 165 TL'ye (daha önce 168 TL) düşürdük. Hisse 6,4x 2024E Düzeltilmiş FD/FAVÖK (UMS29 Öncesi) ile işlem görmektedir.

Temel Riskler

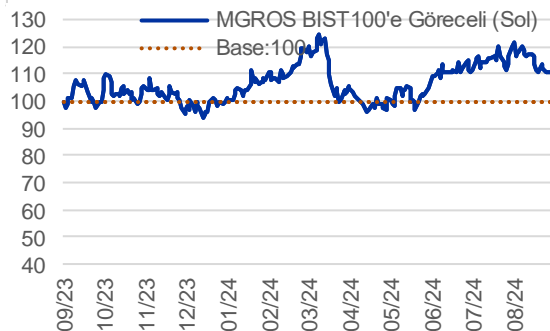
Yüksek enflasyon ortamında alım gücünün düşmesi nedeniyle iç tüketimde olası yavaşlama ve uluslararası genişleme stratejilerine ilişkin uygulama riski, görüşümüze göre başlıca risk faktörleridir.

En Çok Önerilenler Listesi

MGROS		AL	
Fiyat ₺	501.50	3A Hac.mn ₺	22.3
Hedef Fiyat ₺	690.24	Yılıçi Rel.	13%
Getiri Pot.	38%	Yabancı	41%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	12,715	7,773	7,824
Satışlar	261,611	198,136	171,688
FAVÖK	4,638	8,704	7,996
Net Borç	-14,853	-8,475	-8,327
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T
F/K	7.8	12.7	12.6
FD/FAVÖK	20.9	11.1	12.1
FD/Satışlar	0.37	0.49	0.56
Aktif Karlılık	10%	7%	8%
Özserm. Karlılık	28%	16%	20%
Net Borç/FAVÖK	-0.99	-0.97	-1.04
Net Borç/Özserm	-0.07	-0.20	-0.24
Büyümler ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-39%	1%	-16%
FAVÖK	88%	-8%	27%
Satışlar	-24%	-13%	-16%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		-25%	-19%
FD/FAVÖK		35%	55%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

Migros

Yatırım Teması

Yıllık %100 nominal asgari ücret artışı Migros'un 1Y24 finansallarını olumsuz etkilese de marjlar üzerindeki olumsuz etki, vadeli alacaklara uygulanan faiz oranlarındaki artışla kısmen dengelendi. Şirket 2Ç24'te %11 oranında reel satış büyümesi kaydetmiştir. Faaliyet performansındaki sınırlı iyileşmeye rağmen marjlar, 1Ç24'e kıyasla daha da yüksek olan ticari borçlar üzerindeki faiz varsayımı nedeniyle yükseldi. Asgari ücret zammının etkisi 2Ç24'te hala devam ederken yıl ortasında ikinci bir zam yapılmaması sebebiyle 3Ç24'ten itibaren azalması bekleniyor. Dezenflasyon sürecinin 2025 yılında hızlanmasıyla şirketin daha sağlıklı bir büyüme ve karlılık ortamına girmesini bekliyoruz. Migros, çoklu süpermarket formatları, paketli ürünler başta olmak üzere geniş gıda dağıtım platformu, güçlü online varlığı ve fintech girişimleri ile geniş bir müşteri tabanına hitap etmektedir. Migros'un 2023'te toplam gelirlerinin %17'sini oluşturan çevrimiçi faaliyeti, şirketin teslimatlar için mağaza ağını kullandığından dolayı yüksek karlılığı ile dikkat çekmekte ve bu anlamda Migros'un benzerlerinden olumlu ayrışmasını sağlamaktadır.

Değerleme

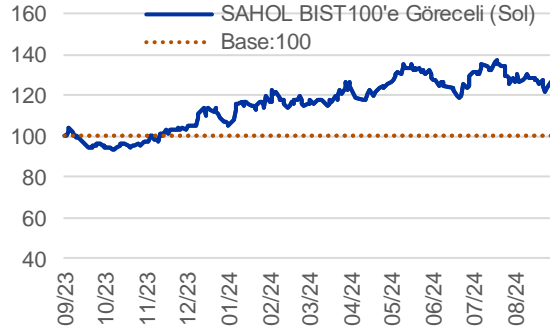
Yüksek aylık enflasyon ve perakendecilerin oldukça dar FAVÖK marjları nedeniyle, stoklardaki enflasyon düzeltilmesi 2023 yılında FAVÖK marjlarında keskin bir daralmaya yol açmıştı. Ancak, deflasyonun hızlanmasıyla 2Ç24 sonuçlarında daha sınırlı bir etki gözlemlenmesi beklenmektedir. Fakat marjlar üzerindeki bu etki sebebiyle operasyonel nakit yaratımı için FAVÖK yerine nakit akış operasyonları kalemini incelemenin UMS-29 altında daha tutarlı bir tablo çizdiğini düşünüyoruz. Bu kapsamda Migros'un Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı (EFNA) 2022'de 13,7 milyon TL'den 2023'te 14 milyar TL'ye hafif bir artış göstererek %9,75 ve %7,7'lik EFNA marjlarına işaret etmektedir. 1Ç23'teki 2,2 milyar TL seviyesinden %84 artış kaydederek 1Ç24'de 4,05 milyar TL'ye yükselirken 2Ç24'te ise %1 azalarak 10,3 milyar TL'ye gerilemiştir.

Riskler

Düzenleyici riskler, satın alma gücünün ve talebin baskılanmasına neden olabilecek olan enflasyondaki olası artışlar, tahminlerimiz ve değerlemelerimizdeki temel risk faktörleridir.

En Çok Önerilenler Listesi

SAHOL		AL	
Fiyat ₺	93.00	3A Hac.mn ₺	53.2
Hedef Fiyat ₺	150.00	Yılıçi Rel.	18%
Getiri Pot.	61%	Yabancı	46%
Mutlak Değer ₺		2023G	
Net Kar	68,701		
FAVÖK	208,759		
Aktif Toplamı	2,045,319		
Oranlar ₺		2023G	
F/K	3.1		
PD/DD	1.0		
Özserm. Karlılık	39%		



Sabancı Holding

Yatırım Teması

Sabancı Holding, enerji ve bankacılık segmentlerine iskontolu bir şekilde giriş imkanı sunmakta. 1Y24'te Holding'in karlılığı, AKBNK'nın karlılığa katkısını önemli ölçüde azaltan enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisinden zarar gördü. Ayrıca, enerji iştirakleri 1Y23'e kıyasla nispeten zayıf bir yarıyıl geçirdi. 2Y24'ün hem bankacılık hem de enerji sektörleri için daha güçlü olmasını bekliyoruz. Sabancı'nın dövizle bağlı gelirlerin payını artırmaya yönelik yatırım stratejisi devam ediyor. Banka ve enerji harici iş kolları da 1Y24'te de güçlü rakamlar açıklamadı. Son birkaç yılda Sabancı yeni yatırımlar konusunda en agresif Holding konumunda. Enerjisa Üretim'in olası halka arzı Holding hisseleri için bir katalizör olabilir. Holding'in solo net nakit pozisyonu 2023 sonundaki 7 milyar TL'ye karşılık 12 milyar TL seviyesine yükseldi.

Değerleme

SAHOL'ü parçaların toplamına göre değerlendiriyoruz. Hedef NAD'ımıza %30 iskonto uyguluyoruz. Holding hisseleri net aktif değerine göre %45 iskonto ile işlem görmekte. 1 yıllık ve 3 yıllık ortalamalar sırasıyla %43 ve %44 seviyesinde. Enerjisa Üretim'i değerlememize İNA analizimizin orta noktası olan 4,9 Milyar Dolar özsermaye değerinden dahil ediyoruz.

Temel Riskler

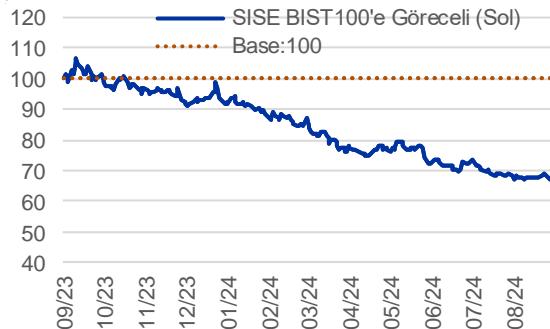
Enerjisa Üretim'in düşük marjları ve ENJSA'nın yüksek finansman giderleri. AKBNK'nın 2Y24'teki performansı Holding'in karlılığı için önem taşıyor.

En Çok Önerilenler Listesi

SISE		AL	
Fiyat ₺	42.82	3A Hac.mn ₺	43.5
Hedef Fiyat ₺	72.44	Yılıçi Rel.	-29%
Getiri Pot.	69%	Yabancı	17%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	24,655	15,888	18,195
Satışlar	218,871	202,634	204,728
FAVÖK	29,847	16,360	28,228
Net Borç	56,741	71,110	90,766
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T
F/K	5.8	9.0	7.9
FD/FAVÖK	7.2	13.1	7.6
FD/Satışlar	0.98	1.06	1.05
Aktif Karlılık	6%	4%	4%
Özserm. Karlılık	12%	8%	8%
Net Borç/FAVÖK	2.43	4.35	3.22
Net Borç/Özserm	0.28	0.33	0.39
Büyüme ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-36%	15%	-1%
FAVÖK	-45%	73%	8%
Satışlar	-7%	1%	-1%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		-45%	-46%
FD/FAVÖK		49%	-8%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

Sisecam

Yatırım Teması

Şişecam'ın defansif iş modelin, döviz bazlı gelir akışı, düşük kaldıraçlı güçlü bilançosunu, uzun döviz pozisyonunu ve sürdürülebilir temettü dağıtım politikası nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz. Cazip değerlemesinin yanı sıra, aşağı yönlü riskleri sınırlayan devam eden hisse geri alım programı ve 2028'de faaliyete geçecek ABD doğal soda külü yatırımı gibi büyüme beklentilerini hızlandıran oyun değiştirici yatırımlar hisse senedine ilişkin olumlu görüşümüzün diğer nedenleri olarak öne çıkıyor. Yenilenebilir enerjiye olan artan talebin ve özellikle Avrupa'da binalarda enerji verimliliğine devam eden odaklanmanın ve Türkiye'deki yeniden yapılanma faaliyetlerinin orta vadede düz cam talebini destekleyeceğine inanıyoruz.

Değerleme

Hisse senedinin yılbaşından bu yana endeksin altında %28 performansını göz önünde bulundurduğumuzda, 2024'ün ümit vermeyen finansal performansının hisse fiyatına yansıdığına inanıyoruz. Küresel makro ekonomideki yavaşlama, cam ve soda külü satış fiyatlarındaki gerileme (enerji fiyatları düşüş kaynaklı), artan lojistik maliyetleri ve Avrupa pazarında Asyalı rakipler nedeniyle artan rekabet, 2024'teki zayıf performansın başlıca nedenlerini oluşturuyor. ABD Doğal Soda Külü yatırımını da içeren 72,4 TL'lik hedef fiyatımız ile SISE hisseleri için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Riskler

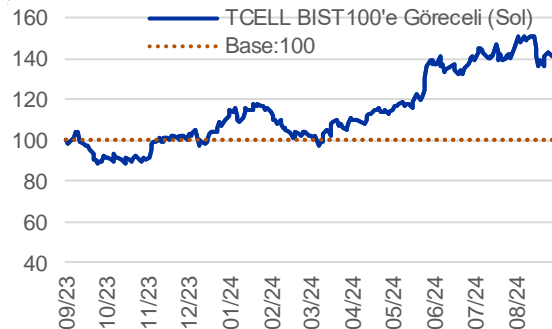
Cam ürünlerine olan talebi sınırlayacak küresel durgunluk, fiyatlandırma kabiliyetine zarar veren zayıf talep koşulları, uluslararası pazarlarda rakiplere karşı rekabet avantajının kaybedilmesi ve ürün satış fiyatlarına yansıtılamayan doğal gaz fiyat artışları, tavsiyemiz için temel risk faktörleridir.

En Çok Önerilenler Listesi

TCELL		AL	
Fiyat ₺	99.50	3A Hac.mn ₺	64.7
Hedef Fiyat ₺	160.67	Yılıçi Rel.	32%
Getiri Pot.	61%	Yabancı	62%
Mutlak Değer ₺	2023G	2024T	2025T
Net Kar	19,530	13,842	12,352
Satışlar	154,247	172,264	184,743
FAVÖK	60,895	71,597	78,675
Net Borç	49,113	32,186	27,398
Oranlar ₺	2023G	2024T	2025T
F/K	12.2	17.2	19.3
FD/FAVÖK	4.6	3.9	3.6
FD/Satışlar	1.82	1.63	1.52
Aktif Karlılık	6%	4%	4%
Özserm. Karlılık	12%	8%	7%
Net Borç/FAVÖK	0.54	0.45	0.35
Net Borç/Özserm	0.21	0.17	0.16
Büyümler ₺	24/23%	25/24%	23/26 CAGR%
Net Kar	-29%	-11%	-15%
FAVÖK	18%	10%	10%
Satışlar	12%	7%	7%
Yurtdışı İskonto	2024	2025	
F/K		15%	60%
FD/FAVÖK		-54%	-55%

*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir.

*Finansal rasyolar dolar bazlı hesaplanmaktadır.



Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

Turkcell

Yatırım Teması

TCELL'i i) cazip değerlendirme ile defansif yapısı, ii) güçlü kazanç momentumuna işaret eden sağlam ARPU büyümesi iii) nispeten düşük finansal kaldıraç ile sağlıklı bilançosu ve iv) şirketin PayCell, Superonline ve Global Tower işlerinden değer yaratma potansiyeli sayesinde beğenmeye devam ediyoruz. Mevcut dezenflasyonist ortam ve görece güçlü TL, Turkcell için sağlam bir yatırım teması sunmaya devam ediyor. Mobil segmentteki reel ARPU büyümesinin, kararlı enflasyonist fiyatlandırma ve artan faturalı abone tabanı sayesinde yılın geri kalanında da devam etmesini beklerken, toptan internet fiyatlarındaki artışın fiber ARPU büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2024 yılı için %11,7 ciro büyümesi ve %41,6 FAVÖK marjı ile yönetimin beklentilerine paralel bir performans bekliyoruz.

Değerleme

Hisse için %61 yukarı yönlü potansiyel sunan AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 3,9x 2024T FD/FAVÖK'ten işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %54 iskontoya işaret etmektedir.

Riskler

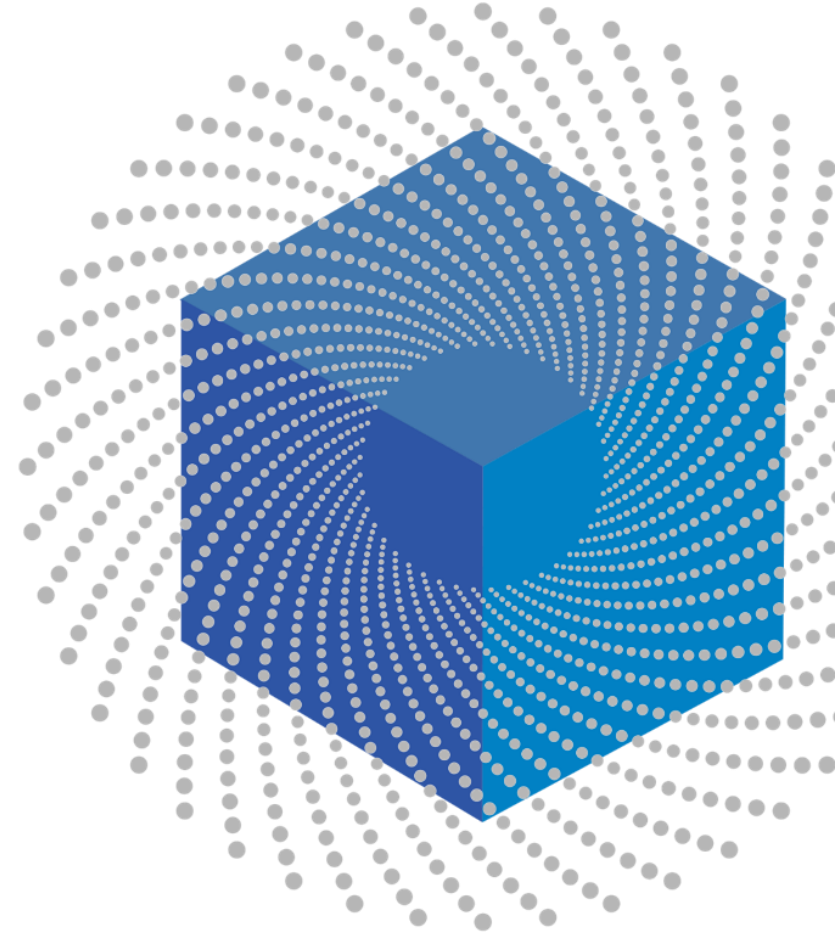
Şirket için potansiyel risk faktörleri i) tarifelerde enflasyonun altında fiyat ayarlamaları, ii) sektördeki irrasyonel rekabet ortamı, iii) döviz kurlarındaki dalgalanma ve TL'deki keskin değer kaybının çoğunlukla döviz cinsinden olan yatırım harcamalarında artışa yol açması, iv) önümüzdeki yıllarda 4.5G-5G lisansları için beklenenden daha yüksek ödemeler yapılmasıdır.

Ana Başlık

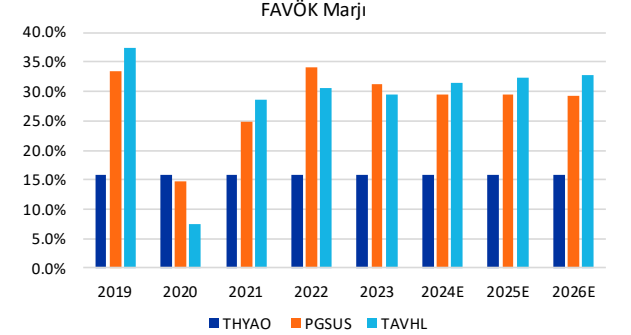
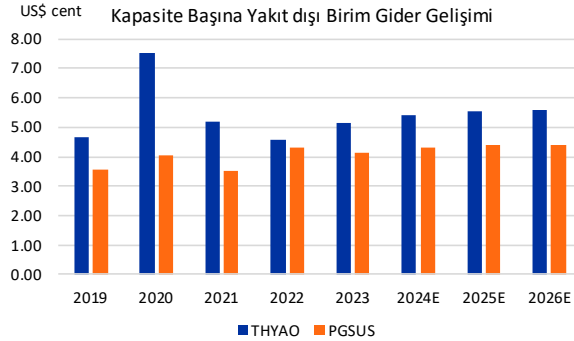
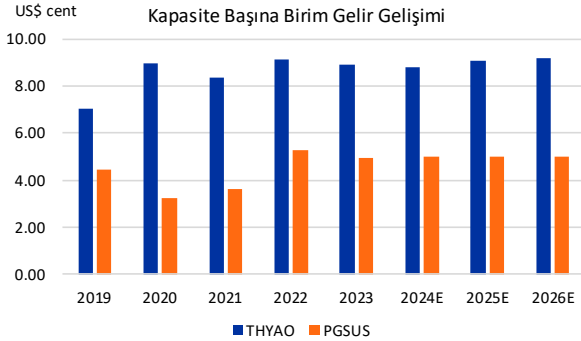
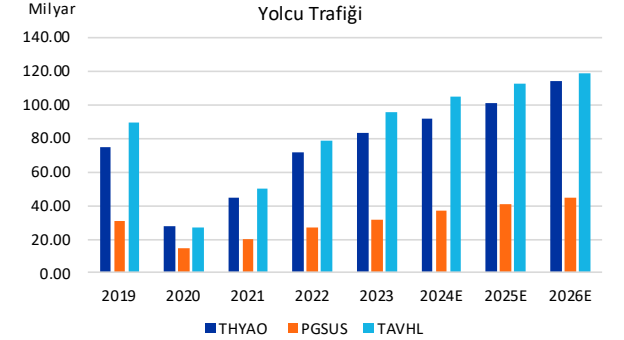
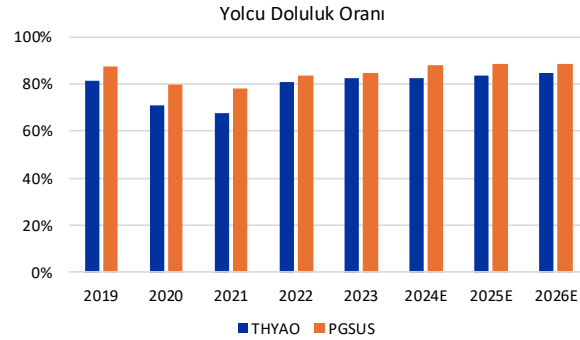
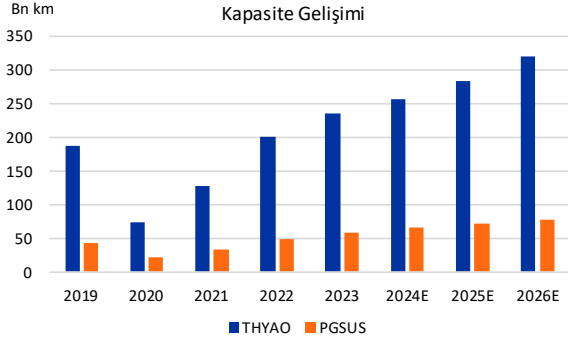
Yatırım Özeti

En Çok Önerilen Hisseler

► **Sektör Açıklamaları**



Havacılık



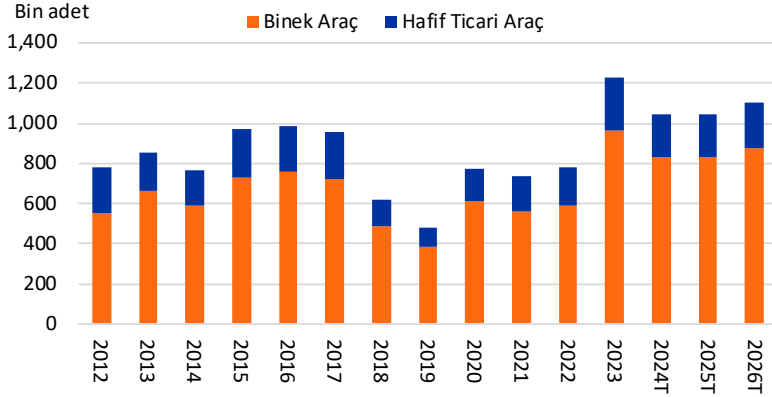
Otomotiv ve Traktör

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺		Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	IA TL %.	IA Rel. %.	ADV 3A	HAD%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ. %	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025																										
Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	IA TL %.	IA Rel. %.	ADV 3A	HAD%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ. %	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025																											
															Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K -₺		PD/DD -₺		FD/FAVÖK		ROE -₺																										
DOAS	228.10	50,182	314.00	321.91	38	TUT	A	0.06	4.57	14	34.5	17	11%	69%	24%	16,227	16,849	162,779	156,645	21,129	16,384	64,524	71,713	3.4	3.2	0.8	0.8	2.9	3.8	26%	25%																									
FROTO	936.0	328,452	1510.00	1159.59	61	AL	A	-1.3	3.12	31.6	17.7	38	6%	63%	14%	48,339	54,513	622,649	708,800	50,854	63,212	122,215	140,402	7.4	6.6	2.9	2.5	9.1	7.3	43%	42%																									
TOASO	233.70	116,850	510.00	416.20	118	AL	A	-11	-6.6	33.6	24.1	34	8%	71%	8%	15,337	32,487	134,870	271,783	18,624	30,922	55,724	80,442	8.3	3.9	2.3	1.6	6.8	4.1	28%	48%																									
Otomotiv																																																								
TTRAK	725.00	72,548	1119.99	1119.99	54	AL	Y	-4.9	-0.6	7.89	24.9	26	6%	81%	11%	8,271	7,113	69,662	69,330	13,299	13,371	22,525	18,930	9.6	11.1	3.5	4.2	6.0	6.0	37%	34%																									
Traktör																																																								

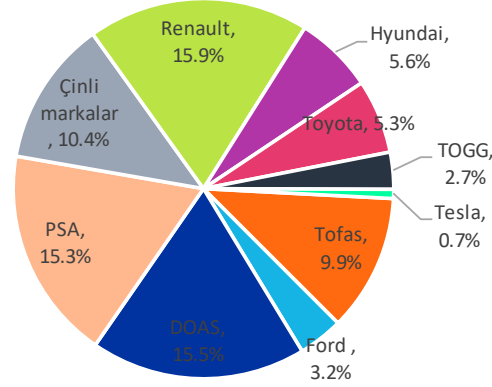
- Yurtiçi hafif araç pazarının 2024 yılında adet bazında %15 (yaklaşık 1045 bin) daralması bekliyoruz. Yurtiçi binek araç pazarındaki elektrikli araçların payı 1Y23'teki %2,6'dan 1Y24'te %7,7'ye ulaştı.
- 2024 yılında iç pazar kar marjlarının artan rekabetin etkisiyle yıllık bazad gerilemesini bekliyor ancak yine de pandemi dönemi öncesinin üzerinde olacağını öngörüyoruz.
- Türk otomotiv sanayi ihracat hacmi Haziran'da uzun bayram tatili nedeniyle yıllık %16.5 düşüşle 76 bin adede gerilerken, 1Y24 rakamı yıllık %2.5 düşüşle 494 bin adede ulaştı.
- Zayıf satış hacmi nedeniyle 2024'de beklenen cansız finansal performansına rağmen **TOASO.IS**, cazip değerlendirilmesi, PSA markalarının Stellantis şemsiyesi altında satın alınmasının yurt içi satışlara olumlu katkısı, yeni hafif ticari araç modeli "KO"nın beklenen olumlu etkisi göz önüne alındığında otomotiv hisse takip listemizde öne çıkıyor. 2025'de piyasaya sürülecek hafif ticari araç modelin yanı sıra, ürün döngüsü 2025 sonunda sona eren mevcut Egea modelinin yerine gelecek yeni araç model yatırımı bir başka potansiyel gelişme olabilir. Türkiye PSA'nın satın alınmasının Rekabet Kurulu tarafından onaylanmasının ardından, KO projesine ilişkin detaylı bilgilere ve potansiyel yeni binek araç modeline ilişkin gelişmelere ilişkin açıklamalar yakın zamanda kamuya paylaşılabılır.
- Öte yandan **DOAS.IS**, 2023 yılında elde ettiği tarihsel en iyi operasyonel ve finansal performansın ardından hem zayıf satış hacimleri hem de kârlılıkta beklenen düşüş nedeniyle 2024 için en az tercih ettiğimiz isim oldu.
- Artan üretim kapasitesinde KKO'nun %81'e yükselmesi, yenilenen ticari araç modelleri, Ford'un Avrupa ticari araç pazarında devam eden liderliği (Ford Otosan, Ford'un Avrupa ticari araç satışlarının %70'ini üretmektedir), cirodaki yüksek ihracat payı (%73), € cinsinden ihracat anlaşmaları, sağlıklı bilanço ve cömert temettü politikası nedeniyle **FROTO.IS** hisseleri için AL önerimizi koruyoruz. UMS-29 etkisi olmadan, Ford Otosan'ın 2023'teki 14 milyar ABD dolarına kıyasla yıllık %15 artışla 2024'te 16.1 milyar ABD doları net satış gelirine ulaşmasını ve FAVÖK marjında ise yıllık bazda 2.0 yüzde puan erozyon hesaplıyoruz. Zayıf yurt içi satışlar, yurt içi pazardaki rekabetin artması ve ihracatın payının (2023'teki %73'den 2024'te %78'e) yükselmesi, 2024 için marj daralma tahminimizin arkasındaki temel nedenleri oluşturuyor.
- TTRAK'ün toplam satış hacminin (ihracatın payı yaklaşık %30) 2024'de %11 gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2024'te 2023'e kıyasla i) düşük satış hacmi ve KKO ii) yurt içi pazardaki rekabetin artması iii) Ziraat Bankası'nın desteğini azalttığı traktör iç pazarda talebi arttırmak için pazarlama kampanyalarına odaklanması ve iv) pazar payı kayıplarını geri almak adına pazarlama faaliyetlerinin artırılması sonucu daha zayıf bir karlılığa sahip olacağını öngörüyoruz. Hissede gerçekleşen yakın zamandaki zayıflık sonrası, **TTRAK.IS** için tavsiyemizi TUT'dan AL'a yükseltiyoruz.

Otomotiv ve Traktör

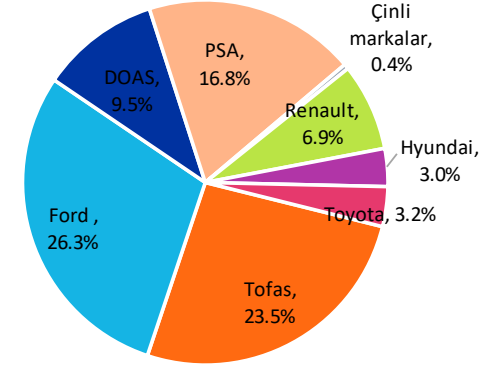
Yurtiçi hafif araç pazarının 2024'de %15 daralacağını öngörüyoruz



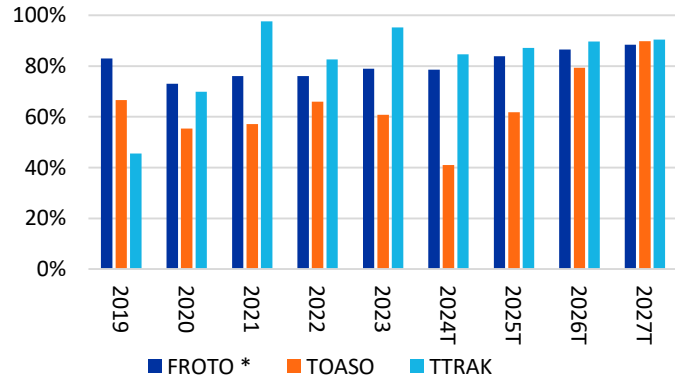
Çinli markaların yurtiçi binek araç pazarında payları artmaya devam ediyor



Ford Otosan yenilenen ürün gamıyla yurtiçi hafif araç pazarının lideri olmaya devam ediyor

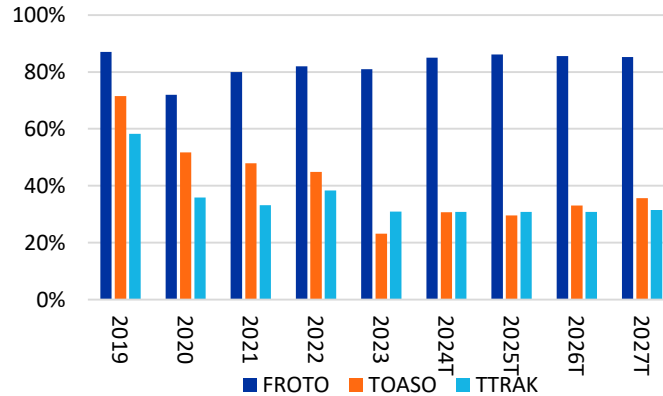


Tofaş'ın KKO'nun yeni model yatırımlarıyla artması bekleniyor

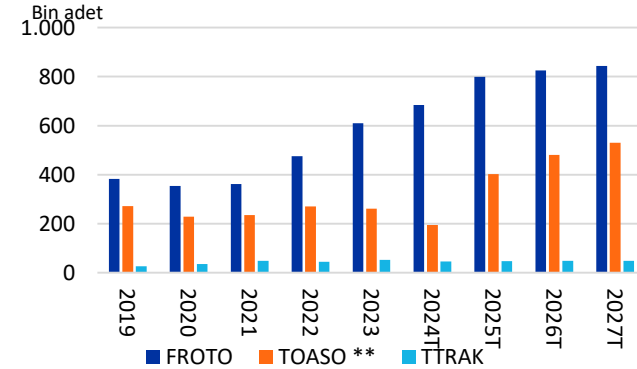


* 2023'den itibaren Romanya ve Türkiye'deki toplam kapasite

Toplam satış hacminde ihracat payı en yüksek Ford Otosan



PSA birleşmesi ve yeni modellerin katkısıyla Tofaş'ın satış adetlerinde büyüme



** Stellantis birleşmesinin katkısının 2025'de başlayacağını öngörüyoruz.

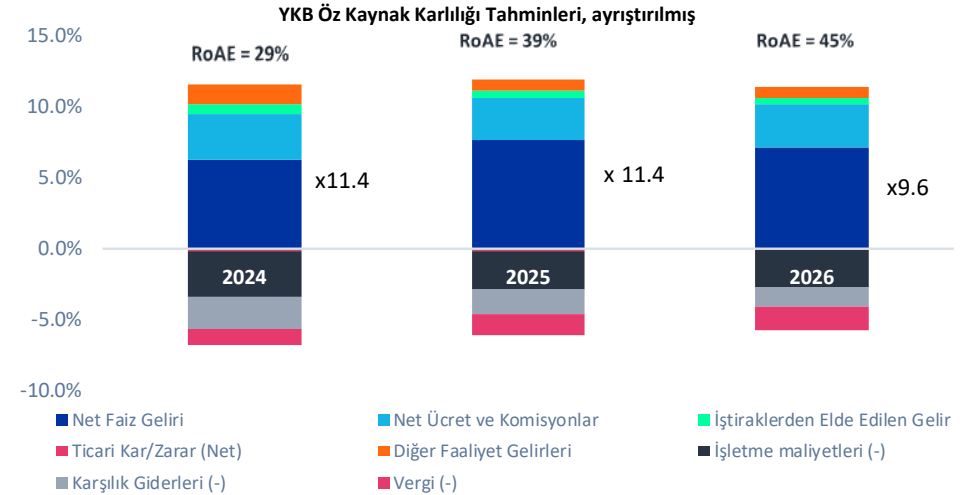
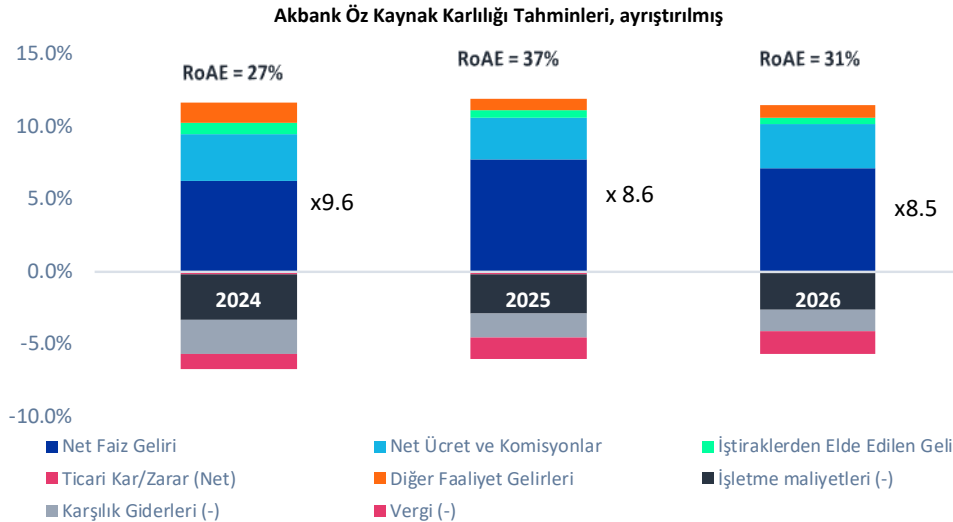
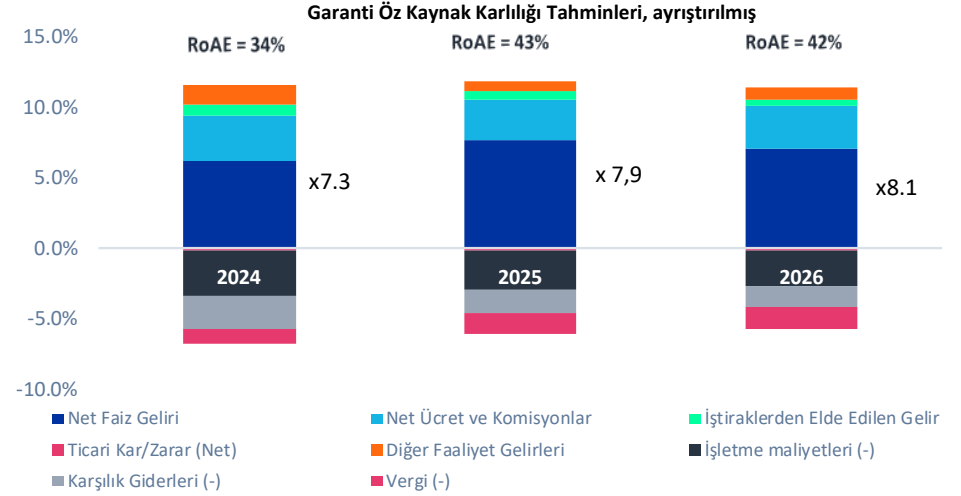
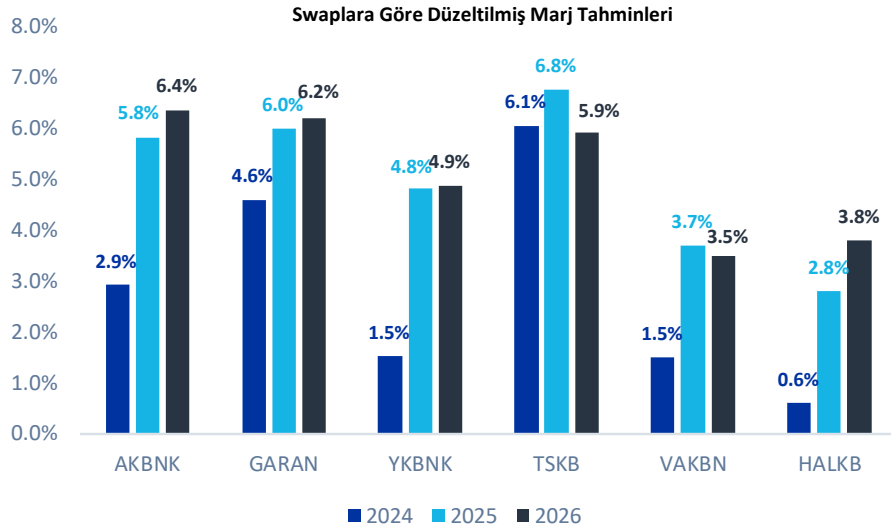
Bankalar

Fiyat ve Oranlar	Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.					Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025	
																Tem.V	Kar ₺	Mevduat ₺	Net Faiz G. ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	PD/Net Faiz Geliri	ROE													
AKBNK	60.95	316,940	83.00	51.08	36	AL	A	1.25	5.81	115	53.1	56	5%	12%	3%	64,095	116,538	1,720,227	2,137,224	90,142	181,797	261,080	368,004	4.9	2.7	1.2	0.9	3.5	1.7	27%	37%						
ALBRK	6.08	15,200	8.30	5.70	37	AL	A	-3.3	1.01	3.47	40.3	20			5%	4,980	6,596	181,245	226,183			13,294	18,491	3.1	2.3	1.1	0.8			36%	42%						
GARAN	113.70	477,540	165.00	108.00	45	AL	A	-8.5	-4.3	74.2	14	10	4%	12%	3%	101,052	180,966	2,050,983	3,086,377	138,612	253,564	332,749	498,557	4.7	2.6	1.4	1.0	3.4	1.9	35%	44%						
HALKB	16.31	117,184	20.00	17.00	23	TUT	A	-4.2	0.15	25.2	8.49	1			0%	10,672	24,072	2,351,554	2,886,379	53,801	95,236	138,495	162,568	11.0	4.9	0.8	0.7	2.2	1.2	8%	16%						
ISCTR	13.67	341,750						Ö.Y	-8	-3.9	143	32.6	36	4%	11%																						
TSKB	11.92	33,376	17.00	14.00	43	AL	A	-2.7	1.69	6.24	40.7	20	2%	10%	4%	9,764	15,241			15,705	19,804	30,119	43,896	3.4	2.2	1.1	0.8			38%	41%						
VAKBN	20.20	200,302	33.00	23.00	63	AL	A	0.4	4.92	21.2	6.13	2			0%	34,694	76,257	2,628,626	3,430,223	89,734	155,326	250,079	326,336	5.8	2.6	0.8	0.6	2.2	1.3	16%	26%						
YKBNK	32.54	274,867	43.00	32.79	32	AL	A	4.29	8.99	106	38.8	38	4%	12%	3%	57,385	102,552	1,432,196	1,875,864	97,065	157,275	168,830	262,775	4.8	2.7	1.6	1.0	2.8	1.7	33%	48%						
Bankacılık																																					

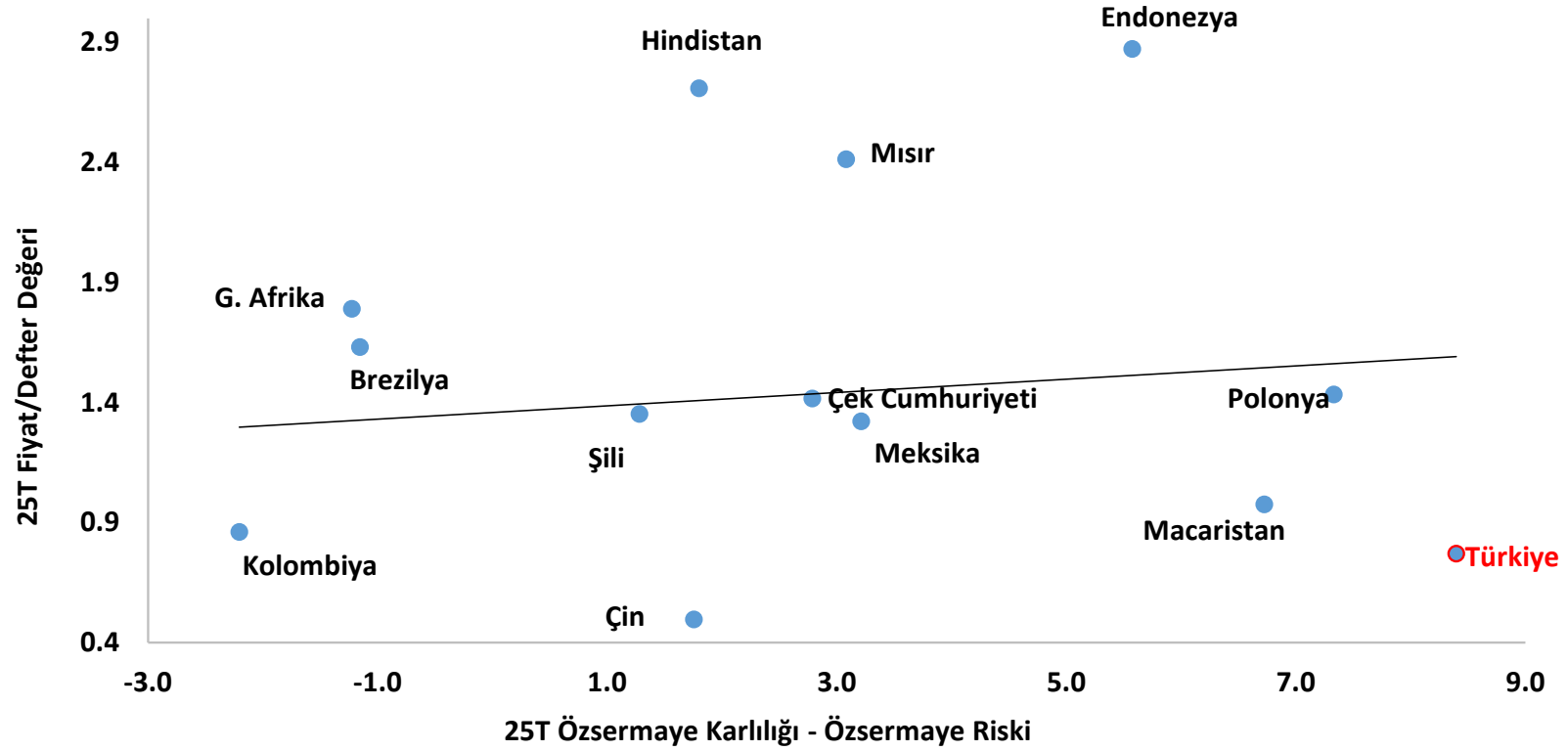
Banka özkaynak karlılıklarının yükseleceği bir döneme giriyoruz

- Bankacılık sektörü ve banka hisse senetleri ekonomideki normalleşmeden en fazla fayda sağlayacak sektörlerin başında geliyor. Dezenflasyon savaşında yeni cephe kazanıldıkça bankacılık hisse senetlerinin değerlemelerinde de paralel kazanımlar bekliyoruz. BU süreçte ülke riskini yansıtan CDS'lerin düşüşüne devam etmesini ve ülkenin not artışlarının devam edecek olması değerlemelerdeki bu yükselişi destekleyecek.
- 2025 yılında hızlanmasını beklediğimiz faiz indirim süreci sonunda Türk Bankaları benzer ülkeler içinde önümüzdeki yıl net faiz gelirini en fazla arttıran grup olarak ön plana çıkacak.
- Dört büyük özel banka için 2025 yılında swaplara göre düzeltilmiş net faiz marjların yıllık olarak en az 300 baz puan artmasını öngörüyoruz.
- Bunun sonucunda dört büyük banka tahminlerimize göre gelecek yıl net karlılıklarını %80 oranında arttırırken bu artış oranı 2026 yılında %50 düzeyinde gerçekleşecek.
- Bu dönemde bankalarımızın ortalama olarak %40 özkaynak karlılığına ulaşmasını bekliyoruz ki bu seviye sermaye maliyetine göre %10 puan daha yukarıda yer alıyor. Hem sermaye maliyeti hem de beklenen enflasyona göre özkaynak karlılıkların çok yüksek seviyede olması yeniden değerlendirilmelidir.
- Makro ihtiyati tedbirlerdeki gevşeme piyasa beklentilerine göre biraz daha yavaş gelişebilir. Burada kredilerin aylık büyüme hızına konulan sınırlar ve yüksek munzam karşılık oranlarından bahsediyoruz. Öyle bir senaryo gerçekleşirse 2026 ve 2027 karlılıkları için bir yukarı potansiyel ileri taşınmış olacaktır.
- Ekonomideki sıkışma süreci ve kredilere getirilen büyüme sınırları bankaların aktif kalitesindeki normalleşme sürecini arttırabilir. Ancak tarihi ortalamalara göre çok düşük seyreden takip oranlarının %3-3.5 gibi tarihi oranlara yakınsaması beklenebilir. Bu da orta vadede risk maliyetlerini 125-150 baz puana çıkartabilir ki biz bunun bankalar açısından çok rahat yönetilebilecek ve karlılıklara önemli bir zarar vermeyecek seviyeler olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca bankaların mevcut karşılık oran seviyeleri çok daha derin bir yavaşlama veya daralma senaryosunu bile rahatlıkla atlatacak bir düzeye sahip.
- Hisse tavsiyelerimiz açısından büyük özel bankaları sevmeye devam etmekle beraber özellikle 2024 ilk altı ayında kendini çok ayıran bir performans gösteren Garanti Bankası'nı model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Garanti, 2025 tahminlerine göre 0.9 PD/DD ve 2.3 F/K çarpanları üzerinden işlem görüyor.

Bankalar



Bankalar



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Bankalar

Marjlarda faiz indirimi

- 100bps indirim marjları ~10bsp artırmaktadır, faiz hareketleri iki çeyrekte tamamen yeniden fiyatlandırılabilir
- Kamu bankaları yeniden fiyatlandırmalar açısından kısmen dezavantajlı durumda

SYR'lerde TL amortismanı

- %10 değer kaybı Sermaye Yeterlilik Rasyosunda (SYR) yaklaşık 40-5bps erozyona neden olmaktadır.
- Devlet bankaları yine daha az sermayelendirilmiş görünüyor.

Farklı Risk Maliyeti Seviyelerinde Varlık Kalitesi

- Takipteki kredilerdeki %1'lik artış yaklaşık 20-30bps SYR erozyonuna yol açmaktadır.
- Türk Bankalarının ortalama toplam rezerv oranı %250'nin üzerinde, %10 Risk maliyeti sorun yaratabilir.

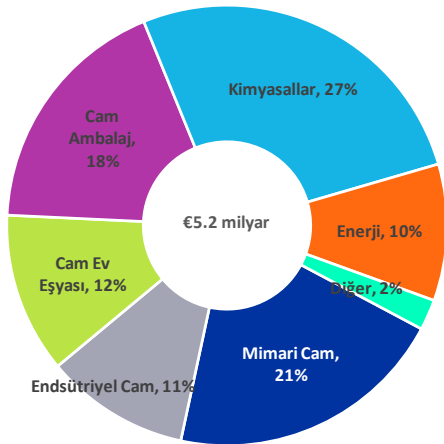
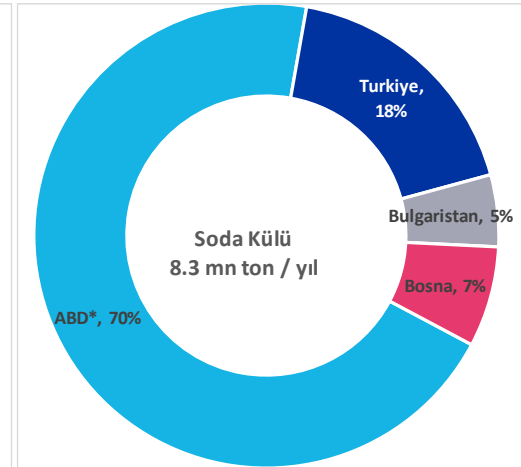
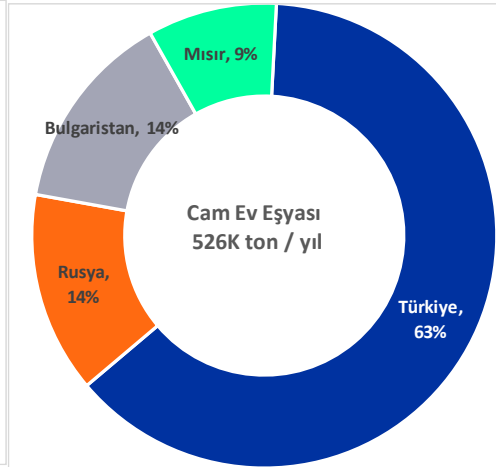
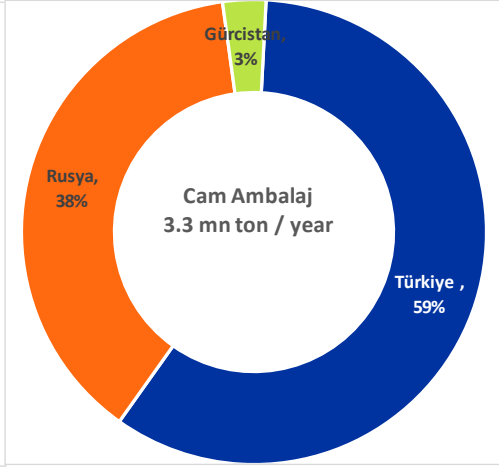
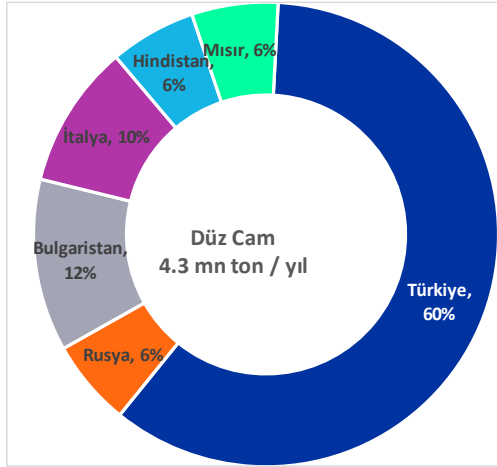
Cam

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025	
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺													
SİSE	42.82	131,167	72.44	54.72	69	AL	-7.9	-3.7	43.5	48.6	17	2%	16%	2%	15,888	18,195	202,634	204,728	16,360	28,228	216,782	232,728	9.0	7.9	0.7	0.6	13.1	7.6	8%	8%						
Cam																							9.0	7.9	0.7	0.6	13.1	7.6	8%	8%						

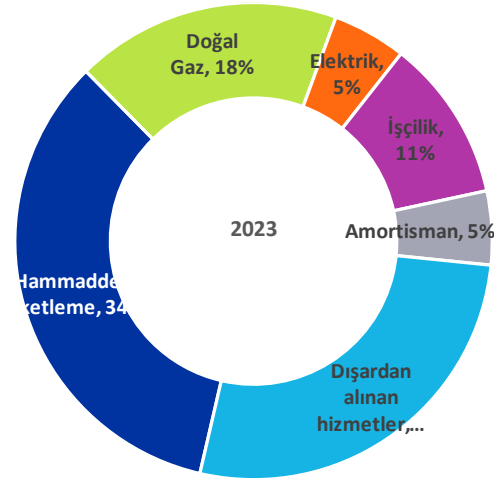
- 2024'ün hikayesi hacim artışı – gerileyen ürün fiyatları. Tüm iş kolları ürün fiyatlarında döviz bazlı çift haneli düşüş (US\$ bazında soda külü fiyatlarında %30; Mimari Cam'da %15 düşüş). Avrupa'da devam eden ekonomik durgunluk ile cansız talebin devam etmesi bekleniyor. Mimari cam işkolunda toplam hacimde Türkiye katkısı ile (kentsel dönüşüm ve düşük baz yılı) %10 artış, Cam Ambalaj segmentinde toplam %13 hacim artışı, soda külü satış hacminde %4 artış öngörüyoruz.
- Orta vade de Avrupa'da yeşil enerji ve enerji verimliliği yüksek renovasyona olan odağın güçlü kalacağı beklentisi ile Türkiye'de deprem konutları ve kentsel dönüşüm aktivelere etkileri ile mimari cama olan talebin kuvvetli olacağını öngörüyoruz.
- 2024 yılında Şişecam'ın konsolide net satış gelirlerinde € bazında orta tek haneli düşüş işe birlikte FAVÖK marjında ürün satış fiyatlarındaki düşüş, artan lojistik maliyetleri, TL'nin reel anlamda yabancı para birimleri karşısında değer kazanması sonucu 530 baz puan gerileme tahmin ediyoruz (UMS-29 hariç). ABD doğal soda külü yatırımının 2028'de devreye alınmasıyla FAVÖK marjında dikkat çekici iyileşme öngörüyoruz.
- Şişecam'ın mimari cam kapasite arttırım yatırımları, cam ambalaj segmentinde Macaristan'da 2025'de devreye girmesi planlanan green-field yatırımı ve Türkiye soda külü kapasite arttırımı ile 2028'de faaliyet geçmesi planlanan ABD doğal soda külü yatırımı nedeniyle 2024- 2027 yıllarında (yıllık 1 - 1.3milyar dolar) yüksek yatırım harcaması gerçekleştireceğini öngörüyoruz.
- Devam eden hisse geri alımları, beklenen döngüsel toparlanma (2Y24) ve 2028'de devreye girmesi beklenen ABD doğal soda külü yatırımı hisse için önemli katalizörler olarak öne çıkıyor.

Cam

Kurulu Kapasiteler



Ciro Kırılımı 2023



* ABD Doğal Soda Kimyasalları Yatırımı Dahil Wyoming madeni (2,5 milyon ton yıllık soda külü üretim kapasitesi ile çalışır durumda) + Pasifik&Atlantik madenleri (hissedarlık oranı bazlı toplam kapasitelerin soda külü 3 milyon ton/yıl, sodyum bikarbonat 240 bin ton/yıl 2028) yılına kadar kademeli olarak operasyonel olması bekleniyor.

SMM Kırılımı 2023

Sigorta

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Değ.				Yabancı	5Yr. Tem. V	5Y Dağ. %	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Hisse	Fiyat ₺													Tem. V	Kar ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		ROE		
AKGRT	5.93	9,559	9.50	5.80	60	AL	A	-4.5	-0.2	4.45	28	22	12%	71%	2%	1,477	2,240	4,407	6,538	6.5	4.3	2.2	1.5	39%	41%
ANHYT	105.60	45,408	165.00	165.00	56	AL	Y	-6	-1.7	6.53	15.1	15	7%	43%	3%	4,435	6,682	10,267	15,883	10.2	6.8	4.4	2.9	53%	51%
ANSGR	79.60	39,800	123.00	85.00	55	AL	A	-18	-14	7.21	34.7	10	5%	22%	7%	10,131	14,616	27,850	43,495	3.9	2.7	1.4	0.9	51%	41%
TURSG	13.01	65,050	19.55	16.26	50	AL	A	-3.1	1.31	7.72	18.9	8	4%	31%	9%	14,301	19,384	29,878	44,408	4.5	3.4	2.2	1.5	65%	52%

Sigorta

5.5 3.8 2.2 1.5 52% 46%

2024 yılı Sigorta sektörü ve şirketleri açısından dönüm yıllarından biri oldu. 2020-23 arasında pandemi, yüksek enflasyon ve zayıf TL üçgeni arasında sıkışan sektör ana faaliyet gelir yaratımı ve marjları açısından çok olumsuz bir dönemi deneyimlemiştir. Bir de aynı dönemde uygulanan finansal baskıya da şirketlerin yatırım gelirlerini potansiyelden çok aşağı çekerek genel karlılığı çok aşağı bir noktaya getirmiştir.

2023 yılının ikinci yarısından sonra elementer sigorta şirketleri enflasyonun çok üzerinde bir artışla prim üretimlerini arttırarak geçmiş dönemin olumsuz izlerini hızla silmeyi başardılar. Bu da kombine oranlarının hızla düzelmesi sonucunu getirdi. 2024 yılının ilk altı ayında da kombine oranlarının düzelmeye devam ettiğini, ılımlı seyreden enflasyon ve TL'deki dengelenme nedeniyle de hasar frekanslarının da düşmeye devam ettiğini gözlemledik. Bu arada sene ortasında da bir asgari ücret artışı olmaması şirketlerin ek karşılık ayırma ihtiyacını ortadan kaldırdı.

Son bir yıldır kararlılıkla uygulanan sıkı para politikaları da sigorta sektörü açısından oldukça olumlu olan ve yatırım gelirlerini yıllık üç haneli büyüme rakamlarına taşıyan bir faktör oldu. Bunun sonucunda sigorta şirket özkaynak karlılıklarında son bir yıllık süreçte bir zıplama kaydedildi. Bu senenin ilk altı ayı itibarıyla çoğu sigorta şirketinin özkaynak karlılık seviyesinin %50'nin üzerinde gerçekleştiğini görüyoruz. Önümüzdeki dönemde faiz indirimlerinin devreye girmesiyle sigorta şirketlerinin yatırım gelirlerinin çok düşeceği şeklindeki varsayıma çok katılmıyoruz. Hem hacim artışı hem düşen enflasyonun ana faaliyet gelirlerine olumlu katkısı göz ardı ediliyor.

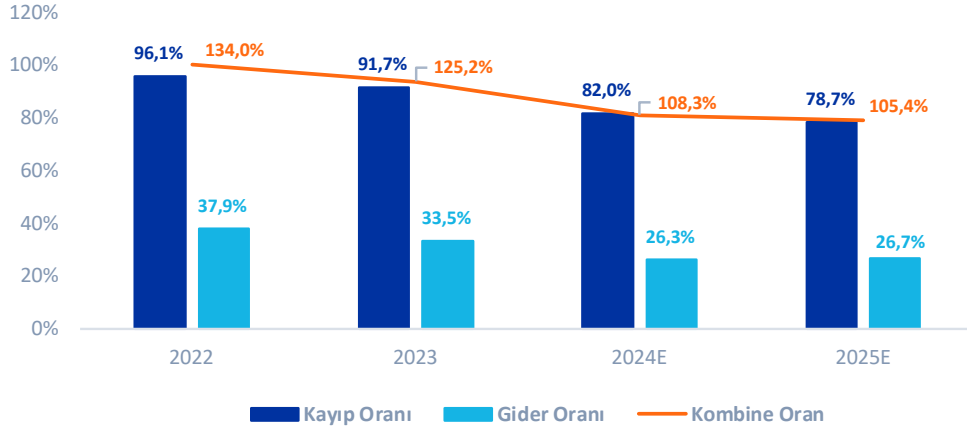
Türkiye Sigorta (TURSG): Şirket sektörde %5'lik Pazar payıyla liderlik konumu sürdürüyor. Son derece karlı prim üretim kompozisyonu nedeniyle şirketin sigortacılık marjlarının rekabetin önünde seyrettiğini görüyoruz. Burada üç kamu bankası yoluyla desteklenen dağıtım kanal gücü de hem büyümeyi hem de karlılığı çok olumlu şekillendiriyor. Türkiye Sigorta için orta vadede %40 üzeri özkaynak karlılık ve yüksek temettü ödeyen bir şirket profilini sürdürme beklentimiz devam ediyor.

Anadolu Sigorta (ANSGR): Bu sene ve daha sonrası için özellikle geçmiş yıl ortalamalarına göre marjların çok önemli şekilde düzelmesini bekliyoruz. Bunun yanında hacmi her geçen gün artan yatırım portföyünün genel karlılığına olan katkısı da artarak sürecek.

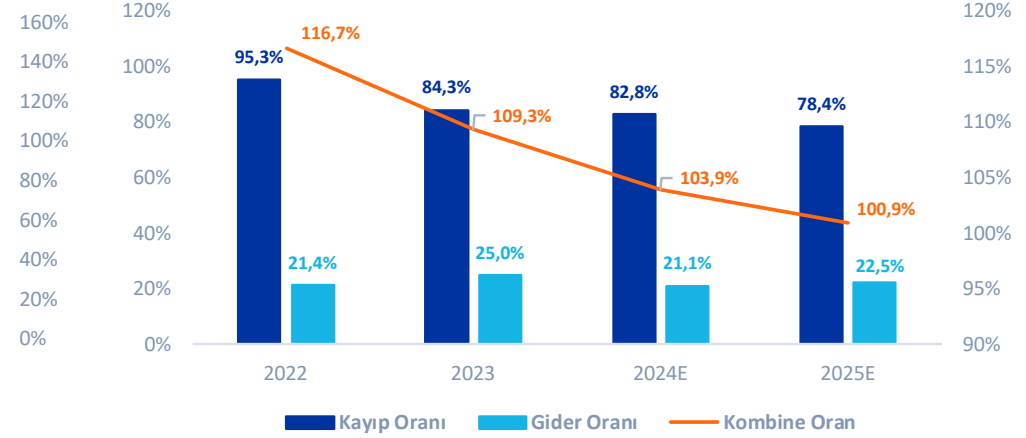
Anadolu Hayat (ANHYT): Hayat ve Emeklilik sektörlerinin her ikisinde de Anadolu Hayat lider şirketlerden biri olma durumunu sürdürüyor. Şirket için orta vadede %40 ile %50 arasında değişen bir ortalama özkaynak karlılık tahmin seviyemiz bulunuyor. Geçtiğimiz günlerde gerçekleşen zayıf hisse performansından sonra bu seviyelerin orta ve uzun vade açısından çok iyi bir fırsat olduğunu düşünerek Anadolu Hayat için tavsiyemizi TUT'dan AL'a yükseltiyoruz.

Sigorta

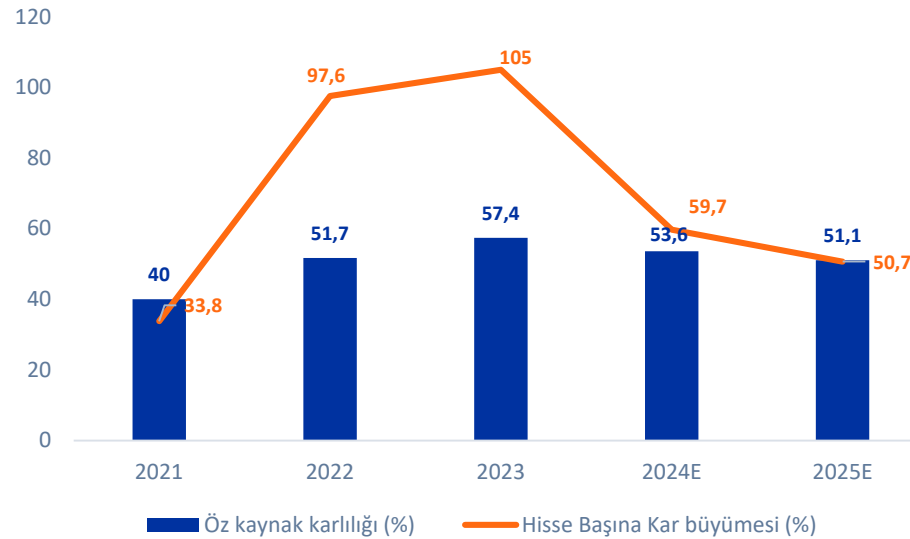
Anadolu Sigorta Kombine Oran Tahminleri



Türkiye Sigorta Kombine Oran Tahminleri

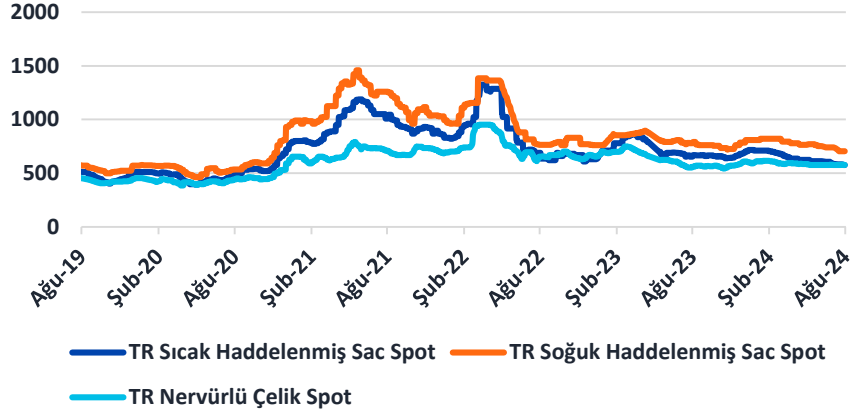


Anadolu Hayat Öz kaynak karlılığı ve Hisse Başına Kar büyümesi Tahminleri

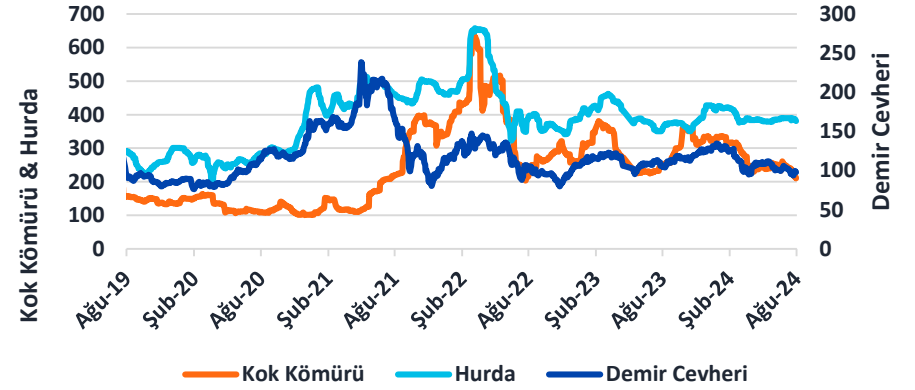


Demir & Çelik

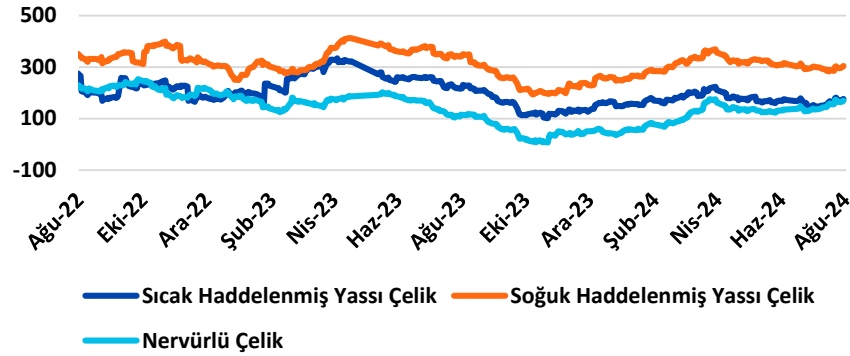
Çelik Fiyatları (dolar/ton)



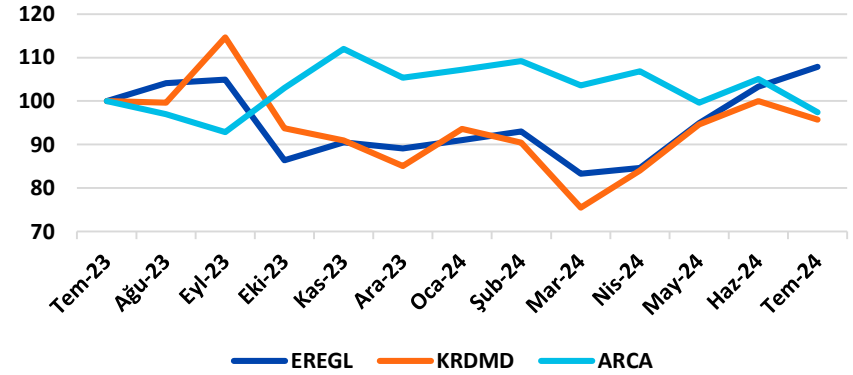
Hammadde Fiyatları (dolar/ton)



Spot Ürün Makasları (dolar/ton)



NYSE Arca Çelik Endeksi'ne kıyasla EREGL ve KRDMMD hisselerinin performansı

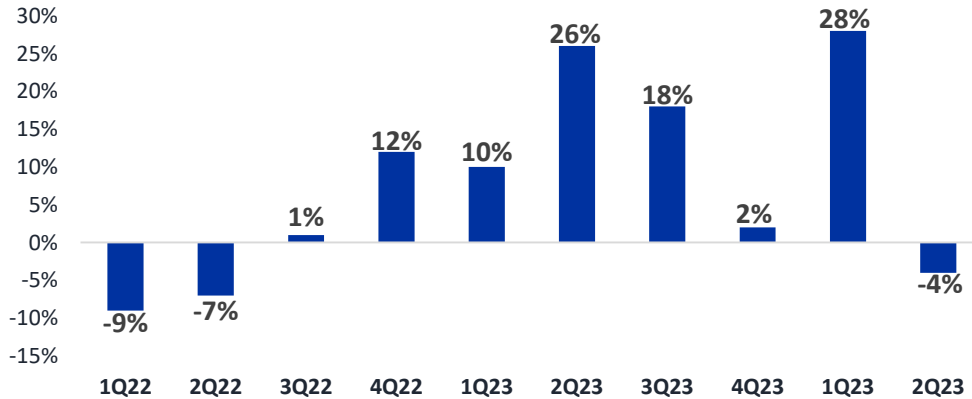


Source: Bloomberg & Is Investment Estimates

Dayanıklı Tüketim

- Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS):** Vestel Beyaz, i) ihracata dayalı iş modeli, ii) Türkiye'de ölçek ve lojistik avantajları ile rekabetçi varlık tabanı, iii) diğer ODM'lere kıyasla üstün Ar-Ge yetenekleri ve iv) nispeten sınırlı işletme sermayesi ihtiyacı ile güçlü nakit yaratma kapasitesi ile öne çıkmaktadır. Şirket tüketicilerin alt segment ürünlere yönelmesi nedeniyle 2023 yılında Avrupa talebindeki düşüşlere karşı oldukça dirençli bir performans sergiledi. Ancak, tüketici talebinde süregelen zayıflık, Avrupa dışındaki önemli pazarlarda devam eden makro ve jeopolitik rüzgarlar ve Çinli üreticilerin artan rekabeti, 2024 yılında ihracat hacimleri üzerinde baskı oluşturdu. Şirketin 2024 yılında gelirlerinde %12,5 düşüş ve FAVÖK marjında 3 puanlık daralma kaydedeceğini tahmin ediyoruz. 2020'de başlayan ve 2025'e kadar %50 kapasite artışı hedefiyle devam eden kapasite artırım yatırımlarının önümüzdeki dönemlerde Şirket'in ihracatını desteklemesini bekliyoruz. İlk faz 2022 yılında tamamlanmış ve toplam yıllık üretim kapasitesi 15,6mn adede ulaşmıştı. İkinci faz (19 milyon adede ulaşması hedefleniyor) ise zayıf talep koşulları nedeniyle ertelendi. Şirket bu yeni kapasite ile A markalar arasında yükselen dışarıdan ürün tedariki trendini değerlendirmeyi ve yurtdışındaki pazar payını artırmayı hedeflemektedir. VESBE için yeni hedef fiyatımız 27,1 TL/hisse ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse hala ucuz çarpanlardan işlem görüyor.
- Vestel Elektronik (VESTL.IS):** Şirket, beyaz eşya ve TV&elektronik işlerinin yanı sıra otomotiv elektroniği, elektrikli araç şarj cihazı, batarya çözümleri gibi yeni dikey alanlara da yatırım yapmaktadır. Yönetim, 2024-2025 yıllarından itibaren bu alanlarda önemli bir büyüme öngörmektedir. Yeni segmentlerin, özellikle TV işine kıyasla nispeten daha yüksek karlılığa sahip olduğu göz önüne alındığında, uzun vadeli marjlar üzerinde de destekleyici olması bekleniyor. VESTL için 101,3 TL/hisse yeni hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin yüksek kaldıraçlı ana şirket ile doğrudan ilişkisi ve büyük miktardaki şirketler arası işlemlere ilişkin endişelerimiz devam etmektedir. Şirketin 1Y24 itibariyle Grup şirketlerinden toplam 34,8 milyar TL alacağı bulunmaktadır. Yakın vadede bu alacakların önemli miktarlarda tahsilini öngörmüyoruz.

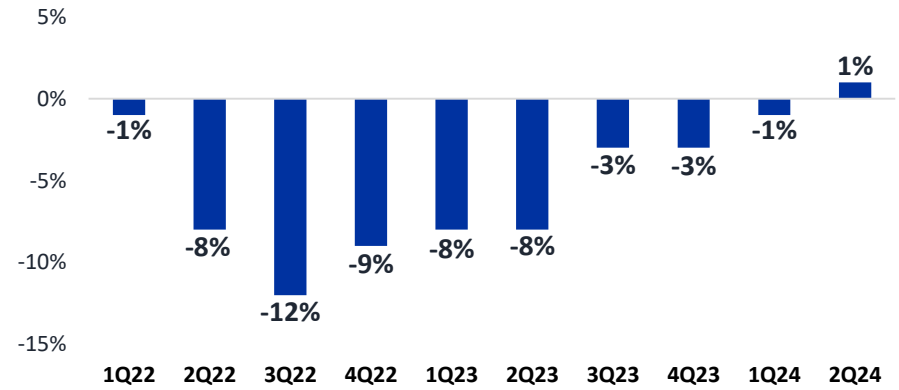
Türkiye MDA Pazarı (Toptan Satışlar) – yıllık büyüme



Kaynak: TURKBESD (Based on 6 MDA)

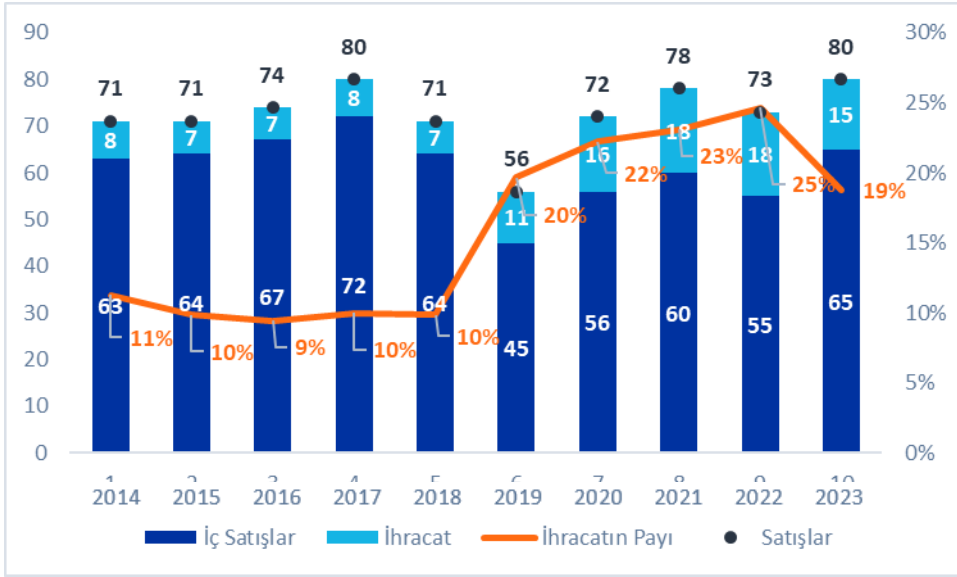
Takip Listesi Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-1>

Avrupa MDA Pazarı (Parakende Satışlar) – yıllık büyüme



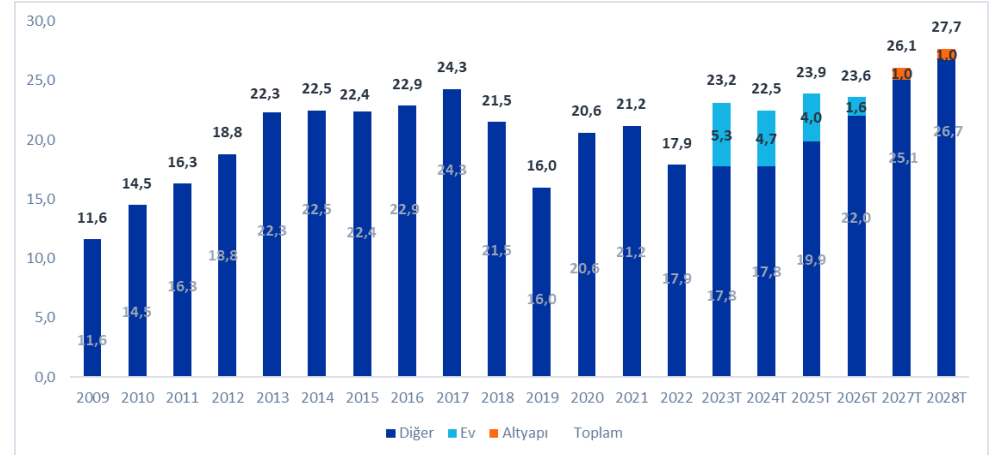
Kaynak: GfK (Based on 6 MDA for EU5)

Çimento



	Kapasite (mn ton/yıl)		Klinker/Çimento	Piyasa Değeri	FD/FAVÖK	F/K	FD/Klinker
	Çimento	Klinker					
AFYON	2.0	1.7	85%	6,068	8.3	6.0	3.4
AKCNS	9.0	7.0	78%	29,751	10.7	25.4	4.3
BSOKE	n.a.	1.0	-	25,780	59.5	24.7	29.3
BTCİM	1.8	1.4	78%	36,900	25.7	25.4	29.9
BUCİM	2.9	1.4	48%	11,400	4.1	4.8	7.7
CİMSA	4.8	3.8	79%	31,677	10.8	12.5	9.6
CMEMT	5.4	4.2	78%	37,175	19.9	43.5	8.7
GOLTS	5.1	3.2	63%	7,830	7.1	4.5	2.7
NUHCM	5.7	4.6	81%	38,342	13.7	18.2	8.2
OYAKC	22.9	12.6	55%	82,897	8.7	9.7	6.1
Medyan	5.1	3.5	78%	30,714	10.8	15.3	8.0
Ortalama	6.6	4.1	72%	30,782	16.9	17.5	11.0

Deprem Bölgesi Çimento Satış Projeksiyonları



Tahminlere göre, yeniden inşa sürecinde, deprem olmasaydı yapılacak çimento satışlarına ek olarak, 2023-2026 yılları arasında bölgede ilave 15,6 milyon ton çimento ve 52 milyon m3 beton satılması beklenmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	İA TL %	İA Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺							
EKGYO	12.47	47,386	20.63	12.01	65	AL	A	12.7	17.7	64.5	48.4	21	2%	25%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ISGYO	16.43	15,752	27.05		65	AL		2.3	6.91	3.01	37.3	11			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
OZKGY	10.17	14,808	13.58	11.02	34	AL	A	-7.1	-2.9	2.69	25	9			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
TRGYO	48.06	48,060	51.48	28.49	7	AL	A	-4.1	0.25	3.05	21.1	12	3%	9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Yılın ilk yarısında Türkiye'de konut satışları, kredi piyasalarındaki sıkılaşma ve konut kira artışlarına getirilen %25'lik sınırlama nedeniyle yatırım amaçlı gayrimenkullere olan talebin azalması sonucunda bir önceki yıla kıyasla %3,7 oranında gerilemiştir. Para politikaları daha ortodoks hale geldikçe, geleneksel yatırımlar yeniden cazip hale gelmiş ve enflasyona karşı bir koruma olarak gayrimenkule olan talebi zayıflatmıştır. Konut piyasasındaki yavaşlamaya rağmen, güçlü kira gelirleri ve alışveriş merkezi satış endeksindeki yıllık %75,6'lık artış ile alışveriş merkezleri ve ofisler için görünüm olumlu olmaya devam etmektedir.

Yeni vergi paketi, GYO'lara şartlı kurumlar vergisi getirerek, vergi muafiyetlerinden yararlanabilmeleri için temettü dağıtımlarını zorunlu kılmaktadır. GYO'lar dağıtılabılır gelirlerinin %50'si oranında temettü dağıtımları halinde %10 oranında kurumlar vergisi ödeyecek, aksi takdirde %30 oranında kurumlar vergisi ile karşı karşıya kalacaklardır. Bu değişiklik sektörü olumsuz etkileyebilir, ancak istikrarlı kira gelirine sahip GYO'lar bu yeni vergi yükümlülüklerini yönetmek için daha iyi bir konumda olacaktır.

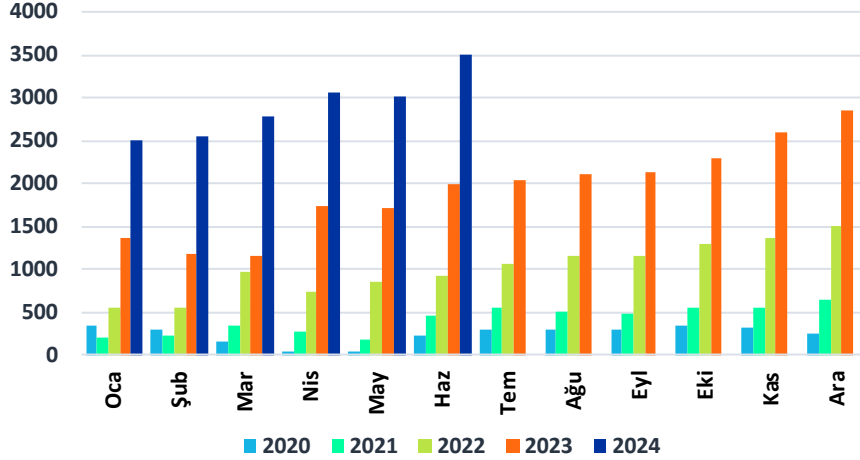
2Ç24'te İş GYO'nun konut satış gelirleri Altunizade Litus projesinden sağlanan katkıyla artarken, kira gelirleri yılın ilk yarısında sabit kalmıştır. Şirket, gelecekteki satışları artırması beklenen Kasaba Modern projesi ve 2025 yılına kadar 65 milyon dolar garantili gelir getirmesi beklenen Profilo konut projesi de dahil olmak üzere yeni geliştirmeleri ilerletmektedir. İş GYO'nun %60 olan mevcut NAV iskontosu, %17 olan tarihsel ortalama primin önemli ölçüde altındadır. İş GYO, i) değerli ve çeşitlendirilmiş varlık portföyü, ii) kira gelirlerinin gelirler içindeki yüksek payı ve iii) devam eden projelerin gelecekteki olumlu gelir katkısı ile öne çıkmaktadır.

2024 yılı için 52 milyar TL ön satış ve 4,21 milyar TL net kâr öngören Emlak Konut, 2Ç24 itibarıyla 13,1 milyar TL'lik ön satışla, fiyat indirimleri veya satış kampanyaları olmaksızın hedeflerini tutturmakta zorlanabilir. Önceki yıllardan gelen yüksek hacimli ünite teslimatları nedeniyle karlılığın iyileşmesi beklenmektedir. Ayrıca, 2023 yılındaki yüksek net parasal zararın 2024 yılında normalleşmesi ve bunun da karlılığı olumlu etkilemesi beklenmektedir. Emlak Konut GYO A.Ş., %24 olan tarihsel ortalama NAV iskontosuna kıyasla %32 NAV iskontosu ile işlem görmektedir. Konut talebindeki düşüşe rağmen Emlak Konut, i) geniş ve değerli varlık portföyü, ii) tüm pazar segmentlerine hitap eden çeşitli ve yüksek kaliteli proje portföyü, iii) yeniden yapılanma ve kentsel dönüşümün olumlu etkileri ve iv) önemli nakit rezervleri nedeniyle cazibesini korumaktadır.

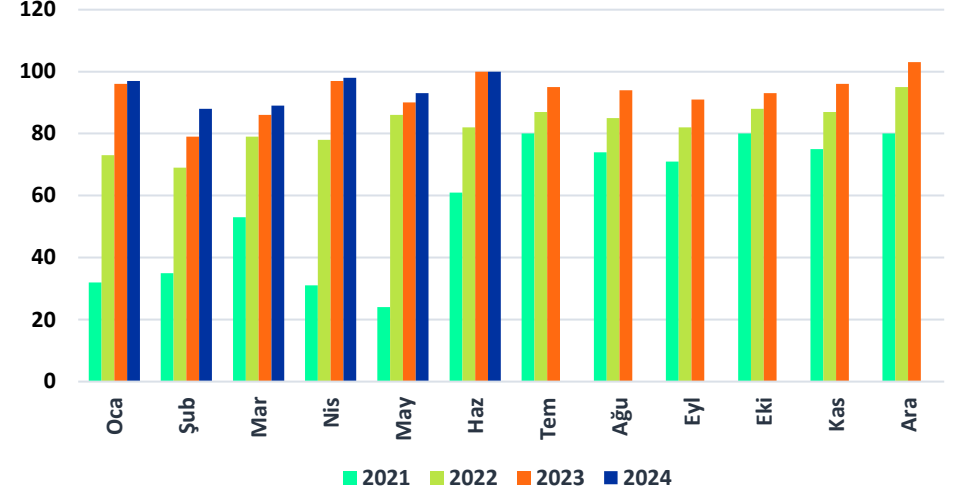
Torunlar GYO, yılın ilk yarısında Torun Tower'ın Denizbank'a satışından elde ettiği nakit pozisyonunu önemli ölçüde artırmış olup, bu nakit yeni projeler, portföyün genişletilmesi, borç ödemeleri veya temettü ödemeleri için kullanılabilir. Şirket, konut, kira ve otel gelirlerini artırması beklenen 5. Levent konut projesi, Hilton oteli ve Paşabahçe konut projesi gibi yeni projeler geliştirmektedir. Şu anda şirket, %9 olan tarihsel ortalamasının oldukça altında, %46 NAV iskontosu ile işlem görmektedir. i) büyük ve değerli portföyü, ii) yüksek kira üretme kabiliyeti, iii) geliştirilmekte olan güçlü projeleri ve iv) şirketin temettü ödemesine izin verebilecek sağlıklı bilançosu nedeniyle Torunlar GYO'yu benzerlerine göre öncelikli olarak tercih etmeye devam ediyoruz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

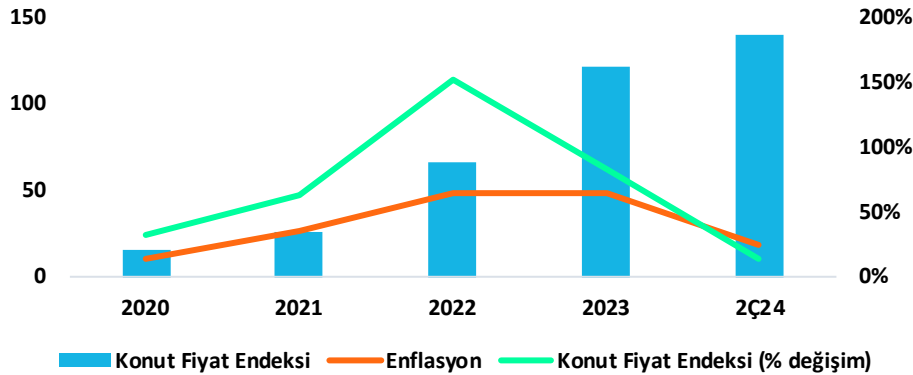
AVM Ciro Endeksi



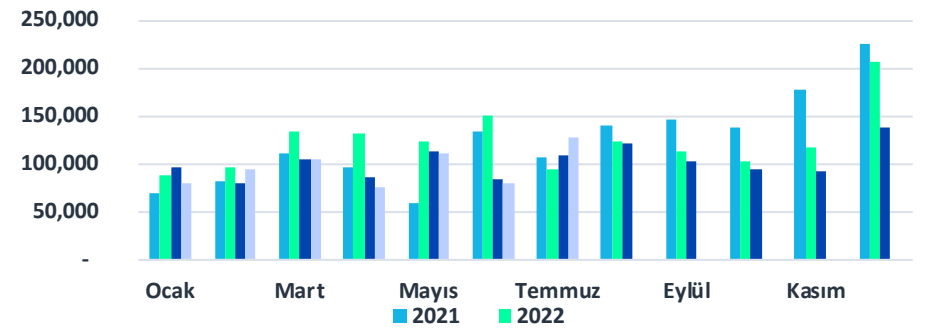
AVM Ziyaretçi Endeksi



Konut Fiyat Endeksi



Konut Satış Adedi



Kaynak: AYD, TÜİK

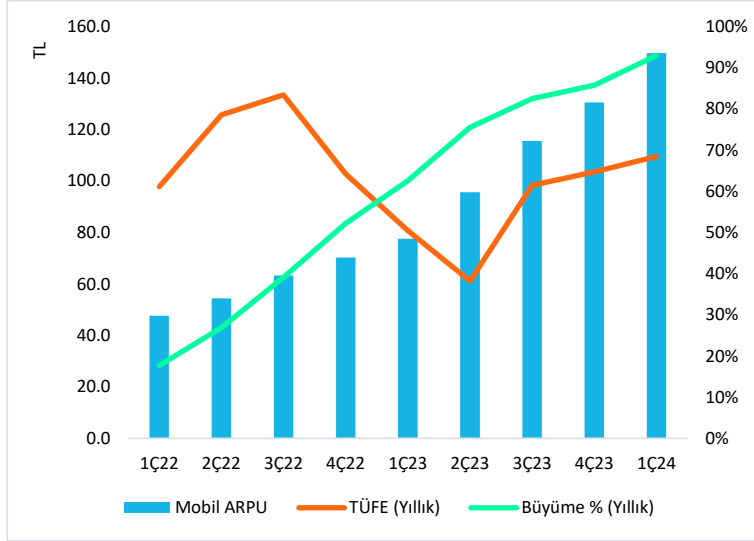
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

		Kapanış	PD (Mn TL)	Net Aktif Değer	İskonto/ Prim	Son 1 Yıl İsk/Prim	Tarihsel İsk/Prim	PD/ ΣGYO PD, %
Torunlar GYO	TRGYO	45.76	45,760	85,565	-47%	33%	-8%	7%
Emlak Konut GYO	EKGYO	11.66	44,308	86,627	-49%	-9%	-23%	15%
İş GYO	ISGYO	15.1	14,477	36,188	-60%	32%	17%	4%
Alarko GYO	ALGYO	45.3	6,564	12,412	-47%	17%	8%	2%
Özak GYO	OZKGY	10.2	14,851	40,949	-64%	-24%	-20%	3%
Akiş GYO	AKSGY	18.2	14,651	23,796	-38%	24%	-21%	5%
Kiler GYO	KLGYO	4.26	5,943	14,396	-59%	9%	4%	2%
Sinpaş GYO	SNGYO	7.23	10,845	29,764	-64%	-20%	37%	4%
Reysaş GYO	RYGYO	11.6	23,200	34,705	-33%	79%	35%	5%
Yeni Gimat GYO	YGGYO	49.2	11,902	15,307	-22%	99%	68%	7%
Avrupa Kent GYO	AVPGY	45	18,000	26,900	-33%	-6%	75%	3%
Halk GYO	HLGYO	2.65	8,334	24,354	-66%	-14%	-6%	1%
Vakıf GYO	VKGYO	1.88	5,546	12,021	-54%	27%	26%	1%
Ziraat GYO	ZRGYO	6.21	29,147	41,824	-30%	98%	130%	4%
Akfen GYO	AKFGY	2.14	8,346	18,156	-54%	-2%	23%	3%

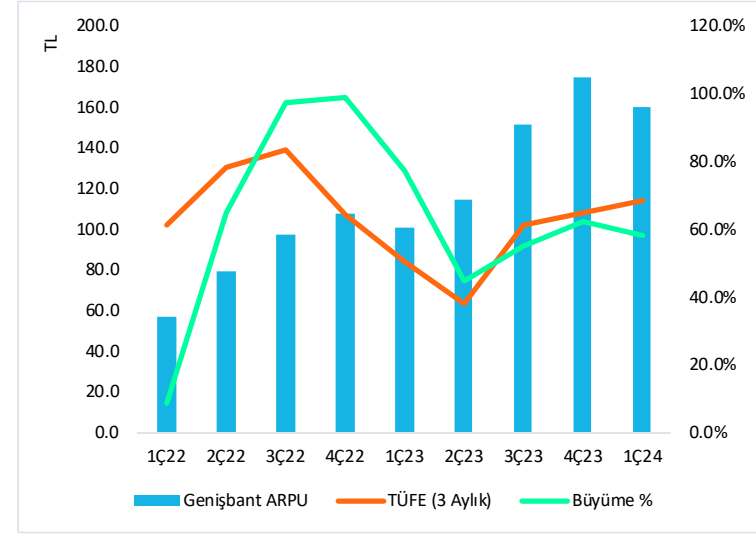
Telekomünikasyon

Türkiye Mobil ARPU



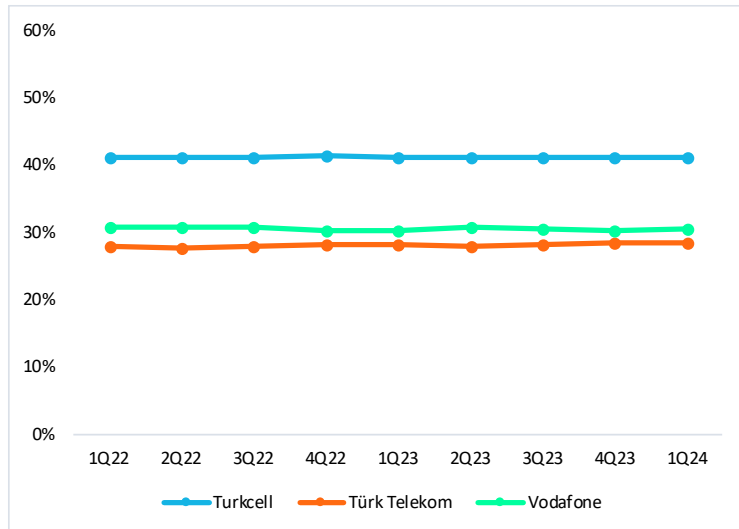
Kaynak: BTK & İş Yatırım

Türkiye Sabit İnternet ARPU



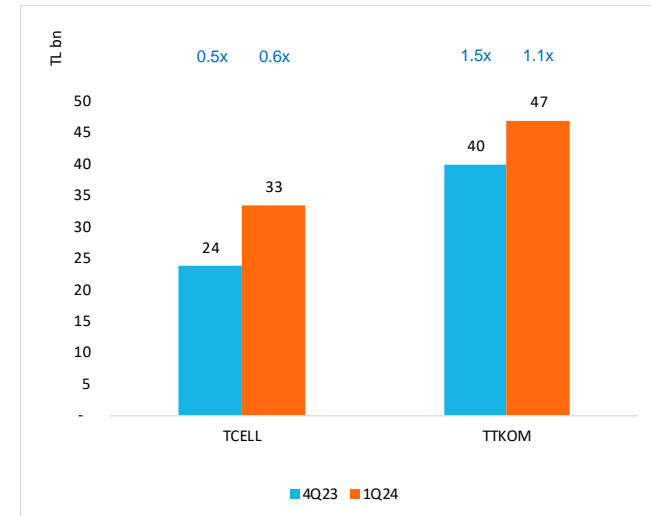
Kaynak: BTK & İş Yatırım

Mobil Pazar Payları



Kaynak: BTK & İş Yatırım

Net Borç & Net Borç / FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

Holdingle

Fiyat ve Oranlar	Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.-%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL P.	1A Rel.	ADY 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.-%	2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025	
																Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	ROE -₺	ROA -₺													
ENKAI	50.70	304,200	65.83	47.53	30	AL	A	9.36	14.3	23.1	8.43	30	4%	68%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
KCHOL	194.50	493,232	320.00	234.00	65	AL	A	-6.9	-2.7	96.9	26.4	58	3%	16%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
SAHOL	93.00	195,335	150.00	145.00	61	AL	A	-2.3	2.14	53.2	53.2	46	4%	18%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
SISE	42.82	131,167	72.44	54.72	69	AL	A	-7.9	-3.7	43.5	48.6	17	2%	16%	2%	15,888	18,195	202,634	204,728	16,360	28,228	216,782	232,728	9.0	7.9	0.7	0.6	8%	8%	4%	4%	-	-	-	-		
TKFEN	54.35	20,110	85.43	70.63	57	AL	A	-2.3	2.15	7.1	49.5	22	5%	9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
ALARK	96.40	41,934	182.47		89	AL	A	-9.1	-5.1	17.8	37.1	11	2%	n.a	5%	14,165	14,778	12,713	12,192	938	1,005	54,153	58,149	3.2	3.1	0.8	0.8	25%	26%	17%	18%	-	-	-	-		
AGHOL	334.00	81,341	555.00	352.13	66	AL	A	-20	-16	9.15	37.8	22	1%	n.a	1%	25,212	29,447	587,999	612,532	61,674	61,703	88,922	99,625	3.5	3.0	1.0	0.9	28%	31%	4%	5%	-	-	-	-		
 Holding																																					

- **KCHOL.IS:** Mevcut solo net nakit pozisyonu 850 milyon ABD\$ civarında. Temettü gelirinin 2024 yılında yaklaşık 1 milyar ABD\$ olması bekliyoruz.
- Holding'in kombine gelirlerinin yaklaşık %50'si döviz bazında. NAD'ın %90'ından fazlası borsada işlem gören varlıklardan oluşmakta.
- Holdingin temettü gelirinin yaklaşık %40'ını temettü olarak dağıtmasını bekliyoruz.
- Büyüme için yeni alanlar sağlık sektörü (hizmet ve ekipman üretimi), mühendislik-imalat şirketleri ve yenilenebilir enerji olarak gözüküyor. Holding ayrıca portföyünün coğrafi çeşitliliğini artırmak istiyor.
- Şu anda, 1 yıl ve 3 yıllık ortalama %21 ve %29'luk iskontolara kıyasla, NAD'ına göre %24 iskonto ile işlem görmekte.
- **SAHOL.IS:** Akbank'ın SAHOL'un NAD'ı içindeki payı, enerji şirketlerinin artan payı nedeniyle 3 yıl önce %50'nin üzerindeyken %39'a geriledi. Enerji segmenti mevcut NAD'ın %31'ini oluşturmaktadır.
- İNA Analizimiz, borsada işlem görmeyen elektrik üretim şirketi Enerjisa Üretim için 4,7-5,1 milyar ABD\$ özsermaye değerine denk geliyor.
- Holding hisseleri şu anda %45 iskonto ile işlem görmekte. 1 ve 3 yıllık tarihsel ortalamalar %43 ve %44 seviyesinde
- Holding ABD'de 500MW'lık GES kapasitesi yatırımı yaptı ve bu kapasiteyi 500MW daha artırmayı planlıyor. Türkiye'deki 3,8 MW'lık mevcut kurulu kapasitenin 2026 yılında 5 MW'a çıkması beklenmekte (yenilenebilir enerjinin payı mevcut %45'ten %60'a çıkacak).

Holdingle

- **AGHOL.IS**, içecek ve perakende operasyonlarından oluşan defansif bir portföye (Cari NAD'ın %80'i) sahip. 1Y24'te gelirlerin %28'i ve FAVÖK'ün %60'ı uluslararası operasyonlardan geldi.
- Holding'in solo net borç pozisyonu 2 milyar TL seviyesinde. Borç TL cinsinden.
- İştirak seviyesinde yatırım harcamaları dışında önemli bir yatırım veya çıkış beklenmiyor.
- Holding, 1 ve 3 yıllık tarihsel ortalamalar olan %36 ve %33 ile karşılaştırıldığında şu anda %40 NAD iskontosunu ile işlem görmekte.
- **Alarko Holding (ALARK.IS)**: enerji dağıtım ve üretim iş kollarıyla öne çıkıyor.
- Türkiye'nin altyapı yatırımları ihtiyacı ve artan nüfusu ile önemli fırsatlar sunan elektrik dağıtım sektörü, düzenleyici yapısı ve yatırımlarına enflasyonun üzerinde %12,3 oranında gerçek getiri garantisi ile öngörülebilir bir yatırım fırsatı sunuyor.
- Düzenlenmiş elektrik fiyatındaki artış, dağıtım işinde 2Y24'te nakit etkisi yaratacak.
- Cenal Elektrik Santrali'nde, elektrik fiyatlarındaki artışa bağlı olarak 2Y24'te güçlü bir toparlanma görülebilir.
- Holding'in yüksek nakit pozisyonu, düşük kaldıraçla birlikte yüksek finansal gelir sağlıyor.
- Eğer erken sonuçlar şirket hedefleriyle uyumlu olursa tarım iş kolu umut vaat edebilir. 2028 yılına kadar hedef, Türkiye'de 5000 hektar ve Kazakistan'da 5000 hektar alana ulaşmak. Türkiye'de 450 milyon ABD doları ve Kazakistan'da 550 milyon ABD doları tutarında hedeflenen yatırımlar bulunuyor.
- Kazakistan'daki doğalgaz sübvansiyonları ve Türkiye'deki jeotermal sahalar, bu yatırımların fizibilitesini destekliyor.
- Bir diğer önemli yatırım ise Türkiye'de bir batarya hücresi üretim tesisi kurmak. şirketin yaptığı açıklamaya göre, ALARK'ın %60 pay sahibi olacağı bir JV (ortak girişim) Gotion Group ile oluşturulacak. Detaylar henüz açıklanmadı ve bu yatırım ile ilgili gelecek haberler şirket için bir katalizör olabilir.
- Takip listemizdeki diğer holdinglelerle karşılaştırıldığında, Alarko'nun portföy çeşitliliği şu anda sınırlı ve portföyün büyük bir bölümünü oluşturan elektrik segmentinin yüksek düzeyde düzenlenmiş bir pazar olması ve üretimin büyük bir kısmının ithal kömürle yapılması risk olarak görülebilir.

Holdingle

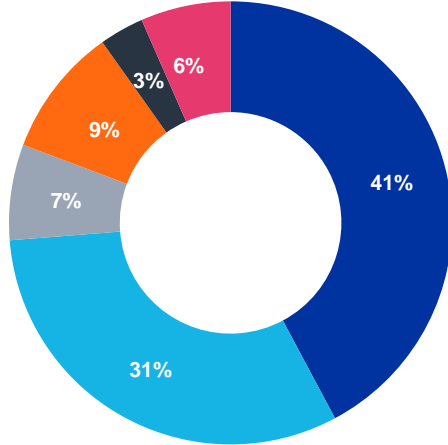
- **ENKAI.IS**, mevcut piyasa değerinin %58'ine denk gelen 5,0 milyar dolarlık güçlü net nakit pozisyonu ve döviz bazlı gelirleri ile defansif bir isim olarak öne çıkıyor.
- 2023 ve 1Y24, yeni proje kazanımları ve karlılık açısından oldukça güçlü geçti. 6,0 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğüne ulaşılırken, FAVÖK marjı da tarihsel seviyelerin üzerinde seyretmeye devam ediyor.
- ENKA'nın faaliyet gösterdiği bölgelerdeki inşaat faaliyetlerinin orta vadede canlı kalması beklenmekte olup şirketin önümüzdeki dönemde yeni projeler almak için iyi bir konumlanmaya sahip olduğuna inanıyoruz. Öte yandan, ileriye dönük olarak FAVÖK marjında kademeli bir normalleşme gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Şirketin Kırklareli'de inşa ettiği 850 MW kapasiteli Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali'nin 4Ç25'te devreye alınması bekleniyor. Yeni eklenen kapasite şirketin mevcut kapasitesinin %21'ine denk geliyor.
- Son birkaç yılda önemli büyüklüğe oluşan yabancı devlet tahvili portföyünün önümüzdeki dönemde faiz oranlarının düşmesiyle birlikte şirketin finansallarına pozitif yansımaları bekliyoruz.
- Yeni enerji santrali yatırımı henüz değerlememize dahil edilmemiş olup tahminlerimizi kısa süre içinde güncelleyeceğiz.

Holdingle

- **TKFEN.IS**, değerli gayrimenkul portföyü, rekabetçi varlık tabanı ile Türkiye'deki gübre pazarındaki lider konumu ve Mersin ve Samsun'daki kritik lokasyonlarda kârlı terminal operasyonları göz önüne alındığında ucuz bir değerlemeye sahip.
- Taahhüt işi son yıllarda önemli kazanç dalgalanmalarına neden olmuş ve sürekli nakit yakarak önemli miktarda net borç biriktirmiştir. Şirket'in mevcut projelerden zarar yazma riski halen devam etmektedir.
- Diğer yandan, Şirket kısa bir süre önce taahhüt segmentindeki söz konusu sorunları ele almak, gübre işinde rekabetçi kalmak ve gayrimenkul portföyünden kaynak yaratmak için stratejik bir plan açıklamıştır.
- Yönetim, endüstriyel tesis ve ulaşım sektörlerindeki seçici projelerle bakiye sipariş büyüklüğünü yaklaşık 1,0 milyar USD ile sınırlandırmayı planlamaktadır. Ayrıca küçülmeye de gidilmektedir.
- Şirket 2026 yılına kadar Toros'ta bir sülfürik asit ve fosforik asit tesisi ile Ceyhan limanında bir iskele ve bir tank kurmak için 500 milyon ABD doları tutarında bir yatırım planlamaktadır.
- Gübre sektörünü yeşil amonyak dönüşümü ile desteklemek için yenilenebilir enerji çözümlerine 500 milyon ABD doları tutarında bir yatırım daha planlanmaktadır.
- Zarar eden projelerden tazminat geliri elde edilmesi, tarımsal sanayi sektöründe stratejik ortaklık kurulması (Enerjisa Üretim ile yapılması planlanan işbirliği ile ilgili detaylar), taahhüt segmentinin faaliyet kârlılığının ve nakit yaratımının normale dönmesi, gayrimenkul portföyünden makul değerde kaynak yaratılması ve planlanan yatırımlar için finansman sağlanması potansiyel katalizörlerdir.

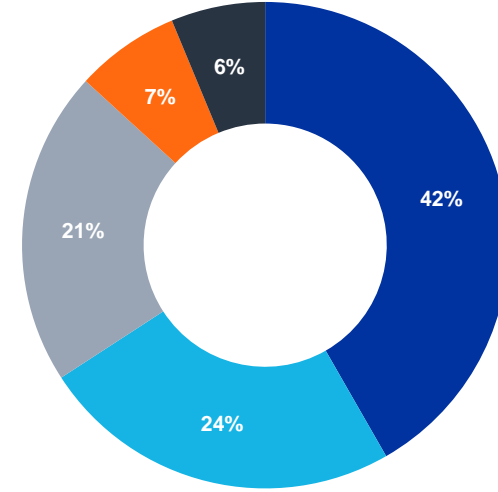
Holdingleler

SAHOL NAD KIRILIMI



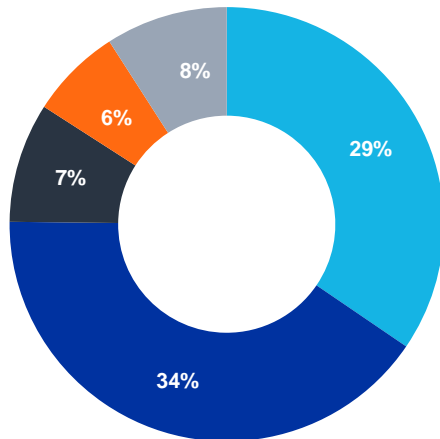
■ Finans ■ Enerji ■ Sanayi ■ Çimento ■ Perakende ■ Diğer

KCHOL NAD KIRILIMI



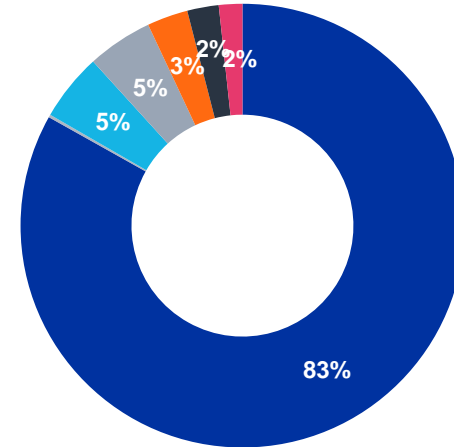
■ Otomotiv ■ Enerji ■ Finans ■ Dayanıklı Tüketim Malları ■ Nakit ve Diğerleri

AGHOL NAD KIRILIMI



■ CCOLA Payı ■ MGROS ■ ASUZU ■ ADEL ■ Halka Açık Değil

ALARK NAD KIRILIMI



■ Enerji ■ Taahhüt ■ Gayrimenkul ■ Sanayi ■ Turizm ■ Nakit ■ Investment

Holdingleler

ENKA NAD Kırılımı (US\$ mn)

İş Kolları	Değerleme Yöntemi	Mevcut FD	Hedef Değer	NAD Ağırlığı	
İnşaat	İNA	2,187	2,500	24%	
Enerji	İNA	495	563	5%	
Gayrimenkul	İNA	1704	1,961		
Ticaret	6.0x FD/FAVÖK	390	390		
Diğer Varlıklar	Değerleme Yöntemi			NAD Ağırlığı	
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	Hedef Değer		2070	19%	
Satışa Hazır Varlıklar	Hedef Değer		14	0%	
Geri Alınan Paylar	Piyasa Değeri		287	3%	
			Toplam Hedef Değer	7785	73%
			Konsolide Net Nakit	2927	28%
			Azınlık Payları	-79	-1%
			Hedef NAD	10634	
			Hedef NAD'ine göre iskonto	-16%	
			Hedef Piyasa Değeri (%15 Holding İs	9039	
			Piyasa Değeri	8958	
			Hedef Fiyat (US\$)	1.50	
			Hedef Fiyat (TRY)	65.6	
			Artış Potansiyeli	30%	

Holdingleer

TEKFEN NAD Kırılımı (US\$ mn)

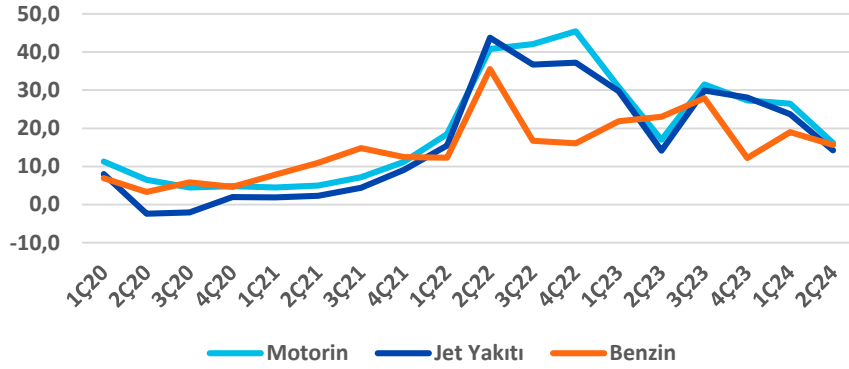
İş Kolları	Değerleme Yöntemi	FD	Net Nakit	Hedef Değer	NAD Ağırlığı
Mühendislik & Taahüt	Defter Değeri	30	-85	-55	-5%
Agri-Sanayi		913	-12	901	81%
Gübre	5.0x FAVÖK (ort. 2023-2025)	617			
Terminal	7.0x FAVÖK (ort. 2023-2025)	196			
Tarımsal Üretim	Tahmini Arsa Değeri	100			
Genel Müdürlük harcamaları	Mevcut Değer			-100	-9%

Dİğer Varlıklar	Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	NAD Ağırlığı
Gayrimenkul Değeri	Ekspertiz Değeri - %30 İskonto	93	8%
10.5% AKGYO payı	Mevcut Piyasa Değeri	27	2%
10% Socar Polymer payı	Yatırım Bedeli	82	7%
Tekfen Ventures	Fon Büyüklüğü	50	4%
40% Azfen payı	Defter Değeri	59	5%

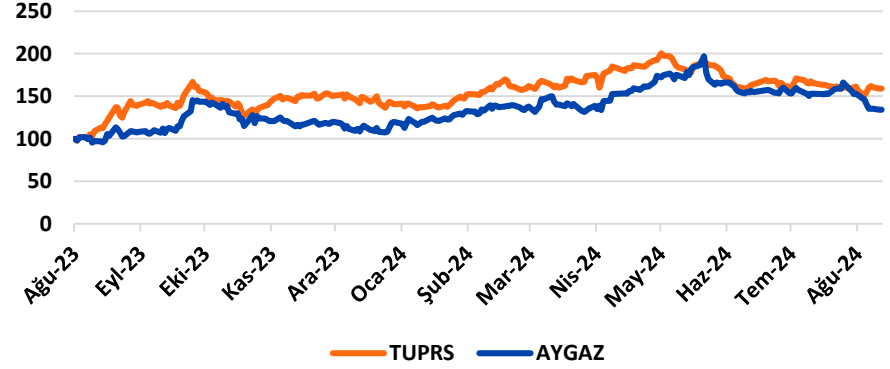
Toplam Hedef Değer	1056	95%
Holding Solo Net Nakit	57	5%
Hedef NAD	1113	
Hedef NAD'ine göre iskonto	-46%	
Hedef Piyasa Değeri (%35 Holding İs	723	
Piyasa Değeri	601	
Hedef Fiyat (US\$)	1.95	
Hedef Fiyat (TRY)	85.4	
Artış Potansiyeli	55%	

Petrol & Gaz

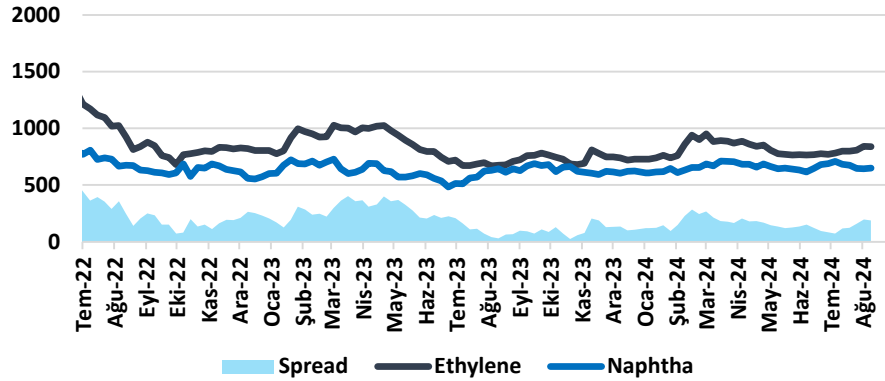
Ürün Marjları (dolar/varil)



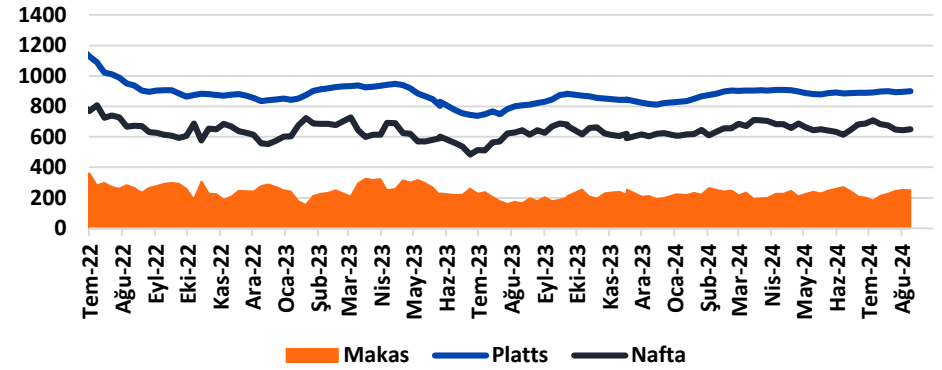
TUPRS & AYGAZ Göreceli Hisse Performansı



Etilen – Nafta Makası (dolar/ton)



Platts – Nafta Makası (dolar/ton)



Source: Companies & Is Investment Estimates

Giyim Parakendeleri

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺								
MAVI	107.40	42,665	164.98	168.00	54	AL	A	-1.8	2.59	11.6	72.6	48	2%	187%	-3%	4,244	4,265	39,631	44,087	8,439	9,059	12,541	15,494	11.0	10.9	3.7	3.0	5.0	4.6	38%	30%
Tekstil Entegre																															

- Mavi, kısmen geçen yıldan gelen yüksek karşılaştırma bazının da etkisiyle Haziran ve Temmuz aylarında talepte yavaşlama görmeye başlamıştır. Beklenen ücret artışları ve perakendecilerin ücret zamları öncesinde yaptıkları fiyat artışları ile desteklenen güçlü perakende talebi sayesinde 2Ç23 oldukça güçlü geçmişti. Ayrıca, güney bölgelerinde 1Ç23'te meydana gelen depremler nedeniyle kesintiye uğrayan tüketici talebi ikinci çeyreğe kaymıştı. 2Ç24'te ise zayıf makro görünümün yanı sıra düşük turizm sezonu nedeniyle mevsimsel etkiler de daha belirgin hale gelmiştir. Sonuç olarak, 2Ç24'te ciroda reel olarak %5 civarında daralma beklemeliyiz.
- Öte yandan, yönetimin ilk çeyrekteki güçlü performans ve güçlü geçmesi beklenen okula dönüş dönemi nedeniyle 2024 beklentilerini koruması muhtemel.
- Mevcut koşullarda yönetim, 2024 beklentilerinin orta aralığının hala ulaşılabilir olduğunu ve okula dönüş döneminin beklentileri karşılamaması durumunda yerlerinin olduğunu düşünüyor.
- Mavi Yönetimi 2024 yılı için %70 (+/-%5) ciro büyümesi ve UFRS 16 etkisi dahil %23,5 (+/-%0,5) FAVÖK marjı öngörüyor (UFRS öncesi FAVÖK marjı %20 +/-%0,5). Şirket 15 yeni mağaza açmayı ve mevcut 10 mağazasını genişletmeyi planlıyor.
- Mavi, sağlam iş modeli, güçlü pazar konumu ve marka kimliğinin yanı sıra çeşitli makro koşullar altında sağlam finansal sonuçlar sunma konusundaki kanıtlanmış geçmişi sayesinde En Çok Tavsiye Edilenler Listemizdeki yerini korumaktadır.
- İkinci çeyrekteki zayıflamanın önemli ölçüde fiyatlandığını ve hissenin 6.0x 2024T Düzeltilmiş FD/FAVÖK (UMS29 Öncesi) ile cazip bir değerlemeye sahip olduğunu düşünüyoruz.

Gıda Perakendeleri

	Satış Büyümesi				Satış Alanı Büyümesi				Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışı Marjı			
	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	2Ç24
MGROS	n.a.	29.3%	11.6%	11.1%	13.4%	15.6%	0.7%	3.0%	13.3%	11.8%	12.1%	14.4%
BIMAS	n.a.	17.6%	17.1%	n.a.	9.7%	8.4%	2.5%	n.a.	7.8%	7.4%	7.4%	n.a.
SOKM	n.a.	18.3%	3.8%	n.a.	11.2%	4.3%	0.6%	n.a.	8.4%	11.0%	15.0%	n.a.
	Kira Giderleri/Satışlar				Yatırım Harcamaları/Satış				FD/Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışı			
	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	2Ç24
MGROS	1.6%	1.4%	1.3%	1%	2.8%	2.8%	3.1%	3.0%	3.9x	3.4x	2.9x	3.0x
BIMAS	1.3%	1.4%	1.3%	0%	2.9%	3.0%	3.3%	n.a.	14.6x	13.0x	11.1x	n.a.
SOKM	1.5%	1.3%	1.2%	0%	2.9%	1.6%	1.8%	n.a.	2.6x	1.7x	1.6x	n.a.

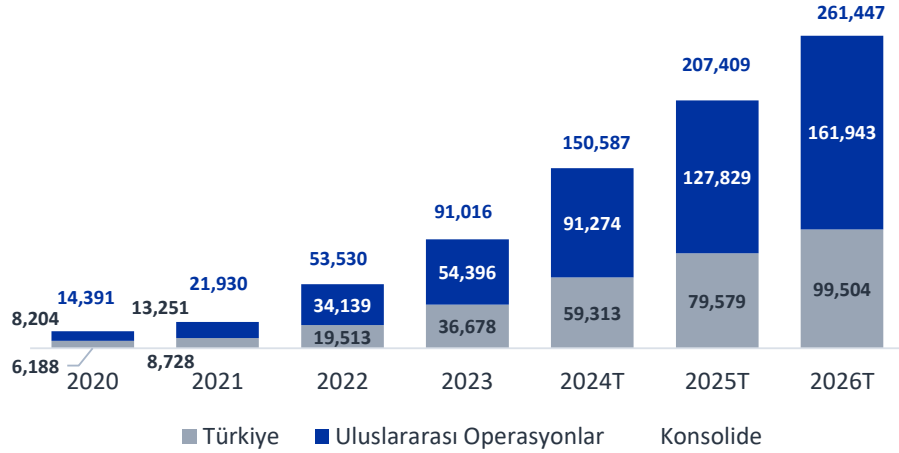
2024 Beklentileri			
	Büyüme	Marjlar	Yatırımlar
MGROS	%10 reel, %75 nominal satış büyümesi	%7,5-%8 UMS 29 öncesi FAVÖK marjı	350 yeni mağaza, 8 milyar TL yatırım harcaması
BIMAS	%75 +/- %5 Nominal büyüme	%7,5 - %8,0 UMS 29 öncesi FAVÖK marjı	%3,0 - %3,5 Yatırımlar / Satışlar, 1000 yeni mağaza
SOKM	%5 +/- %2,5 reel büyüme	% 2,5 +/- % 1 FAVÖK marjı	% 2,5 % - %3 Yatırımlar / Satışlar

Gıda & İçecek

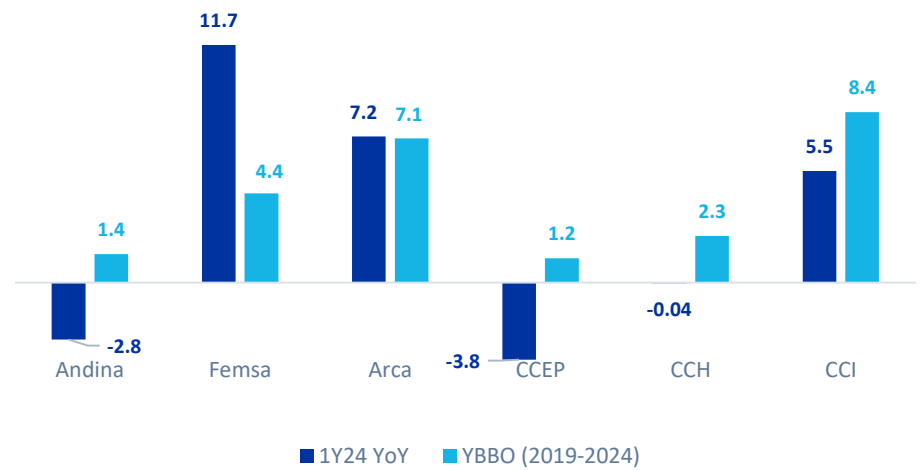
- **ULKER.IS** için 2024'de nominal olarak yaklaşık %50 ciro büyümesi ve hafif FAVÖK marjı daralması bekliyoruz.
- Yıldız Holding'den ticari olmayan alacaklar önceki çeyreklere yakın 1,9 Milyar TL seviyesinde. Planlanan yeni satın alım yok.
- Hammaddelerin çoğu ya hedge edilmiş ya da önceden stoklandı. Şirketin UMS-29 kapsamında 85 milyar TL gelir ve %18,5 FAVÖK marjı beklentisi için aşağı yönlü bir risk görmüyoruz.
- Eurobond refinansmanı tamamlandı.
- Toplam gelirlerin %65'i yurtiçi satışlardan geliyor. Geri kalanı MENA satışlarından ve Türkiye'den yapılan ihracattan geliyor.
- Halen 24T FD/FAVÖK çarpanına göre uluslararası benzerlerine göre ciddi biçimde iskontolu işlem görmekte.
- **TAB Gıda (TABGD.IS)**, Ramazan ayı, asgari ücret zammı ve mevsimselliğin olumsuz etkilerini kısmen geride bırakması nedeniyle 2Ç24'te 1Ç24'e kıyasla daha iyi bir çeyrek açıkladı.
- Ancak yıllık bazda karşılaştığımızda, TAB Gıda'nın 2Ç24'te geçen yılki seçimler öncesinde ücret artışlarına ilişkin yükseliş beklentilerinin yarattığı güçlü baz yılı etkisi nedeniyle marjlarda hafif bir düşüş ve reel olarak geçen yıla göre sınırlı bir ciro büyümesi kaydettiği görülüyor.
- Bununla birlikte, şirketin 2024 yıl sonu hedeflerini yakalayacağını tahmin ediyoruz.
- TABGD'yi defansif iş modeli, pazar lideri konumunu daha da güçlendiren sağlam büyüme hikayesi ve sağlıklı bilançosu nedeniyle öne çıkarmaya devam ediyoruz.

Gıda & İçecek

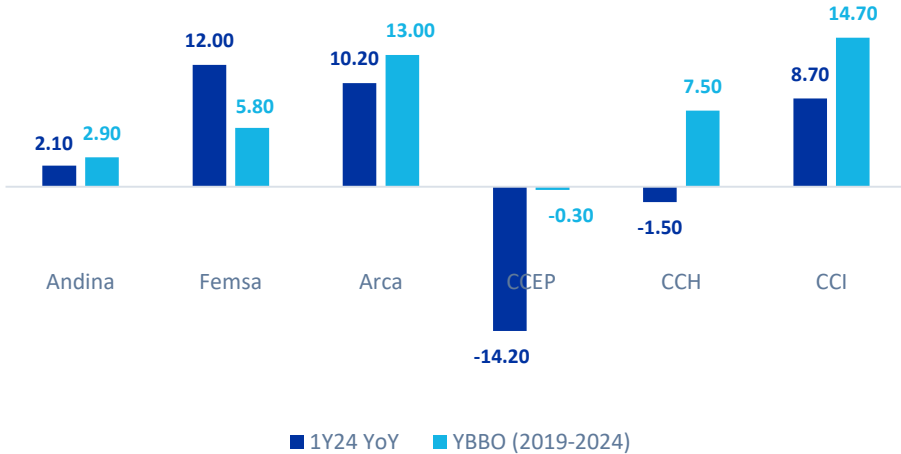
CCOLA - Satışların Dağılımı (Milyon TL)*



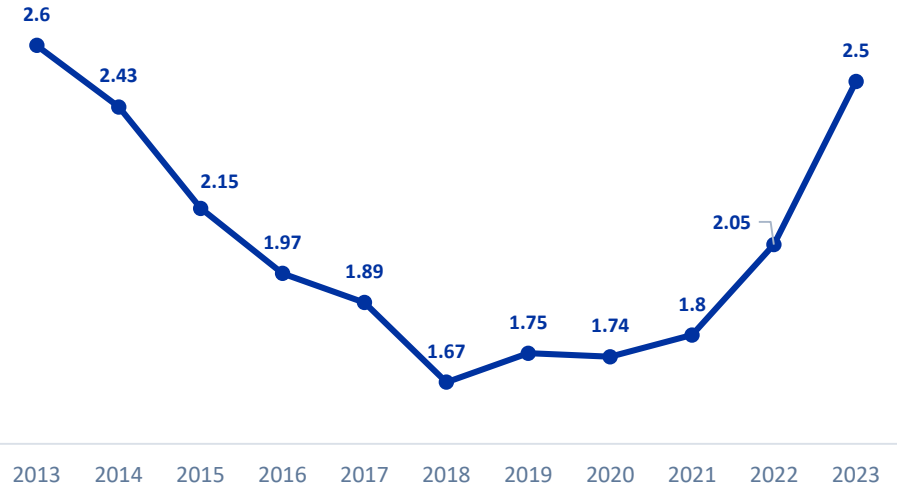
Ünite Kasa Başı Gelir Büyümesi (%)



Ünite Kasa Başı Faaliyet Karı Büyümesi (%)

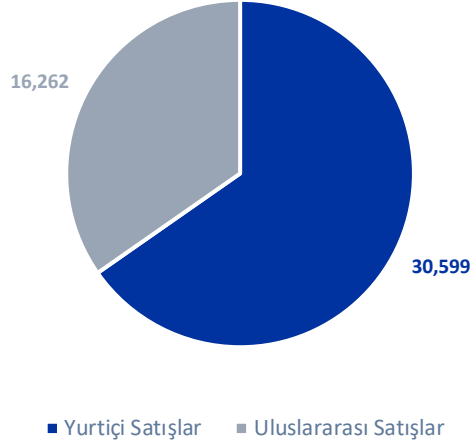


CCOLA - Ünite Kasa Başı Gelir (\$)

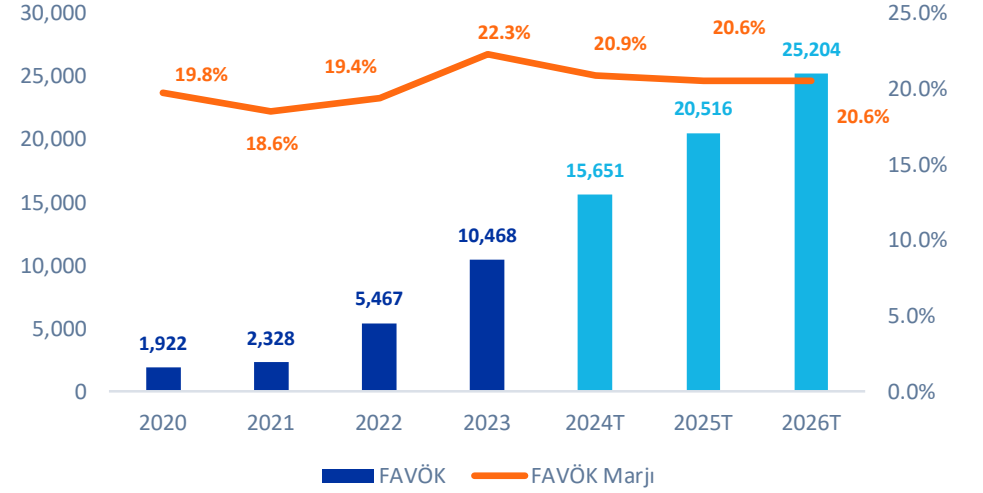


Gıda & İçecek

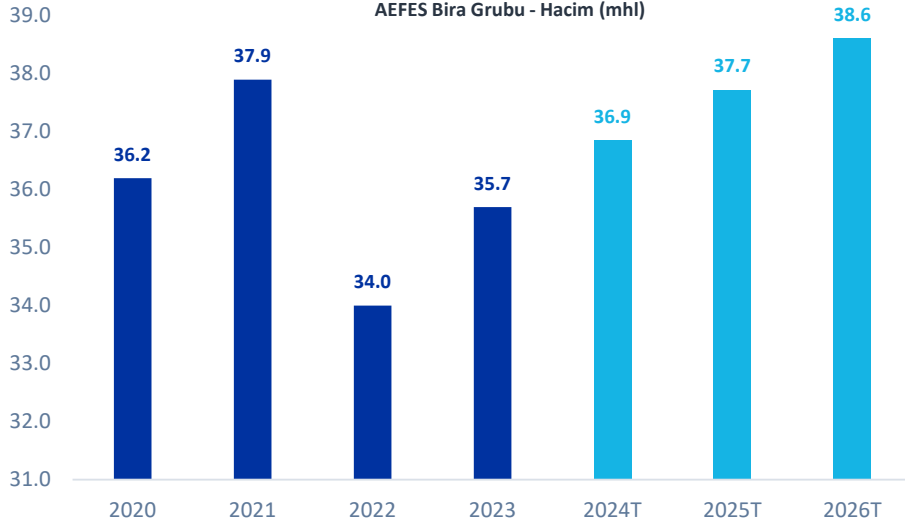
ULKER - Satışların Dağılımı (Milyon TL) - 2023*



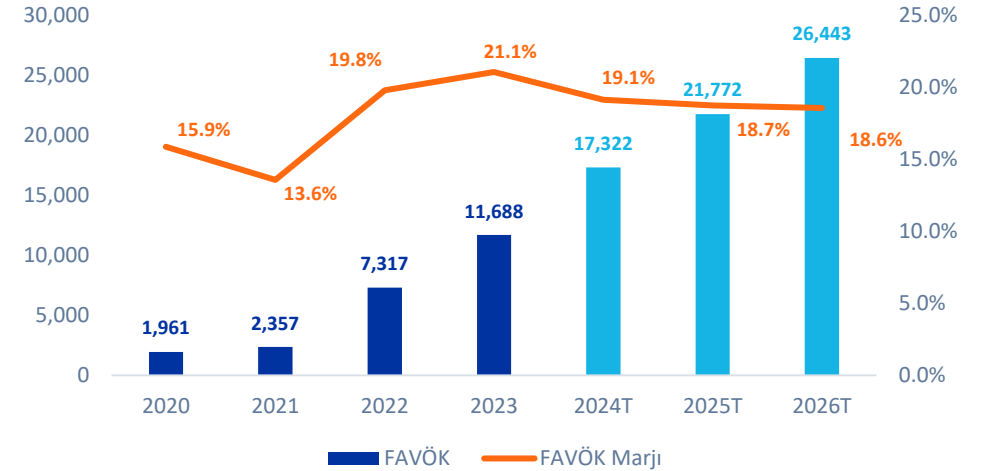
ULKER - FAVÖK (Milyon TL), FAVÖK Marjı*



AEFES Bira Grubu - Hacim (mhl)



AEFES Bira Grubu - FAVÖK (Milyon TL) ve FAVÖK Marjı*



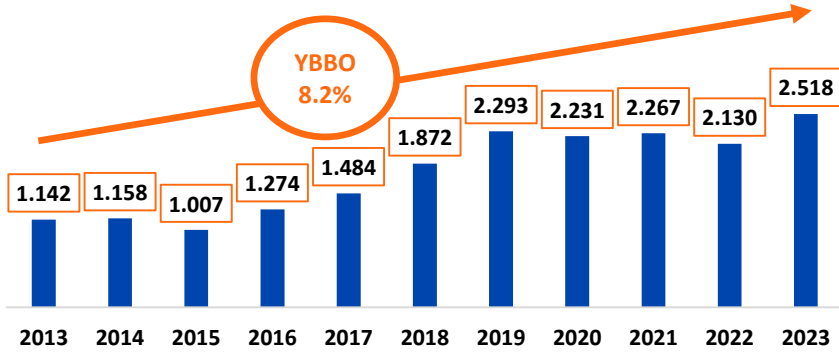
Savunma

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025													
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺																			
ASELS	57.65	262,884	73.00	54.91	27	AL	A	-5.2	-0.9	64.1	25.8	34	1%	11%	0.3%	15,706	21,557	108,914	144,216	28,215	37,655	114,797	156,399	18.2	15.7	2.5	2.2	10.9	9.7	14%	15%											
Savunma Teknolojisi																																										

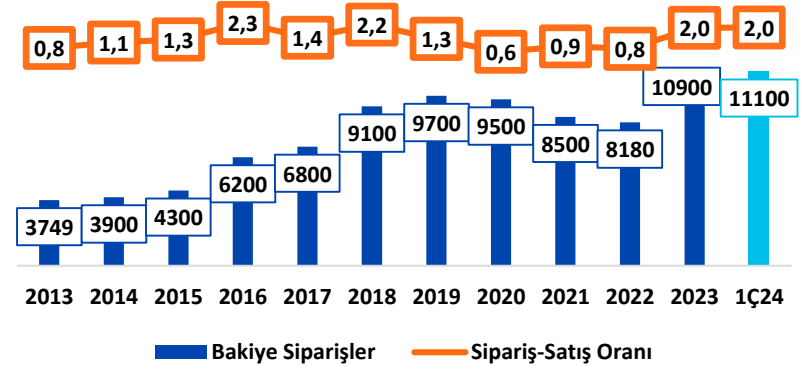
- 2023 yılı Aselsan için yeni sözleşme edinimi anlamında çok güçlü bir yıldır. 2023 yılında 5 milyar dolar tutarında yeni sözleşme edinimiyle birlikte şirketin bakiye sipariş büyüklüğü 10,9 milyar dolara ulaştı.
- Aselsan'ın 2024 yılında, yıllık bazda bir miktar normalleşmeyle, 3,5 milyar dolar büyüklüğünde yeni sipariş alacağını tahmin ediyoruz. Yeni siparişler, hesaplamalarımıza göre, yılın ilk yarısında yaklaşık 2 milyar dolara ulaştığından tahminimiz yukarı yönlü risk barındırıyor.
- Aselsan'ın 2024 yılında %25 FAVÖK marjı ile birlikte 2,9 milyar dolar ciro elde edeceğini tahmin ediyoruz.
- Şirketin, önümüzdeki yıllarda milli platformların seri üretiminin hızlanması ve ihracat fırsatlarının genişlemesi beklentisiyle, büyüme ivmesini korumak için iyi bir konumlanmaya sahip olduğuna inanıyoruz.
- Aselsan'ın 2030'a kadar satış gelirlerini dolar bazında artırırken, sipariş-satış oranını 1'in üzerinde tutmasını bekliyoruz.

Savunma

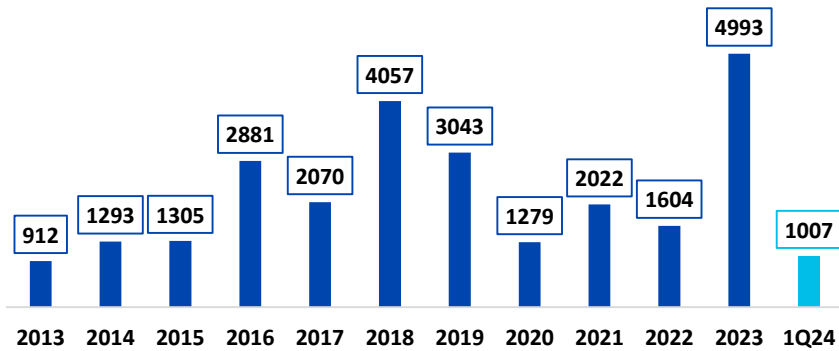
Aselsan – Net Satış Gelirleri (bin dolar)



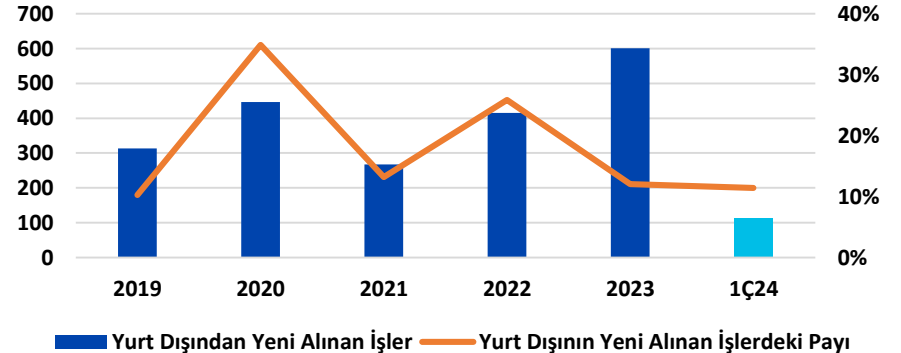
Aselsan – Bakiye Siparişler (bin dolar) & Sipariş-Satış Oranı



Aselsan – Yeni Siparişler (bin dolar)



Aselsan – Yurt Dışından Yeni Alınan İşler (bin dolar)



Source: Company & Is Investment Estimates

Enerji

Fiyat ve Oranlar	Hisse	Fiyat ₺	Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %.	1A Rel. %.	ADV 3A	HAD%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025		2024		2025	
																Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺													
AKFYE	22.42	22,779	37.73		68	AL		-6.2	-2	5.51	33.5	48			0%	6,967	3,665	5,345	5,634	3,776	3,931	27,550	25,890	3.6	6.8	0.9	1.0	9.2	8.9	25%	14%						
AKSEN	39.88	48,906	64.00	1.70	60	AL	A	-0.6	3.93	6.9	20.6	4	3%	28%	3%	5,352	5,074	27,257	27,793	7,793	10,205	36,609	33,736	10.0	10.5	1.5	1.6	9.1	7.0	13%	14%						
ASTOR	79.30	79,141	132.29		67	AL		-13	-9.3	42	27.7	13	1%	27%	7.3%	7,080	9,576	30,640	44,974	10,917	15,793	21,164	28,981	12.2	10.6	4.1	3.5	7.5	6.1	39%	35%						
AYDEM	25.26	17,808	56.51		124	AL		-16	-12	2.92	18.4	12	2%	n.a	7%	3,452	4,109	8,433	10,187	6,133	7,228	31,688	28,432	5.6	4.7	0.6	0.7	6.5	5.5	9%	14%						
GWIND	30.52	16,481	48.21	45.36	58	AL	A	-1.8	2.65	3.68	30	10	4%	62%	4%	1,665	996	2,436	2,644	1,771	1,985	8,261	7,133	10.8	18.0	2.2	2.5	10.4	9.3	18%	13%						

Elektrik

10.0 10.5 1.5 1.6 9.1 7.0 18% 14%

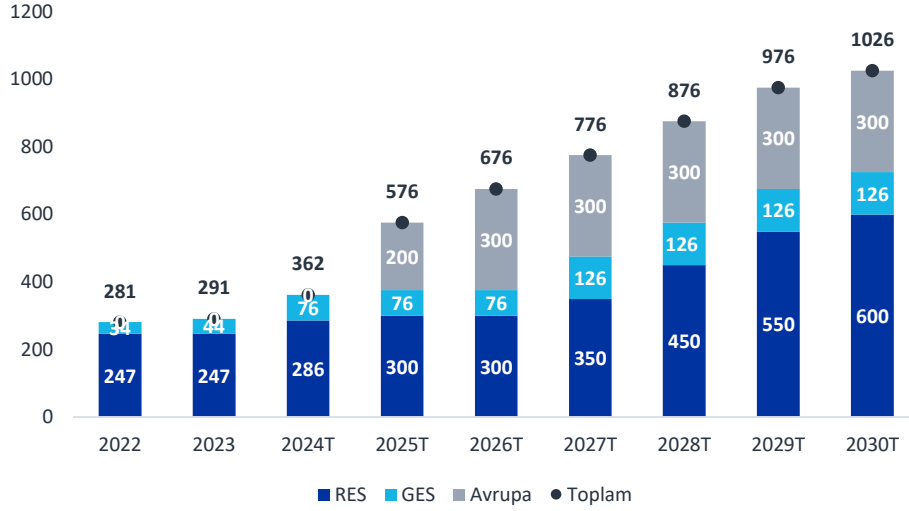
- **Akfen Yenilenebilir (AKFYE.IS):** Genç santraller nedeniyle düşük bakım ve onarım maliyetleri, ancak katkı payı gibi diğer maliyet kalemleri nedeniyle ortalama maliyetler emsallerine göre daha yüksek. Şirketin uzun YEKDEM süresi (ağırlıklı ortalama 3,5 yıl) ve dengeli üretim portföyü, AKFYE'yi cazip ve öngörülebilir bir yatırım fırsatı haline getiriyor. 3Ç24 başında, şirket 50 MW'lık rüzgar BESS ve 86 MW'lık hibrit güneş enerjisi santrali inşaatına başladığını açıkladı.
- **Aydem Yenilenebilir (AYDEM.IS):** Hidroelektrik santrallerinin yüksek kurulu gücü sayesinde şirket, yardımcı hizmetleri kullanarak ortalama satış fiyatını artırabilmiş ve spot fiyatlarındaki artıştan en olumlu etkilenenler arasında yer almıştır. Ancak, portföyünün %78'ini hidroelektrik santrallerinin oluşturması önemli bir risk teşkil ediyor ve şirket, uzun vadede daha dengeli bir portföy için yatırım planlarına sahip. 2Ç24'ten itibaren daha düşük yağışlar nedeniyle üretimde önemli bir düşüş gözlemlendi.
- **Aksa Enerji (AKSEN.IS):** Karbon yoğun portföy risk taşıırken, bu risk, yurtiçindeki yenilenebilir yatırımlar ve yurtdışındaki döviz bazlı alım garantili yatırımlarla telafi edilebilir, bu da uzun vadede önemli bir fırsat sunuyor. Yeni yatırımların EBITDA marjını %43'e yükseltmesini ve uluslararası operasyonlardan elde edilen EBITDA katkısının 2023'teki %58'den 2026'da %74'e çıkmasını bekliyoruz. Yabancı santral yatırımları için 870 milyon \$ yatırım maliyeti ve 178 milyon \$ EBITDA katkısı öngörüyoruz.
- **Galatawind (GWIND.IS):** Dengeli portföyü, düşük maliyetleri ve düşük kaldıraç oranıyla güvenli bir yatırım fırsatı sunuyor. GWIND ayrıca, Avrupa'da elektrik alım garantili santral yatırımı yapmayı planlıyor. Yatırımın detayları henüz netleşmemiş olsa da, bu konudaki haber akışları hisse için bir katalizör olabilir.
- **Astor (ASTOR.IS):** Transformatörlere olan güçlü talep, şirketin Dolar bazlı büyüme stratejisini destekliyor. Şirket, uluslararası emsallerine göre daha kısa teslimat sürelerinden faydalanmakta. Şirket beklentisi 2024 ve 2025 için sırasıyla %40 ve %23'lük Dolar bazlı ciro büyümesine denk geliyor. 2024 beklentileri için aşağı yönlü bir risk öngörürken, kapasite artışları 2025 beklentisi için yukarı yönlü bir risk oluşturabilir.

Enerji

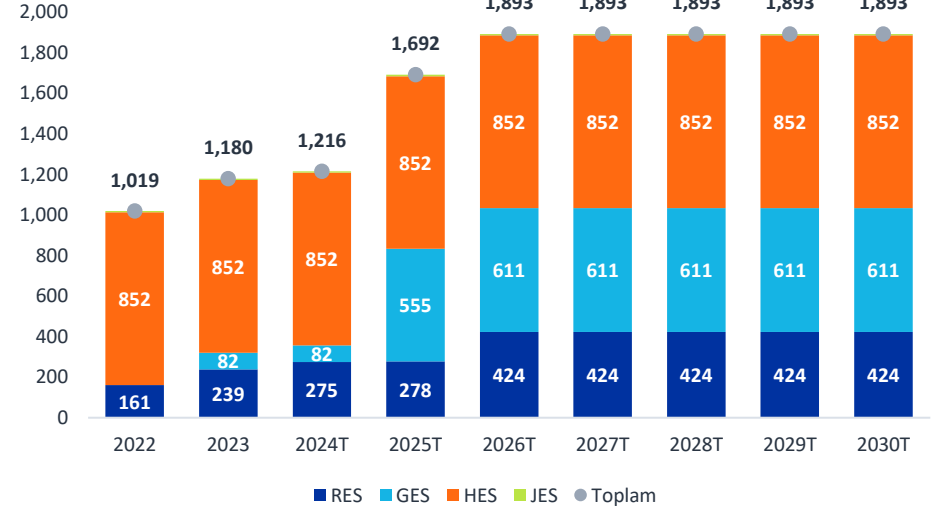
- Yenilenebilir enerji yatırımları ve devlet teşvikleri, elektrik üretim şirketlerini cazip hale getiriyor.
- Dağıtım şirketleri, altyapı yatırımı ihtiyaçları ve enflasyonun üzerinde reel getiri sağlayan teşviklerle defansif bir iş modeline sahip.
- Mevzuat eksikliği nedeniyle bataryalar, değerlemelerimiz üzerinde yukarı yönlü bir etkiye sahip değil. Şu anda, şirketler depolamalı lisanslarını elektrik depolamadan ziyade kapasite artırma fırsatı olarak görüyorlar. Depolama tesislerinin, Türkiye'nin kurulu kapasitesini 25 GW'a çıkaracağı öngörülüyor.
- Depolamalı lisanslarına EPDK tarafından öncelik verilmekte.
- Uzun vadeli spot elektrik fiyatları için 73 \$/MWh varsaydık. Spot fiyattaki 3 \$'lık bir değişiklik, yalnızca elektrik üreticileri için değerlemelerimizi %8 ile %11 oranında etkiliyor.
- Yeni alım tarifeleri daha düşük, ancak hala görünürlük sunuyor. Yerli bileşen teşvikleriyle desteklenen bu tarifeler, özellikle depolamalı için cazip olup yaklaşık 80 \$/MWh civarında olması bekleniyor.
- Saatlik fiyat tavanı 1 Temmuz itibarıyla 2700 TL/MWh'den 3000 TL/MWh'ye yükseltildi. Spot fiyatlarla satış yapan üreticilere olumlu etkisi olmasını bekliyoruz. Ağırlıklı ortalama PTF, 2024'ün ilk aylarına kıyasla Ağustos ayında 64 \$'dan 79 \$'a yükseldi.
- İlk nükleer reaktör 2024 yılı sonuna kadar faaliyete geçecek. Elektrik fiyatındaki dalgalanmayı azaltması bekleniyor, ancak 123,5 \$/MWh'lik yüksek garantili alım fiyatı nedeniyle spot fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı olmayacak.
- 2026 yılına kadar artan karbon fiyatlarıyla düzenlenmiş bir karbon piyasasının kurulması öngörülüyor ve bu da yenilenebilir enerji için büyük bir potansiyel sinyali veriyor. Şu anda gönüllü piyasalarda karbon kredileri ton başına yaklaşık 4-5 \$ civarında seyrediyor.

Enerji

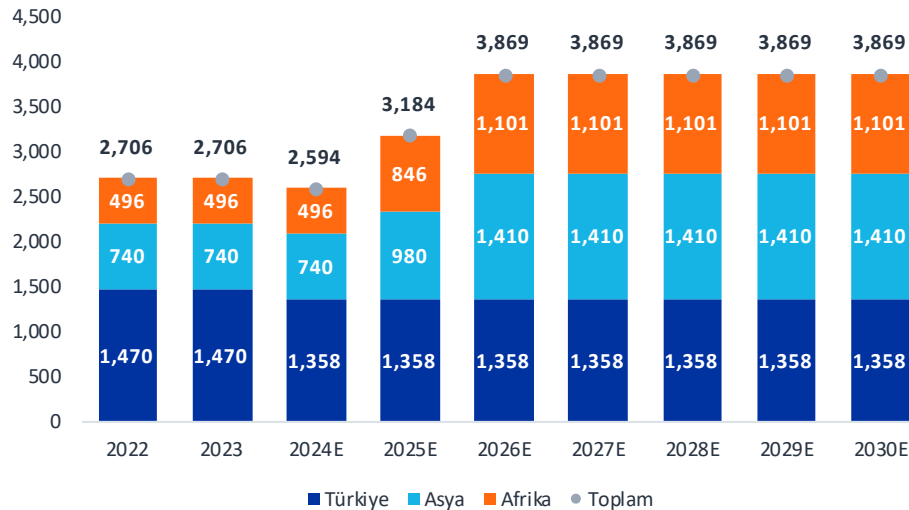
GWIND Kurulu Güç Gelişimi (MW)



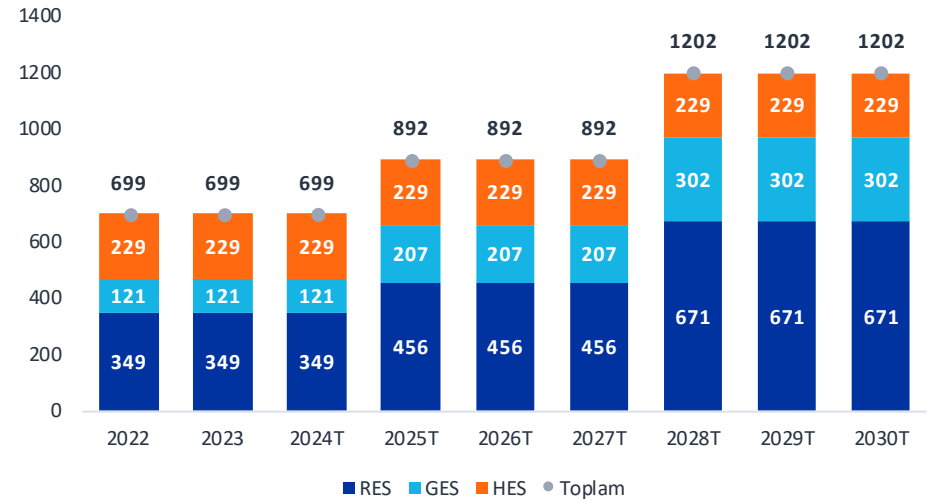
AYDEM Kurulu Güç Gelişimi (MW)



AKSEN Kurulu Güç Gelişimi (MW)



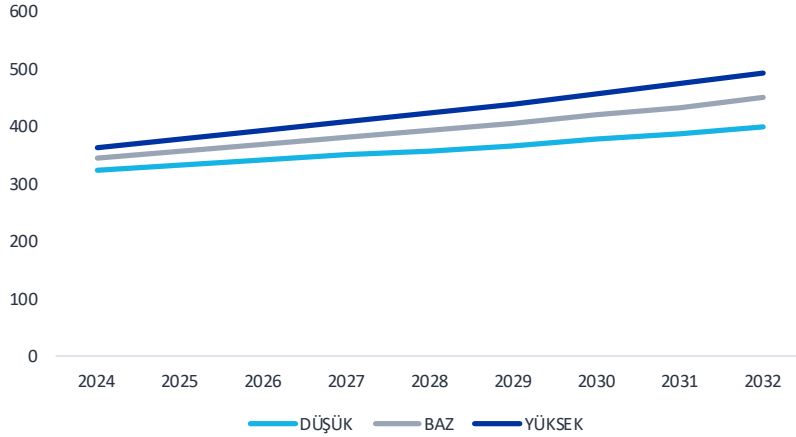
AKFYE Kurulu Güç Gelişimi (MW)



Enerji

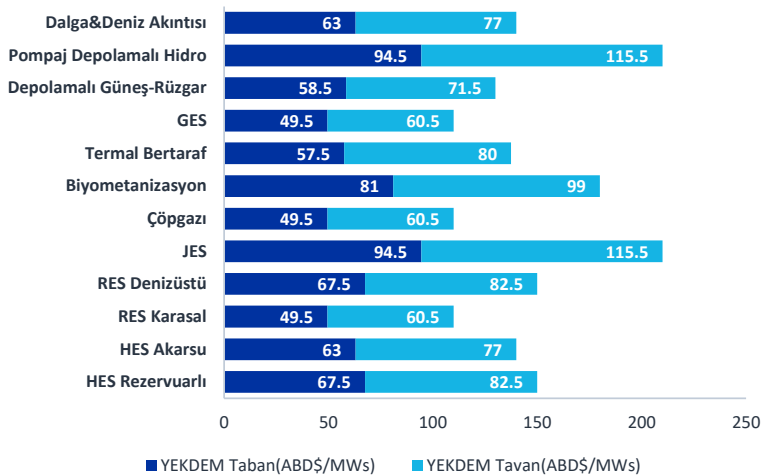
2032 yılına kadar elektrik talebinin 400 TWh ile 490 TWh arasında olması beklenirken, nüfusun 94,3 milyona ulaşacağı öngörülmüyor.

2024-2032 Yılları Brüt Elektrik Tüketim Tahmini (GWh)



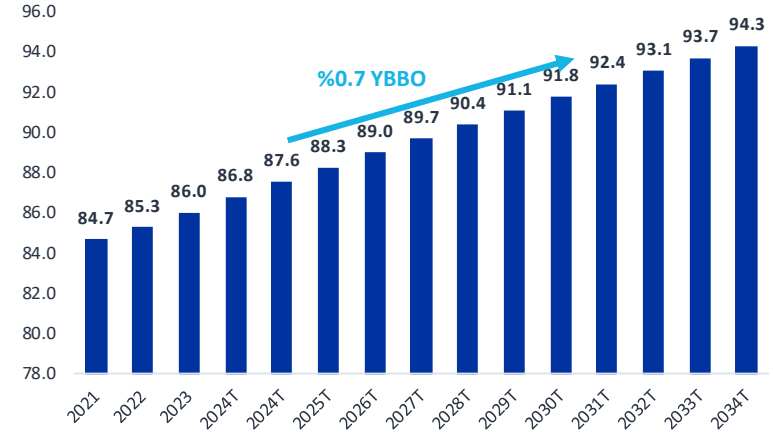
Kaynak: PwC Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Mayıs 2023 YEKDEM USD limitleri



Kaynak: PwC Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

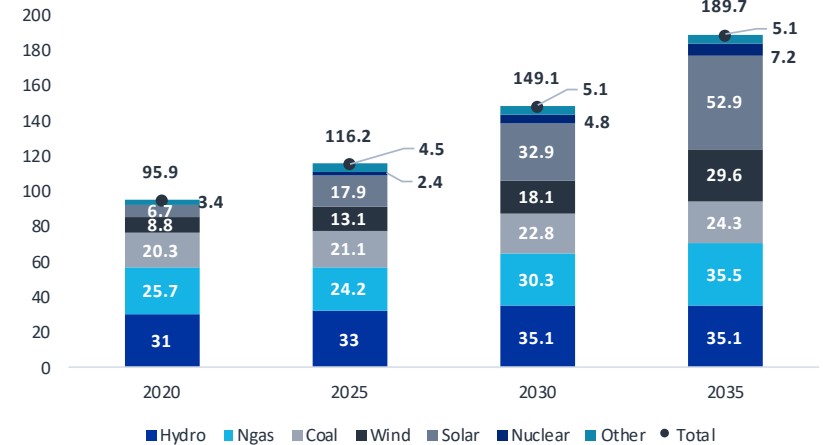
Nüfus (mn)



Kaynak: TÜİK, İş Yatırım

Kurulu gücün 2035 yılında 190 GW'a ulaşması bekleniyor

Enerji Kaynaklarına Göre Kurulu Güç (MWs)



Kaynak: PwC Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

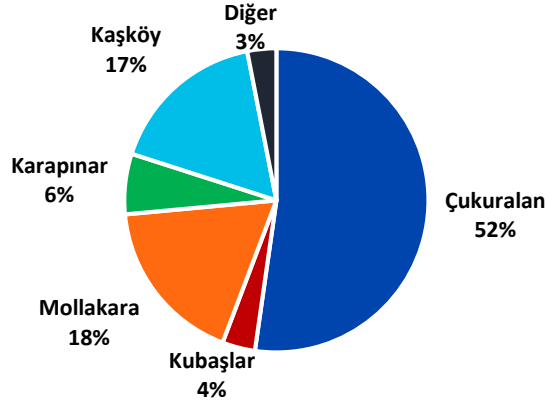
Madencilik

Fiyat ve Oranlar		Piy. Değ.₺	Hedef Fiy.₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Değ.	1A TL %	1A Rel. %	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Yr.Tem.V	5Y Dağ.%	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025		
Hisse	Fiyat ₺														Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K -₺	PD/DD -₺	FD/FAVÖK	ROE -₺								
KOZAL	25.10	80,383	25.00	19.21	0	TUT	Y	3.29	7.94	74.4	29.9	23	1%	25%	2%	4,649	11,010	11,638	18,937	5,391	10,140	30,445	45,322	18.8	9.4	2.9	2.3	14.0	8.8	16%	27%
		Madencilik														18.8	9.4	2.9	2.3	14.0	8.8	16%	27%								

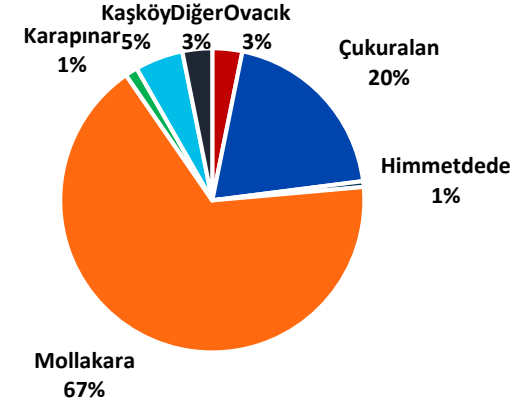
- Altın fiyatlarındaki artış ve nakit maliyetlerinde beklenen normalleşme sayesinde 2024 yılında ciro ve FAVÖK'te çift haneli reel büyüme öngörüyoruz.
- Koza Altın tarafından paylaşılan 2023 yılı UMREK raporuna göre şirket 3,5 milyon ons ölçülmüş ve belirtilmiş kaynak ile 2,5 milyon ons görünür ve muhtemel rezerve sahiptir.
- Üretim rakamlarının 2026-2028 yılları arasında zirveye ulaşıktan sonra sert düşüş yaşaması bekleniyor. Mevcut zayıf rezerv görünümü, gelecekteki üretim seviyelerini ve dolayısıyla şirketin büyüme potansiyelini sınırlandırmaktadır.
- **KOZAL.IS** için mevcut tavsiyemiz sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle TUT olmakla birlikte, mümkün kaynak kategorisinde bulunan 5,4 milyon ons büyüklüğündeki kaynağın ihtiyatlı olmak açısından değerlemeye dahil edilmemesi nedeniyle hisse performansı için yukarı yönlü risklerin aşağı yönlü risklere ağır bastığını düşünüyoruz.
- KOZAA ve IPEKE, NAD'lerine göre sırasıyla %24 ve %27 iskonto ile işlem görmektedir.

Madencilik

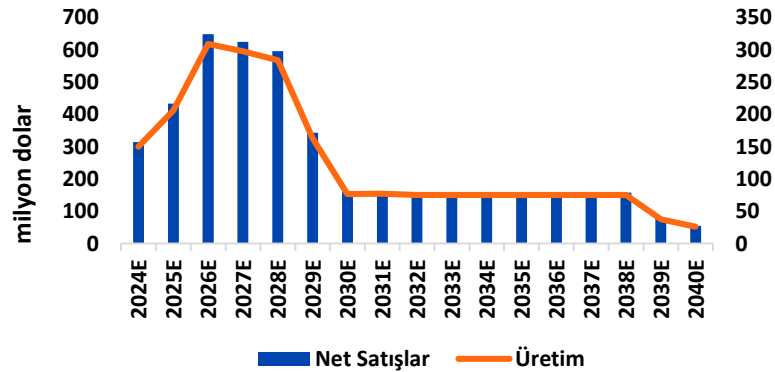
KOZAL – Rezervlerin Dağılımı



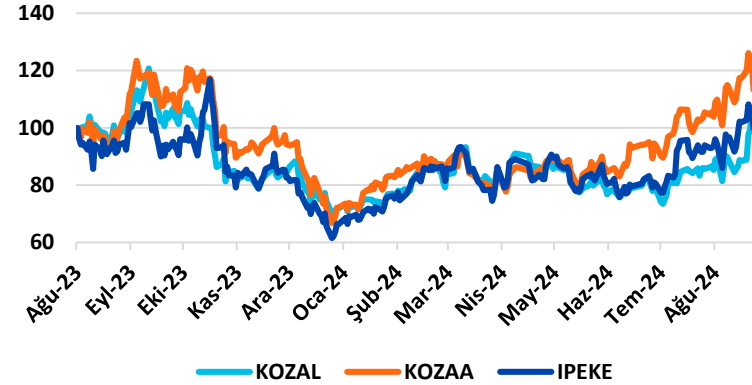
KOZAL – Kaynakların Dağılımı (rezervler hariç)



KOZAL - Üretim & Net Satışlar Projeksiyonu

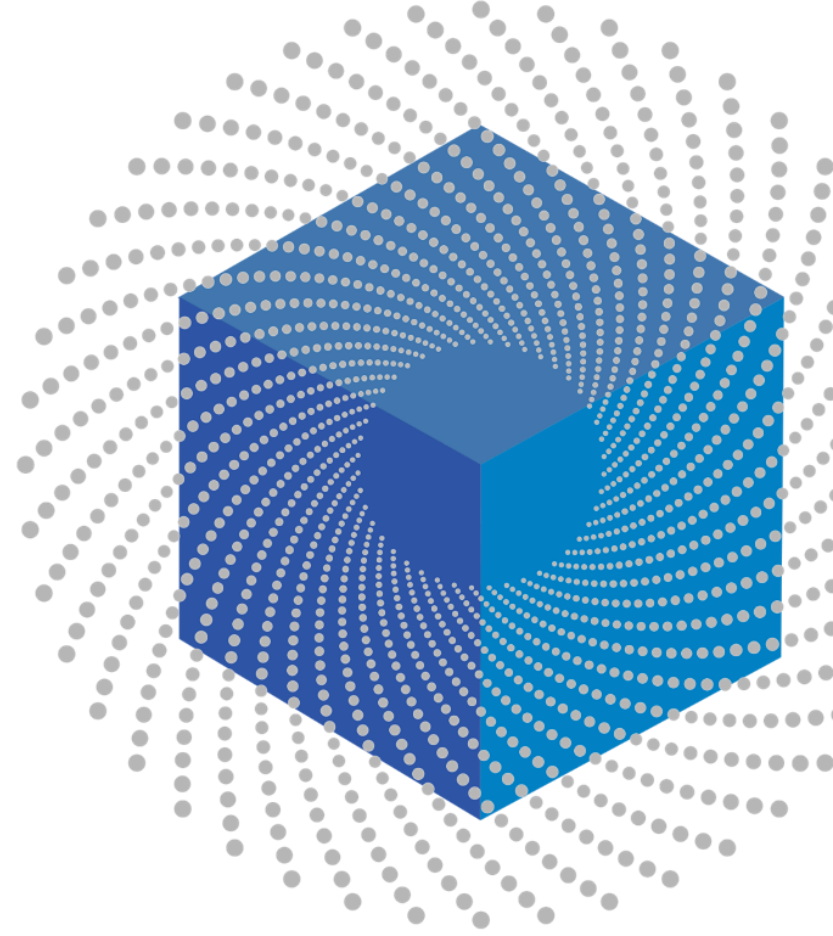


KOZAL & KOZAA & IPEKE Göreceli Hisse Performansı



Source: Companies & Is Investment Estimates

Teşekkürler



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

İŞ Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25 : AL
%10< Artış Potansiyeli < %25 :TUT
Artış Potansiyeli < %10 : SAT

Her sınır değeri için analist +/- %5 kanaat kullanabilmektedir.