

Aylık Strateji

Haziran 2024

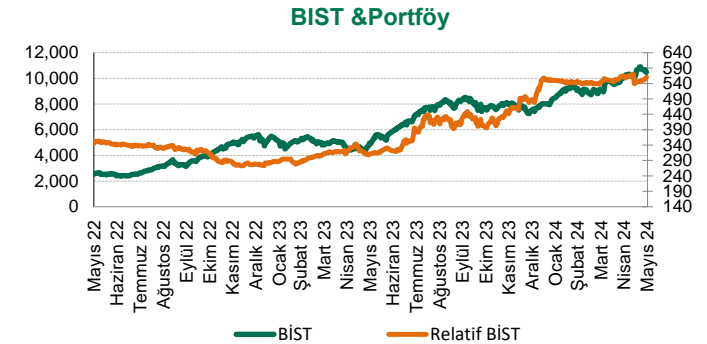
Araştırma Bölümü
+90 (212) 334 33 33
arastirma@sekeryatirim.com

Fed'in faiz indiriminin ötelenmesi risk iştahını baskılıyor...

- Avrupa Merkez Bankası Haziran ayında faiz indirimlerine başlamaya hazırlanırken ay içerisinde açıklanan son Fed tutanaklarında, Fed üyelerinin enflasyondaki katılıktan endişeli olduğu ve faiz indirimlerine başlamak için henüz yeterince güven duymadığının görülmesi risk iştahını baskıladı. Fed toplantısına ait tutanakların ardından Eylül ayında faiz indirimlerine başlanma olasılığı ilk etapta %70'den %50 altına gerilerken, beklentilerin altında kalan tarım dışı istihdam ve TÜFE verileri sonrasında %55'den fiyatlanıyor. Bu yıl için faiz indirim olasılığı 2'den 1'e gerilerken global risk alma iştahında baskı devamı bekleniyor.
- Yurt içinde ise TCMB, Mayıs toplantısında piyasa beklentilerine paralel faizi sabit tuttu. PPK metninde ise aylık enflasyonun ana eğiliminin tahmin patikasına gerileyene kadar sıkı duruşun sürdürüleceğine yönelik güçlü mesajlar verildi. TCMB ayrıca, ilave sterilizasyon tedbirleri kapsamında TL mevduat ve KKM hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarını artırdı. Ek olarak, son dönemde TL'deki reel değerlenme ve yüksek TL kredi faizleri nedeniyle artışa geçen yabancı para kredilere aylık %2 büyüme sınırı getirildi. 9 Mayıs'ta yılın ikinci enflasyon raporunun sunumu gerçekleştirilirken, yıl sonu TÜFE beklentisi %36'dan %38'e yükseltildi. Ayrıca, Mayıs ayında gerçekleşen değerlendirmede Uluslararası Derecelendirme Kuruluşu S&P Türkiye'nin kredi notunu "B+"ya yükseltirken görünümü pozitif olarak korudu.
- Özellikle yerel seçimlerden sonra kararlılıkla ve proaktif olarak uygulanmaya devam eden normalleşme sürecine olan inancın güçlenmesi, yabancıların TL varlıklara olan ilgisini ve yerli yatırımcıların dövizden TL'ye geçişini artırırken TCMB'nin döviz rezervlerinde hızlı bir toparlanmaya neden olmaktadır. Bunun yanında Mayıs ayı ile birlikte enflasyonda zirvenin görüleceği ve yılın ikinci yarısında dezenflasyonist sürecin başlayacağına ilişkin güvenin artması da TL varlıklara olan ilgiyi desteklemektedir.
- Haziran ayında yurt içinde piyasalar, Merkez Bankası'nın faiz kararını, uygulanan ekonomi program ve liralasma stratejisi çerçevesinde açıklanabilecek makro ihtiyati tedbirleri, başta enflasyon olmak üzere açıklanacak makro verileri yakından takip edecektir. Ayrıca, ay içerisinde yapılacak incelemelerden sonra 28 Haziran'da netleşmesi beklenen Türkiye'nin gri listeden çıkıp çıkmayacağı konusundaki gelişmeler de yakından takip edilecektir. 4 Haziran'da TCMB Başkanı Karahan'ın TBMM'de makroekonomik görünüm temalı bir sunum gerçekleştirmesi bekleniyor.

Veriler	Kapanış*	A/A	YBG
BIST - 100, TL	10.400	3,53%	39,2%
BIST - 100, USD	324	4,1%	27,5%
MSCI Turkey	356.845	6,2%	36,2%
MSCI EMEA	194	-2,9%	-3,9%
MSCI EM	1.049	0,3%	2,5%
Gösterge Tahvil	41,61%	-288bps	193bps
USD/TL	32,1339	-0,54%	9,16%
EUR/TL	34,8283	0,59%	6,92%
F/K			
BIST - 100	7,7		
Bankacılık	7,8		
Sanayi	12,8		
Demir&Çelik	16,5		
GYO	3,9		
Telekom	11,9		
2024T F/K	6,4		

*Kapanış 31 Mayıs 2024



Rasyonel politikaların devamı TL varlıkları destekliyor...

- Yurt dışında ise Haziran ayında piyasalar, Fed ve diğer merkez bankalarının faiz kararı ve faiz indirimleri konusunda gelecek mesajların yanında açıklanacak makro veriler ve jeopolitik risklerdeki gelişmeler takip edilecektir. 6 Haziran'da yapılacak toplantıda Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine başlayan ilk büyük merkez bankası olması bekleniyor. 12 Haziran'da gerçekleşecek Fed toplantısında açıklanacak projeksiyonlarla beraber bu yıl için kaç faiz indirimi gerçekleşeceğine ilişkin fiyatlamaların netlik kazanmasını bekliyoruz.
- Yerel seçimler sonrasında rasyonel politikaların devam edeceği beklentisi ile Nisan ayında başladığı yükselişi Mayıs ayında da devam ettiren BIST 100 Endeksi Mayıs ayı ortasında TL bazlı tarihi zirve seviyelerini 11.088 puana taşıdı. Son bir buçuk ayda yaklaşık %15 getiri elde eden BIST 100 Endeksi mayıs ayının son iki haftasında kar satışları ile karşılaşarak kazançlarının bir kısmını geri verse de ayı %3.53 artışla 10.400 seviyesinden tamamladı. Sınai endeks bir yandan ekonominin yavaşlayacağı beklentileri, diğer yandan enflasyon muhasebesinin etkileriyle ayı %3,01 düşükle tamamlarken yılbaşından beri endeksi forse eden Bankacılık Endeksi ayı %12,33 artarak pozitif ayrışma ile tamamladı.
- Fed'in faiz indirimi beklentilerinin ötelenmesi ve artan jeopolitik riskler global risk iştahında gerilemeye neden olmaktadır. Buna rağmen, yurt içinde uygulanan rasyonel politikalar ile ekonomide dengelenmenin sağlanacağına yönelik beklentilerin kuvvetlenmesi ve yabancı ilgisinin artacağı beklentisi doğrultusunda faiz hadlerinde yükseliş ve iç talepte daralma beklentisine rağmen orta vadeli pozitif görüşümüzü koruyoruz.
- Bu beklentiler ışığında ve gelen mali tablolar sonrasında hisse hedef değerlerinde yaptığımız revizyonlar sonrasında BIST 100 endeksi için 12 aylık 11.700 puan olan hedefimizi 13.000 puana revize ediyoruz ve yeni hedef değer cari endekse göre %25 getiri potansiyeli taşıması nedeniyle AL önerimizi koruyoruz. MSCI Turkey endeksi 2024T 6.36x ve 1.34x F/K ve PD/DD oranları ile EM MSCI endeksine göre 49,6% ve 16,3% iskontolu işlem görmektedir.
- Bu ay model portföyümüzde değişikliğe gitmiyoruz.
- Piyasa Riskleri**
- Enflasyondaki katılığın devam etmesi ve global merkez bankalarının faiz indirim sürecini gelecek yıla ötelemesi,
- Yurt içinde uygulanan dezenflasyon politikalarına rağmen enflasyonda beklenen düşüşün gerçekleşmemesi,
- Yumuşak iniş beklentilerine rağmen özellikle majör ekonomilerde resesyon riskinin belirgin hale gelmesi ve faiz indirimlerinin hızlanarak oynaklığın artması,
- Emtia fiyatlarındaki oynaklığın jeopolitik riskler ve ülkeler bazında alınan tedbirlerle yüksek seyretmesi,

Model Portföy

Portföy	Kapanış	Hedef	Get. Pot.	A/A	Relatif
AKBNK.TI	66,40	74,85	12,7%	11,7%	7,9%
BIMAS.TI	480,00	525,60	9,5%	24,0%	19,8%
ISCTR.TI	16,11	18,52	15,0%	17,5%	13,5%
KRDMD.TI	29,08	43,62	50,0%	11,8%	7,9%
MGROS.TI	475,25	595,00	25,2%	9,1%	5,4%
SAHOL.TI	97,70	138,27	41,5%	9,3%	5,6%
SISE.TI	49,66	78,70	58,5%	-0,1%	-3,5%
TAVHL.TI	240,70	278,50	15,7%	9,5%	5,7%
TCELL.TI	99,60	116,50	17,0%	23,3%	19,1%
THYAO.TI	302,75	475,40	57,0%	-7,1%	-10,3%
Ortalama				10,9%	7,1%

*Kapanış 31 Mayıs 2024

Eklene

-

Çıkan

-

Değişmeyen

AKBNK

BIMAS

ISCTR

KRDMD

MGROS

SAHOL

SISE

TAVHL

TCELL

THYAO

Favori Sektörler

Bankacılık
Gıda-İçecek
Perakende
Turizm
Havacılık
Telekom
İnşaat
Çimento
Demir-Çelik
Cam

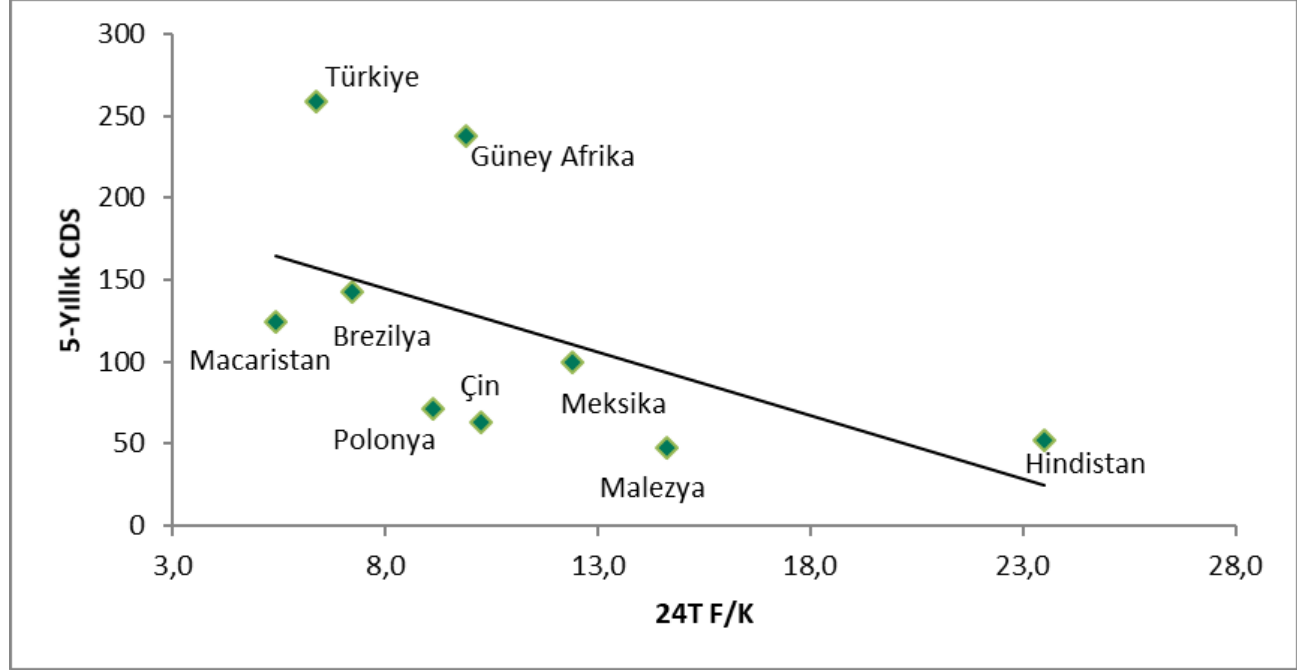
Benzerlerinin üzerinde performans...

- MSCI Türkiye Endeksi, son 12 ayda %50,6 yükseliş göstererek MSCI Gelişen Pazarlar endeksinin %27,3 üzerinde performans göstermiştir.

Değişim	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Türkiye	6,2%	19,7%	50,6%	36,2%
MSCI Gelişen Pazarlar	0,3%	2,7%	9,4%	2,5%
MSCI EMEA	-2,9%	-3,8%	6,5%	-3,9%
MSCI Doğu Avrupa	2,2%	3,5%	34,2%	4,8%
MSCI Dünya	4,2%	3,2%	23,0%	8,7%
Relatif MSCI Türkiye	1Ay	3Ay	12Ay	YBD
MSCI Gelişen Pazarlar	-5,6%	-14,2%	-27,3%	-24,8%
MSCI EMEA	-8,6%	-5,8%	-29,3%	-29,4%
MSCI Doğu Avrupa	-3,8%	-13,6%	-10,9%	-23,1%
MSCI Dünya	-1,9%	-13,8%	-18,3%	-20,2%

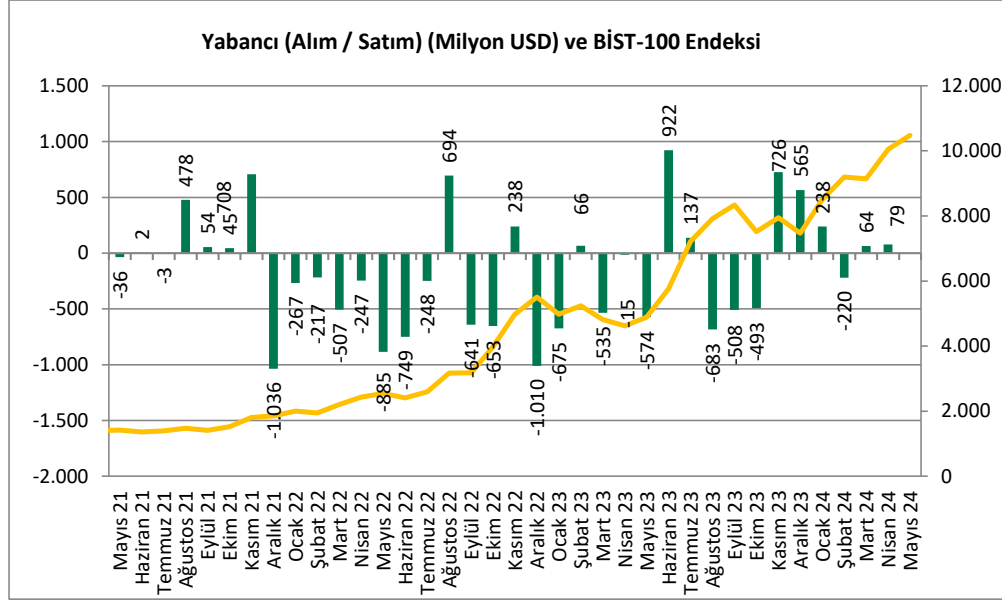
31 Mayıs 2024 itibariyle

Benzer Ülkelerin 5 Yıllık CDS'leri ve 24T F/K Oranları...

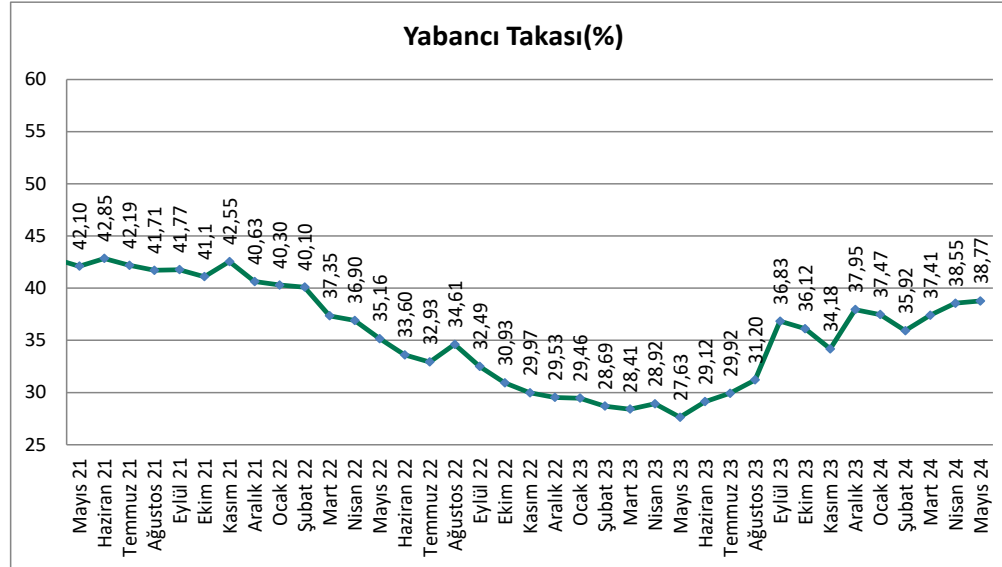


31 Mayıs 2024 itibariyle

Yabancı payı...

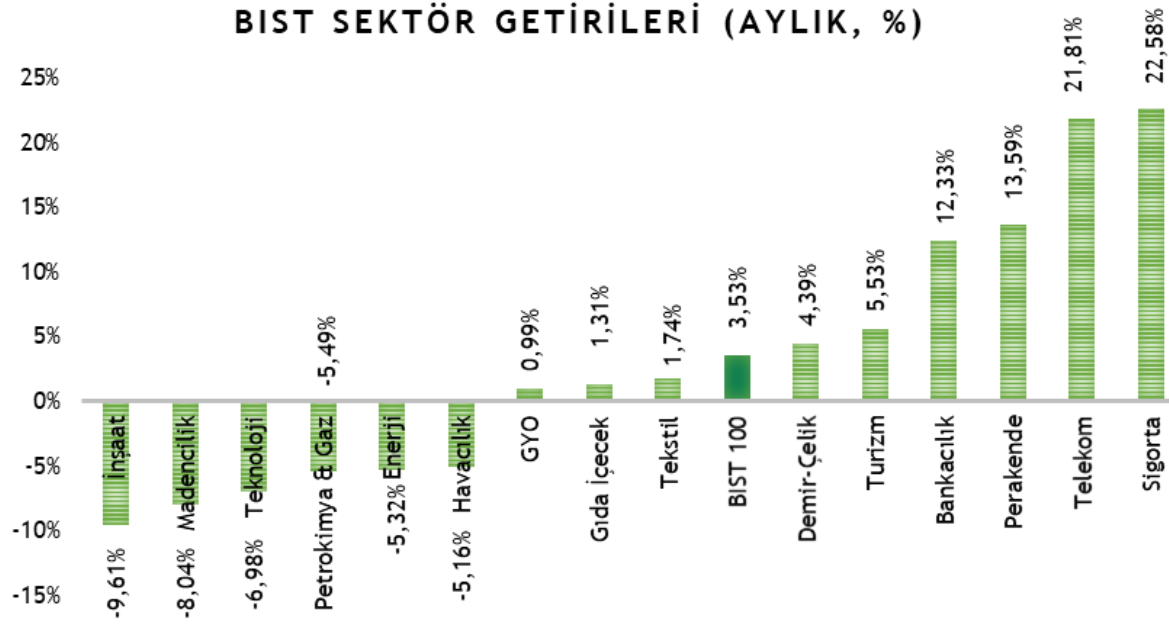


➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcılar 2024 Nisan ayında toplamda 79 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir.



➤ Borsa İstanbul'da yabancı yatırımcı payı 2024 Mayıs ayında %38,77 seviyesine yükseldi.

Sektör Getirileri...



- Borsa İstanbul'da Mayıs 2024 itibariyle en çok yükseliş kaydeden sektör aylık %22,6 artışla Sigorta sektörü olmuştur.

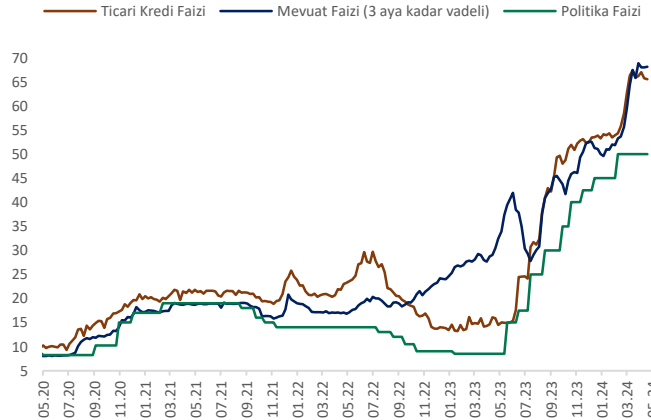
Makroekonomik Görünüm

Merkez Bankası Faiz Kararı/Mayıs

TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), bu ayki toplantısında politika faizini beklentilere paralel %50 seviyesinde sabit tuttu. Önceki karar metniyle paralellik gösteren PPK kararında son dönemdeki gelişmeler değerlendirilmiştir. Enflasyonun Nisan'da sınırlı geri çekilmesi, TCMB'nin sıkı duruşunu destekler nitelikte. Ayrıca ikinci çeyrekteki öncü göstergelerin birinci çeyreğe kıyasla iç talepte zayıflamaya işaret etmesi de uygulanan politikaların kademeli de olsa sonuç vermeye başladığını gösteriyor. Bu aktarımın yılın ikinci yarısından itibaren belirgin şekilde hızlanacağını tahmin ediyoruz. Öte yandan TCMB'nin seçim sonrası dönemde belirgin şekilde piyasadan yaptığı döviz alımı nedeniyle rezervlerdeki iyileşme de kırılganlığı azaltıyor. USD/TRY kurunda yukarı yönlü sert baskı olmadan rezerv biriktirilmesi de hem sermaye girişini hem de yerleşiklerin Türk Lirası varlıklara ilgisini gösteriyor. Sözle yönlendirme mekanizmasını etkin şekilde kullanan Merkez Bankası, aylık enflasyon belirgin ve kalıcı şekilde düşüp enflasyon beklentileri TCMB tahminleriyle uyumlu hale gelene kadar sıkı duruşu devam ettireceğini ifade etmiştir. TCMB'nin sıkı duruşunu bir süre daha devam ettireceği varsayımı altında, yılın ikinci yarısında risk primi, kur oynaklığı ve tahvil getirilerinde düşüş bekliyoruz. Türk Lirası talebiyle ortaya çıkacak olan likidite fazlasının da ilave tedbirlerle sterilize edileceği TCMB tarafından açıkça ifade edilmiştir. Makroihtiyati tedbirler kapsamında menkul kıymet tesisinin sonlandırılması ile makro finansal istikrarı koruyacak ek adımların da atılacağı ifade edilmiştir.

İthal mal talebindeki canlılık hem cari dengeyi hem de fiyat istikrarını sekteye uğrattıyor. Özellikle hizmet sektöründeki fiyat katılıklarının devam etmesi ve ana eğilimi zayıflasa da aylık enflasyonun öngörülen seviyelerin üzerinde gerçekleşmesi, TCMB'nin faiz indirimini bir süreliğine rafa kaldıracığına işaret ediyor. Hem temel politika aracını etkin şekilde kullanan hem de tamamlayıcı makroihtiyati tedbirlerle likiditeyi ayarlayan TCMB, enflasyonla mücadele konusunda kararlı duruşunu sürdürmektedir. Bu kapsamda enflasyonda belirgin bir düşüş sağlanmadan ve tahmin patikasıyla uyumlu bir enflasyon beklentisi oluşmadan faiz indirimlerinin başlamayacağını düşünüyoruz.

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

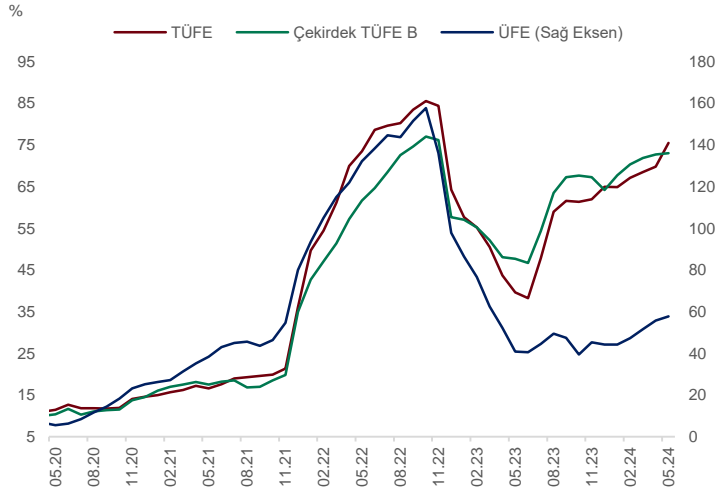


Makroekonomik Görünüm

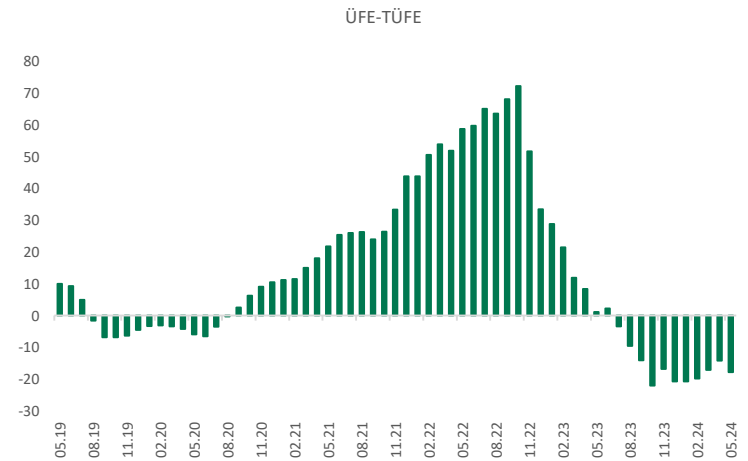
Enflasyon – Mayıs

TÜFE Mayıs'ta bir önceki aya göre %3.37 artarken yıllık enflasyon %75.45 seviyesine yükseldi. (önceki %69.8). Piyasa beklentisi enflasyonun aylık %3.1 ve yıllık %74.8 artış yaşayacağı yönündeydi (Şeker Yatırım beklentisi aylık %2.9 ve yıllık %74.65). Mayıs ayında tüm piyasa beklentileri enflasyonun zirve yapacağı yönündeydi. Gerçekleşen enflasyon oranı ise, hem piyasa hem de bizim beklentilerimizin üzerine çıkarak iç talebin hala canlı olduğuna işaret ediyor. Yılın ilk beş ayında kümülatif %20.94 seviyesinde yüksek bir enflasyon gerçekleşmesi yaşandı. Mayıs ayındaki gerçekleşme ile birlikte yılın ilk yarısındaki enflasyon gelişmeleri TCMB tahmin patikasının üzerinde seyrediyor. Özellikle aylık enflasyon dinamiklerinde dezenflasyon sürecinin başlamamış olması, iç talebin hala canlı olduğunu gösteriyor. Mevcut durumda sıkı parasal duruşun bir süre daha devam edeceğini söyleyebiliriz. Endekste %57 ağırlığa sahip olan gıda, konut ve ulaştırma enflasyonu ortalaması ise yıllık %78.69 yükseldi. Aynı dönemde Özel Kapsamlı TÜFE Göstergesi olan B endeksinde (çekirdek enflasyon) aylık enflasyon %3.77 olurken yıllık enflasyon %72.99 düzeyinde gerçekleşti. Çekirdek enflasyon göstergelerindeki aylık eğilim genel enflasyona paralel seyrediyor. Çekirdek enflasyon göstergeleri uzun süre sonra manşet enflasyonun gerisine düştü. Yıllık enflasyon düzeyi baz etkisi nedeniyle yüksek seyrini devam ettirse de Haziran itibariyle aylık enflasyondaki gerileme ve baz etkisinin zayıflamasıyla yıllık enflasyonda da düşüş eğilimini görmeye başlayacağız. Üretici fiyatları ise Mayıs'ta aylık %1.96 artarken ÜFE'deki yıllık değişim %57.68 seviyesinde. ÜFE'de alt endekslere baktığımızda ana sanayi gruplarının yıllık değişimleri ara mallarında %55,48 artış, dayanıklı tüketim mallarında %64,91 artış, dayanıksız tüketim mallarında %66,12 artış, enerjide %43,74 artış ve sermaye mallarında %63,51 artış olarak gerçekleşti. Parasal sıkılaştırma düzeyinin kararlılıkla devam etmesi sonucu talep enflasyonunun kademeli olarak azalacağını ve enflasyonun tahminle uyumlu bir seyre döneceğini söyleyebiliriz.

TÜFE, ÜFE ve Çekirdek Enflasyon (yıllık % değişim)



ÜFE-TÜFE Makası



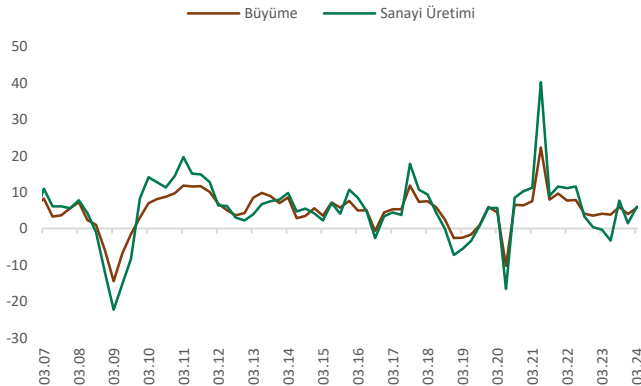
Makroekonomik Görünüm

Büyüme/2024 – 1.Çeyrek

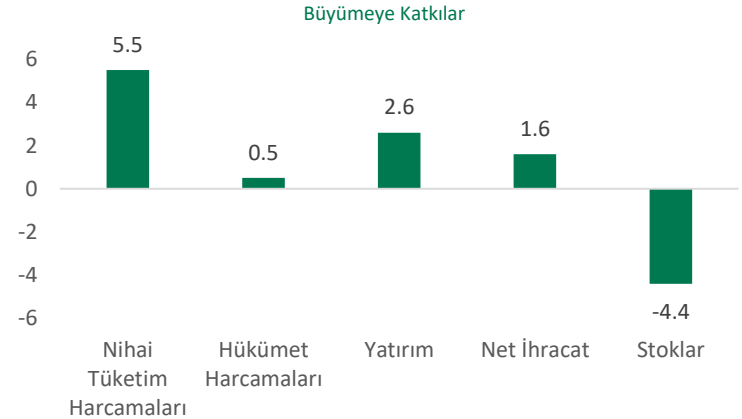
Türkiye ekonomisi yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.7 büyüme kaydetti. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre %2,4 arttı. Takvim etkisinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, 2024 yılının birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %5,8 arttı. Üretim yöntemiyle Gayrisafi Yurt İçi Hasıla tahmini, 2024 yılının birinci çeyreğinde cari fiyatlarla bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %90,0 artarak 8 trilyon 822 milyar 248 milyon TL oldu. GSYH'nin birinci çeyrek değeri cari fiyatlarla ABD doları bazında 285 milyar 572 milyon olarak gerçekleşti. İşgücü ödemelerinin cari fiyatlarla Gayrisafi Katma Değer içerisindeki payı geçen yılın birinci çeyreğinde %37,8 iken, bu oran 2024 yılı birinci çeyreğinde %42,0 oldu. Net işletme artışı/karma gelirin payı ise geçen yılın birinci çeyreğinde %40,0 iken, 2024 yılı birinci çeyreğinde %44,2 oldu. Piyasa beklentisinin hafif üzerinde ve bizim beklentimize paralel gelen büyüme rakamları, yılın ilk çeyreğinde iç talepteki canlılığın devam ettiğini gösteriyor. Sıkı para politikasına rağmen nihai tüketim harcamalarındaki canlılık ilk çeyrekte hem büyüme hem de enflasyonu tetiklemiştir. Bu etkinin ikini çeyrektekenden itibaren yavaşlamasını bekliyoruz.

Tüketim harcamalarındaki canlılık özellikle yılın ilk çeyreği boyunca gerçekleşen enflasyon rakamlarında hissedilmişti. Sıkı para politikasına rağmen devam eden tüketim talebini, para politikasının gecikmeli etkilerine bağlıyoruz. Ocak-Mart dönemindeki faiz artış etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren tüketimi sınırlayıcı bir etki yaratması muhtemel görünüyor. Öte yandan makine-teçhizat yatırımlarındaki yavaşlama ve inşaat sektöründeki toparlanma, büyümenin sürdürülebilir kaynaklardan çok, harcama kapsamlı olduğunu gösteriyor. Sıkı para politikasının temel amacının talep yanlı enflasyonu hem tüketim hem ithalatı kısarak dengeye getirmesi temel hedeflerden biridir. Bu kapsamda, mevcut parasal duruşun belirgin etkisinin yılın ikinci yarısından itibaren büyüme verilerine yansıtacağını söyleyebiliriz. Yatırımların belirgin şekilde büyürken, bunun makine teçhizat yatırımlarına yansımaması, bu pozitif havanın istihdam piyasasına yansımamasının da sınırlı olabileceğini gösteriyor. Bu kapsamda yatırımları destekleyici yeni uygulamaların kademeli olarak devreye alınacağı bir döneme giriyoruz.

Büyüme ve Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)



Büyüme Kaynakları



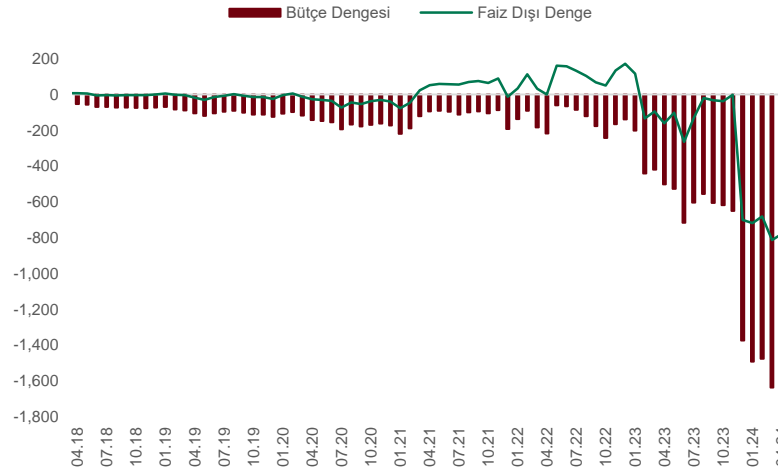
Makroekonomik Görünüm

Bütçe – Nisan

Nisan ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 595.8 milyar TL, bütçe giderleri 773.6 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 659.6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde bütçe açığı 177.8 milyar TL olurken faiz dışı denge 63.8 milyar TL açık vermiştir. Elektrik Üretim AŞ'ye Nisan'da 20.2 milyar ve Ocak-Nisan döneminde toplam 75.5 milyar TL transfer yapılmıştır. Öte yandan bayram ikramiyesi kapsamındaki tek seferlik ödeme bütçeye Nisan 'da ek 41.3 milyar TL maliyet yaratmıştır. Nisan'da bina kiralama giderlerinde yaklaşık 16 milyar TL artış yaşanırken, kamudaki tasarruf politikalarının gelecek dönemde ne kadar ehemmiyetli olduğu bütçe rakamlarından da görülmektedir. Personel giderlerinde enflasyon nedeniyle yaşanan sert yükselişin kamunun diğer harcama kalemleri ile telafi edilmesi gerekirken, bütçede bina, malzeme giderleri gibi kalemlerdeki artışlar mali disiplini baskılıyor. Bu nedenle gelecek üç yılda kamudaki tasarruf tedbirlerinin kararlılıkla hayata geçirilmesi hem bütçeyi rahatlatacak hem de fiyat istikrarına kamu kaynaklı gelen baskıları azaltacaktır. Sıkı para politikasını destekleyen sıkı maliye politikasının önemine dikkat çekmiştik. Para politikasının hareket sahasının azaldığını ve fiyat istikrarına bundan sonra maliye politikası kaynaklı desteklerin artacağına inanıyoruz.

Kamudaki tasarruf tedbirlerinin kararlılıkla uygulanması, orta vadede mali disiplin çıpasının yeniden tesis edilmesi açısından kritik önem taşımaktadır. Para politikasındaki sıkı duruşun etkili olabilmesi ve enflasyonu kontrol altına alabilmesi için maliye politikasından gelecek destek oldukça önemli hale gelmiştir. Para ve maliye politikasının eşgüdümlü uygulanması gerektiğini düşünüyoruz. Vergi tahsilatlarındaki iyileşme bütçe görünümüne pozitif katkı verse de asıl etkinin 2024 ikinci yarısından itibaren gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Geçen yıl özellikle para politikası uygulamaları üzerindeki bazı yüklerin Hazine tarafından karşılanması, bütçe üzerinde olumsuz baskı yaratmıştı. Türk Lirası'nı destekleyen tasarruf tedbirlerinin hem kur hem enflasyon baskısını azaltarak bütçeye de katkı vereceğini öngörüyoruz

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

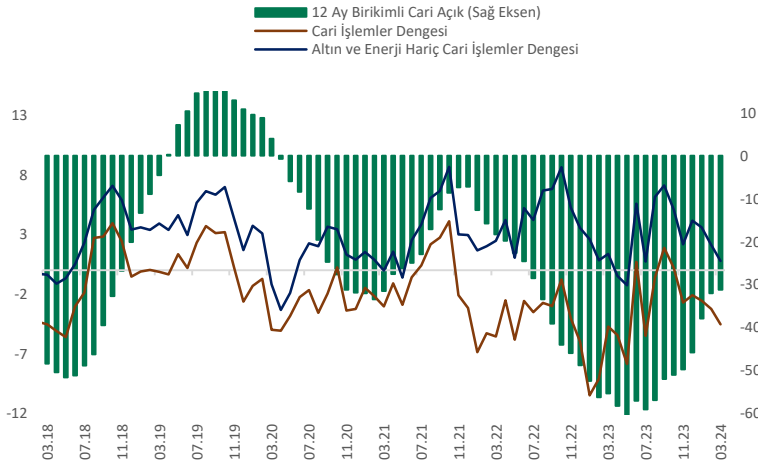


Makroekonomik Görünüm

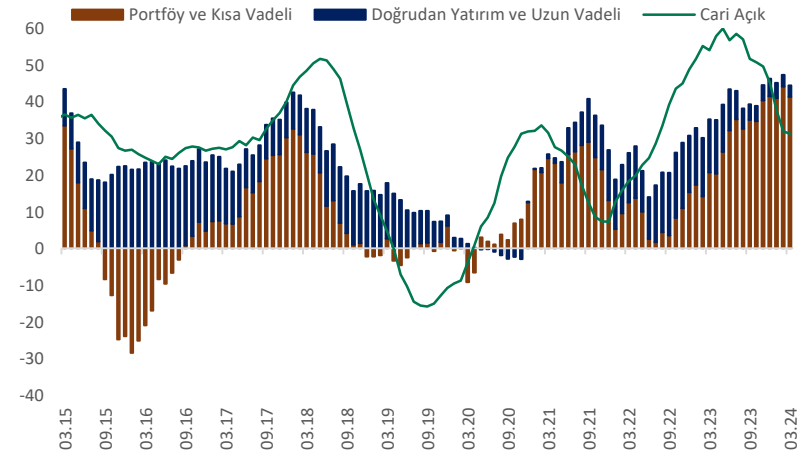
Ödemeler Dengesi / Mart

Ödemeler dengesi istatistiklerine göre Mart ayı cari işlemler dengesi 4.544 milyon ABD doları açık vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 31.232 milyar ABD dolarına gerilemiştir (önceki 31.829 milyar). Cari açıkta Mart ayında sınırlı da olsa birikimli iyileşme devam ediyor. Bu gelişmede, ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının 5.193 milyar ABD doları ve hizmetler dengesi kaynaklı girişlerin 2.241 milyar ABD doları gerçekleşmesi etkili olmuştur. 12 Aylık birikimli dış ticaret açığı, Haziran sonrası başlayan sıkılaştırma adımlarıyla 91.8 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir (Mayıs 2023 zirvesi 122 milyar USD). Dış ticaret dengesinde Şubat ayına göre 450 milyon USD artan açığa rağmen hizmetler dengesindeki girişlerin azalması cari dengenin temel bileşenleri üzerinde baskı yaratmıştır. Mevcut görünüm önceki yıl trendi ile karşılaştırıldığında pozitif bir eğilim sergilemeye devam ediyor. Seçim belirsizliği nedeniyle rezervlerdeki kayıp 10 milyar USD seviyelerine yükselirken, net hata noksan 9.5 milyar USD düzeyine yükselmiştir. Hem seçim atmosferinin geride kalması hem de para politikasındaki sıkı duruşun ödemeler dengesindeki iyileşmeye pozitif katkı yapmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Cari işlemler açığının nasıl finanse edildiğine baktığımızda, resmi rezervlerde 10.281 milyar ABD doları net azalış gözlenmiştir. Son dönemdeki sıcak para girişlerinin etkisiyle 12 aylık toplamda portföy yatırımları ve kısa vadeli girişler 41.2 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir (12 ay ortalaması 35.3 milyar USD). Doğrudan yabancı yatırım ve uzun vadeli sermaye girişleri ise birikimli veride ortalamalara göre negatif trendi devam ettiriyor. Mart ayı itibariyle birikimli doğrudan yatırım ve uzun vadeli finansman 3.1 milyar USD düzeyinde net giriş kaydetmiştir (önceki 3.2). Cari açığın finansman kalitesinde kısa vadeli kaynakların payının yükselmesi ekonomideki kırılganlık riskini arttırmaya devam ediyor. Özellikle ara kazanç ticaretinden (carry trade) yararlanmak isteyen sermaye akımları doğrudan yabancı yatırım yerine portföy yatırımları girişini tetiklemiştir. Sıcak para girişi sıkı para politikasının beklenen bir sonucu olurken, bunun kompozisyonunun artması kırılganlık riskini canlı tutuyor. Nisan ayında TCMB'nin swap hariç net döviz rezervlerinin yaklaşık 30 milyar USD toparlandığını görüyoruz. Mart sonrası sermaye girişiyle birlikte TCMB net alım tarafına geçmiştir. Bu iyileşmenin devam edeceğini tahmin ediyoruz.

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



Cari Açığın Finansmanı (12 aylık birikimli milyar USD)



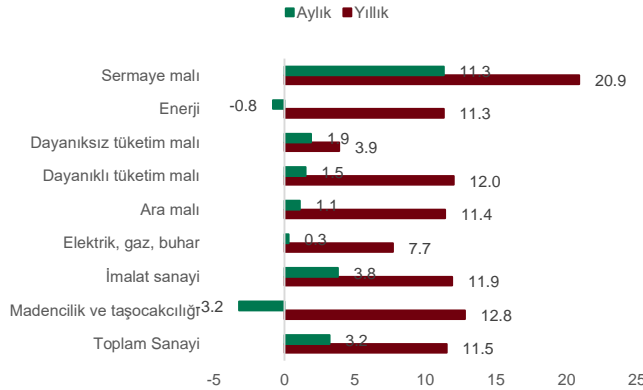
Makroekonomik Görünüm

Sanayi Üretimi - Mart

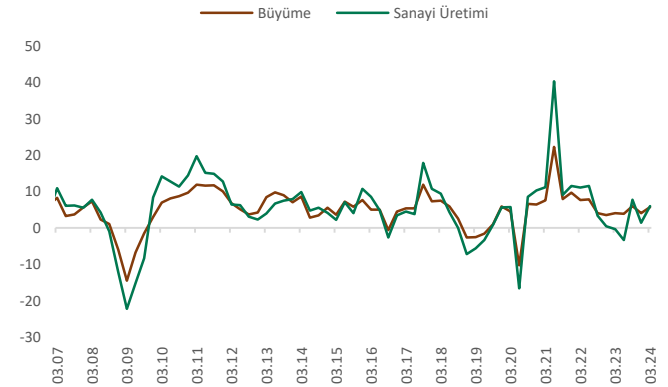
Sanayi Üretim Endeksi verilerine göre, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış üretim Mart'ta bir önceki aya göre %0.3 artış gösterdi. Böylece yıllık üretim artış düzeyi de %4.3 seviyesinde gerçekleşti (önceki %11.5). Sanayi üretim endeksindeki görünüm bize, sıkı parasal duruşun ekonomik aktivitedeki canlılığı istenilen seviyede düşürmese de üretim verilerine yansımalarının devam ettiğini söylüyor. Özellikle alt endekslerdeki gelişmeler, yılın geri kalanında üretim aktivitelerindeki gelişmelerin daha da yavaşlayabileceğine işaret ediyor. Finansman maliyetlerindeki artışlara küresel ekonomik görünümdeki belirsizlikler eklenince hem iç hem de dış üretim aktivitelerindeki gerileme kaçınılmaz hale gelmiştir. Özellikle fiyat istikrarına giden yolda, ekonomik aktivitede üretim yanlı göstergelerin 2024 boyunca belirgin şekilde yavaşlayabileceğini belirtmiştik. Mevcut görünüm inişin daha da yumuşak olabileceğini, ekonomik aktivitedeki canlılığın devam ettiğini gösteriyor. Özellikle yılın ikinci yarısından itibaren enflasyondaki görünüme paralel sektörler özelindeki kredi imkânlarının genişletilebileceğini tahmin ediyoruz. Bu dönemde borçluluğu ve finansman gideri düşük, ihracat oranı yüksek sanayi şirketlerinin pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Sanayi şirketlerinin reel sektördeki fiyat ayarlamaları nedeniyle, finansal sektöre göre daha kademeli bir toparlanma yaşayacağını tahmin ediyoruz.

Ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve böylece enflasyonun düşürülmesi Temmuz 2023 itibariyle ekonomi politikalarının odağını oluşturuyor. Para ve maliye politikasındaki sıkılığın düzeyi, beklentilerdeki kötüleşmenin resesyon bölgesine geçmeden yumuşak bir inişle tamamlanması üzerine kurulmuştur. Merkez Bankası tahmin patikasında çıktı açığının 2024 ortasından itibaren negatif bölgeye geçmesi, ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın Haziran sonrası daha da hızlanacağını gösteriyor. 2024 yılı büyüme ve üretim göstergelerinde daha sakin bir seyir izleyerek enflasyonun nispeten kontrol altına alındığı bir dönem olacaktır. Makro finansal istikrarın bir bütün olarak ele alınması nedeniyle; bütçe, cari denge ve diğer makro göstergelerdeki dengesizlik fiyat istikrarı ve iç talebin kısılmasını daha öncelikli hale getirmiştir. Türk Lirası cinsinden borçlanma araçlarını aktif şekilde kullanan ve kredi talebi yaratan şirketler 2024 yılı içerisinde negatif ayrışacaktır.

Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranları



Büyüme ve Sanayi Üretimi (Yıllık %)



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

Getiri Potansiyeli: %13

Pazar payı kazanımları ile dönüşüm ve verimlilik artışı

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

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

Banka 1Ç24 solo finansal sonuçlarında beklentilerin hafif üzerinde 13,184 milyon TL net kar açıkladı. 74,85 TL olan hedef fiyatımızın %13 artış potansiyeli bulunmaktadır. “AL” tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 4,2x F/K (Benzerlerine göre %4 primli) ve 1,22x F/DD çarpanlarıyla ve %33,2 ortalama özkaynak karlılığı ile işlem görmektedir.

Karlılık odaklı kredi büyümesi, kredi kartlarında güçlü pazar payı kazanımları. Banka 2023 yılında kredi kartlarındaki 250 baz puan pazar payı kazanımı ile lider konumdadır. Bu stratejinin marjları desteklemesini öngörüyoruz. Tüfe endeksli tahvillerin özkaynaklara oranı %78 seviyesinde olup marj gelişiminin enflasyona duyarlılığı yüksektir.

Kur korumalı mevduatlardaki pazar payı %8,7 olup özel bankalar arasındaki ikinci en düşük seviyededir. Vadesiz mevduatların ağırlığı ise %32 seviyesinde ve sektör ortalamasının altındadır.

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

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

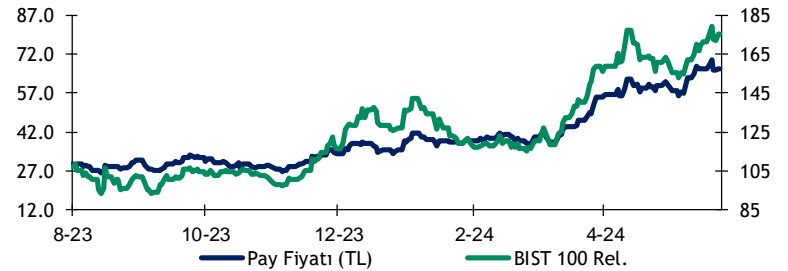
Beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	345,280	Beta (12A)	0.96
Piyasa Değeri (USD mn)	10,707	Ort. Günlük Hacim	4,028
Kapanış	66.40	Yabancı Payı	58.0%
12 Ay Yüksek	70.75	Halka Açıklık (%)	52.0%
12 Ay Düşük	16.73	Ağırlık	6.22%

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

Rasyolar	2022A	2023A	2024T	2025T
TGA Oranı	3.0%	2.4%	3.5%	3.2%
Kredi riski maliyeti (Kur etkisi hariç)	0.5%	1.0%	1.5%	1.0%
Net faiz marjı (Swap maliyeti dahil)	8.8%	5.5%	6.0%	6.8%
Ortalama aktif getirisi	6.7%	4.6%	3.8%	4.1%
Ortalama özkaynak getirisi	52.3%	36.4%	33.2%	34.9%

Değerleme Çarpanları	2022A	2023A	2024T	2025T
F/K	1.7	2.9	4.2	3.0
F/DD	0.66	0.90	1.22	0.89



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	9.6	70.4	97.0	291.2
US\$ Getiri (%):	10.2	65.2	76.7	152.7
BİST 100 Relatif Getiri (%):	7.6	48.2	51.1	91.3

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Seker Yatırım Araştırma

BİM (AL, Hedef Fiyat: 525,60 TL)

Getiri Potansiyeli: 10%

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

➤ **Şirket için hedef pay fiyatımız 525.60 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Mayıs 2024 kapanışı baz alınarak Bim'in getiri potansiyeli %10'a işaret etmektedir.**

➤ **Yıl başından bu yana güçlü performans gösteren gıda perakendeciliği sektöründe öne çıkmayı başaran şirketlerden biri olan Bim için 2024 yılının görünümünün olumlu olduğunu düşünüyoruz. Özel markalı ürün portföyü, mağaza açılışlarındaki kuvvetli seyir, enflasyonist ortamın tüketici alışkanlıklarında yol açtığı değişiklik sonucu mağaza sepet hacmindeki yükseliş ve yüksek enflasyonun da olumlu etkisiyle artan mağaza başı satış gelirlerinin Bim'in 2024 yılında da güçlü performans sergilemesindeki temel unsurlar olacağını düşünüyoruz.**

➤ **Kuvvetli mağaza açılışlarıyla Şirket, 2023'te yurt içinde 11.203 (2022: 10.370 mağaza) BİM Türkiye mağazası, 236 de FİLE (2022: 202 mağaza) mağazası olmak üzere toplamda 11.439 adet mağaza sayısına ulaşmış; yurt dışında ise 687 BİM Fas (2022: 627 mağaza) ve 356 BİM Mısır (2022: 311 mağaza) mağazasıyla 1.043 mağaza sayısını yakalamıştır. Şirket'in 2023 sonunda toplamda mağaza sayısı büyüklüğü ise 12.482 mağaza olarak gerçekleşmiştir.**

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

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

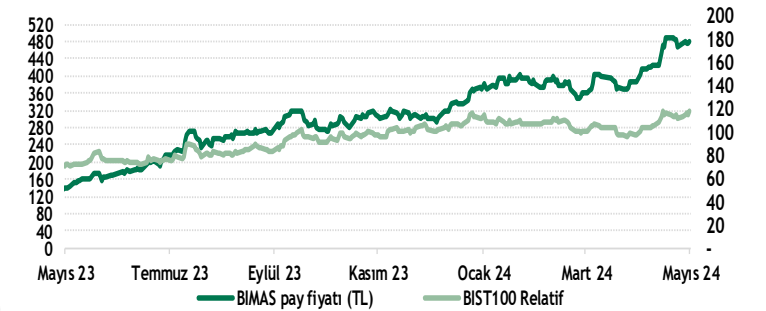
➤ **FY2024 beklentileri:** Şirket, TMS 29 etkileri hariç 2024 yılı için $-75 (\pm 5)$ civarında satış büyümesi beklemektedir. Bim'in FAVÖK marjı beklentisi ise TFRS-16 etkileri dâhil %7,5-%8,0 aralığındadır. Şirket, yatırım harcamalarının satışlara oranını ise %3,0 - %3,5 olarak beklemektedir. Şirket, 2024 yılında Fas'ta +100 mağaza açılışı, Mısır'da +70 mağaza açılışı hedeflemiştir.

Kod	BİMAS TI/BİMAS.IS	Kapanış	480,00
Piyasa Değeri (Mn TL)	291.456	Son 12 Ay En Yüksek	497,75
Piyasa Değeri (Mn \$)	9.070	Son 12 Ay En Düşük	138,22
Firma Değeri (Mn TL)	306.806	Beta	0,94
Firma Değeri (Mn \$)	9.591	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	50,64
Halka Açıklık Oranı (%)	71,6%	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	52,73

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022	2023
Satış Gelirleri	279.253	328.442
Büyüme	295,0%	17,6%
FAVÖK	13.632	13.751
FAVÖK Marjı	4,9%	4,2%
Net Kar (Mn TL)	16.596	15.441
Pay Başına Kar	27,33	25,43
Temettü Verimi	1,0%	2,1%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,93	1,12
Net Borç / Özsermaye (x)	0,22	0,22
Ort. Özsermaye Karlılığı	50,8%	24,3%
Ortalama Aktif Karlılığı	21,2%	11,3%

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	17,6	18,9
FD/FAVÖK	22,5	22,3
FD/Satışlar	1,1	0,9
F/DD	5,0	4,2

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	24,0	23,6	59,6	248,0
\$ Getiri (%)	24,4	19,3	45,5	119,2
BIST-100 Relatif (%):	19,8	9,3	14,6	63,5



Kaynak: KAP, Bim, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

İş Bankası (AL, Hedef Fiyat: 18,52 TL)

Getiri Potansiyeli: %15

Güçlü iştirak portföyü, elverişli TL likiditesi

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

Banka 2023 yılında TL kredilerde 80 baz puan piyasa payı kaybetmiştir. Ancak %18,5 seviyesindeki güçlü sermaye yeterlilik oranı ile yeni piyasa payı kazanımları için elverişli bir konumdadır.

Bankanın net karının 2024 yılında 2023 yılına göre %39 oranında artmasını bekliyoruz. 18,52 TL olan hedef fiyatımızın %15 artış potansiyeli bulunmaktadır. "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2024T 4.0x F/K (Benzerlerine göre %1 iskontolu) ve 1,12x F/DD çarpanlarıyla ve %32,1 ortalama maddi özkaynak karlılığıyla işlem görmektedir.

Vadesiz mevduat tabanında güçlü konum, elverişli TL likiditesi. Vadesiz mevduatların mevduatlar içindeki ağırlığı %43 seviyesinde kuvvetli, TL mevduatların ağırlığı da %48 seviyesinde görece düşüktür ve yüksek faiz ortamında korunaklı bir yapı sağlamaktadır. Likidite tarafında TL kredi-mevduat rasyosu %99,6 oranında rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Tüfe endekslı tahvillerin özkaynaklara oranı %41 olup görece düşük seviyededir ve marj gelişiminin enflasyona duyarlılığı görece sınırlıdır.

Yüksek getirili kredi portföyü. Kredilerin %12,5'i taksitli ticari kredilerden oluşmakta olup özel bankalar arasındaki en yüksek seviyededir ve yüksek faiz ortamında getirisi yüksek bir kredi portföyüne işaret etmektedir.

Ücret ve komisyon gelirlerinde güçlü artış. Yıllık artış %215 oranında, rakipleri arasındaki ikinci en yüksek seviyededir. Ancak ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı %76 olup rakipler ortalamasının altındadır.

Etkin maliyet yönetimi. Yüksek enflasyon ortamında faaliyet giderlerindeki yıllık artış %51 oranında rakipleri arasındaki en düşük seviyededir.

Sınıfının en iyisi üçüncü aşama karşılık oranı. Üçüncü aşama beklenen zarar karşılık oranı %75,7 olup, özel bankalar arasındaki en yüksek seviyedir.

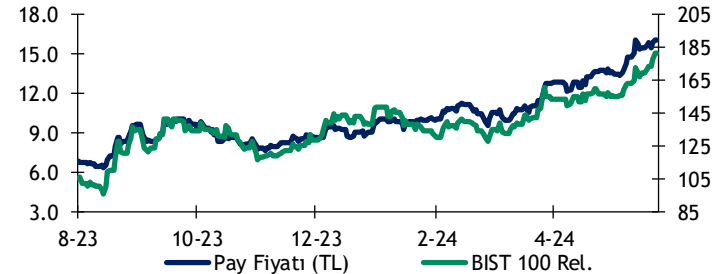
Beklentimizden daha olumsuz seyreden sorunlu kredi oluşumu ve fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Piyasa Değeri (TLmn)	402,750	Beta (12A)	0.97
Piyasa Değeri (USD mn)	12,489	Ort. Günlük Hacim	4,623
Kapanış	16.11	Yabancı Payı	39.1%
12 Ay Yüksek	16.55	Halka Açıklık (%)	31.0%
12 Ay Düşük	4.80	Ağırlık	4.32%

(TL Mn)	2022A	2023A	2024T	2025T
Net faiz geliri	75,203	67,073	90,549	114,997
% Fark, Yıllık	143.1%	-10.8%	35.0%	27.0%
Net ücret ve komisyon geliri	16,147	42,438	89,120	120,312
% Fark, Yıllık	111.9%	162.8%	110.0%	35.0%
Net kar	61,538	72,265	100,599	124,023
% Fark, Yıllık	356.9%	17.4%	39.2%	23.3%

Rasyolar	2022A	2023A	2024T	2025T
TGA Oranı	3.0%	2.1%	3.2%	2.5%
Kredi riski maliyeti	0.6%	1.0%	1.8%	0.9%
Net faiz marjı (Swap dahil)	7.4%	3.7%	3.7%	4.5%
Ortalama aktif getirisi	5.3%	3.7%	3.5%	3.2%
Ortalama maddi özkaynak getirisi	44.5%	31.6%	32.1%	30.0%

Değerleme Çarpanları	2022A	2023A	2024T	2025T
F/K	2.1	3.2	4.0	3.2
F/DD	0.67	0.87	1.12	0.86



Getiri	1A	3A	6A	1Y
TL Getiri (%):	16.1	52.7	85.3	233.5
US\$ Getiri (%):	16.8	48.1	66.2	115.4
BİST 100 Relatif Getiri (%):	14.1	32.8	42.2	63.1

Kaynak: Kaynak: Banka finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

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

Getiri Potansiyeli: %50

Kardemir D Grubu paylar için (KRDMD) 43,62 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %50 oranında getiri potansiyeli taşımaktadır.

Çin'de emlak sektörüne teşvik çalışmaları: Çin hükümeti, emlak sektörünün desteklemek amacıyla yerel yönetimlerin makul fiyatlarla boş evleri satın alacağını açıkladı. Planla beraber yerel yönetimlere ait gayrimenkul şirketlerine kredi olarak verilmek üzere %1,75 faizle 300 milyar yuan (41,5 milyar dolar) kaynak sağlanacak. Böylelikle konut satışlarının canlanması bekleniyor.

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

Kardemir 2023'de enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 1.588mn TL net kar (2022: 1.108mn TL, yıllık %43 artış) açıkladı. Yüksek maliyetler operasyonel karlılığı baskımlarken 7.507mn TL esas faaliyetlerden diğer giderler sonucu 3.040mn TL faaliyet zararı kaydedildi. 2.911mn TL parasal kazanç ve 1.888mn TL ertelenmiş vergi geliri ise net kara geçilmesinde etkili oldu. Net kar marjı %3,1 seviyesinde gerçekleşti (2022: %2). 2023'de Kardemir, TMS-29 etkisi dâhil 51.621mn TL satış geliri açıkladı (2022: 54.169mn TL, yıllık %5 azalış). Satış hacmi 2.365bin ton ile 2022'deki 2.065bin ton seviyesinin %15 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 2023'de 3.210mn TL (2022: 5.105mn TL, yıllık %37 azalış) seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı %6,2 ile %9,4 seviyesindeki 2022'ye göre 32 puan geriledi. Ton başına FAVÖK 135\$ seviyesinde gerçekleşti. (2022: 247\$).

Net nakit pozisyon.. Kardemir'in 2023 sonunda 2.555mn TL net nakdi bulunuyor.

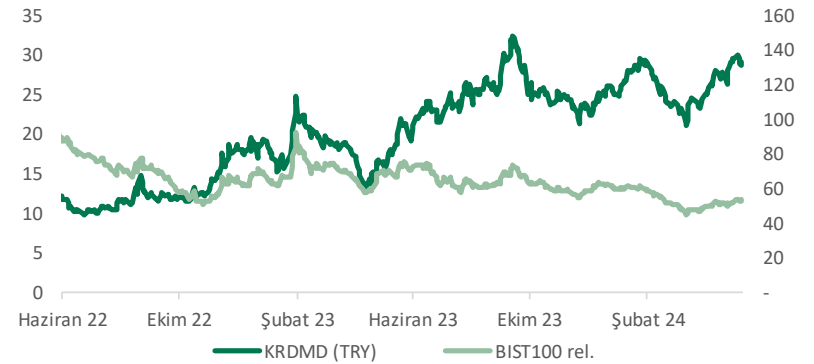
Riskler: Global parasal gevşeme sürecinin beklenenden geç başlaması, Çin'de emlak sektöründeki yavaşlamanın daha da derinleşmesi, hammadde maliyetlerinin beklentimizden yüksek ve ürün fiyatlarının beklentimizden zayıf seyretmesi değerlememizde aşağı yönlü ana risk unsurlarıdır.

Kod	KRDMD.TI / KRDMD.IS	Kapanış	29,08
Piyasa Değeri (mn TL)	22.689	Son 12 Ay En Yüksek	33,00
Piyasa Değeri (mn \$)	706	Son 12 Ay En Düşük	17,54
Firma Değeri (mn TL)	20.941	Beta	0,86
Firma Değeri (mn \$)	647	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	71,95
Halka Açıklık Oranı (%)	92	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	13%

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

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	20,5	14,3
FD/FAVÖK	2,9	5,2
FD/Satışlar	0,3	0,3
F/DD	2,3	0,6

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	11,8	8,3	22,4	67,2
\$ Getiri (%)	12,1	4,5	11,6	5,3
BIST-100 Rölatif (%)	7,9	-4,3	-12,1	-21,4



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

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

Getiri Potansiyeli: 25%

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

➤ Şirket için hedef pay fiyatımızı 595,00 TL'yi ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. 31 Mayıs 2024 kapanışı baz alınarak Migros'un getiri potansiyeli %25'e işaret etmektedir.

➤ Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında; fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında Şirket 1Ç24'te %15,7'lik (1Ç23: %15,7), toplam FMCG pazarında ise %9,5'lik (1Ç23: %9,4) pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; Şirket'in net mağaza sayısı 1Ç23'e göre 396 adet artış göstererek 1Ç24'te 3.387 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak Şirket'in satış alanı 1Ç24'te yıllık %6,8'lik yükseliş göstermiştir. Artan mağaza sayısı & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi, kuvvetli mağaza trafiği ve güçlü sepet büyümesi, e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısının (tütün & alkol hariç 1Ç24'te toplam satışlardaki payı: %19,5), 2024 yılında da Şirket operasyonlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

➤ Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında; döviz kredilerinin bilanço ağırlığının kalmamasından dolayı bu durumun hisse performansı üzerinde olumlu etkilerinin sürdüğünü düşünüyoruz. Operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan olumlu bakışımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket'in 1Ç24 sonunda 1Ç23'e göre toplam finansal borcu (TMS-29 Etkisi dahil) yıllık %62 düşüş göstererek 1.580mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir (1Ç23: 4.178mn TL). 1Ç24 sonu itibariyle de Şirket net nakit pozisyonu önemli ölçüde artış göstermiş olup yıllık %31 artış göstererek 12.516mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRFS 16 etkisi hariç).

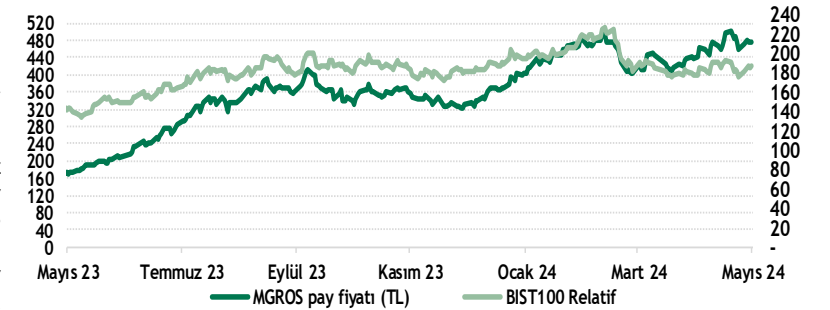
➤ Migros 2024 yılında TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri dahil yüksek tek haneli reel satış büyümesi beklemektedir (2023: +%29). Şirket, TMS-29 dahil FAVÖK marjı beklentisinde ise iyileşme beklemektedir. Şirket'in TMS-29 enflasyon muhasebesi etkileri hariç satış büyümesi beklentisi +%70 olup FAVÖK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

Kod	MGROS TI/MGROS.IS	Kapanış	475,25
Piyasa Değeri (Mn TL)	86.046	Son 12 Ay En Yüksek	503,91
Piyasa Değeri (Mn \$)	2.678	Son 12 Ay En Düşük	169,64
Firma Değeri (Mn TL)	84.593	Beta	0,93
Firma Değeri (Mn \$)	2.633	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	22,89
Halka Açıklık Oranı (%)	50,8%	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	47,61

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022	2023
Satış Getirileri	140.480	181.674
Büyüme	287,3%	29,3%
FAVÖK	3.761	3.221
FAVÖK Marjı	2,7%	1,8%
Net Kar (Mn TL)	9.140	8.829
Pay Başına Kar	50,48	48,76
Temettü Verimi	0,5%	1,5%
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,27	-0,91
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,04	-0,07
Ort. Özsermaye Karlılığı	65,4%	25,6%
Ortalama Aktif Karlılığı	18,3%	9,4%

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	9,4	9,7
FD/FAVÖK	22,5	26,3
FD/Satışlar	0,6	0,5
F/DD	3,1	2,1

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	9,1	-2,2	44,0	179,7
\$ Getiri (%)	9,4	-5,6	31,3	76,1
BIST-100 Relatif (%)	5,4	-13,5	3,4	31,4



Kaynak: KAP, Migros, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

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

Getiri Potansiyeli: %42

Sabancı Holding (SAHOL) hissesi için pay başına 138,27 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız 31 Mayıs 2024 kapanış fiyatına göre %42 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Güçlü nakit pozisyonu: Holding solo net nakdi 2023 sonunda 7 milyar TL seviyesinde bulunurken Net borç/FAVÖK rasyosu 0,8x seviyesinde bulunuyor.

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

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

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

Son olarak Sabancı Holding Sabancı İklim Teknolojileri A.Ş. üzerinden %100 oranında hissedar olduğu Sabancı Renewables Inc. tarafından ABD'de gerçekleştirilen 272 MW kurulu gücündeki Cutlass II Güneş Enerjisi Santrali projesinin öngörülen hedef tarihinden önce tamamlanarak tam kapasite ile 17 Mayıs 2024 tarihinde devreye alındığını duyurdu. Devreye alınan Cutlass II Güneş Enerjisi Santrali yıllık bazda 15 milyon USD seviyesinde FAVÖK yaratması hedeflenmektedir.

Holding 2 Mayıs 2024 tarihinde net 2,6487 TL (brüt 2,943 TL) temettü ödedi. Bu %3 temettü verimine denk gelmektedir.

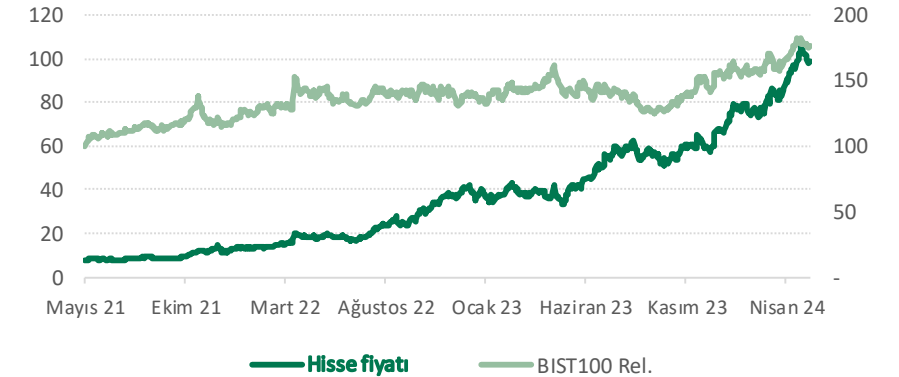
Kod	SAHOL TI/SAHOL.IS	Kapanış	97,70
Piyasa Değeri (Mn TL)	205.207	Son 12 Ay En Yüksek	110,40
Piyasa Değeri (Mn \$)	6.386	Son 12 Ay En Düşük	37,58
Firma Değeri (Mn TL)	226.308	Beta	1,09
Firma Değeri (Mn \$)	7.103	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	78,4
Halka Açıklık Oranı (%)	25,78	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	46,00

Anahtar Rakamlar (Mn TL)	2022	2023
Satış Gelirleri (banka hariç)	123.593	137.009
Büyüme		10,9%
Net Kar (Mn TL)	39.421	15.427
Pay Başına Kar	19,32	7,56

Ort. Özsermaye Karlılığı	7,0%
Ortalama Aktif Karlılığı	0,7%

Değerleme Çarpanları	2022	2023
F/K	5,1	12,9
F/DD	0,4	0,6

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	9,3	26,9	66,9	161,4
\$ Getiri (%)	9,6	22,5	52,2	64,7
BIST-100 Relatif (%)	5,6	12,2	19,9	22,8



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

Şişecam (AL, Hedef Fiyat: 78,70 TL)

Getiri Potansiyeli: %58

Şişecam Nisan ayında, 100% sahibi olduğu Siseecam UK PLC tarafından, yurtdışında nitelikli yatırımcılara satılmak üzere Eurobond ihraç edileceğini duyurmuştu. Şirket, beş yıl vadeli, %8,250 kupon oranlı, 500mn Dolar nominal değerli ve sekiz yıl vadeli, %8,625 kupon oranlı, 600mn Dolar nominal değerli olmak üzere iki Eurobond'un satış işlemlerinin 02 Mayıs 2024 tarihinde tamamlandığını ve net tutarın Siseecam UK PLC hesaplarına aktarıldığını duyurdu. İrlanda Borsası'na (Euronext Dublin) kote edilen Eurobond'lar Moody's tarafından "B2" ve Fitch tarafından "BB-" olarak değerlendirildi.

Buna ek olarak 14 Mayıs 2024 tarihinde bir duyuru yapılarak, 02 Mayıs 2024 tarihindeki ihraç edilen Eurobond'lara konsolide edilmek üzere iki farklı vadede ihraç planlandığı bildirilmişti. Şirket, beş yıl vadeli, %7,5 kupon oranlı, 175mn Dolar nominal değerli ve sekiz yıl vadeli, %8,0 kupon oranlı, 225mn Dolar nominal değerli olmak üzere iki Eurobond'un satış işlemlerinin 20 Mayıs 2024 tarihinde tamamlandığını ve net tutarın Siseecam UK PLC hesaplarına aktarıldığını duyurdu.

Mayıs ayında Şişecam yurt içinde bir borçlanma aracı ihracı gerçekleştirdi. Şirket, Mayıs ayının başında, nitelikli yatırımcılara yönelik olarak; 740 gün vadeli olmak üzere üç ayda bir kupon ödemeli 1,9mlr TL nominal tutarında finansman bonusu ihracı gerçekleştirdi.

31 Mayıs 2024 tarihi itibarıyla Şişecam hisseleri son bir ayda %0,1 oranında düşüş göstermiştir. Relatif olarak baktığımızda ise; SISE son bir ayda BIST 100 endeksine göre %3,5 oranında daha düşük performans göstermiştir.

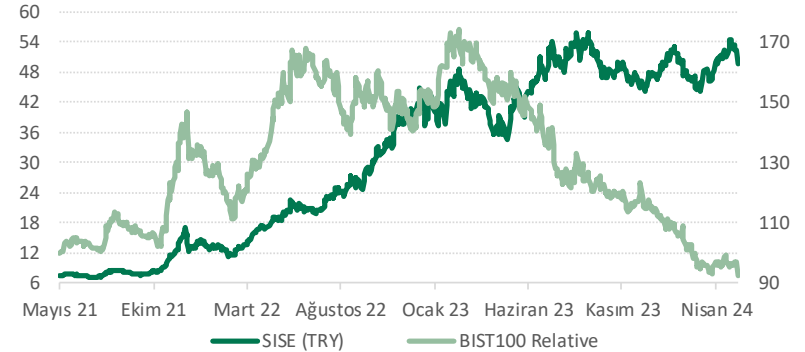
İndirgemiş nakit akımları (İNA) analizine %70 oranında ve karşılaştırılabilir uluslararası benzer şirket çarpanları değerlemesine %30 oranında ağırlık vererek SISE için 78,70 TL seviyesinde bulunan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı ve 'AL' olan önerimizi koruyoruz. 31 Mayıs 2024 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %58 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kod	SISE.TI / SISE.IS	Kapanış	49,66
Piyasa Değeri (mn TL)	152.119	Son 12 Ay En Yüksek	56,67
Piyasa Değeri (mn \$)	4.734	Son 12 Ay En Düşük	38,73
Firma Değeri (mn TL)	204.194	Beta	0,90
Firma Değeri (mn \$)	6.347	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	93,37
Halka Açıklık Oranı (%)	49	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	20%

Anahtar Rakamlar (TL, mn)	2022	2023
Satış Gelirleri	170.655	151.994
<i>Büyüme</i>		-10,9%
FAVÖK	33.778	20.727
<i>FAVÖK Marjı</i>	19,8%	13,6%
Net Kar	22.739	17.121
Pay Başına Kar	7,42	5,59
Temettü Verimi	1,7%	1,4%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,87	2,24
Net Borç / Özsermaye (x)	0,21	0,28
Ortalama Özsermaye Karlılığı		11,2%
Ortalama Aktif Karlılığı		5,5%

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

Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-3,3	-1,3	8,4	19,2
\$ Getiri (%)	-3,1	-4,6	-1,1	-23,3
BIST-100 Rölatif (%)	-5,0	-14,2	-22,6	-41,7



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

Genişleyen portföy TAV için katalizör olmaya devam ediyor...

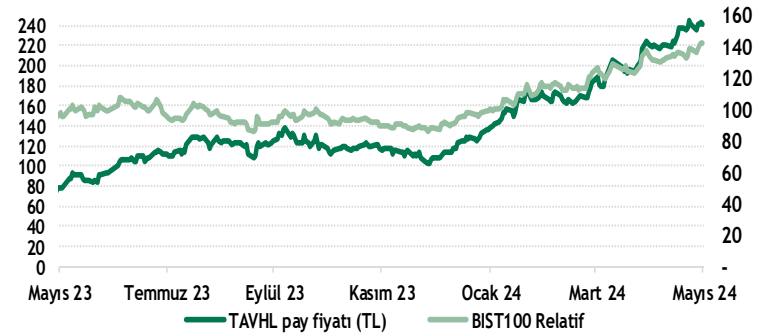
➤ Almatı operasyonlarının güçlü performansı, ileriye dönük inorganik büyüme fırsatları ve 2024'te de havacılık sektörü beklentilerinin pozitif görünümü sayesinde TAV hisselerinin sağlıklı performans göstermeye devam edeceğine inanıyoruz. Grubun genişleyen portföyünün hisseleri için katalizör görevi görmesini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

➤ **2024 & 2025 yılına ilişkin beklentiler:** Şirket'in 2024 yılı için satış gelirleri beklentisi €1.500-1.570m'n'dur. Şirket, 2024 için toplam yolcu trafiğinin 100-110m aralığında gerçekleşmesini beklerken dış hat yolcu trafiğinin 67-73m yolcu aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket'in 2024 yılsonunda €430-490m aralığında FAVÖK rakamı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, yılsonunda Net Borç/FAVÖK oranının 3.5-4.5 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Şirket 2024 için €230-270m yatırım harcaması planlamaktadır. Şirket'in, 2025 yılında (Yeni Ankara (2025+) Esenboğa imtiyazını da içeren) net satış gelirlerinde %14-18 aralığında BYBO (2022- 2025) (Önceki: %10-14 aralığında BYBO), toplam yolcu trafiğinde ise %10-%14 BYBO elde etmeyi beklemektedir. Şirket'in 2025 yılında 2022'de elde edilen FAVÖK marjının üzerinde (>30,6) FAVÖK marjı beklentisi bulunmaktadır. Şirket, 2025 sonunda Net Borç/FAVÖK oranının 2.5-3.0 aralığında gerçekleşmesi beklentisine sahiptir. Şirket 2025 yılı için %14-20 aralığında BYBO (2022-2025) (Önceki: %12-18 aralığında BYBO) ile FAVÖK rakamı elde etmeyi beklemektedir. Şirket 2025 için €90-110m yatırım harcaması planlamaktadır.

➤ **TAV'ın 2024'te operasyonların güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz -** Almatı Havaalanı'nın yeni dış hat terminali inşasının 1Ç24 itibariyle %94'ünü tamamlamıştır. Şirket, yeni terminalin 2024'ün Haziran ayında açılmasını beklerken yapılan kapasite yatırımıyla birlikte yolcu sayısının 2'ye katlanmasını beklemektedir (yaklaşık yıllık 14m yolcu üzeri). Açılacak yeni terminalle birlikte şirket, gümrüksüz satış gelirleri ve müşterilerin lounge tarafındaki harcamalarının artmasını bekliyor. Almatı Havalimanı'ndaki mevsimsellik etkisi diğer havaalanlarına göre daha az olduğundan dolayı Şirket'in konsolide FAVÖK tarafını destekleyen en önemli havaalanlarından biridir. Almatı Havalimanı'ndaki dış hat uçuşlarının güçlü seyri ve dış hat kargo operasyonlarının olumlu etkisi ilerleyen süreçlerde de Şirket için pozitif olmaya devam edecektir. Ayrıca Şirket, Antalya Havalimanı yeni terminalinin 1Ç25'te açılmasını beklerken (1Ç24 itibariyle %77'si tamamlandı) yapılan kapasite yatırımıyla birlikte yeni terminalin yolcu başına perakende harcamaya olumlu katkı sağlamasını beklemektedir. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı inşaatının ise 31 Mart 2024 itibariyle %42'sini tamamlanmış olduğu ve projenin 2025 sonunda tamamlanmasının planlandığını belirtmiş olup; yeni imtiyaz (Mayıs 2025) süresinin başlamasıyla da eski imtiyaza göre daha yüksek gelir elde etmeyi hedeflemektedir. Almatı'nın güçlü katkısı, TAV tarafından işletilen havalimanlarının iç ve dış hat yolcu toplam sayısında artış Şirket için yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Antalya & Ankara Esenboğa Havalimanı'nın kapasite artırımına yönelik ek yatırımlara imtiyaz verilmesi de Şirket'e artı değer sağlamaya devam edecektir.

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

Kod	TAVHL.TI/TAVHL.IS	Kapanış	240,70	
Piyasa Değeri (TRY mn)	87.442	Son 12 Ay En Yüksek	248,10	
Piyasa Değeri (\$ mn)	2.721	Son 12 Ay En Düşük	77,05	
Firma Değeri (TRY mn)	130.711	Beta	1,01	
Firma Değeri (\$ mn)	4.061	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	22,36	
Halka Açıklık Oranı (%)	47,66	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	71,50	
Anahtar Rakamlar (TRY mn)	2022	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	18.308	34.433	55.929	70.868
Büyüme	235,4%	88,1%	62,4%	26,7%
FAVÖK	5.515	10.200	17.195	21.898
FAVÖK Marjı	30,1%	29,6%	30,7%	30,9%
Net Kar (TRY mn)	1.899	7.530	6.955	8.844
Pay Başına Kar	5,23	20,73	19,15	24,35
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç/FAVÖK (x)	5,05	3,41	4,05	3,20
Net Borç/Özsermaye (x)	1,20	0,76	1,16	0,95
Ortalama Özsermaye Karlılığı	9,95%	21,78%	13,09%	13,17%
ROAA	2,79%	6,30%	4,01%	4,18%
Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024T	2025T
F/K	46,04	11,61	12,57	9,89
EV/EBITDA(R)	23,70	12,82	7,60	5,97
FD/Satışlar	7,14	3,80	2,34	1,84
F/DD	3,77	1,90	1,45	1,18
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	9,46	37,94	123,91	209,98
Ş Getiri (%)	9,76	33,11	104,11	95,23
BIST-100 Relatif (%)	5,73	21,93	60,82	45,65



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

Turkcell (AL, Hedef Fiyat: 116,50 TL)

Getiri Potansiyeli: %17

Turkcell (TCELL) hissesi için pay başına 104,30 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı 1Ç24 finansalları sonrası 116,50 TL seviyesine yükselttik. Hedef fiyatımız 31 Mayıs 2024 kapanış fiyatına göre %17 yükseliş potansiyeli taşıırken AL tavsiyemizi koruyoruz.

Turkcell, enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre 1Ç24 döneminde 2.635mn TL net kar elde etti (1Ç23: 269mn TL zarar). 6.916mn TL net finansman gideri ve 1.320mn TL vergi gideri net karı baskımlarken 3.614mn TL esas faaliyetlerden diğer gelirler ve 2.648mn TL parasal kazanç net karı destekledi. Net kar marjı %9 oldu.

Turkcell 1Ç24'de TMS-29 etkisi dâhil satış gelirleri geçen yıla göre %12 artışla 30.822mn TL oldu. Güçlü ARPU büyümesi ve nette 333 bin abone kazanımı satış gelirlerini destekledi. ARPU (kullanıcı başına gelirler), başarılı fiyat ayarlamaları ve abonelerin paketlerini yükseltme konusundaki performansı ile mobil segmentte yıllık %17 arttı.

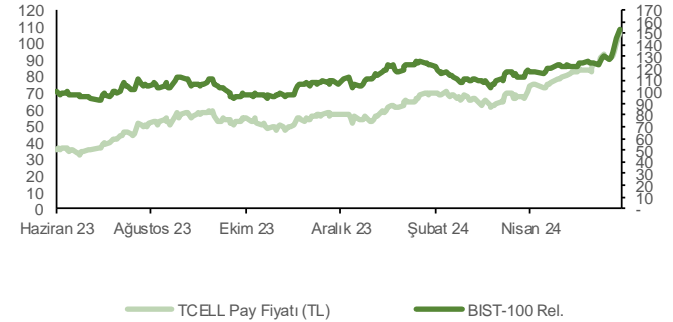
Sabit genişbant segmentinde abonelerin 12 ay taahhütü paketlere yönlendirilmesi sayesinde fiyat artışlarının abonelere daha kolay yansımaları hedefleniyor. Bu strateji sayesinde, bireysel fiber abone içerisinde 12 ay taahhütlü tarifelerdeki abone payı %74'e ulaştı ve bireysel fiber ARPU yıllık bazda %13,7 büyüme kaydetti.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK, 1Ç23'deki 10.354mn TL'den yıllık %23 artışla 12.754mn TL seviyesine ulaştı. FAVÖK marjı %41,4 oldu (1Ç23: %37,6).

2024 yılı gelir beklentisi yukarı revize edildi: Turkcell, 2024 yılı gelir beklentisini yüksek tek haneli büyümeden düşük çift haneli gelir büyümesine revize ederken %42 FAVÖK marjı ve operasyonel harcamaların gelire oranının 23% olması beklentisini korudu.

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

Kod	TCELL.TI / TCELL.IS	Kapanış	99,60	
Piyasa Değeri (mn TL)	219.120	Son 12 Ay En Yüksek	106,10	
Piyasa Değeri (mn \$)	6.819	Son 12 Ay En Düşük	32,48	
Firma Değeri (mn TL)	258.113	Beta	0,97	
Firma Değeri (mn \$)	8.027	Ort. Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	71,96	
Halka Açıklık Oranı (%)	54,0	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	73,81	
Anahtar Rakamlar (mn TL)			2022	2023
Satış Gelirleri		93.487		102.963
Büyüme				10,1%
FAVÖK		36.608		43.877
FAVÖK Marjı		39,2%		42,6%
Net Kar		6.880		12.554
Pay Başına Kar		3,13		8,83
Net Borç / Özsermaye (x)		0,35		0,51
Ortalama Özsermaye Karlılığı				10,0%
Ortalama Aktif Karlılığı				4,8%
F/K		31,8		11,3
FD/FAVÖK		4,2		4,1
FD/Satışlar		1,6		1,7
F/DD		1,6		1,6
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	28,9	59,6	88,6	203,9
\$ Getiri (%)	29,6	54,7	72,5	96,3
BIST-100 Rölatif (%)	26,6	38,8	34,7	48,6



Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

* Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış Finansallar

Türk Hava Yolları (AL, Hedef Fiyat: TRY 475,40) Getiri Potansiyeli: 57%

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

➤ Türk Hava Yolları'nın hem güçlü & operasyonel filo yapılanmasını hem de ilerleyen dönemlerde filoya dahil olacak uçaklarla birlikte önemli bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Kargo operasyonlarının THY'nin operasyonel yapısını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in bölgesel gelir dağılımının, kurlardaki oynaklığa karşı THY'ye doğal hedging görevi sağlamakta olduğunu ve Şirket gelirleri açısından destekleyici olduğunun altını çiziyoruz. Şirket'in 2024 yılında 92mn yolcu sayısına ulaşacağını öngörüyoruz. AKK'nın ise 2024 yılında %10,4'lük büyüme kaydedebileceğini hesaplıyoruz. Şirket payları için İNA ve yurt dışı benzerlerine görece değerlemelerini sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklar ile kullandığımız değerlememiz, 12 aylık 475,40 TL hedef fiyata karşılık gelmektedir.

➤ Şirket, Nisan 2023'e kıyasla Nisan 2024'te toplam yolcu sayısında yıllık %6,9'lük artış kaydetmiştir. THY'nin Nisan 2024'teki toplam yolcu sayısı 7mn olarak gerçekleşmiştir. Bunu yanında, Nisan 2024'te dış hat yolcu sayısının toplam yolcu sayısı içerisindeki oranı ise %60,6'ya (Nisan 2023: %62,1, Nisan 2022: %64,4) ulaşmıştır. THY, Nisan 2024'te yıllık bazda %4,5 artışla 4.2mn dış hat yolcusu taşımıştır. İç hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %11,0 oranında artarak 2.76mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı Nisan 2024'te yıllık bazda hafif artış göstererek %80,7 olarak gerçekleşmiştir. THY'nin kargo iş hacmi ise Nisan 2024'te yıllık bazda %34,4 artış göstermiştir.

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

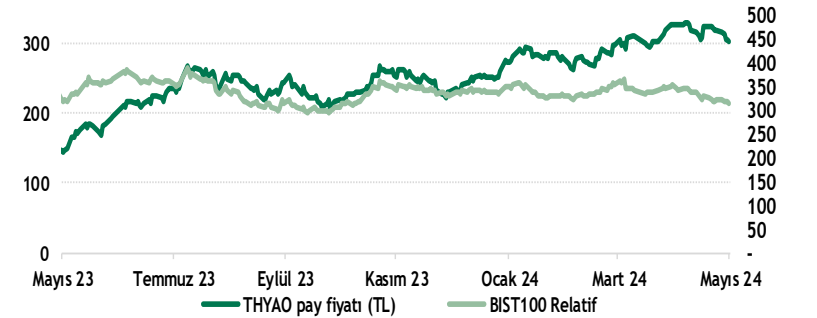
➤ Şirket, THY markası altındaki uçak sayısının 2033 yılına kadar 800'ü geçmesini beklerken yolcu sayısının ise 2033 yılında 170mn üstüne çıkmasını beklemektedir. THY, net borç/FAVÖK rakamının 2023 yılında 1-1,5x aralığında gerçekleşmesini, 2033 yılında ise bu rakamın 2-2,5x aralığında olabileceğini öngörmektedir. THY, ayrıca 2023-2033 yıllarını kapsayan Stratejik Planı çerçevesinde 230 adet kesin sipariş ve 125 adet satın alma hakkı bulunan uçağı, toplamda 355 adet uçağın satın alınmasına karar vermiştir.

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

Kod	THYAO TL/THYAO.IS	Kapanış	302,75
Piyasa Değeri (Mn TL)	417.795	Son 12 Ay En Yüksek	332,00
Piyasa Değeri (Mn \$)	13.002	Son 12 Ay En Düşük	144,80
Firma Değeri (Mn TL)	666.273	Beta	1,03
Firma Değeri (Mn \$)	20.698	Ort. Günlük İşlem Hacmi (Mn \$)	344,09
Halka Açıklık Oranı (%)	50,5%	Yabancı Sahiplik Oranı (%)	41,34

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

Değerleme Çarpanları	2022	2023		
F/K	8,8	2,6		
FD/FAVÖK	8,5	5,8		
FD/Satışlar	2,1	1,3		
F/DD	2,3	0,9		
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	-7,1	7,5	32,4	110,5
\$ Getiri (%)	-6,9	3,7	20,7	32,6
BIST-100 Relatif (%):	-10,3	-5,0	-4,9	-1,1



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

Tavsiye Listesi...

Şeker Yatırım

Tavsiye Listesi

3 Haziran 2024

BANKA	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKBNK	AL	66,40	74,85	345.280	389.246	12,7%	5,01	1,62
GARAN	AL	107,80	114,00	452.760	478.784	5,7%	4,82	1,77
HALKB	TUT	17,64	21,44	126.739	154.046	21,5%	11,87	0,95
ISCTR	AL	16,11	18,52	402.750	462.946	14,9%	5,49	1,46
TSKB	AL	11,05	12,13	30.940	33.978	9,8%	4,09	1,33
VAKBN	TUT	22,14	26,43	219.539	262.030	19,4%	6,74	1,19
YKBNK	AL	32,32	39,06	273.009	329.931	20,9%	4,16	1,51
HOLDİNG	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
KCHOL	AL	238,20	308,72	604.051	782.891	29,6%	9,60	1,31
SAHOL	AL	97,70	138,27	205.207	290.423	41,5%	13,30	0,93
TAVHL	AL	240,70	278,50	87.442	101.172	15,7%	10,00	1,74
SANAYİ	Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Kapanış (TL)	PD mn TL	Hedef PD mn TL	Kazandırma Potansiyeli	F/K	PD/DD
AKCNS	AL	142,50	210,60	27.281	40.319	47,8%	15,76	1,74
AKSEN	AL	46,60	47,50	57.147	58.250	1,9%	10,40	1,80
ARCLK	AL	181,00	217,97	122.307	147.290	20,4%	18,06	2,07
ASELS	AL	58,65	72,00	267.444	328.298	22,8%	27,69	2,63
BIMAS	AL	480,00	525,60	291.456	319.145	9,5%	18,88	4,22
CCOLA	AL	761,50	998,00	193.703	253.863	31,1%	9,63	4,36
CIMSA	AL	30,98	41,94	29.294	39.658	35,4%	11,56	1,42
DOAS	AL	303,00	360,00	66.660	79.200	18,8%	3,94	1,29
EREGL	AL	47,94	56,13	167.790	196.458	17,1%	17,58	0,81
FROTO	AL	1.093,00	1.320,00	383.545	463.200	20,8%	7,69	4,27
KRDMD	AL	29,08	43,62	22.689	34.032	50,0%	20,88	0,90
MGROS	AL	475,25	595,00	86.046	107.726	25,2%	11,22	2,02
PETKM	AL	20,38	28,30	51.651	71.732	38,9%	4,46	0,90
PGSUS	AL	201,80	259,84	100.900	129.920	28,8%	5,60	1,83
SELEC	TUT	48,76	67,50	30.280	41.915	38,4%	135,65	2,01
SISE	AL	49,66	78,70	152.119	241.075	58,5%	10,75	0,97
TCELL	AL	99,60	116,50	219.120	256.301	17,0%	14,18	1,53
THYAO	AL	302,75	475,40	417.795	656.051	57,0%	2,52	0,81
TOASO	AL	308,75	387,00	154.375	193.501	25,3%	10,19	4,32
TTKOM	TUT	46,12	41,12	161.420	143.917	-10,8%	9,83	1,64
TUPRS	AL	176,70	238,46	340.465	459.470	35,0%	6,66	1,50
VESBE	AL	23,84	30,55	38.144	48.887	28,2%	8,07	1,77
ZOREN	TUT	5,62	4,80	28.100	23.990	-14,6%	2,57	0,73

UYARI NOTU: Bu raporda yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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

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

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

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