



2023 Görünümü ve Hedef Fiyat Revizyonları

27 Ocak 2023

2023 Güzellik Yarışması yılı mı?

2022 yılında Türk hisse senetleri, küresel piyasalarda yaşanan düşüş trendinden pozitif ayrılarak USD bazında ortalama olarak %100'ün üzerinde getiri sağladı. Diğer pek çok faktör ile birlikte, hisse senetlerindeki ralliyi ateşleyen etken, genişleyici ekonomi politikaları ve yüksek enflasyonun etkisiyle hızla artan şirket karları oldu. 2023'te şirket karlarındaki artış ivmesinin azalmasını bekliyoruz, fakat yıl içinde gerçekleşecek seçimler nedeniyle yatırımcıların sadece bilanço dinamiklerine bakarak karar aldığı bir dönem olmayabileceğini değerlendiriyoruz. Keynes tarafından "Güzellik Yarışması" olarak betimlenen konseptte olduğu gibi, bu sene yatırımcılar alım-satım kararlarını verirken kendi fikirlerine göre değil, piyasanın genelinin ne karar vereceğini dikkate alarak işlem yapma eğiliminde olabilirler. Bu durum piyasalarda her iki yönde oynaklığı artırabilecektir. Bizim tavsiyemiz "Güzellik Yarışması"nda başkalarının kararlarını tahmin etmeye çalışmaktansa, yüksek güvenlik marjına sahip ve risk-getiri dengesi cazip olan hisselerle odaklanmaya devam edilmesi yönündedir.

Türkiye'de 2023 yılının ilk yarısında asgari ücret ayarlamaları sonrasında artacak olan harcanabilir gelir, TÜFE'de gerçekleşmesi beklenen kademeli yavaşlama ve öne çekilen talep gibi etkenleri dikkate aldığımızda, iç talep dinamiklerinin güçlü kalmasını bekliyoruz. Öte yandan, küresel ekonomideki belirsiz görünüm ve son dönemde ABD doları karşısında yatay seyreden Türk Lirası, ihracatçıların hayatını zorlaştırmaya başlamış durumdadır. Artan enerji ve personel maliyetlerinin yanı sıra, sıkılaştıran kredi koşulları 2023'ün başında şirketlerden en çok duyduğumuz zorluklar arasındadır.

Tahminlerimize göre Araştırma kapsamımızdaki şirketler 2022 yılında %221 toplam kar büyümesi elde etmiştir (4Ç'22 döneminde tahminimiz %187 artış). 2023 yılı için ise karlılık görünümleri daha karışık diyebiliriz. Bankacılık sektöründe karların bu sene %28 daralmasını beklerken, finans dışı sektörlerde ise ortalama %12 kar artışı öngörüyoruz. Tahminlerimize göre, kapsam listemizdeki şirketler ortalama 5,5x F/K gibi cazip bir değerlendirme ile işlem görüyor. Bankalar ve holdingler hariç tutulduğunda ise, F/K çarpanı 2022 karları baz alındığında 8,5x ve 2023 kar tahminlerimiz baz alındığında 7,6x seviyesindedir. Bankacılık sektörü için F/K çarpanını ise 2023 tahminlerimize göre 2,7x olarak hesaplıyoruz (2022 karlarını baz aldığımızda ise 1,9x F/K). Özel bankalar için %10 temettü dağıtım oranı varsayarak, Araştırma kapsamındaki şirketlerde toplam temettü verimini de %4,0 olarak hesaplıyoruz. TUPRS, DOAS, AEFES ve TOASO en yüksek tahmini temettü verimlerini sunan hisseler olarak öne çıkıyor.

Model Portföy

THYAO'nun güçlü performansının ardından hisseyi en çok beğendiğimiz şirketler listesinden çıkarırken, KRDMD'yi ekliyoruz. Eşit ağırlıklı model portföyümüzde yer almaya devam eden hisseler ise TUPRS, PGSUS, KCHOL, SAHOL, EKGYO, ENJSA ve TTRAK'tır. Portföyümüz 2022'de %309 getiri sağlarken (XU100 getirisi %197), 2023 yılı başından bu yana performansı ise yatay seyrediyor (XU100 aynı dönemde +%5,0).

Tavsiye Değişiklikleri

Bu rapor ile PETKM (zayıf kazanç görünümü nedeniyle), ASELS (yüksek değerlendirme çarpanları nedeniyle) ve TKFEN (azalan iskontosu nedeniyle) için tavsiyelerimizi Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz. Ayrıca KOZAL'ın değerlememizin oldukça üzerine çıkan hisse fiyatı sonrasında hisse için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'den Endeks Altı Getiri'ye revize ediyoruz. HALKB için ise iyileşen özsermaye getirisi ışığında tavsiyemizi Endeksin Altında Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye yükseltiyoruz.

Model Portföy

Hisseler		Fiyat			Piyasa Değeri		Portföy Getirisi	
Şirket İsmi	Kodu	Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TL'ln	US\$'ln	Relatif	Nominal
Eklendi	Kardemir (D)	KRDMD	17.76	23.50	32%	13,857	738	
Çıkarıldı	Türk Hava Yolları	THYAO	150.20	193.00	28%	207,276	11,034	29%
Portföyde	Sabancı Holding	SAHOL	40.04	70.00	75%	81,698	4,349	-2%
Portföyde	Enerjisa Enerji	ENJSA	34.02	48.00	41%	40,180	2,139	12%
Portföyde	Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	8.13	12.00	48%	30,894	1,645	30%
Portföyde	Tupras	TUPRS	615.20	745.00	21%	169,338	9,014	58%
Portföyde	Koc Holding	KCHOL	78.75	118.00	50%	199,702	10,631	7%
Portföyde	Türk Traktör	TTRAK	569.90	700.00	23%	30,415	1,619	13%
Portföyde	Pegasus Hava Tasimacılığı	PGSUS	549.20	700.00	27%	56,183	2,991	111%

* Kapanış fiyatları 26 Ocak 2023 tarihi itibarıyla.

Yatırım Finansman - Araştırma Model Portföy Performans									
Hisse	Fiyat (TL)			Piyasa Değeri (milyon)		Ekleme	Eklenmekten sonra getiri		
Şirket	Kodu	Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TL	US\$	Tarih	Göreceli	Mutlak
Enerjisa Enerji	ENJSA	34.02	48.00	41%	40,180	2,139	21-Ara-22	12%	8%
Sabancı Holding	SAHOL	40.04	70.00	75%	81,698	4,349	21-Ara-22	-2%	-6%
Türk Hava Yolları	THYAO	150.20	193.00	28%	207,276	11,034	22-Ağu-22	29%	120%
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	8.13	12.00	48%	30,894	1,645	08-Ara-21	30%	240%
Tupras	TUPRS	615.20	745.00	21%	169,338	9,014	22-Ara-20	58%	487%
Türk Traktor	TTRAK	569.90	700.00	23%	30,415	1,619	08-Mar-22	13%	193%
Koc Holding	KCHOL	78.75	118.00	50%	199,702	10,631	09-Tem-21	7%	306%
Pegasus Hava Tasimacılığı	PGSUS	549.20	700.00	27%	56,183	2,991	08-Ara-21	111%	451%

Model Portföy Performans - Eşit Ağırlıklı

Son değişimden bu yana portföy getirisi *	8.3%
Son değişimden bu yana BIST100 getirisi	-3.5%
Son değişimden bu yana Model Portföyün BIST100'e göre getirisi *	12.2%
Yılbaşından bu yana model portföy getirisi	-0.2%
Yılbaşından bu yana BIST100 getirisi	-5.0%
Yılbaşından bu yana model portföyün BIST100'e göre getirisi	5.1%

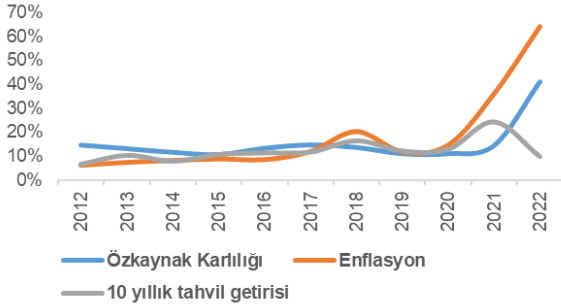
*Portföydeki son değişim 21 Aralık 2022'de yapılmıştır.

THYAO'yu model portföyden çıkartıyoruz: Türk Hava Yolları, yalnızca Borsa İstanbul'da değil, aynı zamanda küresel olarak en iyi performans gösteren havayolu şirketlerinden biri oldu. Güçlü faaliyet sonuçları, pandemi sırasındaki başarılı uygulamaları ve iyileştirilmiş nakit akışı üretimi sayesinde hisse senedi fiyatı önemli ölçüde değerlendirildi. Kargo operasyonlarındaki bir miktar normalleşmeye ve akaryakıt fiyatlarındaki artışa rağmen şirketin görünümü 2023 için olumlu olmaya devam ediyor, ancak artan hisse fiyatını dikkate alarak kâr realizasyonu yapmanın akıllıca olacağını düşünüyoruz. THYAO için revize edilmiş hedef fiyatımız 193 TL/hisse olup, %28 artış potansiyeli sunmaktadır.

KRDMD'yi model portföye ekliyoruz: Çelik sektörü için görünüm henüz çok parlak olmasa da, Çelik fiyatlarının Çin'deki yeniden açılma ve ABD ekonomisindeki yumuşak iniş beklentilerinin artmasıyla toparlanma eğiliminde bulunması nedeniyle bazı olumlu işaretler görüyoruz. Enerji maliyetlerindeki keskin artış nedeniyle Türkiye'de yer alan Elektrik Ark Ocak'lı üreticilerin kapasite kullanımının keskin bir şekilde düştüğünü ve bunun da fiyatlardaki toparlanmaya katkıda bulunacağını not ediyoruz. KRDMMD'yi entegre bir üretici olarak iyi bir konumda görüyoruz ve artan hurda fiyatlarından da faydalanacağını düşünüyoruz. ESG faydaları nedeniyle hurda talebi yüksek olmaya devam ettiği için yüksek hurda fiyatlarının muhtemelen kalıcı bir trend olacağını değerlendiriyoruz. Şirketin 4. Çeyrek'te zayıf sonuçlar açıklamasını bekliyoruz (finansal giderler nedeniyle dipte net zarar), ancak hammadde maliyetlerindeki iyileşme ve çelik fiyatlarındaki toparlanmanın etkisi sayesinde 1. Çeyrek'te marjlarda hızlı bir toparlanma görmeyi bekliyoruz. Hisse senedi, 2023 tahminlerimize göre 4,4x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ve hedef fiyatımız olan 23,50 TL'ye göre %32 artış potansiyeli sunuyor.

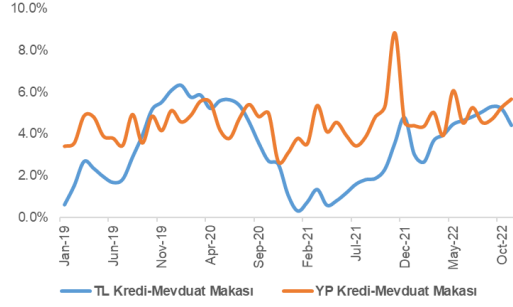
Sektörel Görünüm: Bankalar ve Diğer Finansal Şirketler

Sektör özkaynak karlılığı vs makro göstergeler



KAYnak: BDDK, TÜİK, Matriks

Kredi-Mevduat Makasları



Kaynak: BDDK

Bankacılıkta 2023 görünümü puslu: Yakın dönemde açıklanan regülasyonlarla kredi getirilerindeki sınırlamalar ve mevduat maliyetlerindeki artış trendi düşünüldüğünde, 2023'ün ilk yarısında bankacılık sektörü marjlarının baskı altında kalmasını bekliyoruz. Ancak, makro dinamiklerde olası bir normalleşmeyle, daralan vade uyumsuzluğu sebebiyle yılın son çeyreğinde marjlarda toparlanma gerçekleşebileceğini öngörüyoruz. Bu yıl da komisyon gelirlerinin karlılığı desteklemesini beklerken faaliyet giderlerinde yıllık yaklaşık %45 büyüme öngörüyoruz. Varlık kalitesi tarafında büyük bir bozulma öngörmezken 2022 yılında ayrılan muhafazakar karşılıkların ardından 2023 yılında risk maliyetlerinde gerileme bekliyoruz. Böylelikle, 2023 yılı kar tahminlerimize göre daralan marjlar nedeniyle takibimizdeki özel bankaların %27, kamu bankalarının ise %33 yıllık kar düşüşü açıklamasını öngörüyoruz. Böylelikle, bankacılık sektörü için temkinli yaklaşımımızı sürdürüyoruz. Takibimizdeki özel bankalar 2023T 2,3x F/K ve 0,54x PD/DD ile işlem görürken kamu bankaları 2023T 5,4x F/K ve 0,66x PD/DD ile işlem görmektedir.

AKBNK- Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 25,30 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22T	23T	22T	23T	'22T	'23T	'22T	'23T	'22T	'23T
AKBNK	17.05	24.30	25.30	48%	Endeks Üzeri	1.5	2.1	0.66	0.54	58,443	42,117	135,330	163,199	54%	28%

TL kredi-mevduat makaslarının karlılığı baskılamasına rağmen, Akbank'ın 2023 yılında güçlü komisyonlar, iyi gider yönetimi, güçlü TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü (3Ç22 itibarıyla 99mırlTL – sermayenin %78'i) ve güçlü sermaye yapısıyla (3Ç22 itibarıyla %19,3 SYR ve %16,1 Ana SYR) 42,1mırlTL (%29 özkaynak karlılığı) net kar açıklayabileceğini öngörüyoruz. %22,5 sürdürülebilir özkaynak karlılığı (önceki: %22,2), %20 risksiz getiri oranı (değişmedi) ve %5 hisse risk primiyle (değişmedi) hedef fiyatımız 25,30TL seviyesindedir. Hisse 2023T 2,1x F/K ve 0,54x PD/DD ile işlem görmektedir.

GARAN- Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 35,80 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
GARAN	24.54	33.90	35.80	46%	Endeks Üzeri	1.7	2.3	0.68	0.53	60,638	44,361	152,235	193,386	51%	26%

2023 yılında Garanti Bankası'nın %27,8 özkaynak karlılığıyla 44,4mırlTL net kar açıklamasını bekliyoruz. Olası marj baskısına rağmen, çekirdek marj üretim kapasitesi, güçlü sermayesi (3Ç22 itibarıyla %16,2 SYR ve %13,8 Ana SYR) ve muhafazakar karşılıklarıyla (toplam serbest karşılık rezervi 8mırlTL) Banka'nın dirençli kalabileceğini düşünüyoruz. %21,7 sürdürülebilir özkaynak karlılığı (önceki: %21,0), %20 risksiz getiri oranı (değişmedi) ve %5 hisse risk primiyle (değişmedi) hedef fiyatımız 35,80TL seviyesindedir. Hisse 2023T 2,3x F/K ve 0,53x PD/DD ile işlem görmektedir.

HALKB- Endekse Paralel Getiri / Hedef Fiyat: 10,50 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
HALKB	11.32	8.50	10.50	-7%	Endekse Paralel	3.8	5.9	0.70	0.65	14,637	9,552	80,854	86,418	28%	14%

2022 yılında Banka'nın %28,1 özkaynak karlılığıyla 14,6mırlTL net kar açıklamasını beklerken, 2023 yılında %13,7 özkaynak karlılığıyla 9,6mırlTL net kar açıklanmasını öngörüyoruz. Değerlememiz %18,4 sürdürülebilir özkaynak karlılığı (önceki: %15,6), %20 risksiz getiri oranı (değişmedi) ve %5 hisse risk primine (değişmedi) dayanmaktadır. Hisse 2023T 5,9x F/K ve 0,65x PD/DD ile işlem görmektedir.

VAKBN- Endekse Paralel Getiri / Hedef Fiyat: 11,60 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
VAKBN	10.05	10.80	11.60	15%	Endekse Paralel	3.0	4.4	0.72	0.62	23,697	16,150	98,911	115,061	32%	17%

2022 yılında Banka'nın %34,7 özkaynak karlılığıyla 23,7mırlTL net kar açıklamasını beklerken, 2023 yılında %16,4 özkaynak karlılığıyla 16,1mırlTL net kar açıklanmasını öngörüyoruz. Banka'nın 9,5mırlTL seviyesindeki serbest karşılık rezervinin (4Ç22 serbest karşılık tahminimiz dahil yaklaşık 19mırlTL) olası risklerin negatif etkisini azaltabileceğini düşünsek de bunun çoktan fiyatlandığı kanaatindeyiz. %19,5 sürdürülebilir özkaynak karlılığı (önceki: %18,0), %20 risksiz getiri oranı (değişmedi) ve %5 hisse risk primine (değişmedi) hedef fiyatımız 11,60TL seviyesindedir. Hisse 2023T 4,4x F/K ve 0,62x PD/DD ile işlem görmektedir.

YKBNK- Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 16,10 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
YKBNK	9.40	16.10	16.10	71%	Endeks Üzeri	1.5	2.1	0.62	0.49	51,830	37,667	129,032	161,516	56%	26%

TL kredi-mevduat makaslarının karlılığı baskılamasına rağmen, Banka'nın 2023 yılında güçlü komisyonlar, güçlü TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü (3Ç22 itibarıyla 90mırlTL) ve 2022'deki muhafazakar provizyonlama politikaları sayesinde 37,7mırlTL (%28,6 özkaynak karlılığı) net kar açıklayabileceğini öngörüyoruz. %23,1 sürdürülebilir özkaynak karlılığı (önceki: %22,9), %20 risksiz getiri oranı (değişmedi) ve %5 hisse risk primine (değişmedi) hedef fiyatımız 16,10TL seviyesindedir. Hisse 2023T 2,1x F/K ve 0,49x PD/DD ile işlem görmektedir.

ANSGR- Endekse Paralel Getiri / Hedef Fiyat: 20,40 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
ANSGR	17.65	16.20	20.40	16%	Endekse Paralel	12.8	10.3	2.09	1.82	691	856	4,222	4,857	19%	19%

Artan prim üretimi, 2022 yılına kıyasla daha düşük enflasyon beklentileri ve görece stabil döviz kurları sayesinde 2023 yılında sigorta şirketlerinin teknik sonuçlarında toparlanma olmasını bekliyoruz. Bunun yanında, yatırım gelirleri de karlılıkta iyileşme için diğer bir önemli faktör olacaktır. Artan prim üretimiyle daralan teknik zararlar nedeniyle ANSGR karının 2023'te %26 büyümesini bekliyoruz. Ayrıca, büyüyen yatırım portföyü ve getirilerdeki artışın da karlılığı desteklemesini bekliyoruz. Bahsettiğimiz kar iyileşmesinin fiyatlara halihazırda yansımalarını düşünüyor ve Şirket için 20,40TL hedef fiyatla Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

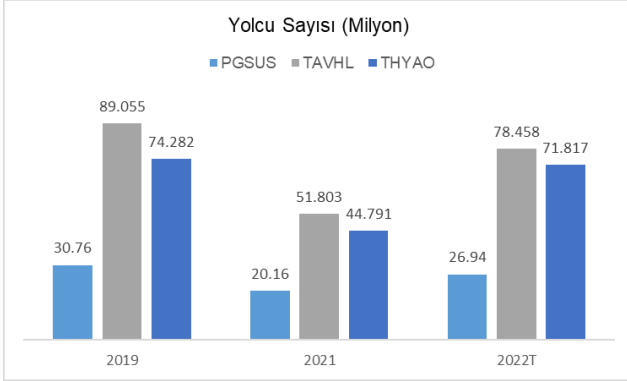
GLCVY- Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 34,00 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özsermaye		Özsermaye Kar.	
						22E	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
GLCVY	25.82	34.00	34.00	32%	Endeks Üzeri	8.9	5.2	3.18	2.19	407	687	1,134	1,650	43%	49%

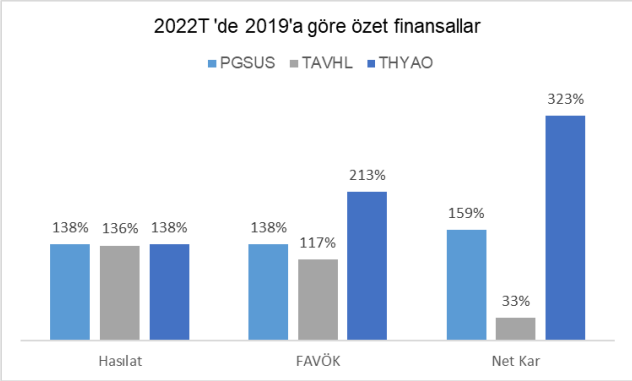
Yüksek enflasyon ve yüksek varlık fiyatlarının tahsilat performansını desteklediği bir ortamda, mevcut makro ortam göz önüne alındığında GLCVY'yi iyi bir seçim olarak görmeye devam ediyoruz. Bankacılık sistemindeki yüksek kredi stoğunun, şirketin büyüme potansiyeli için önemli bir alan sunduğunu düşünüyoruz. Tavsiyemizi 34,0 TL (değişmedi) hedef fiyat ile Endeks Üzeri Getiri olarak koruyoruz.

Sektörel Görünüm: Havacılık

Yolcu Sayıları (2019-2022)



2022T Finansalları (2019 yılına göre %)



Hava yolculuğundaki toparlanma, 2023 için küresel bir tema haline geliyor. Geçen yıl, Covid ile ilgili duruşların ardından turizm faaliyetlerinde yaşanan güçlü toparlanmanın da yardımıyla Türk Havacılık Sektörü için en iyi yıllardan biri oldu. 11A22'de Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı bir önceki yıla göre %84 artarak 42,2 milyon olurken, Türkiye'ye seyahat eden turist sayısında en yüksek pay Almanya'ya ait oldu (toplamda %13 pay). Tüm havacılık şirketleri, uluslararası hava trafiğinde devam eden yolcu sayılarındaki iyileşmeden faydalandı. IATA tahminlerine göre, küresel yolcu trafiğinin (ÜYK) 2023'te 2019 seviyelerinin %85,5'ine ulaştığı görülürken, Türkiye'de Havacılık şirketleri şimdiden neredeyse pandemi öncesi trafik seviyelerine geri döndü. Yolcu trafiğindeki toparlanmaya ek olarak 2023T'de yolcu getirilerinde güçlü bir yükseliş eğiliminin devam ettiğini görüyoruz; bunun başlıca nedenleri 1) tedarik zinciri ve istihdam eksiklikleri nedeniyle küresel havacılık sektöründeki kapasite artışı sorunları 2) Savaş sonrası dönemde güçlü talep nedeniyle daha geniş jet yakıtı spreadleri 3) Çin'in yeniden açılmasından sonra Asya'da artan taleptir. Araştırma kapsamımızda Havacılık Sektöründeki tüm şirketler için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

THYAO - Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 193,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
THYAO	150.20	173.00	193.00	28%	Endeks Üzeri	4.4	5.0	4.4	4.6	310,412	454,163	76,570	98,145	44,103	50,355

THY, 2022'de 71,8 milyon yolcu taşıırken (2021'e göre +%60), pandemi öncesi 2019 seviyesinin %97'sine ulaştı ve bu performansı küresel bayrak taşıyıcı emsallerinin çoğunu geride bıraktı. THY'nin kargo hacmi 2022'de %11 azaldı ancak 2019'a göre %9 daha yüksek kaldı. Gelirdeki güçlü artışın 4Ç'22'de ABD doları bazında %41 ile devam etmesini bekliyoruz, bu da daha yüksek yolcu ve kargo gelirleri sayesinde 2022 yılında %71 büyüme anlamına geliyor. Şirketin kapasite artırma planlarına göre, ASK'nın 2023T'de %17 artmasını ve yolcu gelirlerinin 17,5 milyar ABD dolarına (yılı %23 artışla) ulaşmasını bekliyoruz. Öte yandan 2023T'de kargo işinin katkısını azaltabilecek kargo operasyonlarındaki normalleşmenin devam etmesini bekliyoruz. Güçlü kalmaya devam eden yolcu getirilerinin kargo işindeki yavaşlamayı dengeleyebileceğini düşünüyoruz. Buna göre 2023T FAVÖK tahminlerimizi %21,6 marjla (2022E marjı %24,5'e kıyasla) 4,4 milyar USD'ye (önceki 4,1 milyar USD) yükselttik. Rekabetçi birim maliyet performansı ve kapasite genişletme planlarıyla (Şirket, 2027 yılına kadar +550 uçak, +100 milyon yolcu, 24-28 milyar ABD Doları gelir, 5-5,5 milyar ABD Doları FAVÖK'e ulaşmayı planlıyor), Şirket'in hava yolculuğu talebindeki küresel toparlanmadan yararlanmak için iyi bir konumda olduğunu düşünüyoruz. THYAO için HF'mizi 173 TL'den 193 TL'ye yükseltirken ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

PGSUS - Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 700.0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
PGSUS	549.20	612.00	700.00	27%	Endeks Üzeri	11.0	6.3	5.7	4.6	42,711	70,980	14,020	24,008	6,236	10,085

Pegasus, 2022'de 26,94 milyon yolcu taşıdı (2021'e göre +%34) ve büyümenin ana itici gücü uluslararası yolcu sayılarındaki artış oldu. Kapasitesini daha karlı dış hatlara yönlendirmeyi başaran şirketin, 2022 yılında dış hat yolcu sayısı 19' seviyesini %9 oranında aştı. Güçlü yolcu toparlanmasına ek olarak, güçlü yolcu verimi, uluslararası yolcu ve yan gelirler arasındaki sinerji sayesinde 2022T'de FAVÖK'ün (Euro bazında) 2019'a göre %38 daha yüksek olmasını bekliyoruz. Tahminlerimiz tam marj iyileşmesine işaret ederken (2022T'de %33,3'e karşı 2019'da %33,3) 2023T'de tüm zamanların en yüksek marjını (%33,8 FAVÖK marjı) bekliyoruz. 4Ç'22'de, havacılık sektörü için düşük bir sezon olmasına rağmen, şirketin paritedeki değişimin de etkisiyle net kar açıklamasını bekliyoruz. HF'mizi 700 TL'ye yükseltiyoruz (612 TL'den) ve PGSUS için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

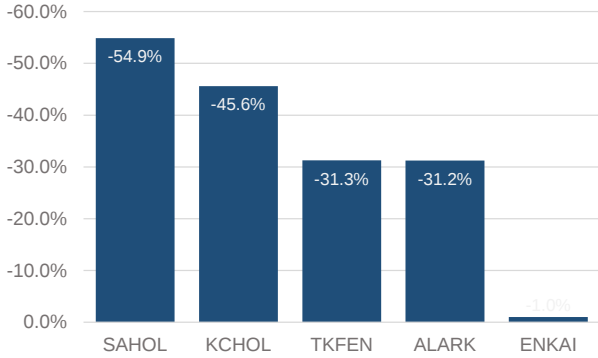
TAVHL – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 121,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TAVHL	86.50	118.00	121.00	40%	Endeks Üzeri	12.4	13.4	9.8	9.1	17,915	27,629	5,744	8,456	1,750	2,770

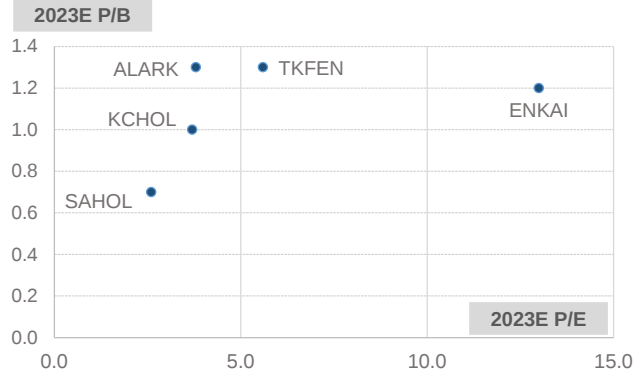
Türkiye'deki güçlü turizm faaliyeti, TAVHL'nin iç hat havalimanlarındaki güçlü toparlanmanın ana itici gücü olurken, Almatı'nın güçlü performansı finansalların bir başka itici gücü oldu (9A22 döneminde Almatı, konsolide gelirden %30,5 ve konsolide FAVÖK'te %25,2 paya sahipti). Dış hat yolcu sayısı 2022'de 50,2 milyona (19' seviyesinin %91'i) ulaşırken, dış hat yolcu sayısı 4Ç'22'de 19' seviyesinden %13 daha yüksekti. Makro varsayımlardaki değişikliğin ardından TP'mizi (118 TL'den) 121 TL'ye yükseltirken, TAVHL için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Sektörel Görünüm: Holdingler

Hedef Net Aktif Değere göre iskonto oranları



2023 tahmini F/K ve PD/DD çarpanları



Cazip değerlemeler ışığında Koç ve Sabancı'yı tercih ediyoruz: Türk hisse senetlerinde son 6 ayda görülen güçlü yükseliş, hem KCHOL hem de SAHOL'un NAD'sinde önemli artışa yol açtı. Her iki holding de borsaya kote olmayan iştirakleri aracılığıyla da (SAHOL için Enerjisa Üretim ve Yeşil enerji yatırımları ve KCHOL için potansiyel elektrikli araç batarya yatırımı) değer yaratma konusunda iyi beklentiler sunuyor. Bankacılık sektörü için genel olarak temkinli olmakla birlikte, Koç ve Sabancı'nın hem bankacılık hem de sanayi alanındaki dengeli portföyü bizim için daha cazip gözükmemektedir. Her iki Holding de Türkiye piyasası için iyi birer benchmark olarak görüldüğü için, yabancı kurumsal yatırımcıların ilgisinin canlanması durumunda hisselerle önemli girişler gerçekleşebilir.

KCHOL – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat 118,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özkaynak	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
KCHOL	78.75	105.00	118.00	50%	Endeks Üzeri	3.1	3.6	1.4	1.0	63,522	55,478	144,876	200,354

KCHOL için NAD'mızı güncelliyoruz ve Araştırma kapsamımızdaki iştirakler için daha yüksek hedef fiyatların ardından HF'mizi yükseltiyoruz. KCHOL'un dördüncü çeyrekte yıllık %272 kazanç artışına işaret eden 21,5 milyar TL net kar açıklamasını bekliyoruz. TUPRS ve YKBNK'daki güçlü kazanç ivmesinin, güçlü kârlılığın ana itici gücü olacağına inanıyoruz ve otomotiv iştiraklerinin de güçlü kazançlar bildirmesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre KCHOL, 2023T'de 3,6x F/K ile işlem görüyor. KCHOL'un cazip olduğunu düşündüğümüz hedef NAD'ye göre %46 iskontolu işlem gördüğünü tahmin ediyoruz.

SAHOL – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 70,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özkaynak	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
SAHOL	40.04	70.00	70.00	75%	Endeks Üzeri	2.1	2.5	0.9	0.6	38,705	32,306	93,022	126,328

Sabancı Holding'in 4Ç'22'de 11,5 milyar TL net kar açıklamasını tahmin ediyoruz, tahminimiz 4Ç'22'de yıllık %122'lik net kar artışına işaret ediyor. 1) İştiraklerin güçlü nakit yaratma performansı sayesinde güçlü likidite pozisyonu 2) Henüz fiyatlanmadığını düşündüğümüz Enerji Üretim operasyonları (Hedef NAD'de %27 pay) 3) Dengeli Portföy yapısı 4) Cazip değerlendirme nedeniyle SAHOL'u beğenmeye devam ediyoruz. Tahminlerimize göre SAHOL, 2023T'de 2,5x F/K ile işlem görüyor. Hisse için Hedef Fiyatı 70 TL/hisse olarak korurken Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

ENKAI - Endekse Paralel Getiri / Hedef Fiyat: 32,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özkaynak	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
ENKAI	29.74	26.00	32.00	8%	Endekse Paralel	122.3	13.3	1.5	1.3	1,459	13,440	121,052	140,992

ENKA, müteahhitlik işinde güçlü faaliyet performansını sürdürmektedir, ancak şirketin net kar performansı, finansal yatırımlarla ilgili kayıplar nedeniyle baskı altında kaldı. Taahhüt işi, küresel emsallerinin çok üzerinde faaliyet kar marjları (yaklaşık %25) elde etmeye devam ederken, ciro olarak ise ABD doları bazında yıllık yaklaşık %15'lik bir gelir artışı performansı sunuyor. Şirketin en son backlog büyüklüğü 3,6 milyar ABD doları seviyesinde bulunuyor ve üretime dönük yatırım projeleri, enerji yatırımları ve altyapı projeleri ENKAI için büyüme potansiyeli sunduğundan yeni sipariş alımları için görünüm pozitif olarak devam ediyor. Tahminlerimizde yukarı yönlü değişiklikler yaptık ve hisse için hedef fiyatımızı 26,0 TL'den 32,0 TL'ye çıkardık.

TKFEN - Endekse Paralel Getiri / Hedef Fiyat 55,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özkaynak	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TKFEN	45.18	52.40	55.00	22%	Endekse Paralel	7.3	5.4	1.6	1.3	2,288	3,092	10,507	12,719

TKFEN, müteahhitlik işlerinden elde edilen sonuçların zayıf kalması ve gübre segmentinin bir miktar marj baskısı ile karşı karşıya kalmaya başlıyor olması nedeniyle karışık bir görünüme sahip. İnşaat iş kolunda zarar üreten projeler 2022 sonuna kadar tamamlanacağı için şirketin 2023 yılında taahhüt işkolunda daha karlı olmasını bekliyoruz. Öte yandan, maliyet aşımına ilişkin tazminat tahsilatlarında şu ana kadar önemli bir gelişme yok gibi görünüyor. Yeni ihalelere teklif sunma faaliyeti hızlandığı için, TKFEN'in birikmiş iş yükünü yaklaşık 1,2-1,4 milyar ABD Doları seviyesinde tutması muhtemeldir (2023'de yaklaşık 500-700 milyon ABD Doları tutarında potansiyel yeni sözleşmeler anlamına gelir). Öte yandan, gübre işinin pozitif nakit akışı yaratmaya devam etmesini bekliyoruz, ancak son 2-3 yılda görülen güçlü marjların, düşen gübre fiyatları ve artan üretim maliyetleri nedeniyle normale dönmesi muhtemel gözükmektedir. NAD varsayımlarımızda küçük düzeltmelerle TKFEN için değerlememizi hisse başına 52,40 TL'den 55,0 TL'ye revize ediyoruz.

ALARK - Endekse Paralel Getiri / Hedef Fiyat 82,0 TL

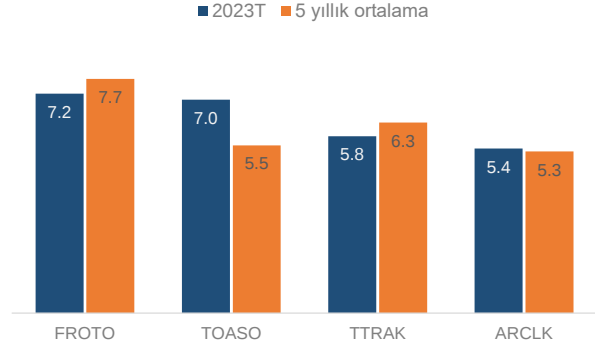
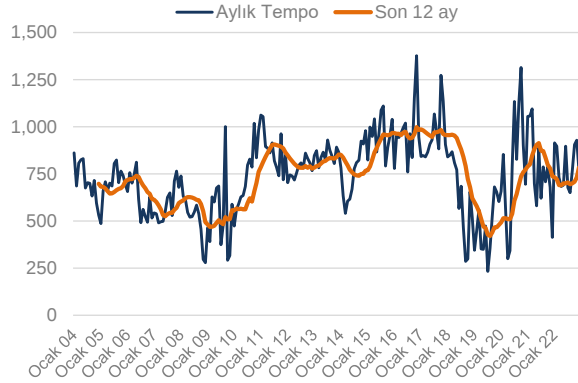
Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		PD/DD		Net Kar		Özkaynak	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
ALARK	68.30	-	82.00	20%	Endekse Paralel	2.6	3.7	2.2	1.4	11,414	7,945	13,651	21,846

Alarko Holding, CENAL termik santralinin artan elektrik fiyatları ve düşük maliyetli kömür tedarikinden fayda sağladığı 2022 yılında güçlü kar performansı sergiledi. Bununla birlikte, EPDK tarafından uygulamaya konulan tavan fiyatlar, 2022 yıl sonuna doğru marjların bir miktar düşmesine neden oldu. Artan enflasyon, elektrik dağıtım şirketleri için daha yüksek mali gelir sağladığından, Alarko'nun dağıtım iştiraki de daha yüksek kazanç elde etti. Alarko'nun enerji üretim marjlarının regülasyon müdahalesi veya enerji fiyatlarındaki düzeltme nedeniyle bir miktar düşmesinin beklenebileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan ALARK hisse fiyatının son 3 ayda BIST100 Endeksi'ne göre %16 daha düşük performans gösterdiğini ve mevcut değerlemenin bu endişeleri zaten fiyatladığını da not etmeliyiz. Güncellenmiş değerlememiz, ALARK hisseleri için 82,0 TL/hisse (önceki 75,0 TL) seviyesinde hedef fiyata işaret etmektedir.

Sektörel Görünüm: Otomotiv & Dayanıklı Tüketim

Otomotiv Satışları (Hafif Araç – Bin adet)

FD/FAVÖK çarpanları (2023T)



Otomotiv hisseleri içerisinde tercihimiz TTRAK: Perakende hafif araç satışları 2022'de %6 büyüyerek 783 bin adete ulaştı. Yurt içi Hafif Araç(HA) pazarında ana tema arz-talep dengesizlikleri oldu. Küresel yarı iletken ve hammadde arz sıkıntıları nedeniyle arz kısıtlanırken, negatif reel faiz ortamı talebi yukarı çekti. Bu durum otomotiv şirketlerinin güçlü kar marjlarını sürdürmelerini sağladı. Türkiye HA pazarındaki satış hacminin, 2023 yılında da 2022 yılı ile paralel olarak yaklaşık 800 bin seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Marj görünümünün de kısa vadede olumlu kalmasını bekliyoruz.

Pazarla ilgili bir diğer önemli nokta, elektrikli araçlara geçiştir. Toplam HA pazarında hibrit ve elektrikli araç payı artmaya başlamıştır. Yerli bir elektrikli araç girişimi olan TOGG markasının ilk model lansmanının da toplam satışlar içindeki elektrikli araç payının artmasına katkıda bulunması beklenebilir. TOGG'un lansmanı ile birlikte binek otomobil pazarındaki rekabetin artması da muhtemeldir.

Öte yandan Traktör satışları, yıl başındaki düşük performansın ardından 2022'nin son çeyreğinde önemli ölçüde arttı. Bitkisel üretim 2022'de yüzde 9 artarken, tarımsal destek bütçesi 2022'de 24,1 milyar TL'den 39,8 milyar TL'ye çıkarıldı. Bütçeye göre bu rakam 2023'te 54,0 milyar TL olacak. Finansman tarafında ise Ziraat Bankası yerli traktörlere düşük faizli kredi vermeye devam ediyor. Güçlü hasat mevsimi ve devlet teşvikleri ile traktör pazarının büyümesini 2023 yılında da sürdürmesini bekliyoruz, ancak olası bir kuraklığı ana risk faktörü olarak görüyoruz. Fiyatlandırma tarafında, iç pazar 3Ç22 itibarıyla EUR bazında birim fiyat/karmada yıllık %43 artışla marjları desteklemektedir. Yüksek fiyatların da traktör firmalarının cirolarını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

FROTO - Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 612,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
FROTO	512.90	565.00	612.00	19%	Endeks Üzeri	11.0	8.1	11.1	7.2	171,490	276,922	18,732	28,736	16,328	22,154

Avrupa'daki ekonomik yavaşlamaya rağmen, Elektrikli araçlara geçiş ve Craiova fabrikasının etkisiyle FROTO'nun 2023'de güçlü bir hacim büyümesi sağlamasını bekliyoruz. Şirket, 2023 ve 2024'te yeni Elektrikli araç modellerini piyasaya sürerken, üretim kapasitesini 722 binden 900 bine çıkaracak. Ek olarak, karlı iç pazar ve kamyon işkolunun büyümesi, FROTO'nun marjlarını desteklemeye devam edecektir. Batı Avrupa'da artan penetrasyon ve Eskişehir fabrikasındaki olası kapasite artışı sayesinde Ford Trucks'ın önümüzdeki yıllarda şirket için potansiyel bir yeni büyüme katalizörü olabileceğini düşünüyoruz. Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak koruyor ve hedef fiyatımızı 612 TL/hisse'ye yükseltiyoruz.

TOASO - Endekse Paralel Getiri/ Hedef Fiyat: 190,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TOASO	163.30	150.00	190.00	16%	Endekse Paralel	10.3	10.8	7.5	7.0	65,118	72,323	10,818	11,572	7,945	7,594

TOASO, iç pazarda güçlü marjlardan yararlanmaya devam ederken amiral gemisi olarak nitelendirilebilecek olan Egea modeli Türkiye'de en çok satan otomobil olmaya devam ediyor. Bununla birlikte ihracat düşmeye devam ediyor ve 2022'de ihracat için Doblo üretimi sona ereceğinden, 2023'ün ihracat için zayıf bir yıl olacağını düşünüyoruz. Doblo'nun yerini alacak yeni üretim anlaşmasının henüz açıklanmamış olması öngörülebilirliği sınırlandırıyor. Mevcut piyasa fiyatlamasında risk/getiri dengesinin çok çekici olmadığına inanıyoruz. %8,8'lik potansiyel temettü getirisi (2022 kazançlarından ödenecek) yatırım tezinin en güçlü kısmı olarak yer almaktadır. Tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri olarak koruyor ve yeni hedef fiyatımızı hisse başına 190,0 TL olarak belirliyoruz.

DOAS - Endekse Paralel Getiri/ Hedef Fiyat: 170.0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
DOAS	160.80	160.00	170.00	6%	Endekse Paralel	4.5	5.4	3.8	4.5	46,104	61,766	8,769	7,412	7,923	6,609

İç pazardaki arz-talep dengesizliğinin devam etmesi sayesinde DOAS'ın yüksek marj performansının 4Ç22 ve 1Y23'te de devam edeceğini düşünüyoruz. Öte yandan, pazardaki arzın normalleşmesindeki olası hızlanma, Elektrikli araçlara geçişte ürün portföyü değişiklikleri, regülatif değişiklikler ve artan rekabet (TOGG etkisi ile) DOAS için en önemli riskler olmaya devam etmektedir. 170 TL'lik yeni hedef fiyatımız ile Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

TTRAK – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 700,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TTRAK	569.90	550.10	700.00	23%	Endeks Üzeri	12.5	8.6	9.2	5.8	21,816	33,667	3,358	5,321	2,434	3,530

3Ç22'de başlayan, tarım sektörüne yönelik finansman teşvikleri ve 2022'deki güçlü hasat mevsimi sayesinde 4Ç22 ve 2023'te devam etmesi beklenen yüksek satış hacimleri ve daha yüksek fiyat etkisi ile TTRAK'ta güçlü kar ivmesi görmeyi bekliyoruz. TTRAK, iç piyasada Tier IV motorlarla üretim yapabilen tek traktör üreticisidir ve bu durum TTRAK'a ek bir avantaj sağlamaktadır. Risk tarafında ise potansiyel bir kuraklık tehlikesini TTRAK için ana risk faktörü olarak görüyoruz. Tüm bu artıları ve eksileri göz önünde bulundurarak, 2023T'de %45 kar artışı beklerken, 12,5x F/K ile işlem gören ve %7,2 temettü verimi (2022 kazançlarından ödenecek) beklediğimiz TTRAK'ın mevcut fiyatını cazip olarak değerlendiriyoruz. Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak koruyor ve hedef fiyatımızı 700 TL/hisse'ye yükseltiyoruz.

ARCLK - Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 160,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
ARCLK	115.60	105.00	160.00	38%	Endeks Üzeri	18.1	13.2	8.9	5.4	133,916	194,795	11,859	19,595	4,325	5,911

Yüksek faiz oranlarının gelişmiş ülkelerde konut piyasasının zayıflamasına yol açması ve artan enerji fiyatlarının da isteğe bağlı tüketici harcamalarını olumsuz etkilemesi nedeniyle 2022'de ev aletlerine yönelik küresel talep yavaşladı. Türkiye beyaz eşya (MDA6) pazarı 2022'de %2 daralarak 8,5 milyon adede geriledi, ancak destekleyici maliye ve para politikaları nedeniyle pazar son aylarda toparlanma belirtileri gösterdi (MDA6 birim satışlar 4. çeyrekte +%12). Arçelik kısa bir süre önce Whirlpool ile Avrupa operasyonlarını birleştirmek için bir anlaşma yaptığını duyurdu. Modelimizi güncelliyoruz ve HF'mizi 105 TL'den 160 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse senedi için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. ARCLK, 2023T'de 5,4x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. Bunun büyüme odaklı ve kârlı faaliyetler için cazip bir değerlendirme sunduğunu düşünüyoruz.

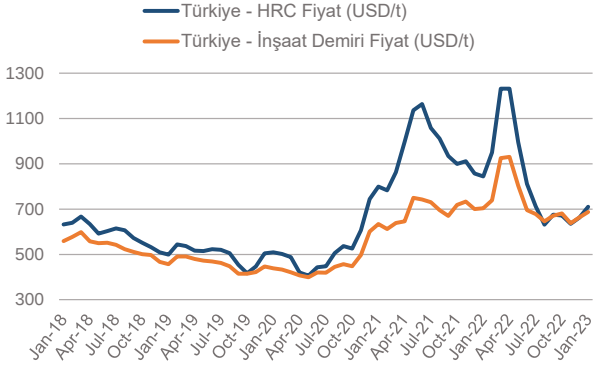
KORDS – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 106,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
KORDS	79.10	106.00	106.00	34%	Endeks Üzeri	11.9	8.2	10.2	6.6	18,436	27,360	2,211	3,400	1,292	1,875

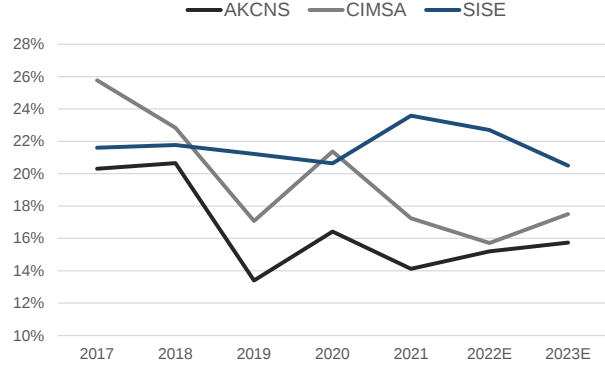
Kordsa, Türkiye'deki artan enerji ve işçilik maliyetleri nedeniyle 1Y'23'te bir miktar marj baskısıyla karşılaşmaya devam etmesi muhtemelken geçtiğimiz dönemde Şirket'in Asyalı rakipleri nispeten istikrarlı bir maliyet tabanına sahip olması fiyatlandırma üzerinde rekabetçi baskı yarattı. FAVÖK tahminlerimiz 4Ç'22T'de yıllık bazda 520 baz puan marj daralmasına işaret ediyor. Kompozit teknoloji segmentinde beklenen toparlanma ve potansiyel olarak daha elverişli kur ortamı sayesinde bu görünümün 2Y'22'de iyileşmeye başlayabileceğini düşünüyoruz. HF'mizi 106 TL/hisse olarak koruyoruz. Tahminlerimize göre KORDS, 2023T ve 2024T'de 6,4x ve 4,5x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görüyor.

Sektörel Görünüm: Metaller / İnşaat Malzemeleri / Madencilik

Çelik fiyatları toparlanmaya çalışıyor



İnşaat malzemesi üreticilerinde dayanıklı marjlar



Çelik üreticileri için parlak bir yıl değil: Küresel merkez bankalarının parasal sıkılaştırma adımları ve Avrupa'daki enerji krizinin ardından küresel ekonomik aktivitenin yavaşlaması nedeniyle çelik fiyatları 2H'22'de baskı altına girdi. 2023'ün başlarında, Çin'in Covid ile ilgili kısıtlamaları yeniden açması ve hafifletmesi, çelik fiyatlarının görünümüne destek veriyor, ancak küresel ekonomik görünüme yönelik risklerin hala aşağı yönlü olması nedeniyle toparlanmanın muhtemelen kademeli olacağına inanıyoruz. Sektörde, EREGL yerine KRDMMD'yi tercih ediyoruz, çünkü inşaat demiri marjları, EAF merkezli üreticilerin hızlı kapasite azaltmaları nedeniyle daha iyi durumda görünüyor. Türkiye Varlık Fonu'nun da geçtiğimiz günlerde Kardemir'de hisse alması, Kardemir'in piyasada daha yüksek değerlendirilme çarpanlarından işlem görmesine yardımcı olabilir.

Çimento sektöründe değerlemeler cazip gözüküyor. İnşaat malzemeleri sektörü, doğal gaz ve elektrik fiyatlarındaki artış nedeniyle 2022'de önemli maliyet baskısı ile karşı karşıya kaldı. Cam üreticisi SİSE, marjlarını korumayı başardı ve maliyetleri satış fiyatlarına yansıtmayı başarılı bir şekilde uygularken, satış hacimlerinin de dayanıklı kalması sayesinde şirketin ciro büyümesi önemli bir ivme kazandı. Çimento üreticileri, nominal kazançlarını artırmayı başarırken, yüzdesel olarak kar marjları 2022'de biraz düşüş kaydetti. Elektrik fiyatlarında ve diğer enerji maliyetlerinde potansiyel geri çekilmeyi, bu sektörlerde olası pozitif marj artışının ana kaynağı olabileceğini görüyoruz. Daha cazip değerlemeleri de göz önünde bulundurarak, malzeme sektöründe çimento şirketlerini tercih ediyoruz.

EREGL – Endekse Paralel Getiri/ Hedef Fiyat: 43,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
EREGL	39.02	41.00	43.00	10%	Endekse Paralel	7.5	12.5	5.4	8.4	135,225	148,446	28,089	18,204	18,099	10,944

Düşen çelik fiyatlarının olumsuz etkisinin EREGL'nin 4Ç'22 ve 1Y'23 sonuçlarında daha belirgin olmasını bekliyoruz. Yerel sıcak rulo fiyatları, 4Ç'22'deki dip seviyelerinden yaklaşık 100 USD/ton artışla 710-720 USD/ton seviyelerinde seyrediyor, ancak yine de bir yıl önce görülen 1250-1300 USD/ton zirve seviyelerinin oldukça altında. Bu görünüm altında, EREGL için ton başına FAVÖK'ün 4Ç'22'de yaklaşık 55 USD'ye inmesini ve maliyetlerin gecikmeli olarak gerileyeceğini dikkate alarak 1Y'22'de zayıf kalmasını bekliyoruz. Öte yandan, EREGL'nin şu anda net borç pozisyonuna sahip olduğunu ve yatırım harcamalarının 2023'te yüksek kalacağını not ediyoruz. Şirketin, yeni keşfedilen demir cevheri sahasının yakınında bir peletleme tesisi için 550mn USD yatırıma başlaması bekleniyor. Bu yatırım ile toplam demirli hammaddeler için dikey entegrasyon %15-20'den %40-45'e çıkmış olacaktır. Projenin 2026 yılına kadar operasyonel hale gelmesi bekleniyor. Yönetim, projeden elde edilen yıllık kar etkisinin 200-250 milyon ABD Doları olmasını hesaplıyor (yaklaşık 30 ABD Doları/ton). EREGL için 43,0 TL hedef fiyat ile Endekse Paralel Getiri olarak notumuzu koruyoruz.

KRDMD – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 23,5 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
KARDM	17.76	16.50	23.50	32%	Endeks Üzeri	8.6	8.4	4.3	4.4	26,933	35,057	4,165	4,115	2,350	2,424

Türkiye inşaat demiri fiyatları son zamanlarda 680-700 USD/ton seviyelerinde istikrar kazandı ve 1Ç'2022'deki 950 USD/tonluk zirve seviyelerinden yaklaşık %25 düştü. Uzun çelik fiyatlarındaki düşüş, sıcak rulo fiyatlarındaki %40'lık düzeltmeye kıyasla daha az görünüyor. Bizim görüşümüze göre, EAF bazlı uzun çelik üreticilerinden gelen keskin kapasite kesintileri ve yükselişe geçen hurda fiyatları; fiyat görünümüne destek olmaktadır. Rusya'dan yapılan yarı mamul ve nihai ürün ithalatı ise Türkiye çelik fiyatları için risk oluşturmaya devam etmektedir. Çin'deki toparlanma beklentileri ve Türkiye'deki destekleyici maliye politikasının sonucu olarak uzun çelik fiyatlarındaki toparlanma eğiliminin devam edeceğini düşünüyoruz. Hammaddede tarafında, Kardemir 1Ç'23'ten itibaren kömür maliyetlerinde iyileşme görmeyi bekliyor. Bu nedenle, kar marjı performansının 2Y'22'deki yaklaşık 50 USD/ton seviyelerinden 1Y'23'te 90-100 USD/ton seviyelerine sıçramasını bekliyoruz. Kardemir'in 2023'de 200mn ABD Doları FAVÖK sunacağını tahmin ediyoruz, bu da 4,4x'lik bir FD/FAVÖK çarpanına işaret ediyor. Hedef fiyatımızı 23,50 TL olarak revize ediyoruz ve KRDMD için Endeks Üzeri Getiri notumuzu koruyoruz.

SISE – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 52,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
SISE	41.36	40.50	52.00	26%	Endeks Üzeri	6.7	7.8	6.7	5.3	95,387	134,766	21,656	27,658	19,032	16,254

SISE düzcama, cam ambalaj ve soda külü gibi farklı iş kollarında önümüzdeki 5 yıl içinde iş ölçeğini artıracak yeni yatırımlara devam ederken, uzun vadeli iyi bir büyüme hikayesi sunuyor. Yükselen enerji fiyatları, 2Y'22'de marjları baskılamaya başlarken, fiyatlardaki artış trendi ve güçlü satış tonajı sayesinde kazanç artışı güçlü ivmesini korudur. Bununla birlikte, daha zorlu makro görünüm göz önüne alındığında, kar büyümesinin 2023'te önemli ölçüde yavaşlamasını bekliyoruz, ancak yine de şirketin döviz cinsinden operasyonel karının 2022 performansına kıyasla benzer seviyelerde tutabileceğini hesaplıyoruz (EBITDA seviyesinde yaklaşık 1,3 milyar dolar). Hedef Fiyatımızı hisse başına 52,0 TL olarak revize ediyoruz ve SISE'de Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

KOZAL – Endeksin Altında Getiri / Hedef Fiyat: 390,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
KOZAL	585.50	302.00	390.00	-33%	Endeks Altı	20.6	13.7	21.3	15.3	6,787	10,658	3,724	5,177	4,327	6,521

Koza Altın'ın hisse senedi fiyatındaki güçlü yükselişin ardından, şirketin piyasa değeri 4,9 milyar ABD dolarına ulaştı ve biz bunun Firma Değeri/rezervler çarpanı olarak 2359 ABD Doları/ons gibi zengin değerlemeye işaret ettiğini hesaplıyoruz (Firma Değeri/kaynaklar için 1486 ABD Doları/ons). Şirketin güncellenmiş rezerv rakamları, 2022 sonu itibarıyla bir artış gösterebilir, bu beklentinin şimdiden fiyatlandığını düşünüyoruz. Ayrıca hisse için 2023 tahminlerimize göre 14,2x F/K ve 15,9x FD/FAVÖK gibi talepkar değerlendirme çarpanları buluyoruz. Hukuki davalardaki belirsizliği de göz önünde bulundurarak, güncellenen hedef fiyatımıza dayalı notumuzu Endeks Altı Getiri olarak revize ediyoruz.

CİMSA – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 102,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
CİMSA	86.35	102.00	102.00	18%	Endeks Üzeri	3.7	6.2	8.3	5.2	8,526	12,228	1,340	2,140	3,175	1,877

CİMSA, geleneksel bir çimento üretim modelinden beyaz çimento ve Kalsiyum Alüminat Çimentosu gibi daha değerli ürünlere odaklanan yeni bir iş modeline geçiş sürecindedir. Bu geçişte CİMSA, iki gri çimento fabrikasını 2Ç22'de sattı ve gelirleri ile Mersin Fabrikası Beyaz Çimento hatlarında kapasite artışı ve uluslararası operasyonlarında sermaye artışı (CSC BV) gibi katma değeri yüksek ürünler için yeni yatırım harcamalarını finanse etmek için kullanmaya başladı. Türkiye'nin demografik yapısı, güçlü konut piyasası ile büyüme potansiyeli sunarken, beyaz çimento ve CAC ürünleri, CİMSA'nın ekonomik daralma dönemlerinde satışlarındaki olası oynaklığı azaltmasına yardımcı olmaktadır. 102 TL/hisse hedef fiyatı ile Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

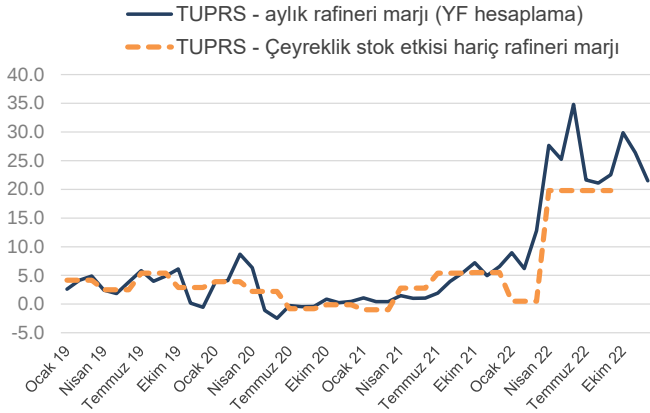
AKCNS – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 73,6 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
AKCNS	53.25	73.60	73.60	38%	Endeks Üzeri	6.5	8.4	8.3	5.2	8,730	13,398	1,327	2,097	1,579	1,212

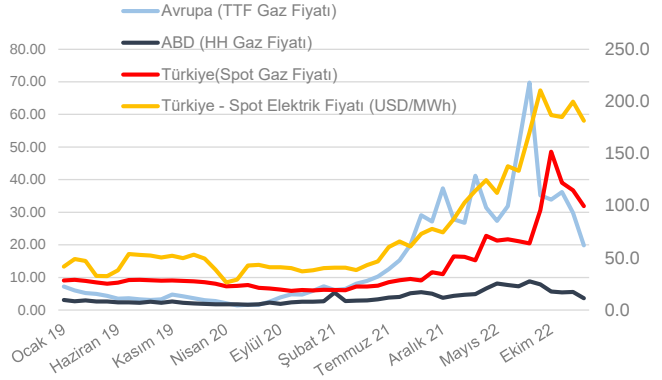
Türkiye'nin en gelişmiş bölgeleri arasında olan Marmara ve Ege Bölgelerinde üretim tesisleri bulunan AKCNS'nin güçlü bölgesel talebi ve artan çimento fiyatları ciro büyümesini artırmaya devam ediyor. Şirketin satışlarını uluslararası pazarlara çevirme yeteneği önemli bir avantaj olmaya devam ediyor. Maliyetler açısından, artan enerji ve hammadde fiyatları marjları negative etkilerken, 2023'te bu konuda bir miktar gelişme görmeyi ve marjın toparlanması için bir miktar alan yaratmasını bekliyoruz. Artan alternatif yakıt kullanım oranı, rüzgar türbini yatırımları ve Ambarlı Liman gelirleri AKCNS'yi destekleyici ek unsurlar olmaya devam ediyor. 73,6 TL/hisse hedef fiyatı ile Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Sektörel Görünüm: Petrol&Gaz / Petrokimya / Enerji

TUPRS rafineri marjları (USD/varil) - YF tahmin



Doğal Gaz ve Elektrik fiyatları



TUPRS – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 745,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	FK		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TUPRS	615.20	680.00	745.00	21%	Endeks Üzeri	4.4	6.4	3.0	3.8	487,927	542,113	53,907	42,608	38,393	26,574

Küresel petrol ürünleri piyasası sıkı bir arz-talep dengesiyle karşı karşıya olduğundan, özellikle orta distilat ürün marjları güçlü seyrederken TUPRS'nin rafineri marjlarını yükseltmeye devam ediyor. Akaryakıt talep dinamikleri destekleyici olmaya devam ederken, Rusya'ya yönelik yaptırımlar ve AB/ABD'deki fabrika plansız fabrika duruşları ile birlikte arz tarafında kısıtlayıcı gelişmeler yaşanmaktadır. Bu dinamiklerin yüksek rafineri marjlarının devam etmesinde önemli bir rol oynadığını düşünüyoruz. 2023 marj görünümüne yönelik hem yukarı hem de aşağı yönlü risklerin, Covid ile ilgili tüm kısıtlamalarını kaldırdıktan sonra ekonomisini yeniden açan Çin'den gelebileceğine inanıyoruz. Çin aynı zamanda önemli ölçüde rafineri kapasitesine sahip olduğu için, Çin'li rafinerilerin ihracat miktarlarının artması, küresel olarak rafineri marjlarında bir miktar düzeltmeye yol açabilir. Bununla birlikte, temel senaryomuz, Çin'in agresif bir ihracat politikası uygulamayacağı ve AB'nin Rusya için planladığı dizel yasağının da piyasa dengesini daha sıkı hale getirmesiyle rafineri marjlarının en azından 1Y'23'te yüksek kalacağı yönündedir. TUPRS'nin 3Ç itibarıyla 0,3 milyar ABD Doları net nakit pozisyonu var ve şirketin 2022 karından 80,0 TL'lik bir nakit temettü dağıtımını yapabileceğini tahmin ediyoruz. Bu tahminimiz %13,0'lük bir temettü getirisi potansiyeline işaret ediyor. Hedef Fiyatımızı 680 TL'den 745 TL'ye yükseltiyoruz ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

PETKM – Endekse Paralel Getiri/ Hedef Fiyat: 15,6 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
PETKM	17.09	15.60	15.60	-9%	Endekse Paralel	6.9	12.3	14.0	12.6	52,501	60,938	4,099	4,544	6,318	3,512

Avrupa'daki talebin yavaşlaması ve Asya/ABD'deki düşük maliyetli üreticilerin rekabetçi baskısı nedeniyle petrokimya ürün fiyatları üzerinde baskı devam ediyor ve ürün marjlarına ilişkin zayıf görünüm PETKM'e de yansımaya devam ediyor. Petrokimya fiyat endeksi 2022'de yaklaşık %5 düşerken (yıllık ortalamalar baz alındığında), nafta ise yıl boyunca önceki yıla göre yaklaşık %20 daha yüksek seyretti. PETKM için bir başka sorun da Rusya'dan gelen düşük fiyatlı ürün arzının Türkiye ve diğer pazarlarda fiyatlar üzerinde baskı kurması oldu. PETKM'in son 5 yılda ortalama 400 milyon ABD doları olan FAVÖK'ü 2022E'de yaklaşık 240 milyon ABD dolarına inmiş durumdadır. Petrokimya operasyonları için görünüm heyecan verici olmasa da, Grup'un Star rafinerisinde marjların yüksek seyrettiğini ve Petkim'in bu rafineride bekleyen %18'lik hisse alımının piyasa tarafından takip edileceğini not ediyoruz. 2023'te, yılın ikinci yarısında faaliyet kazançlarında kademeli bir toparlanma öngörüyoruz, ancak 15,6 TL/hisse olan hedef fiyatımıza göre yukarı yönlü potansiyel için sınırlı alan görüyoruz. Bu nedenle notumuzu Endekse Paralel Getiri olarak revize ediyoruz.

ENJSA – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 48,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
ENJSA	34.02	48.00	48.00	41%	Endeks Üzeri	14.9	7.7	6.3	3.3	90,942	155,234	8,758	16,569	2,701	5,252

4Ç'22'de, ENJSA'nın operasyonel kazançlarında %43 artış beklerken, şirketin varlık yeniden değerlemeleriyle raporlanan net karda (baz alınan net kar değildir) büyük bir tek seferlik kazanç bildirmesini bekliyoruz. ENJSA'yı 1) yüksek enflasyona karşı korunaklı regüle iş modeli 2) düzenlemelerdeki değişiklikten sonra serbest nakit akışında devam eden toparlanma 3) güçlü elektrik fiyatları nedeniyle perakende işinde daha yüksek operasyonel kazançlar 4) düzenli temettü ödemeleri nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz . Baz alınan net kar tahminlerimize göre, ENJSA 2023T'de 7,7x F/K ile işlem görüyor. Hisse senedi için HF'mizi 48,0 TL'de, tavsiyemizi ise Endeks Üzeri Getiri olarak koruyoruz.

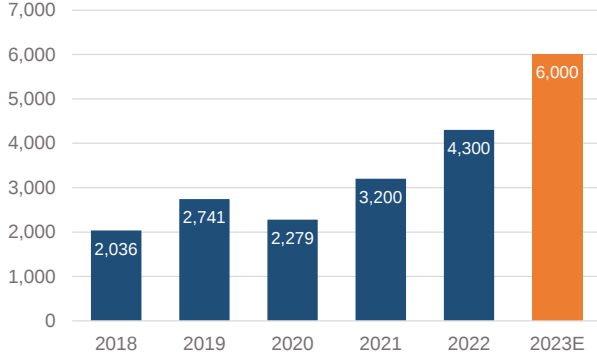
BIOEN – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 18,5 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
BIOEN	17.53	17.50	18.50	6%	Endeks Üzeri	61.7	25.5	21.2	12.0	1,296	2,217	485	855	142	344

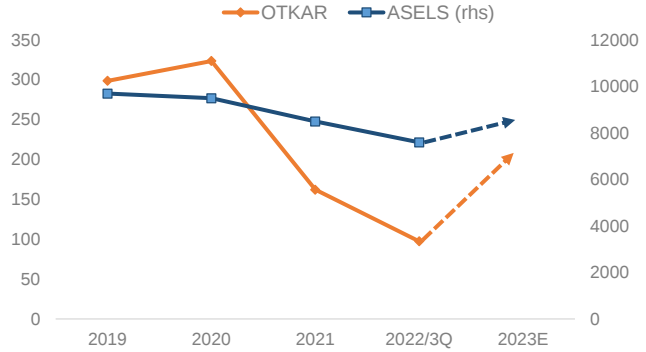
Elektrik üretim hacmindeki artış, kurdaki değer kaybı nedeniyle TL cinsinden artan elektrik fiyatı ve enerji dışı gelirlerin artan katkısı nedeniyle BIOEN'in gelirlerinin 2022'de yaklaşık %200 arttığını tahmin ediyoruz. Şirketin, 2023 yılında da devam etmesi beklenen karbon sertifikası satışlarından 4Ç'22'de yaklaşık 5 milyon USD gelir elde ettiğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2021 sonu itibarıyla 88 MW olan kurulu gücü 99,2 MW'a ulaştı. Şirket, 2025'de faaliyete geçmesi planlanan plastik geri dönüşüm projesinin planlanan kapasitesinin 60 bin ton/yıl'a çıkarıldığını duyurdu. Varsayımlarımızda yaptığımız ufak değişikliklerle BIOEN için hedef fiyatımızı 18,50 TL (önceki: 17,50 TL) olarak revize ediyoruz.

Sektörel Görünüm: Savunma Sanayi

Savunma Sanayi İhracatı (Milyon USD)



Backlog'larda artış beklentisi (Milyon USD)



ASELS – Endekse Paralel Getiri/ Hedef Fiyat: 57,5 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
ASELS	60.95	46.30	57.50	-6%	Endekse Paralel	15.4	11.7	19.7	11.9	33,632	52,500	7,447	12,319	9,032	11,853

Aselsan'ın gelirleri, 2019-2022 yılları arasında 2,0-2,2 milyar USD gibi dar bir aralıkta kaldı. Yeni sipariş alımının 2023'te hızlanmasını ve buna bağlı olarak şirket cirosunun 2023-2024 döneminde kademeli olarak 2,5 milyar USD seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Artan jeopolitik gerilimler nedeniyle hem Türkiye'de hem de potansiyel ihracat pazarlarında savunma harcamaları artarken, savunma dışı projeler de Aselsan için önemli büyüme potansiyeli taşıyor. Türkiye ile MENA bölgesindeki bazı potansiyel ihracat müşterileri arasındaki yakınlaşma da ASELS'in potansiyelini destekliyor. Aselsan'ın bakiye sipariş tutarı, 2021 sonundaki 8,5 milyar USD seviyesinden, 3Ç22 itibarıyla 7,6 milyar USD seviyesine geriledi. Şirket genellikle her yeni proje için peşin ödeme aldığı için, yeni siparişlerdeki potansiyel hızlanmanın nakit akışı problemlerinin çözümünde destekleyici olacağını düşünüyoruz. 2023'te iyileşen bir görünüm beklememize karşın, hisse senedi fiyatının iyi performansı ile hissenin, 46,3 TL'den 57,5 TL'ye yükselttiğimiz hedef fiyatımıza yakın seyrettiğini düşünüyoruz.

OTKAR – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 1200 TL

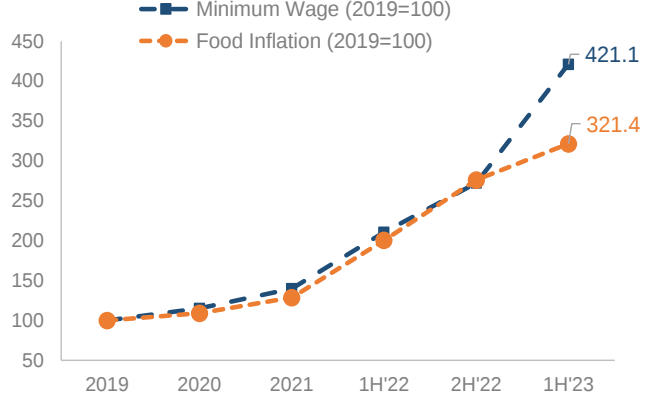
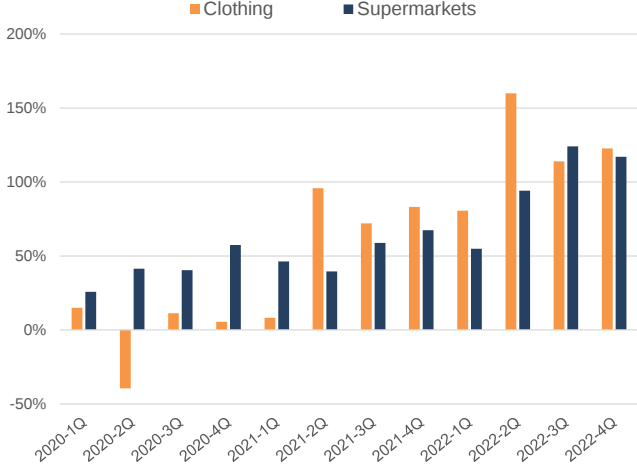
	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
OTKAR	1,010.20	875.00	1,200.00	19%	Endeks Üzeri	18.5	11.6	21.5	12.5	9,611	13,579	1,333	2,304	1,312	2,089

Otokar'ın yüksek 4x4 zırhlı araç teslimat adetleri ve güçlü ticari araç satışları sayesinde 4Ç22 için güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Bu drumun, 2021'e kıyasla daha düşük savunma segmenti gelirlerine rağmen 2022 karında %28'lik bir artışa yol açarak 3Ç22 sonuçlarındaki zayıflığı fazlasıyla telafi etmesini bekliyoruz. Dünya genelinde savunma harcamalarının olumlu seyri ile 2023 yılında zırhlı araç segmentinde yeni siparişlerin alınmasını bekliyoruz. Şirketin BAE'deki (Otokar Land Systems) ve Kazakistan'daki (Otokar Central Asia) tamamına sahip olduğu iştiraklerinin de şirketin savunma işkolundaki uzun vadeli büyümesinde önemli bir rol oynayabileceğini düşünüyoruz. Güncellenmiş kar tahminlerimizle hedef fiyatımızı hisse başına 1200 TL seviyesine yükseltiyoruz.

Sektörel Görünüm: Perakende / Gıda / Sağlık

Enflasyon perakende ciroları arttırıyor

Nominal ücretler de artış eğiliminde



Enflasyonist risklere karşı güçlü tüketim eğilimleri: Negatif reel faiz oranları ve hızla yükselen enflasyon nedeniyle yerli tüketiciler gelecek için tasarruf yerine harcamaya yönelmiş ve bu da artan fiyatların olduğu ortamda tüketici harcamaya eğilimlerini güçlü seyretnmesine yol açmıştır. Diğer bir deyişle, genişleyici ekonomi politikaları sayesinde, yüksek fiyatların reel talep (hacim) üzerinde genel olarak olumsuz bir etkisi olmamıştır. Öte yandan, artan enerji, barınma ve sağlık harcamalarının, tüketicilerin temel ihtiyaç maddeleri ve tüketici ürünleri için kullanabilecekleri harcanabilir gelirlerinde bir düşüş yaratabileceğini de göz önünde bulundurmak gerektiğini düşünüyoruz. 2023'te, enflasyonda yaşanacak olan bir miktar gerilemenin (kısmen baz etkilerine bağlı olarak) ardından, ciro büyüme oranlarının ortalama seviyelerde oluşmasını beklerken, 1Y23'te özellikle personel giderlerinde oluşan artışın zorlayıcı olabileceğini düşünüyoruz. Hem perakendecilerin (BIMAS ve MGROS) hem de içecek şirketlerinin (CCOLA ve AEFES) çarpanlarının, tarihsel ortalamalarının altında işlem görüyor olmasıyla, perakende sektöründeki değerlemelerin cazip olduğunu düşünüyoruz. 2023 beklentimize göre 3,6x FD/FAVÖK gibi düşük bir değerlemeyle işlem gören ve GOÜ odaklı bir Coca-Cola şişeleycisi olarak sürdürülebilir bir büyüme hikayesi sunan CCOLA'nın iyi bir fırsat olduğunu vurguluyoruz.

BIMAS – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 200,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	FK		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
BIMAS	133.90	200.00	200.00	49%	Endeks Üzeri	11.5	7.4	7.6	5.1	146,933	219,787	11,622	17,493	7,055	10,938

BIMAS, operasyonlarının sağlıklı devam etmesine, müşteri trafiğindeki artışın hızlanmasına ve güçlü ciro ivmesinin sürdürülmesine rağmen 2022'de hisse fiyatı olarak düşük performans gösterdi. 3Ç22'de nispeten düşük olan marjların, 4Ç22'de artan faaliyet gider kontrolü sayesinde toparlanmasını bekliyoruz. Hisse senedi, 2023 tahminlerimize göre 7,6x F/K çarpanı ile işlem görmektedir ve bu durumda mevcut değerlemenin cazip olmaya devam ettiğini düşünüyoruz. BİM, işletmenin sürdürülebilir büyümesini destekleyen önemli bir faktör olduğunu düşündüğümüz maliyet liderliğini korumaya devam ediyor. Türkiye'deki enflasyonist ortam göz önüne alındığında, tüketicilerin daha ucuz ürünlere yönelmesini ve mevcut görünüm altında indirim marketlerinin daha iyi bir konumda olduğunu düşünüyoruz. Hedef fiyatımızı 200 TL/hisse seviyesinde tutuyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz..

MGROS – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 180,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
MGROS	144.70	165.00	180.00	24%	Endeks Üzeri	13.9	8.5	4.3	3.0	73,087	104,682	6,063	8,689	1,887	3,085

MGROS'un 4Ç22'de güçlü bir ciro artışı bildirerek 2022 için paylaştıkları en son beklenti olan %100 satış büyümesini aşmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, faaliyet marjlarının, yıl sonu kampanyalarının yanı sıra satış maliyetleri altında izlenen dönem faizinin muhasebesel etkisi nedeniyle bir miktar baskıya maruz kalabileceğini düşünüyoruz. Ocak 2023'te asgari ücrette yapılan artışla birlikte marj görünümünün 1Y23'te baskı altında kalabileceğini düşünüyoruz. Migros'un bu durumu 2Y23'te daha güçlü bir marj performansı ile telafi etmesini bekliyoruz. Nakit akışındaki iyileşme ve 2022'deki güçlü kar sayesinde şirket, uzun bir aradan sonra temettü dağıtmaya da devam edebilir. Güçlü süpermarket operasyonları ve başarılı bir şekilde yürütülen online mağazacılık stratejisi nedenleriyle Migros'u beğenmeye devam ediyor, hedef fiyatımızı 180 TL/hisse olarak revize ediyor ve tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak koruyoruz..

CCOLA – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 290,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
CCOLA	193.20	223.00	290.00	50%	Endeks Üzeri	12.1	6.2	5.7	3.6	53,518	87,957	9,826	15,432	4,048	7,916

CCOLA, 4Ç22'de güçlü hacimler ve 2023 için güçlü bir beklenti seti açıkladı. Şirket, 2022'deki Özbekistan yatırımının ardından Pakistan'da yeni yatırımlar yapıyor ve meyve konsantresi üreticisi Anadolu Etap İçecek'i satın alıyor. Operasyonel anlamda yönetim, başarılı fiyat ayarlamaları ve riskten korunma faaliyetleri gerçekleştirerek şirketin enflasyonist baskılara karşı karlı kalmasını sağladı. Alım gücündeki düşüş kaynaklı talep daralması ve potansiyel sert kur hareketlerini şirket için temel risk unsurları olarak görüyoruz. Ancak, başarılı uygulama ile CCOLA için çekici bir risk-getiri dengesi olduğunu düşünüyoruz. 290 TL/hisse'lik yeni hedef fiyat ile Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

AEFES – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 80,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
AEFES	54.25	77.50	80.00	47%	Endeks Üzeri	9.4	6.9	2.6	2.2	90,514	116,900	16,704	19,502	3,414	4,676

AEFES, 4Ç22 için bira grubu hacimlerinde %2,3 düşüş açıkladı. Ukrayna ve Rusya operasyonları bu daralmanın ana kaynağı oldu. Ukrayna'da üretim, düşük bir kapasite kullanımı ile Ekim ayında yeniden başlatıldı. Şirket, Rusya'da karlılığa daha fazla önem veriyor ve bu nedenle Rusya pazarındaki daralma şirket için olumsuz bir pazar sonucundan çok bir tercih gibi görünüyor. Öte yandan, Türkiye satış hacmi 4Ç'de %9,6 ve 2022'de %15,6 artarak güçlü pazar performansını göstermiştir. Bira operasyonlarına ek olarak, başarılı CCOLA operasyonları AEFES finansallarını desteklemeye devam ediyor. Karlılık odaklı yönetim ve Ukrayna operasyonlarındaki potansiyel toparlanma ile şirket için yukarı yönlü bir potansiyel görüyoruz. 80 TL/hisse hedef fiyatı ile Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

MAVI – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 170,0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
MAVI	115.30	120.00	170.00	47%	Endeks Üzeri	8.4	5.8	4.4	3.0	10,006	14,840	2,450	3,649	1,366	1,977

9A22'de, güçlü yerli talep sayesinde Şirket'in ciro büyümesi yıllık %130'a ulaşırken, net nakit pozisyonu da 1,1mlrTL'ye (UFRS16 hariç) yükseldi. 2022 yılında Şirket hedefi olan %120'nin hafif altında %117 yıllık ciro büyümesi bekliyoruz. Enflasyonist ortam ve maaş artışları düşünüldüğünde güçlü müşteri talebinin 2023 yılında da artan fiyatlar ve hacimlerle Mavi'nin cirosunu destekleyeceğini ve yıllık ciro büyümesinin %48 olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Son 12 ayda MAVİ BİST-100'e göre yaklaşık %30 daha iyi getiri elde etmiş olsa da, 2023T 3x FD/FAVÖK ve 5,8x F/K çarpanlarının cazip seviyelere işaret ettiğini düşünüyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

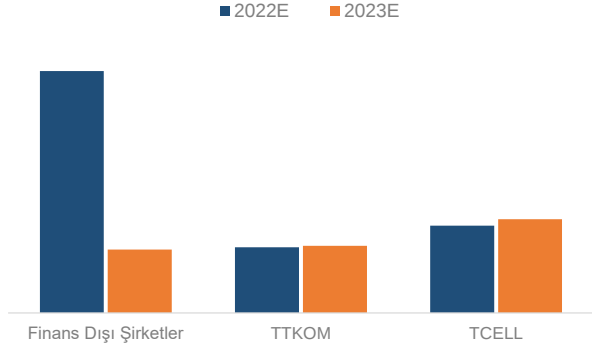
MPARK – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 116,40 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
MPARK	82.50	97.80	116.40	41%	Endeks Üzeri	12.9	11.0	8.0	6.0	9,790	13,842	2,328	3,121	1,328	1,561

Pandeminin ardından, kamu hastanelerinde gözlemlediğimiz doktor sayılarındaki aşağı yönlü trendin etkisiyle de Türkiye’de özel sağlık sigortalarına olan talep arttı. Bunun yanında, TL’nin değeri, hastanelerdeki hizmet kalitesi ve uluslararası uçuşlarda normalleşme de medikal turizm gelirlerini destekliyor. Yatak kapasitesi ve hastane sayısı bakımından sektör lideri olan MPARK’ın sektördeki güçlü konumunu koruyacağını düşünüyoruz. Böylelikle, özel hastanelerde artan taleple yükselen hasta sayıları ve 2023 yılında enflasyona paralel olası fiyat güncellemeleriyle değerlememizi revize ettik. Ayrıca, portföye eklenebilecek yeni hastanelerin de değerlememiz üzerinde yukarı yönlü riske işaret ettiğinin altını çiziyoruz.

Sektörel Görünüm: Telekom

2023 ciro büyümesinde diğer sektörler ile farkı kapatma yılı



9A22'de TCELL ve TTKOM'un konsolide gelirleri yıllık bazda sırasıyla %47 ve %34 arttı. Enflasyonist fiyat ayarlamaları ve (mobil segment öncülüğünde) güçlü net kazanım performansı, her iki şirkette de ciro büyümesinin ana itici güçleri oldu. Öte yandan 2022 yılında telekom şirketleri, ciro büyümesindeki kademeli artışlar nedeniyle BIST100 Endeksi'nin altında performans gösterdi. 2023T'de TCELL ve TTKOM için sırasıyla %55 ve %39 konsolide satış geliri artışla her iki şirkette de hızlandırılmış ciro büyümesi bekliyoruz. TCELL için %54 FAVÖK büyümesi ve TTKOM için %40 FAVÖK büyümesi beklerken, devam eden faaliyet giderleri ve enerji maliyeti baskılarının daha yüksek ARPU'lar ile dengeleneceği için 23T'de yatay marj tahminimizi koruyoruz. Mobil segmentin daha güçlü performansı sayesinde TTKOM yerine TCELL'i tercih etmeye devam ediyoruz.

TCELL – Endeks Üzeri Getiri/ Hedef Fiyat: 52,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TCELL	39.20	39.00	52.00	33%	Endeks Üzeri	12.6	7.7	5.0	3.2	52,658	81,397	21,914	33,848	6,856	11,259

ARPU'lardaki yukarı yönlü ivme ve abone sayılarında devam eden büyüme sayesinde TCELL'in 2023'te hızlanan gelir artışı kaydetmesini bekliyoruz. Şirketin serbest nakit akışının da son çeyreklerde daha istikrarlı olan Türk Lirası'nın bir sonucu olarak iyileştiği görülüyor. Tower biriminin potansiyel halka arzı ve/veya fintech yan kuruluşlarıyla ilgili diğer stratejik girişimler, serbest nakit akışını daha da destekleyebilir. Maliyet baskısı zorlu olsa da, marjların sağlıklı kalmasını ve 2023T'de FAVÖK'ün %54 büyümesini bekliyoruz. 2023 tahminlerimize göre TCELL, 3,2x FD/FAVÖK ve 7,7x F/K ile işlem görüyor. HF'yi 39 TL'den 52 TL/hisse'ye yükseltirken, Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

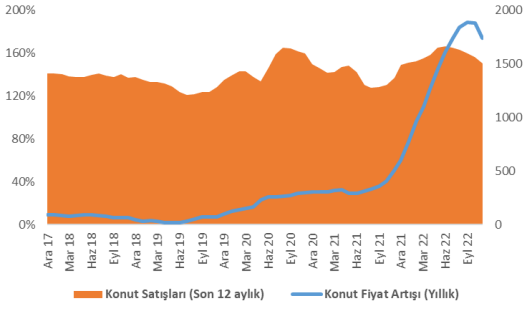
TTKOM – Endekse Paralel Getiri/ Hedef Fiyat: 25,0 TL

Hisse	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
TTKOM	22.54	16.40	25.00	11%	Endekse Paralel	18.3	10.0	6.1	4.4	47,405	65,943	18,079	25,268	4,309	7,925

TTKOM, 2022'nin ikinci yarısında hem mobil hem de sabit genişbant segmentinde daha fazla enflasyonist fiyat ayarlaması yaptı. Bu nedenle, 4. çeyrekte ciro büyümesinin 3. çeyreğe kıyasla daha iyi olmasını bekliyoruz, ancak marjların maliyet baskısı ve mix etkisi nedeniyle çeyreklik bazda 20 baz puan daralmasını bekliyoruz. Şirket, 2026 yılına kadar geçerli olan imtiyaz sözleşmesinin uzatılması için 2023 yılının başında BTK'ya başvuru yaptığını duyurdu. Piyasanın muhtemelen BTK'nın TTKOM'un uzun vadeli görünürlüğünü artırabilecek kararını takip edeceğine inanıyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonrasında HF'mizi 16,40 TL'den 25 TL'ye yükseltirken hisse senedi için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

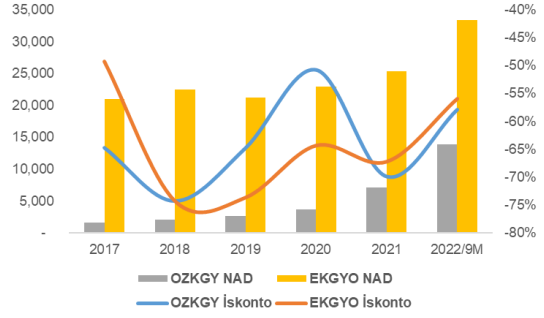
Sektörel Görünüm: GYO

Konut Satışları vs Konut Fiyatları



Source: EVDS, TÜİK

NAD İskontoları



Source: Şirket Finansalları

2022 yılında negatif reel faiz ve yüksek enflasyon ortamında gayrimenkul yatırımlarının cazip hale gelmesi sayesinde GYO'lar güçlü operasyonel performans gösterdi. Ayrıca, sektördeki arz/talep dengesizliği konut satışlarını desteklerken, arz/talep dengesizliği ve inşaat maliyetlerindeki artış fiyat artışlarını tetikledi. Yukarıda bahsettiğimiz faktörler sayesinde elinde konut stoğu bulunan GYO'lar yüksek marjlar açıkladı. Bunun yanında, seyahat kısıtlamalarının ortadan kalkması ve zayıf TL sayesinde oteli bulunan GYO'ların turizm gelirleri de arttı. Mevcuttaki negatif reel faiz ortamı, arz/talep dengesizliği ve demografik faktörler göz önüne alındığında, GYO'ların 2023'te de güçlü performans göstermesini bekliyoruz. Ayrıca, hükümet tarafından açıklanan konut kampanyalarının da konut satışlarını destekleyebileceği görüşündeyiz.

EKGYO – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 12.0 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
EKGYO	8.13	8.50	12.00	48%	Endeks Üzeri	11.2	7.7	10.1	7.1	7,541	10,558	3,208	4,540	2,752	4,012

Arsa portföyü (12M22 itibarıyla 22mırlTL) ve Gelir Paylaşımı Modeliyle sektördeki avantajlı konumu düşünüldüğünde, konut sektöründeki güçlü talep ve hükümet tarafından açıklanan kampanyalardan Şirket'in pozitif etkileneceğine devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket, 2022 yılında 5,9'a (önceki: 2,4x) ulaşan ortalama ihale çarpanı Şirket'e garanti edilen minimum proje paylarında yükselişe işaret etmektedir. 12 aylık dönemde Şirket ön-satış gelirleri tahminimizin (25mırlTL) üzerinde 27,4 milyar TL olarak gerçekleşirken, 2023 tahminimiz ise 51mırlTL seviyesindedir. Güncel olarak EKGYO %20 NAD iskontosuyla işlem görürken sektör ortalama %46 primli işlem görmektedir.

OZKGY – Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 21,70 TL

	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat (eski)	Hedef Fiyat (yeni)	% yükseliş pot.	Öneri	F/K		FD/FAVÖK		Ciro		FAVÖK		Net Kar	
						22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T	22T	23T
OZKGY	14.97	18.20	21.70	45%	Endeks Üzeri	1.3	1.2	5.4	4.9	3,649	4,297	1,703	1,891	8,520	9,128

9A22'de güçlü satış performansı, güçlü kira ve otel gelirleri sayesinde Şirket'in net nakit pozisyonu 1,7mırlTL'ye ulaştı. Böylelikle, yeni projeler için olası finansman ihtiyacı da geriledi. 4Ç22 tahminlerimiz ve yakın dönemde yayınlanan değerlendirme raporlarının ardından değerlendirmemizi güncelliyoruz. Şirket için hedef net aktif değer tahminimizi 22,1mırlTL'den 26,3mırlTL'ye yükseltiyoruz. Yılın ilk yarısında Şirket yönetimi turizm yatırımlarının ve yeni konut projelerinin planlandığını paylaşmıştı. Bahsi geçen projelerin 2023'te başlaması halinde Şirket NAD büyümesi de desteklenecektir. Güncel olarak OZKGY %22 NAD iskontosuyla işlem görürken sektör ortalama %46 primli işlem görmektedir.

Araştırma Kapsam Listesi

Hisse	Şirket Adı	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyeli	F/K		PD/DD	
					2022T	2023T	2022T	2023T
AKBNK	Akbank	17.05	25.30	48%	1.5	2.1	0.66	0.54
GARAN	Garanti Bankası	24.54	35.80	46%	1.7	2.3	0.68	0.53
HALKB	Halk Bankası	11.32	10.50	-7%	3.8	5.9	0.70	0.65
VAKBN	T. Vakıflar Bankası	10.05	11.60	15%	3.0	4.4	0.72	0.62
YKBNK	Yapi Ve Kredi Bankası	9.40	16.10	71%	1.5	2.1	0.62	0.49
ANSGR	Anadolu Sigorta	17.65	20.40	16%	12.8	10.3	2.09	1.82

Hisse	Şirket Adı	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyeli	F/K		FD/FAVÖK	
					2022T	2023T	2022T	2023T
PGSUS	Pegasus Hava Tasimacılığı	549.20	700.00	27%	11.0	6.3	5.7	4.6
TAVHL	Tav Havalimanları	86.50	121.00	40%	12.4	13.4	9.8	9.1
THYAO	Türk Hava Yolları	150.20	193.00	28%	4.4	5.0	4.4	4.6
DOAS	Dogus Otomotiv	160.80	170.00	6%	4.5	5.4	3.8	4.5
FROTO	Ford Otosan	512.90	612.00	19%	11.0	8.1	11.1	7.2
TOASO	Tofas Otomobil Fab.	163.30	190.00	16%	10.3	10.8	7.5	7.0
TIRAK	Türk Traktor	569.90	700.00	23%	12.5	8.6	9.2	5.8
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	79.10	106.00	34%	11.9	8.2	10.2	6.6
CIMSA	Cimsa	86.35	102.00	18%	3.7	6.2	8.3	5.2
AKCNS	Akcansa	53.25	73.60	38%	6.5	8.4	8.3	5.2
SISE	Sise Cam	41.36	52.00	26%	6.7	7.8	6.7	5.3
ENKAI	Enka İnşaat	29.74	32.00	8%	122.3	13.3	7.9	6.8
ALARK	Alarko Holding	68.30	82.00	20%	2.6	3.7		
TKFEN	Tekfen Holding	45.18	55.00	22%	7.3	5.4	5.7	3.5
KCHOL	Koc Holding	78.75	118.00	50%	3.1	3.6		
ASELS	Aselsan	60.95	57.50	-6%	15.4	11.7	19.7	11.9
OTKAR	Otokar	1,010.20	1,200.00	19%	18.5	11.6	21.5	12.5
ARCLK	Arcelik	115.60	160.00	38%	18.1	13.2	8.9	5.4
KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	585.50	390.00	-33%	20.6	13.7	21.3	15.3
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	8.13	12.00	48%	11.2	7.7	10.1	7.1
OZKGY	Ozak G.M.Y.O.	14.97	21.70	45%	1.3	1.2	5.4	4.9
MPARK	Mlp Sağlık Hizmetleri	82.50	116.40	41%	12.9	11.0	8.0	6.0
TUPRS	Tupras	615.20	745.00	21%	4.4	6.4	3.0	3.8
PETKM	Petkim	17.09	15.60	-9%	6.9	12.3	14.0	12.6
BIMAS	Bim Birleşik Magazalar	133.90	200.00	49%	11.5	7.4	7.6	5.1
MGROS	Migros	144.70	180.00	24%	13.9	8.5	4.3	3.0
MAVI	Mavi Giyim	115.30	170.00	47%	8.4	5.8	4.4	3.0
AEFES	Anadolu Efes Biracılık	54.25	80.00	47%	9.4	6.9	2.6	2.2
CCOLA	Coca Cola İçecek	193.20	290.00	50%	12.1	6.2	5.7	3.6
EREGL	Ereğli Demir Çelik	39.02	43.00	10%	7.5	12.5	5.4	8.4
KARDM	Kardemir	17.76	23.50	32%	8.6	8.4	4.3	4.4
TCELL	Türkcell	39.20	52.00	33%	12.6	7.7	5.0	3.2
TTKOM	Türk Telekom	22.54	25.00	11%	18.3	10.0	6.1	4.4
KMPUR	Kimteks Poliüretan	103.00	100.00	-3%	16.5	14.2	20.9	13.4
BIOEN	Biotrend Çevre Ve Enerji Yatırımları	17.53	18.50	6%	61.7	25.5	21.2	12.0
GLCVY	Gelecek Varlık Yönetim	25.82	34.00	32%	0.0	0.0		
ENJSA	Enerjisa Enerji	34.02	48.00	41%	14.9	7.7	6.3	3.3
SAHOL	Sabancı Holding	40.04	70.00	75%	2.1	2.5		

Araştırma Kapsam Listesi – 4Ç’2022 Kar Tahminleri

Hisse	Şirket Adı	Net Kar														
		4Ç22	4Ç21	Yıllık Δ	3Ç22	Çeyr. Δ	4Ç22	4Ç21	Yıllık Δ	3Ç22	Çeyr. Δ	4Ç22	4Ç21	Yıllık Δ	3Ç22	Çeyr. Δ
AKBNK	Akbank	20,142	4,783	321%	17,066	18%										
GARAN	Garanti Bankası	18,821	3,532	433%	17,511	7%										
HALKB	Halk Bankası	5,626	1,293	335%	4,304	31%										
VAKBN	Vakıflar Bankası	8,086	1,998	305%	5,592	45%										
YKBNK	Yapı Kredi Bankası	16,351	3,558	360%	16,135	1%										
ANSGR	Anadolu Sigorta	193	182	6%	122	58%										
Finansal Sektör Toplam		69,220	15,345	351%	60,730	14%										
Hisse	Şirket Adı	Net Satış					FAVÖK					Net Kar				
		4Ç22	4Ç21	Yıllık Δ	3Ç22	Çeyr. Δ	4Ç22	4Ç21	Yıllık Δ	3Ç22	Çeyr. Δ	4Ç22	4Ç21	Yıllık Δ	3Ç22	Çeyr. Δ
AEFES	Anadolu Efes Biracılık	22,442	10,962	105%	29,767	-25%	3,244	1,460	122%	6,662	-51%	38	-198	n.m.	2,082	-98%
AKCNS	Akcansa	2,860	895	220%	2,586	11%	395	79	403%	394	0%	420	175	140%	825	-49%
ALARK	Alarko Holding											3,930	778	405%	4,220	-7%
ARCLK	Arcelik	38,500	22,519	71%	34,255	12%	3,658	1,779	106%	2,915	25%	850	790	8%	336	153%
ASELS	Aselsan	15,904	9,847	62%	6,887	131%	3,340	3,029	10%	1,402	138%	3,240	3,990	-19%	1,956	66%
BIMAS	Bim Birlesik Magazalar	44,610	20,405	119%	41,026	9%	3,704	2,131	74%	2,865	29%	2,249	639	252%	1,775	27%
COLLA	Coca Cola Icecek	12,746	5,564	129%	17,413	-27%	1,547	912	70%	3,729	-59%	366	231	58%	1,819	-80%
CIMSA	Cimsa	2,500	1,213	106%	2,431	3%	345	135	155%	387	-11%	200	387	-48%	1,992	-90%
DOAS	Dogus Otomotiv	15,392	5,860	163%	11,858	30%	3,032	494	513%	2,378	27%	2,463	1,076	129%	2,698	-9%
EKGYO	Enlak G.M.Y.O.	1,863	1,169	59%	951	96%	782	539	45%	400	96%	671	316	112%	644	4%
ENJSA	Enerjisa Enerji	30,500	10,188	199%	24,325	25%	2,588	1,732	49%	2,403	8%	9,500	778	1121%	1,201	691%
ENKAI	Enka Insaat	19,430	9,650	101%	20,198	-4%	3,627	1,853	96%	4,567	-21%	4,263	828	415%	1,873	128%
FROTO	Ford Otosan	60,632	25,444	138%	50,127	21%	6,759	4,358	55%	4,853	39%	6,006	4,090	47%	3,816	57%
GLCVY	Gelecek Varlik Yonetim	400	182	120%	267	50%	250	117	114%	173	45%	100	36	176%	117	-14%
KARDM	Kardemir	7,856	4,713	67%	6,828	15%	527	1,744	-70%	442	19%	-93	1,716	n.m.	103	n.m.
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	4,675	2,702	73%	4,962	-6%	374	356	5%	487	-23%	187	270	-31%	324	-42%
KOZAL	Koza Altin Isletmeleri	2,139	1,141	87%	1,968	9%	1,155	568	103%	1,073	8%	1,217	1,137	7%	1,320	-8%
MIGROS	Migros	23,033	10,351	123%	21,819	6%	1,646	745	121%	2,037	-19%	472	-8	n.m.	807	-41%
MPARK	Mip Saglik Hizmetleri	2,898	1,756	65%	2,476	17%	695	359	94%	590	18%	290	125	131%	462	-37%
OTKAR	Otokar	4,488	1,834	145%	1,471	205%	733	410	79%	36	1910%	712	525	36%	58	1133%
OZKGY	Ozak G.M.Y.O.	1,042	564	85%	993	5%	479	317	51%	462	4%	3,345	2,200	52%	4,247	-21%
PETKM	Petkim	13,857	9,550	45%	14,201	-2%	353	1,692	-79%	687	-49%	596	1,529	-61%	1,495	-60%
PGSUS	Pegasus Hava Tasimaciligi	12,456	3,492	257%	17,840	-30%	3,886	478	713%	8,198	-53%	3,288	-970	n.m.	4,838	-32%
SAHOL	Sabanci Holding		9,706	n.m.	18,467	n.m.		10,285	n.m.	23,891	n.m.	11,495	5,175	122%	10,873	6%
SISE	Sise Cam	29,108	11,045	164%	26,047	12%	5,832	2,387	144%	5,731	2%	5,275	5,038	5%	4,801	10%
TAVHL	Tav Havalimanlari	5,381	2,016	167%	5,925	-9%	1,196	470	154%	2,416	-51%	-120	-385	n.m.	1,574	n.m.
TCELL	Turkcell	15,995	10,192	57%	14,513	10%	6,498	4,283	52%	6,105	6%	1,799	1,385	30%	2,396	-25%
THYAO	Turk Hava Yollari	87,292	36,860	137%	108,537	-20%	18,513	11,277	64%	34,161	-46%	5,610	1,981	183%	27,118	-79%
TKFEN	Tekfen Holding	9,921	5,203	91%	8,223	21%	684	-476	n.m.	682	0%	474	-353	n.m.	736	-36%
TOASO	Tofas Otomobil Fab.	23,047	10,078	129%	16,022	44%	3,826	2,732	40%	2,682	43%	2,881	1,217	137%	2,059	40%
TTKOM	Turk Telekom	14,650	9,864	49%	12,552	17%	5,410	3,956	37%	4,674	16%	1,185	1,084	9%	1,171	1%
TTRAK	Turk Traktor	7,199	3,601	100%	5,736	26%	1,135	541	110%	920	23%	822	492	67%	653	26%
TUPRS	Tupras	126,200	55,372	128%	150,609	-16%	15,066	6,559	130%	17,779	-15%	14,937	1,248	1097%	11,554	29%
Finans dışı Sektörler Toplam		659,016	313,938	110%	681,280	-3%	101,279	67,299	50%	146,182	-31%	88,668	37,321	138%	101,942	-13%

* Tüm tahminler Milyon TL olarak gösterilmiştir

Araştırma Kapsam Listesi – 2023 Temettü Tahminleri

	2022T Net Kar (Milyon TL)	Temettü Tahmini (Milyon TL)	Hisse Başına Temettü (TL)	Beklenen Temettü Verimi
TUPRS	38,393	22,021	80.00	13.0%
DOAS	7,923	4,400	20.00	12.4%
AEFES	3,414	3,072	5.19	9.6%
TOASO	7,945	7,151	14.30	8.8%
AKCNS	1,579	790	4.12	7.7%
EREGL	18,099	10,500	3.00	7.7%
TTRAK	2,434	2,142	40.13	7.0%
CIMSA	3,175	794	5.88	6.8%
AKBNK	58,443	5,844	1.12	6.6%
YKBNK	51,830	5,183	0.61	6.5%
GARAN	60,638	6,064	1.44	5.9%
FROTO	16,328	9,797	27.92	5.4%
BIMAS	7,055	3,528	5.81	4.3%
ENJSA	2,701	1,621	1.37	4.0%
TKFEN	2,288	650	1.76	3.9%
SAHOL	38,705	3,000	1.47	3.7%
MAVI	1,366	410	4.13	3.6%
ENKAI	1,459	6,000	1.00	3.4%
KCHOL	63,522	6,352	2.50	3.2%
OTKAR	1,312	750	31.25	3.1%
KARDM	2,350	620	0.54	3.1%
GLCVY	407	102	0.73	2.8%
SISE	19,032	3,500	1.14	2.8%
EKGYO	2,752	826	0.22	2.7%
ALARK	11,414	750	1.72	2.5%
KOZAL	4,327	2,000	13.11	2.2%
ARCLK	4,325	1,730	2.56	2.2%
TCELL	6,856	1,714	0.78	2.0%
KMPUR	757	227	1.87	1.8%
CCOLA	4,048	810	3.18	1.6%
MGROS	1,887	400	2.21	1.5%
TTKOM	4,309	1,077	0.31	1.4%
ASELS	9,032	750	0.33	0.5%
HALKB	14,637			0.0%
VAKBN	23,697			0.0%
ANSGR	691			0.0%
PGSUS	6,236			0.0%
TAVHL	1,750			0.0%
THYAO	44,103			0.0%
KORDS	1,292			0.0%
OZKGY	8,520			0.0%
MPARK	1,328			0.0%
PETKM	6,318			0.0%
BIOEN	142			0.0%

**Yatırım Finansman Menkul Değerler**

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yrd.	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------	--	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
-------------	------------------	--	---------------------

Erol Gürcan	Ekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37
-------------	-----------	--	---------------------

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04