

# Model Portföy Güncelleme

Ekim 2024

## BIST100 Hedef Değerimiz 12.500

- Sıkı para politikasının yılın kalanında da devam etmesi ve kısa vadede hisse senetlerine alternatifler sağlaması bekleniyor.
- Önümüzdeki aylardaki TÜFE seviyeleri, potansiyel bir politika gevşetme döngüsünün zamanlamasını ve türünü şekillendirecek; temel senaryomuz 1Ç25'i gösteriyor.
- Ekonomideki yavaşlamanın etkisi yılın ikinci yarısının net kar rakamlarında daha belirgin hale gelecek.
- Enflasyon muhasebesi net karlara baskı yapmaya devam edecek, ancak çeyreklik enflasyon azaldıkça etkisi kademeli olarak azalacak.
- Enflasyon muhasebesine geçiş ile ilgili belirsizlik, BDDK tarafından 2026'ya ertelenmediği sürece bankalar için yıl sonuna kadar devam edecek.
- Fed'in faiz indirimi döngüsü fon girişleri ve borçlanma maliyetleri açısından olumlu, ancak ABD seçimleri ve seçim sonrası politikalarla ilgili belirsizlik küresel piyasalarda finansal ve jeopolitik oynaklığı artırabilir.
- Son üç ayda BIST'te yaşanan kayda değer düzeltmenin ardından, bazı yüksek piyasa değerli hisseler için orta vadeli fırsatlar ortaya çıkıyor. Revize edilmiş 2024 tahminlerimiz, enflasyon muhasebesi uygulayan şirketler için ortalama 13,5x F/K ve 7,5x FD/FAVÖK oranlarına işaret ediyor. İşlevsel para birimi olarak ABD doları veya euro olan şirketler için, araştırma kapsamımızda ortalama 2024E F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 4,3x ve 4,2x'tir.
- BIST100 için 12 aylık 12.500 hedefini öngörüyoruz ve bu da mevcut seviyeden %43'lük bir artış potansiyeli anlamına geliyor. Bankalar Temmuz ayındaki zirvelerinden %27 geriledi, ancak para politikasında gevşeme döngüsünün 2025'ten önce başlaması beklenmiyor. Bu durumda bankaların marj toparlanmasının gecikmesi kısa vadede hisse fiyatları üzerinde baskıya neden olabilir. Ancak yaşanan son düzeltmenin ardından banka hisselerinin orta vade için fırsatlar sunduğunu düşünüyoruz. Bankalarda 2025 ve 2026 için çekirdek marj toparlanması öngörülüyor. Marj genişlemesinin potansiyel varlık kalitesi bozulmasını telafi etmesi ve bunun sonucunda 2025'te daha yüksek nominal özsermaye karlılığı elde edilmesi bekleniyor.
- Bankacılık dışında, kısa vadede, perakende, gıda ve telekom gibi faiz oranına daha az duyarlı ve defansif sektörleri tercih ediyoruz. Ayrıca, bazı havacılık şirketlerinde ve önde gelen holdinglerde uzun vadeli yatırım potansiyeli görüyoruz.

## Model Portföy

Bu rapor ile, model portföyümüze TAV Havalimanları, TSKB ve Ülker Bisküvi'yi eklerken, İşbank'ı çıkarıyoruz.

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat TL	Hedef TL	Yukarı Potans.	PD US\$mn	Hacim US\$mn	F/K 2023T	2024T	Sektöre özgü çarpan 2023T	2024T	Görece Perf. 1-ay	3-ay
<b>En Çok Beğenilen Hisseler</b>													
AKBNK	Akbank	AL	49.9	80.0	60%	7,591	107	3.9	5.7	1.2	1.1	-9%	-6%
TSKB	TSKB	AL	11.6	17.0	47%	948	7	4.6	3.1	1.5	1.0	10%	17%
VAKBN	Vakıfbank	AL	21.4	34.0	59%	6,208	17	4.6	5.7	1.2	1.0	3%	22%
AEFES	Anadolu Efes	AL	183.0	270.0	48%	3,170	24	3.4	4.4	5.9	7.5	0%	-18%
BIMAS	BİM	AL	460.5	665.0	44%	8,180	64	12.6	13.4	15.3	14.0	-11%	-7%
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	50.4	85.0	69%	4,126	13	4.8	7.8	6.6	6.9	-7%	-23%
FROTO	Ford Otosan	AL	996.0	1,250.0	26%	10,225	27	5.0	10.5	7.1	11.0	22%	23%
KCHOL	Koç Holding	AL	174.8	250.0	43%	12,968	79	4.3	A/D	3.8	9.5	6%	-2%
MAVI	Mavi Giyim	AL	78.8	140.0	78%	916	9	12.7	10.6	4.2	4.1	-4%	-17%
MGROS	Migros	AL	405.5	700.0	73%	2,148	21	5.8	11.8	15.1	4.7	-8%	-14%
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	229.7	330.0	44%	2,441	15	9.1	17.3	8.9	7.6	1%	3%
TCELL	Turkcell	AL	87.7	145.0	65%	5,644	59	7.4	5.9	2.8	2.4	4%	0%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	274.8	430.0	57%	11,092	224	1.8	3.3	3.3	3.4	4%	13%
ULKER	Ülker Bisküvi	AL	124.1	190.0	53%	1,341	17	9.3	9.2	4.9	5.3	-8%	-12%

\* Bankalar için PD/DD, diğerleri için FD/NAFÖK; 22 Ekim 2024 kapanış fiyatları ile

## En Beğendiğimiz Hisseler - Bankalar

**AKBNK** - Banka, benzerlerine göre güçlü sermaye yapısı ve düşük kaldıraç oranı ile faiz indirimi döngüsü başladığında TL kredilerde orta vadeli pazar payı kazanımı için elverişli konumda bulunuyor. Banka son 1,5 yılda 3 milyon müşteri kazanırken 2025 sonuna kadar 2 milyon müşteri daha kazanmayı hedefliyor. Banka bu sayede TL tüketici kredilerinde 4 puan, TL vadesiz mevduatta 2 puan pazar payı kazandı. Bankanın küçük montanlı kredi ve mevduat müşterisi kazanımı ve dijital bankacılıktaki konumu orta ve uzun vadede karlılığını destekleyecek. Araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en düşük ücret ve komisyon bazına sahip olan Akbank'ın, dijitalizasyon yatırımları ve müşteri kazanımı sayesinde bu alanda benzerlerini yakalayacağını düşünüyoruz.

**TSKB** - Bankanın 2024'te araştırma kapsamımızdaki en düşük net faiz marjı daralmasını yaşayacağını ve 2025'te de güçlü marj ve yüksek öz sermaye karlılığı sağlamaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Güçlü varlık kalitesi ile araştırma kapsamımızdaki en düşük net risk maliyetine sahip olan bankanın 2024'te ortalamanın üzerinde net kar büyümesi yakalayacağını düşünüyoruz.

**VAKBN** - Bankanın kredi portföyünün önemli bir kısmının TLREF'e endeksli ticari kredilerden oluşması nedeniyle kredi fiyatlaması hızlı gerçekleşiyor. Bankanın 3Ç24'te net kar büyümesi açıklayan tek banka olacağını düşünüyoruz. Kredi büyümesi üzerindeki sınırlamanın ortadan kalkması ve fonlama maliyetlerindeki gerilemenin bankanın karlılığını destekleyeceğini düşünüyoruz. Bankanın sahip olduğu 8,5 milyar TL serbest karşılık araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en yüksek miktardır. Son yıllardaki sermaye desteklerine rağmen hızlı kredi büyümesi nedeniyle bankanın sermaye yeterlilik rasyosu özel bankaların gerisinde kalırken önümüzdeki dönemde bankanın karlılık odaklı içsel sermaye gelişimini önceliklendireceğini düşünüyoruz.

## En Beğendiğimiz Hisseler - Banka Dışı Şirketler

**AEFES** - Yılın ikinci yarısında Rusya'da toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak yurt içinde yılın ilk yarısındaki performansın devam etmesini beklemiyoruz. AB InBev Rusya'nın satın alımının tamamlanması için resmi onaylar bekleniyor.

**BIMAS** - Enflasyonun bir süre daha yüksek seyredecek olması ve tüketicilerin daha ucuz ürünlere yönelme eğilimi BİM'e görece talebi artıracaktır. Ancak satın alım gücünün azalması müşteri trafiğini yavaşlatmaya devam edecektir. Mağaza açılışları büyümenin ardındaki en önemli güç olmaya devam edecek.

**CCOLA** - Ekonomik koşullar yurt içinde ve Pakistan'da etkisini göstermeye devam ediyor. Ancak Özbekistan ve Kazakistan'da iki yeni fabrika ve Bangladeş satın alımının tamamlanması dengeleyici unsurlar olacaktır. Şirketin borçluluğu görece düşük seviyede seyrediyor.

**FROTO** - Satışlarının yaklaşık %80'i yurt dışı piyasalara gerçekleştiriliyor. Şirket, yatırımları ile 2025 yılında 900 bin araç kapasitesine ulaşacak. Yılın ikinci yarısının ilk yarısından daha olumlu olacağını düşünüyoruz.

**KCHOL** - Mayıs sonundan bu yana Koç Grubu hisseleri %29 geriledi. BIST100'ün en büyük ikinci hissesi olarak, olası yabancı yatırımcı girişinden en çok faydalanacak şirketlerin başında Koç Holding'in geldiğini düşünüyoruz. İyi bir çeşitlilik gösteren portföyün yanı sıra güçlü nakit pozisyonu ve yüksek temettü gelirleri olası yeni yatırımlara olanak sağlıyor.

## En Beğendiğimiz Hisseler - Banka Dışı Şirketler

**MAVI** - Yılın ikinci yarısında müşteri trafiğinde bir yavaşlama bekliyoruz ancak net satışların yılı %5 reel büyüme ile kapatacağını düşünüyoruz. Yakın dönemde yeni mağaza açılışları büyümenin arkasındaki itici güç olacak. Şirketin nakit yaratımı güçlü seyrini koruyor.

**MGROS** - Şirket son dört yılda hızlı mağaza açılışları ile toplam satış alanını %27 büyüttü. Enflasyon muhasebesi karlılığa olumsuz yansıdı ancak FAVÖK marjında 2. çeyrek ile başlayan iyileşmenin yılın geri kalanında devam edeceğini düşünüyoruz. Şirketin 1,54 milyar TL finansal borcuna karşılık 16,6 milyar TL nakit rezervi bulunuyor.

**TAVHL** - Yurt içi (Ankara ve Antalya) ve yurt dışında (Almatı) yatırımların sonucunda şirketin yolcu trafiğinin ve gelirlerinin önümüzdeki dönemde daha da artacağını düşünüyoruz. Pegasus ile Türk Hava Yolları'nın desteği ile artan yurt dışı yolcu trafiği gelirlere ve karlılığa olumlu yansıyor

**TCELL** - Şirketin 2024 reel ciro büyümesinin sanayi şirketleri ortalamasının üzerinde olacağını düşünüyoruz. Ekonomik büyümenin yavaşladığı bir dönemde telekom sektörünün görece daha dayanıklı bir performans göstermesini bekliyoruz. FAVÖK marjındaki iyileşmenin, enerji ve bağlantı maliyetlerinin baskı altında olması nedeniyle yılın kalanında devam edeceğini düşünüyoruz. Net borcun FAVÖK'e oranını 0,6x ile güvenli seviyelerde olduğunu düşünüyoruz. Şirketin iştiraklerini halka arz planları ve iştirakleriyle ilgili diğer potansiyel gelişmeler hisse için katalizör olabilir. Lifecell satışından sağlanan gelirin Turkcell'in yatırımlar konusunda esnekliğini artırdığını düşünüyoruz.

**THYAO** - 2024 yılının tamamında %11 kapasite büyümesi öngörüyoruz. Şirket yılın ikinci yarısında filosunu 25 yeni uçak ile 483'e yükseltmeyi hedefliyor. Kargo operasyonları iyileşmeye devam ediyor ve yolcu trafiğinin zayıfladığı dönemde büyümeye katkı sağlıyor.

**ULKER** - Yurt dışı hacim büyümesi bu yıl net satışlara olumlu katkı sağlıyor. Yurt içinde güçlü pazar payı ve yeni ürünler zor ekonomik koşullara karşı koruma sağlıyor. Şirket Temmuz ayında ihraç ettiği eurobond ile kısa vadeli borcunu 2031 yılına öteledi.

## Öneri ve Değerlemeler: Banka

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		PD/DD	
						2023	2024T	2023	2024T
<b>Banka</b>									
AKBNK	Akbank	AL	49.90	80.00	60%	3.90	5.70	1.23	1.07
GARAN	Garanti	AL	111.70	165.00	48%	5.37	4.82	1.92	1.41
HALKB	Halkbank	NÖTR	15.64	21.00	34%	11.11	15.16	0.88	0.84
ISCTR	İşbank	AL	11.61	17.00	46%	4.02	5.76	1.08	1.02
TSKB	TSKB	AL	11.57	17.00	47%	4.60	3.11	1.51	1.00
VAKBN	Vakıfbank	AL	21.40	34.00	59%	8.47	5.69	1.24	1.01
YKBNK	Yapı Kredi	AL	24.54	35.00	43%	3.05	7.37	1.16	1.07

## Öneri ve Değerlemeler: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		FD/FAVÖK	
						2023	2024T	2023	2024T
<b>Beyaz Eşya</b>									
ARCLK	Arçelik	NÖTR	140.20	180.00	28%	8.7	A/D	6.2	7.6
<b>Gıda</b>									
AEFES	Anadolu Efes	AL	183.00	270.00	48%	3.4	4.4	5.9	7.5
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	50.40	85.00	69%	4.8	7.8	6.6	6.9
ULKER	Ülker Bisküvi	AL	124.10	190.00	53%	9.3	9.2	4.9	5.3
<b>Havacılık</b>									
PGSUS	Pegasus	NÖTR	243.70	300.00	23%	4.2	7.6	7.1	7.1
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	229.70	330.00	44%	9.1	17.3	8.9	7.6
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	274.75	430.00	57%	1.8	3.3	3.3	3.4
<b> Holding</b>									
KCHOL	Koç Holding	AL	174.80	250.00	43%	4.3	A/D	3.8	9.5
<b>Otomotiv</b>									
FROTO	Ford Otosan	AL	996.00	1,250.00	26%	5.0	10.5	7.1	11.0
TOASO	Tofaş	NÖTR	195.20	250.00	28%	4.5	13.4	2.8	7.6
<b>Perakende</b>									
BIMAS	BİM	AL	460.50	665.00	44%	12.6	13.4	15.3	14.0
MAVI	Mavi Giyim *	AL	78.80	140.00	78%	12.7	10.6	4.2	4.1
MGROS	Migros	AL	405.50	700.00	73%	5.8	11.8	15.1	4.7
SOKM	Şok Market	NÖTR	40.16	50.00	25%	3.7	49.0	4.8	20.7
<b>Telekom</b>									
TCELL	Turkcell	AL	87.70	145.00	65%	7.4	5.9	2.8	2.4
TTKOM	Türk Telekom	AL	46.64	70.00	50%	6.8	10.8	3.2	3.3

\* 2023 Ocak 2024, 2024T Ocak 2025 için



Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir..