



## 1Y23 Türkiye Strateji Raporu

---

Uzun Vadeli Görünüm ve Hisse Tercihlerimiz

27 Aralık 2022

*Global Menkul Değerler Araştırma Departmanı*

# 1Y23 Strateji – Yönetici Özeti

## Küresel piyasalardaki görünüm

- 2022 yılında Rusya ve Ukrayna arasında yaşanan gelişmeler başta gıda ve enerji fiyatlamalarında bozulmalara neden olurken, yaşanan arz kesintileri nedeniyle fiyatlama davranışlarında yükseliş eğiliminin hakim olduğunu gördük.
- Küresel enflasyonda yaşanan yukarı yönlü eğilim ve katılaşma nedeniyle başta ABD (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) olmak üzere, enflasyon ile mücadele konusunda dünya genelinde birçok merkez bankasının sıkılaştırıcı politikalara yöneldiği bir yıl olarak kaydedildi. Bu arada, majör merkez bankaları arasında uygulama farklılıkları ön plana çıktı. Dünya genelinde birçok merkez bankası sıkılaştırıcı politikalara yönelirken, Çin ve Japonya merkez bankaları gevşeme adımlarına devam etti.
- Bununla beraber talep/arz yönlü enflasyonist baskılar karşısında, Fed ve ECB'nin 2023'ün ilk yarısında faiz artırımı adımlarını tamamlayarak artırımların gecikmeli etkilerini gözlemlemeye geçebileceğini tahmin ediyoruz.
- 2023 yılı için baz senaryomuzda, 2022 yılında uygulamaya alınan sıkılaştırıcı para politikaları gecikmeli etkileri ile küresel enflasyon artış hızında ivme kaybı yaşanabileceği öngörüyoruz.
- Enflasyon artış hızında normalleşme eğilimi beklerken, yıl içerisinde büyüme ve istihdam piyasasında ise faiz artırımı döngüsünün olumsuz etkilerinin hissedilebileceğini düşünmekteyiz.
- Yeni yılın ilk çeyreğinde, Euro Bölgesi'nde yaşanabilme ihtimali yüksek enerji krizi nedeniyle bölge ekonomisinde resesyon ya da stagflasyon olgusunun gündeme gelme riski ve yıl içerisinde dünya genelinde teknik durgunluğun yayılabileceğine dair endişeler, küresel ekonomi için Covid-19 krizi ardından ilk sınav olacaktır.
- Finansal piyasalarda başlıca risk faktörleri olarak, Rusya ve Ukrayna ile ABD-Çin arasında yaşanan ve yaşanabilecek jeopolitik riskler ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, majör merkez bankalarının para politikaları çerçevesinde faiz oranları konusunda piyasa beklentileriyle ayrışması söz konusu olabilir. Enerji konusunda yaşanabilecek bir kriz, enflasyonun seyri, resesyon ve stagflasyon beklentileri, istihdam piyasasına yönelik gelişmeler ekonomik aktivitenin seyri üzerinde risk faktörleri olarak yeni yılda masada olmaya devam edebilir.

## 2Y22 Strateji – Yönetici Özeti

### Yurt içi piyasalar

- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayımlanan GSYH data kompozisyonuna bakıldığında, ülke ekonomisi yılın 3. çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,1 düzeyinde daralırken, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %3,9 düzeyinde büyüdü. Kurum olarak beklentimiz 2022 yılında %5,0 büyüme hedefinin yakalanabileceği yönünde. 2023 yılında ise ülke ekonomisinin %4,0 civarında büyüebileceğini öngörüyoruz.
- Aralık ayı manşet enflasyon verisinde, baz etkisinin devreye girmesiyle birlikte tüketici fiyat endeksinin 2022 yılını %65 civarında tamamlayabileceğini öngörüyoruz. 2023 yılı ortasında enflasyonun %32,0 seviyeleri civarına kadar gerileyebileceğini tahmin ediyoruz.
- Yaklaşan seçim sürecinde genişlemeci politikaların devam edebileceği beklentisi, yönetilen ve yönlendirilen fiyat uygulamaları, Türk lirasının seyri, jeopolitik riskler, enerji ve türevlerinin fiyatlamaları, gıda fiyatlamalarının gelişimi, iklimsel koşullar ve iç talebin gelişimi gibi etkenler, enflasyon hesaplamasında başlıca riskler olarak görülmektedir.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) politika faiz oranını 2023 yılı ilk yarısına kadar %9,0 düzeyinde koruyacağını, yapılan faiz indirimlerinin ekonomi üzerinde yansımalarını izlemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- BIST-100 endeksi getiri performansı ile 2022 yılında diğer borsalara kıyasla pozitif ayrıştı. BIST-100 tarafında beklentimiz 2023 yılı ilk yarısında yaklaşan seçim sürecinin yeni bir hikaye olması yönündedir. Buna ek olarak, enflasyondaki normalleşme, düşük faiz ortamı ve genişlemeci mali politikalar endeks tarafında pozitif yönde itici güç olmaya devam edebilir. 2023 yılı ilk yarısına kadar BIST-100 endeksinde 6200-7000 bölgesi civarının test edilebileceğini ve endeksin bu bölgede konsolide olabileceğini öngörüyoruz.
- Endeks açısından başlıca risk faktörleri içerisinde ise 2023 yılı ilk yarısına kadar, jeopolitik riskler, küresel piyasalarda risk iştahının seyri ve TL varlık fiyatlamalarının seyri olarak söylenebilir. Yabancı yatırımcı ilgisinin yeniden artması ise hem yeni fon girişi hem de yurt içi yatırımcının iyileşen beklentilerle pozisyon artırması ihtimali ile pozitif risk faktörü olarak değerlendirilmelidir.

# 1Y23 Strateji – Yönetici Özeti

## Hisse seçim kriterlerimiz

- Küresel riskler ve seçim dönemi dikkate alındığında, sağlıklı bilanço görünümü, büyüme potansiyeli, yatırım hikayesi olan ve cazip çarpanlara sahip hisselerin öne çıkacağını düşünüyor ve uzun vadeli perspektifte dengeli bir portföy oluşturulmasını uygun buluyoruz.
- Küresel büyüme endişelerine karşılık, uzun vadeli perspektifte hala şirketlerin farklı segment ve coğrafyalarda faaliyetlerinin olmasının bir avantaj sağlayacağına inanıyoruz.
- 2023 yılının ilk yarısı için en beğendiğimiz şirketler: **YKBNK**, **FROTO**, **SISE**, **PGSUS**, **CCOLA**, **KRDMD** ve **SAHOL** olarak sıralanabilir.

| Öne Çıkardığımız Hisse Senetleri |                  |         |             |
|----------------------------------|------------------|---------|-------------|
| Hisse                            | Hedef Fiyat (TL) | Tavsiye | Getiri Pot. |
| <b>YKBNK</b>                     | 14.4             | AL      | 19%         |
| <b>FROTO</b>                     | 625.9            | AL      | 27%         |
| <b>SISE</b>                      | 51.5             | AL      | 24%         |
| <b>PGSUS</b>                     | 664.0            | AL      | 32%         |
| <b>CCOLA</b>                     | 280.9            | AL      | 34%         |
| <b>KRDMD</b>                     | 23.3             | AL      | 28%         |
| <b>SAHOL</b>                     | 55.0             | AL      | 24%         |

# UZUN VADELİ MODEL PORTFÖYÜMÜZ

# YKBNK (AL, HF: 14,40 TL – Getiri Potansiyeli: %19)

Yapı Kredi Bankası için hedef fiyatımızı 14,40 TL olarak güncelliyor ve AL önerisi ile uzun vadeli model portföyümüzde yer vermeye devam ediyoruz. Yapı Kredi'yi faaliyet gösterdiği bankacılık sektöründeki olumlu görünüm, güçlü karlılık performansının devamı beklentimiz, sağlıklı bilanço yapısı ve küresel benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görmesi dolayısıyla beğeniyoruz.

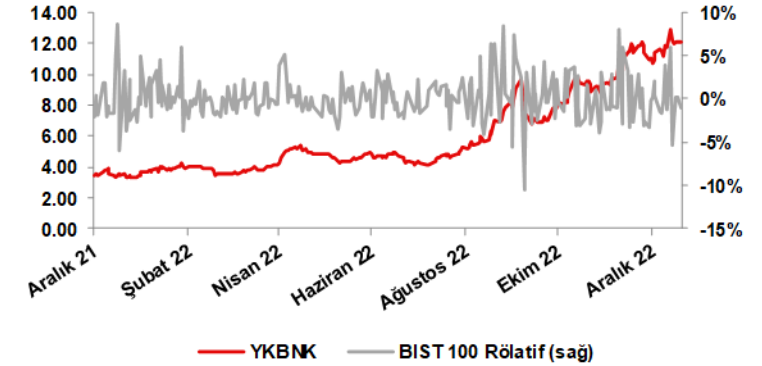
- 2022 yılı başından itibaren yürürlükte olan Kur Korumalı Mevduat (KKM) ile birlikte TÜFE'ye endeksli tahvil gelirleri sayesinde bankacılık sektöründeki yüksek karlılığın 2022 yılı boyunca sürmesini bekliyoruz. Diğer yandan bankalar 2022 yılında daha önce uygulanmamış bazı düzenlemelere maruz kaldılar. 2023 yılında da yeni düzenlemelerin belirsizlik yaratma ihtimali bulunmakla birlikte, Yapı Kredi Bankası gibi bilanço büyüklüğü görece yüksek ve verimli iş modeline sahip bankaların yeni uygulama/düzenleme riski kaynaklı etkileri daha kolay yöneteceği görüşüdeyiz.
- KKM ile birlikte mevduatlarda ortalama vade uzarken, kredilerde ise konut kredilerinde uygulanan limitler ve diğer düzenlemelerin de etkisiyle vadeler kısaldığı için mevduat ve kredi vade uyumsuzluğu dolayısıyla olası faiz artış eğiliminin net faiz marjına etkilerinin görece düşük olmasını beklemekteyiz.
- 2023 yılında bankacılık sektörünün 2022 yılının bir miktar altında kar etmesini beklemekle birlikte TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerden elde edilecek gelirler dolayısıyla görece yüksek karlılıkların muhafaza edilmesini öngörüyoruz.
- Yapı Kredi Bankası müşteri kazanımındaki yüksek performans, net faiz marjında süren iyileşme, sağlıklı bilanço yapısı (9M22 mali tablolarına göre %20,4 sermaye yeterlilik oranı) ile yüksek özkaynak karlılığı, yüksek TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü/aktif toplamı oranı ve düşük risk maliyetine sahip olması dolayısıyla öne çıkmaktadır.
- YKBNK, 2023 tahminlerimize göre 2,4x F/K ve 0,6x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

## Finansal Göstergeler

|                        | 2019  | 2020  | 2021   | S12A   |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Net Kar/(Zarar)(mn TL) | 3,600 | 5,080 | 10,490 | 38,873 |
| F/K                    | 4.8x  | 3.7x  | 1.9x   | 2.6x   |
| PD/DD                  | 0.4x  | 0.4x  | 0.3x   | 0.9x   |
| Özsermaye Karlılığı    | 8.7%  | 10.7% | 16.5%  | 34.5%  |
| Hisse Başına Kar (TL)  | 0.43  | 0.60  | 1.24   | 4.60   |

## Hisse Performansı

|                           | 1A     | 3A     | 12A    | YBB    |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Nominal                   | 6%     | 75%    | 251%   | 258%   |
| Rölatif (BIST 100)        | -6%    | 3%     | 21%    | 25%    |
| Ortalama İşlem Adedi (mn) | 387.4  | 356.2  | 375.6  | 378.0  |
| Ort. İşlem Hacmi (TLmn)   | 4612.1 | 3658.3 | 2461.9 | 2493.4 |



## FROTO (AL, HF: 625,90 TL – Getiri Potansiyeli: %27)

Uzun vadeli model portföyümüzde bulunan FROTO için 428 TL olan hedef fiyatımızı 625,90 TL olarak güncelliyoruz. Şirket yeni yatırımları ile artan üretim kapasitesi ve yüksek temettü verimi ile öne çıkıyor. 2023 yılında Şirket'in hisse başı brüt 29 TL temettü ödeme yapacağını tahmin ediyoruz.

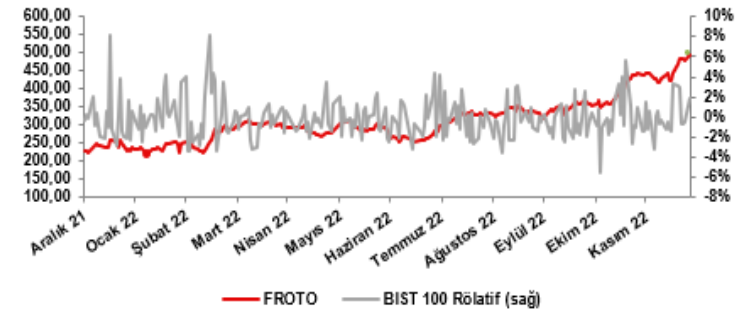
- Otomotiv sektörü, devam eden tedarik sorunları nedeniyle hacim bazında görece zayıf bir dönem geçirdi. Otomobil + hafif ticari araç satışları 2022 yılının ilk 11 ayında %1 daralarak 668.063 adede geriledi. Şirket'in yurt içi satış adetleri ise yılın ilk 11 ayında %9,7 artarak 72.832 adede ulaştı. Yurtdışında ise çip krizine ek olarak ekonomilerdeki yavaşlama satış adetlerini baskıladı, Avrupa geneli otomobil satışları yılın ilk 11 ayında %7,5 azaldı, hafif ticari araç pazarında da %19,3 daralma görüldü. Şirket'in ihracat adetleri Romanya'nın da katkısıyla yılın ilk 9 ayında %28 artarak 325.266 adede ulaştı.
- Şirket %83 ihracat oranı ile Türkiye'nin en büyük ihracatçı şirketlerinden birisi olup yeni yatırımları ile büyümeye devam etmektedir. Romanya fabrikası ile üretim adetlerinin artmasının yanında binek araç segmentinde önemli bir üretici konumuna gelecektir.
- Yeni model elektrikli araçların ve Volkswagen ile yeni nesil 1 tonluk ticari aracın Ford Otosan bünyesinde üretileceği göz önünde bulundurulduğunda satış gelirlerinde büyümenin hızlanabileceğini düşünüyoruz. 2022 yılı satış gelirlerinde yıllık TL bazında %166 büyüme beklerken FAVÖK rakamında ise %104 yükseliş olacağını tahmin ediyoruz. 2023 yılında Avrupa ve Türkiye pazarında hacim bazlı büyüme beklenmemesine karşın yılın ikinci yarısında Romanya'nın katkısının tam olarak görülmesinin de etkisiyle 2023 yılında Şirket için göreceli olarak güçlü bir yıl bekliyoruz.

### Finansal Göstergeler

|                    | 2019   | 2020   | 2021   | S12A    |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| Ciro               | 39.209 | 49.451 | 71.101 | 136.301 |
| FAVÖK              | 3.350  | 5.283  | 9.464  | 16.331  |
| Net Kar            | 1.959  | 4.195  | 8.801  | 14.412  |
| FAVÖK Marjı        | 9%     | 11%    | 13%    | 12%     |
| Net Marj           | 5%     | 8%     | 12%    | 11%     |
| FD/FAVÖK           | 7x     | 5,4x   | 7,4x   | 7,9x    |
| F/K                | 10,4x  | 6,9x   | 7,4x   | 7,1x    |
| FD/Satış           | 0,6x   | 0,6x   | 1x     | 0,9x    |
| Net Borç/FAVÖK     | 0,9x   | 0x     | 0,5x   | 1,7x    |
| Özkaynak Karlılığı | 42,0%  | 59,6%  | 86,7%  | 92,2%   |
| Aktif Karlılığı    | 11,9%  | 17,2%  | 20,6%  | 18,1%   |

### Hisse Performansı

|                              | 1A     | 3A     | 12A   | YBB   |
|------------------------------|--------|--------|-------|-------|
| Nominal                      | 12%    | 49%    | 115%  | 107%  |
| Rölatif (BIST-100)           | -1%    | -12%   | -26%  | -27%  |
| Ortalama İşlem Adedi (mn)    | 3,0    | 2,9    | 2,3   | 2,4   |
| Ortalama İşlem Hacmi (mn TL) | 1353,7 | 1153,3 | 755,7 | 765,5 |





## SISE (AL, HF: 51,50 TL – Getiri Potansiyeli: %24)

Şişecam için hedef değerimizi 51,50 TL'ye yükseltiyor, AL önerimizi sürdürüyoruz. Şirket'i farklı segment ve coğrafyalarda faaliyet göstermesi, yatırımlarla desteklenen büyüme momentumu, makul borçluluk oranı ve küresel benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görmesi dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.

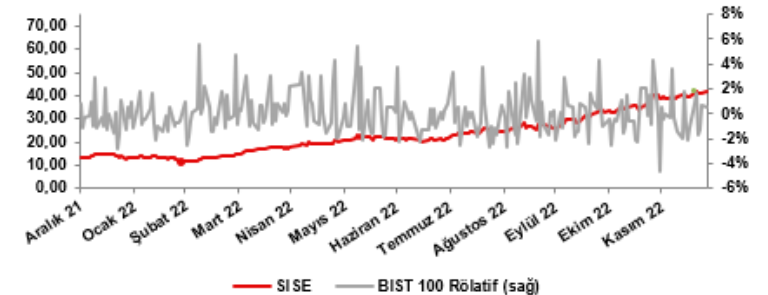
- Şişecam, güçlü talep ve olumlu kur etkisi ile tüm segmentlerde belirgin büyüme kaydetti. Artan maliyet baskılarına karşın, hacim artışı ve alternatif enerji kaynağı kullanımı ile kar marjlarını korumayı başardı. 2023 yılında normalleşme görülebileceğini, bununla birlikte dengeli segment yapısı ile küresel yavaşlama riskine karşı göreceli olarak daha dayanıklı konumda olacağını tahmin ediyoruz.
- 9A22 itibarıyla SISE gelirlerinin %37'sini yurt içi operasyonlardan, kalanını yurt dışı operasyonlardan elde etmiştir. Yurt içi tarafta seçimlere doğru ilerlerken tüketime yönelik teşvikler açıklanması yönündeki beklentiler destekleyici olacaktır. Yurt dışı tarafta ise Avrupa'daki enerji verimliliği ile ilişkili dönüşüm projeleri ve coğrafi yakınlığın avantajı sürecektir.
- ABD'deki doğal soda operasyonları yılın ilk 9 aylık döneminde ciroya %13, FAVÖK'e %10 civarında katkı sağladı. ABD operasyonlarının ciro ve FAVÖK katkısının artarak süreceğini tahmin ediyoruz.
- Şişecam mevcut durumda hem yurt içi hem yurt dışı tarafta açıkladığı yatırımlarla kapasite artışları gerçekleştirmeyi hedefliyor. Mevcut durumda net borç/FAVÖK rasyosunun 1,3x ile oldukça düşük seviyelerde olması dolayısıyla elinin güçlü bir pozisyonda olduğunu söyleyebiliriz. Özellikle enerji camı alanındaki yatırımlarının da mevcut konjunktürde önemli bir katalist olduğunu belirtelim.
- SISE, 2023 tahminlerimize göre 6,0x F/K ve 4,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %27 ve %13 iskontolu işlem görmektedir.

### Finansal Göstergeler

|                    | 2019   | 2020   | 2021   | S12A   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro               | 18.059 | 21.341 | 32.058 | 77.324 |
| FAVÖK              | 3.831  | 4.405  | 7.562  | 18.211 |
| Net Kar            | 2.700  | 2.138  | 9.133  | 18.794 |
| FAVÖK Marjı        | 21%    | 21%    | 24%    | 24%    |
| Net Marj           | 15%    | 10%    | 28%    | 24%    |
| FD/FAVÖK           | 5,4x   | 4,2x   | 6,2x   | 5x     |
| F/K                | 4,4x   | 6,7x   | 2,9x   | 3,1x   |
| FD/Satış           | 1,2x   | 0,9x   | 1,5x   | 1,2x   |
| Net Borç/FAVÖK     | 1,8x   | 1,3x   | 1,5x   | 1x     |
| Özkaynak Karlılığı | 14,1%  | 9,5%   | 18,5%  | 25,7%  |
| Aktif Karlılığı    | 7,0%   | 4,8%   | 10,3%  | 13,9%  |

### Hisse Performansı

|                              | 1A     | 3A     | 12A    | YBB    |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Nominal                      | 4%     | 57%    | 208%   | 207%   |
| Rölatif (BIST-100)           | -8%    | -7%    | 6%     | 7%     |
| Ortalama İşlem Adedi (mn)    | 93,5   | 87,1   | 103,8  | 103,8  |
| Ortalama İşlem Hacmi (mn TL) | 3739,8 | 3034,5 | 2325,1 | 2343,9 |





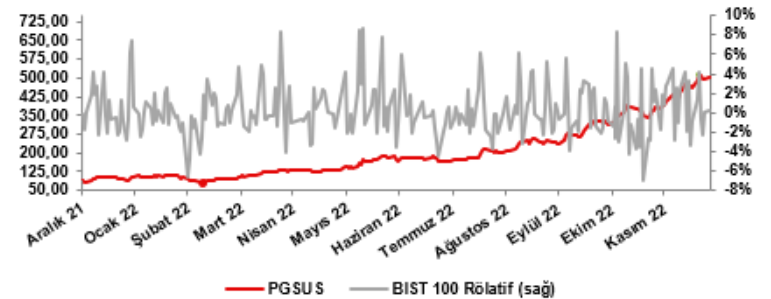
## PGSUS (AL, HF: 664,00 TL - Getiri Potansiyeli: %32)

Pegasus için hedef fiyatımızı hisse başına 664,00 TL olarak güncelliyor ve %32 yükseliş potansiyeline sahip olan hisseyi uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz. Trafik verilerinde kademeli iyileşme, düşük birim maliyet ve filo yenileme planı ile sektör içinde öne çıkacağına inanıyoruz.

- Havacılık sektörü, pandemi önlemlerinin gevşetilmesi ile hem trafik verilerinde iyileşme hem de birim gelirlerin büyümesiyle güçlü bir toparlanma sergiledi. Mevsimsel olarak güçlü yaz döneminin geride kalmasına karşın öncü göstergelere göre 4Ç22 rakamlarında güçlü sonuçlar görülebileceğini tahmin ediyoruz.
- Pegasus'un toplam yolcu sayısı Ocak – Kasım döneminde yıllık bazda %34 artarken 2019'un %87'si düzeyinde gerçekleşti. Önümüzdeki dönemde trafik verilerinde ılımlı toparlanma eğiliminin sürmesini bekliyoruz.
- Dış hat yolcu rakamlarındaki hızlı iyileşme hem ciro büyümesi hem de marjlar için destekleyici bir unsur. Uluslararası segment birim başına geliri 3. çeyrekte 2019'un aynı dönemine kıyasla %53 artış gösterdi. Şirket bu dönemde dünyada benzer havayolları arasında en yüksek FAVÖK marjını üretti.
- Pegasus'un filosunda Eylül sonu itibariyle 95 uçak bulunuyor. Filo yenileme planı kapsamında 2023-2025 döneminde teslim alınacak yeni uçakların hem yakıt verimliliği hem de birim başına gelir tarafında operasyonel sonuçları olumlu yönde etkilemesini öngörüyoruz.
- Son 6 aylık dönemde endeksin %27 üzerinde getiri sağlayan PGSUS'un orta-uzun vadede endekse görece güçlü görünümünü sürdüreceğini öngörüyoruz. Ortalama 6,0x 2023 tahmini FD/FAVÖK çarpanı ile PGSUS için 664,00 TL 12 aylık hedef fiyat hesaplıyoruz.

| Finansal Göstergeler |        |        |        |        |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
|                      | 2019   | 2020   | 2021   | S12A   |
| Ciro                 | 11.025 | 4.804  | 10.664 | 33.747 |
| FAVÖK                | 3.632  | 481    | 2.271  | 10.612 |
| Net Kar              | 1.335  | -1.965 | -1.972 | 1.978  |
| FAVÖK Marjı          | 33%    | 10%    | 21%    | 31%    |
| Net Marj             | 12%    | -41%   | -18%   | 6%     |
| FD/FAVÖK             | 3,1x   | 43,1x  | 15,4x  | 4,9x   |
| F/K                  | 3,6x   | a.d.   | a.d.   | 7,6x   |
| FD/Satış             | 1x     | 4,3x   | 3,3x   | 1,6x   |
| Net Borç/FAVÖK       | 1,8x   | 31,7x  | 12,8x  | 4x     |
| Özkaynak Karlılığı   | 25,0%  | a.d.   | a.d.   | 17,0%  |
| Aktif Karlılığı      | 6,3%   | a.d.   | a.d.   | 2,4%   |

| Hisse Performansı            |        |        |       |       |
|------------------------------|--------|--------|-------|-------|
|                              | 1A     | 3A     | 12A   | YBB   |
| Nominal                      | 32%    | 104%   | 460%  | 461%  |
| Rölatif (BIST-100)           | 17%    | 21%    | 92%   | 96%   |
| Ortalama İşlem Adedi (mn)    | 4,1    | 3,9    | 3,0   | 3,0   |
| Ortalama İşlem Hacmi (mn TL) | 1820,8 | 1421,8 | 662,0 | 672,3 |



# CCOLA (AL, HF: 280,90 TL - Getiri Potansiyeli: %34)

Coca Cola İçecek'i 280,90 TL hedef fiyat ile uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz. Şirket, geniş dağıtım ağı, faaliyet gösterdiği ülkelerde yüksek pazar payı, güçlü maliyet yönetimi ve cazip çarpanları ile öne çıkıyor.

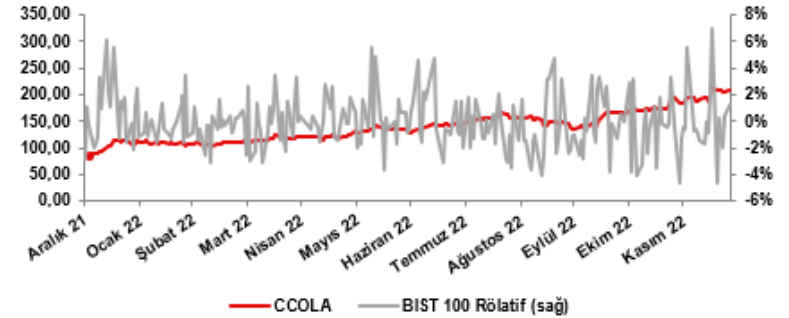
- Özbekistan satın alması Şirket'in toplam üretim kapasitesine %7 civarı katkı sağladı, toplam kapasite 1,8 milyar ünite kasaya ulaştı. Bu satın alımla faaliyet gösterdiği ülke sayısını 10 çıkarırken, üretim/dağıtım ağını genişletti.
- Yüksek enflasyon ve harcanabilir gelirin düşmesi Türkiye pazarında satış hacminde gerilemeye neden oldu. 2022/3Ç'de satışlar Türkiye'de hacim bazlı %8 geriledi, yurt dışında ise Özbekistan'ın da etkisiyle %20 artış yaşandı. 2023 beklentilerimizde Türkiye'de satış hacimlerinde %0,3 daralma, yurtdışında ise %1,5 büyüme bekliyoruz.
- Fiyatlandırma kısmında ise Şirket yüksek pazar payı ve dinamik ürün grubu sayesinde güçlü fiyatlandırma kabiliyetine sahip. Şirket yeni çıkardığı uygun fiyatlı ürünler ile satış daralmasını sınırlandırabiliyor. Geniş dağıtım ağı ve yüksek pazar payı ile ürün fiyatlarında reel bir daralma beklemiyoruz. 2023 yılında Türkiye pazarında ortalama ürün fiyatlarında %57, uluslararası pazarlarda ise ortalama %48'lik bir fiyat artışı öngörüyoruz.
- 2022 Eylül itibarıyla Şirket'in Net Borç/FAVÖK çarpanının 0,7x seviyelerine gerilemesinin önümüzdeki dönemlerde kapasite artırımları ya da yeni pazarlarda satın almalar için önemli bir fırsat yarattığını düşünüyoruz. Şirket bu avantajını kullanarak büyüyen ve önemli katkı sağlayan Coca-Cola Beverages Pakistan'ın sahiplik oranını iki katına çıkartarak %99,34'e ulaştırdı.
- Rekabet Kurumu soruşturması ve ceza kararı geçtiğimiz dönemde hisseyi baskıladı; CCOLA son 3 ayda endeksin %16 altında getiri sağladı. Ceza nedeniyle 2022/4Ç'de 204 mn TL'lik nakit çıkışını tahminlerimize yansıttık. Bununla birlikte söz konusu cezanın Şirket'in mali yapısında önemli bir etkiye neden olmayacağını öngörüyoruz, mevcut seviyelerin orta-uzun vadeli yatırım açısından fırsat olarak değerlendirilebileceğine inanıyoruz.

## Finansal Göstergeler

|                    | 2019   | 2020   | 2021   | S12A   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro               | 12.008 | 14.391 | 21.930 | 46.336 |
| FAVÖK              | 2.296  | 3.114  | 4.593  | 9.191  |
| Net Kar            | 942    | 1.233  | 2.271  | 3.913  |
| FAVÖK Marjı        | 19%    | 22%    | 21%    | 20%    |
| Net Marj           | 8%     | 9%     | 10%    | 8%     |
| FD/FAVÖK           | 5,1x   | 4,5x   | 6,1x   | 4,6x   |
| F/K                | 8,8x   | 9,4x   | 9,1x   | 8,4x   |
| FD/Satış           | 1x     | 1x     | 1,3x   | 0,9x   |
| Net Borç/FAVÖK     | 1,1x   | 0,5x   | 1,1x   | 0,7x   |
| Özkaynak Karlılığı | 12,8%  | 14,1%  | 15,2%  | 17,8%  |
| Aktif Karlılığı    | 5,9%   | 6,4%   | 6,8%   | 6,9%   |

## Hisse Performansı

|                              | 1A    | 3A    | 12A  | YBB  |
|------------------------------|-------|-------|------|------|
| Nominal                      | 8%    | 42%   | 138% | 137% |
| Rölatif (BIST-100)           | -4%   | -16%  | -18% | -17% |
| Ortalama İşlem Adedi (mn)    | 0,9   | 0,9   | 0,6  | 0,6  |
| Ortalama İşlem Hacmi (mn TL) | 177,5 | 151,1 | 87,7 | 88,5 |



## KRDMD (AL, HF: 23,30 TL – Getiri Potansiyeli: %28)

Kardemir için 12 aylık hedef fiyatımızı 23,30 TL olarak belirliyor ve %28 getiri potansiyeline sahip olan KRDMD'yi uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz. Çelik ürün fiyatlarındaki kısmi toparlanma çabaları, inşaat sektörüne yönelik teşvik beklentileri ve cazip çarpanları ile hissenin yatırımcı ilgisi göreceğine inanıyoruz.

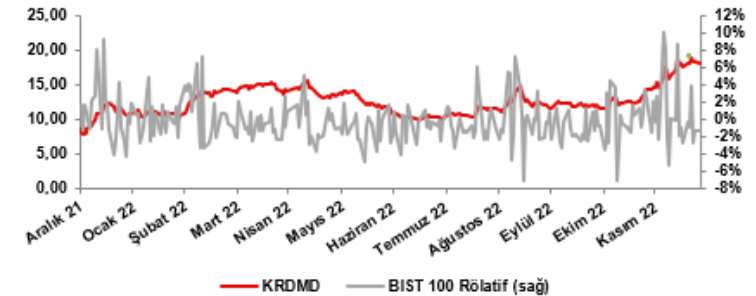
- Çelik ürün fiyatları 3. çeyrekte küresel büyümeye ilişkin endişelerle baskı altında kaldı, bu dönemde çelik üreticilerinin karlılığında zayıflama görüldü. Avrupa bölgesine ilişkin endişelerin kısmen hafiflemesi ve Çin'in teşvik adımlarının etkisiyle ürün fiyatlarında kısmi toparlanma çabası görülmekte. Aynı dönemde kok kömürü fiyatının gerilemesi de ton başına FAVÖK'te toparlanma görülebileceğine işaret ediyor.
- Kardemir'in 4 no'lu fırınında Nisan ayında başlayan bakım çalışması Kasım ortasında sona erdi. Buna paralel olarak 4Ç22'nin ikinci yarısından itibaren üretim ve satış rakamlarının artması beklenebilir. Her ne kadar yakın dönemde taleple ilgili belirsizlik sürse de özellikle 2Ç23'e doğru büyümeye ilişkin beklentilerde toparlanma görülebileceğini tahmin ediyoruz.
- Yurt içi tarafta 2023 yılında gerçekleşmesi beklenen genel seçimler öncesinde inşaat ve emlak sektörüne yönelik teşviklerin açıklanmasına yönelik beklentiler önümüzdeki dönemde Kardemir için katalist olabilir. Şirket'in ihracat ağırlıklı olmaması karşın müşterilerinin ihracat odaklı olması dolayısıyla Avrupa'daki olası toparlanma özellikle kangal satışlarını ve fiyatlamasını olumlu yönde etkileyebilir. Ek olarak önümüzdeki dönemde Çin'in Covid-19 önlemlerini kademeli olarak gevşetmesi ve emlak sektörüne yönelik teşvikler açıklaması da beklentiler dahilinde.
- Şirket'in mevcut durumda borçluluğunun makul seviyelerde olması, gelecek dönemde olası yavaşlama veya yatırımlar için daha avantajlı konumda olmasını sağlamaktadır.

### Finansal Göstergeler

|                    | 2019  | 2020  | 2021   | S12A   |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| Ciro               | 4.159 | 5.146 | 10.105 | 16.696 |
| FAVÖK              | 445   | 853   | 3.343  | 3.684  |
| Net Kar            | 55    | 42    | 2.637  | 2.812  |
| FAVÖK Marjı        | 11%   | 17%   | 33%    | 22%    |
| Net Marj           | 1%    | 1%    | 26%    | 17%    |
| FD/FAVÖK           | 6,6x  | 3,5x  | 1,2x   | 2,4x   |
| F/K                | 32,4x | 58,9x | 2,2x   | 3,6x   |
| FD/Satış           | 0,7x  | 0,6x  | 0,4x   | 0,5x   |
| Net Borç/FAVÖK     | 2,6x  | 0,6x  | -0,6x  | -0,4x  |
| Özkaynak Karlılığı | 2,1%  | 1,6%  | 38,7%  | 38,0%  |
| Aktif Karlılığı    | 0,9%  | 0,6%  | 17,7%  | 15,3%  |

### Hisse Performansı

|                              | 1A     | 3A     | 12A    | YBB    |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Nominal                      | 27%    | 50%    | 107%   | 106%   |
| Rölatif (BIST-100)           | 12%    | -11%   | -29%   | -28%   |
| Ortalama İşlem Adedi (mn)    | 392,6  | 248,6  | 185,7  | 187,1  |
| Ortalama İşlem Hacmi (mn TL) | 6740,9 | 3716,8 | 2485,3 | 2514,6 |



# SAHOL (AL, HF: 55,00 TL - Getiri Potansiyeli: %24)

Sabancı Holding için hedef değerimizi 55 TL olarak güncelliyor, AL önerimizi sürdürüyoruz. Şirketi bankacılık ve enerji sektörlerinde önümüzdeki çeyreklerde güçlü karlılık performansının devamı beklentimiz, yurtiçi ve yurtdışında özellikle yeni ekonomi odaklı yatırımları ile desteklenen büyüme momentumu, mevcutta faaliyet gösterdiği sanayi, yapı malzemeleri ve perakende alanlarındaki olumlu görünüm, makul borçluluk oranı ve küresel benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görmesi dolayısıyla model portföyümüze ekliyoruz.

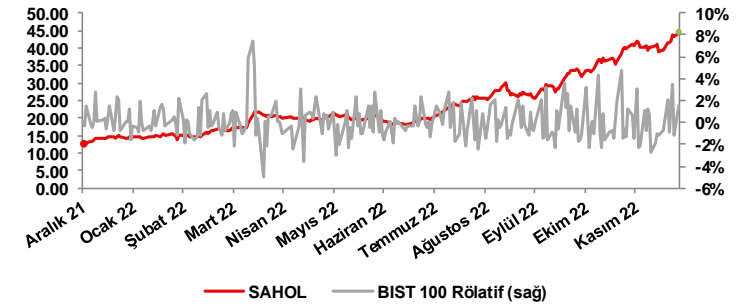
- Sabancı Holding enerji, banka ve finansal hizmetler, sanayi, yapı malzemeleri, dijital ve perakende alanlarında çeşitlendirilmiş portföy ve güçlü bilanço yapısına sahiptir. Sabancı Grubu'nun faaliyet gösterdiği sektörler için yakın gelecekte olumlu performans beklentilerimiz devam ediyor.
- Yurt içinde ve ABD'de planladığı yenilenebilir enerji yatırımlarının yanında yurt içi ve yurt dışında iklim teknolojileri, dijital teknolojiler ve ileri malzeme teknolojileri gibi yeni büyüme alanlarına yatırım planlarının olması hisse senedi için beklenti oluşturuyor. Holding, yatırım harcamalarını ikiye katlamayı hedeflerken bunların %25'ini faaliyette olduğu alanlara %75'ini ise yeni ekonomi yatırımlarına ayırmayı planlıyor.
- Net Finansal Borç/FAVÖK çarpanının 9M22 mali tabloları itibarıyla 1,00x'in altına gerilemiş olması, gelecek dönemdeki yatırımlar açısından Sabancı Holding'in elini güçlendirmektedir.
- Holding sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemek için geri alım programları açıklamıştır. 29/03/2016 tarihinde bağlı ortaklığı Exsa tarafından açıklanan geri alım program ile alınan payların bir kısmı (sermayenin %1,17'si) ile 09/11/2021 tarihinde açıklanan geri alım program ile alınan payların bir kısmı (sermayenin %2'si) 12/2022'de borsada blok yöntemiyle kurumsal yatırımcılara satılmıştır. Diğer yandan, 19/12/2022 tarihinde açıklanan sermayenin yaklaşık %5'ine karşılık gelen geri alım programına fon tutarı 3,25 milyar TL'ye yükseltilmek suretiyle devam edilmektedir.
- SAHOL hisse senetleri 2023 tahminlerimize göre 2,9x F/K ve 3,6 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

## Finansal Göstergeler

|                    | 2019   | 2020   | 2021   | S12A   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro               | 18,783 | 21,529 | 30,570 | 56,223 |
| FAVÖK              | 9,363  | 11,917 | 23,550 | 65,706 |
| Net Kar            | 6,965  | 8,899  | 20,571 | 32,391 |
| FAVÖK Marjı        | 50%    | 55%    | 77%    | 117%   |
| Net Marj           | 37%    | 41%    | 67%    | 58%    |
| FD/FAVÖK           | 3.5x   | 3.3x   | 1.7x   | 2.7x   |
| F/K                | 2.6x   | 2x     | 0.9x   | 2.8x   |
| FD/Satış           | 1.7x   | 1.8x   | 1.3x   | 3.2x   |
| Net Borç/FAVÖK     | 1x     | 1.6x   | 0.4x   | 0.7x   |
| Özkaynak Karlılığı | 10.5%  | 11.6%  | 19.9%  | 19.7%  |
| Aktif Karlılığı    | 1.7%   | 1.8%   | 2.5%   | 2.8%   |

## Hisse Performansı

|                           | 1A     | 3A     | 12A    | YBB    |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Nominal                   | 10%    | 67%    | 243%   | 238%   |
| Rölatif (BIST-100)        | -2%    | -1%    | 18%    | 18%    |
| Ortalama İşlem Adedi (mn) | 80.4   | 61.4   | 50.7   | 51.3   |
| Ortalama İşlem Hacmi (mn) | 3285.8 | 2231.6 | 1284.9 | 1304.7 |





Burada yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.



**GLOBAL**

MENKUL DEĞERLER