

Model Portföy



19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Potansiyel Getiri (%)
Ag Anadolu Grubu Holding	0,63	25.084	69,5	71,5%
Akbank	3,66	96.252	2.437,5	52,0%
Enerjisa Enerji	0,54	35.645	368,7	31,6%
Ford Otosan	3,05	230.548	911,0	35,7%
Kardemir (D)	1,06	15.331	1.754,5	66,8%
Koc Holding	3,98	241.037	2.211,7	17,8%
Mavi Giyim	0,66	12.663	111,5	52,7%
Migros	1,33	36.319	323,4	39,0%
Orge Enerji	-	1.928	36,0	91,8%
Sabancı Holding	3,15	86.472	1.347,5	31,0%
Sok Marketler	0,70	18.819	199,1	74,3%
Tekfen Holding	0,46	12.402	299,4	62,0%

Değişiklik

Eklenecekler: KRDM, SAHOL

Çıkarılanlar: ENKAI

Performans

BIST-100 Rölatif (%)

Yıl Başından Beri: 3,9%
28 Mayıs 2019* - Bugün: 10,9%

* Portföy başlangıcı.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

➤ Model portföye Kardemir ve Sabancı Holding ekliyor, Enka Holding'den kar alıyoruz.

➤ Kardemir'de ton başına FAVÖK rakamlarında kademeli olarak (olumlu) normalleşme beklentimizden, ve katmadeğeri yüksek ürünlerin toplam satışlardaki artan payının pozitif marj etkisi beklentimizden ötürü model portföyümüze ekliyor; sektör oyuncuları içinde özellikle Kardemir özelinde en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz.

➤ Sabancı Holding'de ise, daha yüksek döviz üretimi sağlamak amacıyla ağırlıklı olarak Enerji&İklim, Yüksek Malzeme Teknolojileri ve Dijital Teknolojilere yaptığı yatırımların Şirket NAD iskontosunu orta vadede daraltacağına olan inancımızdan ötürü model portföyümüze ekliyoruz.

➤ Bankacılık sektöründe ise önümüzdeki dönemde karlılığı olumlu yönde etkileyecek haber akışı ihtimalinin arttığını düşünmekteyiz. Şöyle ki; faizlerdeki artış ve regülasyonlarda yumuşama beklentimize paralel olarak TCMB düzenlemeleri ile politika faizine endekslenen TL ticari kredi getirilerinin artarken, halihazırda TL mevduat payı ve dövizden dönüşüm hedefleri kaynaklı yüksek olan TL mevduat faizlerinin yatay kalmasını veya düşüş seyri izlemesini bu sayede de TL kredi-mevduat makasında kısa vadede önemli bir toparlanma görülmesini beklemekteyiz. Bunun yanında faizlerdeki artışla birlikte bankaların TCMB'den yaptığı fonlamanın maliyeti de artacaktır fakat kredi getirilerindeki artış ve düzenlemelerdeki yumuşama bankaların ana faaliyet gelirlerinin daha sağlıklı oluşmasını sağlayacaktır. Menkul kıymetler tarafına baktığımızda ise faiz artırım senaryosunda bankaların elindeki sabit faizli tahvillerin muhasebeleştirme politikaları sebebiyle gelir tablosuna etki etmeyeceğini ve oldukça düşük seviyede oldukları için sermayeye etkisinin de yönetilebilir seviyede olduğunu düşünmekteyiz. Menkul kıymetler portföyünde sabit faizli tahvillere kıyasla çok daha yüksek yer kaplayan TÜFE'ye endeksli tahviller ve değişken faizli tahviller ise faiz artırımına adaptasyonda sorun teşkil etmeyecektir. Özetle kademeli faiz artırım ve regülasyonlardaki gevşemenin bankacılık sektörünün ana faaliyetlerini daha sağlıklı yürütmelerini sağlayacağını ve kısa- orta vadede banka bilanço yapısını olumlu etkilemesini bekleriz.

➤ Portföye dahil olan şirketlerin detaylı analizlerini sonraki sayfalarda bulabilirsiniz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

BIST-100'e göre performans



Detaylı Model Portföy

19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2023T	FK 2023T
Ag Anadolu Grubu Holding	08.05.2023	93,30	103,18	10,6%	-4,3%	177,00	71,5%	25.084	69,5	1,2	3,6
Akbank	05.06.2023	17,93	18,75	4,6%	6,6%	28,50	52,0%	96.252	2437,5	0,5	1,9
Enerjisa Enerji	31.05.2023	30,49	30,83	1,1%	-6,2%	40,56	31,6%	35.645	368,7	3,0	8,3
Ford Otosan	08.05.2023	523,85	666,16	27,2%	10,1%	903,87	35,7%	230.548	911,0	6,8	7,1
Kardemir (D)	21.06.2023	20,43	20,43	0,0%	0,0%	34,08	66,8%	15.331	1754,5	3,0	5,9
Koc Holding	08.05.2023	78,66	96,87	23,1%	6,6%	114,11	17,8%	241.037	2211,7	1,5	3,7
Mavi Giyim	01.03.2021	12,18	64,51	429,6%	53,5%	98,50	52,7%	12.663	111,5	3,5	4,9
Migros	26.07.2022	53,07	201,50	279,7%	82,8%	280,00	39,0%	36.319	323,4	3,8	9,9
Orge Enerji	21.12.2022	28,55	24,61	-13,8%	-11,2%	47,20	91,8%	1.928	36,0	4,8	5,9
Sabancı Holding	21.06.2023	43,20	43,20	0,0%	0,0%	56,57	31,0%	86.472	1347,5	0,8	2,2
Sok Marketler	20.01.2023	29,48	32,13	9,0%	13,6%	56,00	74,3%	18.819	199,1	2,7	8,2
Tekfen Holding	21.12.2022	42,59	34,79	-18,3%	-15,8%	56,38	62,0%	12.402	299,4	2,1	4,0
Performans											
YBB				0,4%	3,9%						
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)				218,7%	10,9%						

* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

AG Anadolu Grubu Holding



AGHOL TI / AGHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	177,00
Hisse Fiyatı (TL)	103,00
Yükseliş Potansiyeli (%)	72%
NAD İskontosu	45%
Piyasa Değeri (TL mn)	25.084
Firma Değeri (TL mn)	46.842

Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	3.801	7.016	9.613
artış	194,5%	84,6%	37,0%
Net Borç	17.151	17.814	17.890
HB Temettü	0,2	0,8	1,0
Tem. Verimi (%)	0,2	0,8	1,0
Özsermaye Karlılığı	31,0	33,2	34,2
F/K	3,9	3,6	2,6
PD/DD	0,3	1,2	0,9

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket hisselerinin, çeşitlendirilmiş hızlı tüketim sektörü iştirakleri sayesinde defansif bir seçenek olduğuna inanıyoruz. Buna bağlı olarak Grup, tüm segmentlerde iyi yönetilen fiyatlandırma stratejisi sayesinde 2022 yılında enflasyonist baskıların üstesinden gelebilmiştir.
- Uluslararası gelirler 2022'de toplam gelirlerin %37'sine ulaşmış olup; bu durum holding için parite dalgalanmalarına karşın doğal bir koruma sağlıyor; öte yandan döviz birikimini güçlendiriyor.
- Konsolide Net Borç/FAVÖK rasyosunun 0,8x olmasını sağlıklı olarak değerlendiriyoruz. Düşük borçluluğun, grup ve iştirakleri için daha fazla organik ve inorganik büyüme fırsatı sunacağına inanıyoruz.
- Hisse, ~%45 NAD iskontosuyla işlem görmektedir. (2 yıllık ortalama ~%40, MY22 ortalaması ~%37). 2023 yılında tüm iş kollarında güçlü operasyonel figürler elde edilmesini ve son dönemdeki stratejik M&A (Birleşme ve Satın Alma) faaliyetlerinin olumlu katkısının önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.
- Hisse senedi, 2023 beklentilerimize göre 3,7x F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız 2023T 1,1x'lik PD/DD rasyosuna işaret ediyor. Şirketin ~%33'lük güçlü bir öz sermayeye kârlılığına sahip olduğu düşünüldüğünde, mevcut NAD iskontosunun ve gelecek yıllar çarpanlarının alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Akbank



AKBNK TI / AKBNK.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	28,50
Hisse Fiyatı (TL)	18,51
Yükseliş Potansiyeli (%)	54%
Piyasa Değeri	96.252

Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	60.024	51.058	64.649
artış	395%	-15%	27%
Özsermaye Karlılığı	55%	30%	30%
F/K	0,9	1,9	1,5
PD/DD	0,5	0,5	0,4

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Ortodoks politikalara dönüş senaryosunda banka bilançolarında hem aktif hem pasif taraftaki regülasyonların kaldırılmasını veya yumuşatılmasını beklemekteyiz.
- Faiz artış beklentimize paralel olarak TCMB düzenlemeleri ile politika faizine endekslenen TL ticari kredilerinin getirisinin artarken, halihazırda yüksek olan TL mevduat faizlerinin yatay ve/veya düşüş seyri izlemesini ve TL kredi-mevduat makasında toparlanma görülmesini beklemekteyiz.
- Son açıklanan verilere göre Akbank'ın TCMB regülasyonları kapsamında menkul kıymet tesisi için almış olduğu tahvilleri 30 milyar seviyesinde olup aktiflere oranı yaklaşık %2 ile oldukça düşük seviyededir.
- Bankanın yüksek miktardaki yaklaşık 127 milyar TL'lik TÜFE'ye endekli tahvil portföyünün (özsermayenin yaklaşık %83'ü ve aktiflerin %10'u) yükselen enflasyon beklentileriyle birlikte 2023'te marjları desteklemeye devam etmesini bekleriz.
- Hisse 2023 beklentilerimize göre 1,9x F/K ve 0,5x PD/DD ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Enerjisa



ENJSA TI / ENJSA.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	40,56
Hisse Fiyatı (TL)	30,18
Yükseliş Potansiyeli (%)	34%
Piyasa Değeri (TL mn)	35.645
Firma Değeri (TL mn)	43.828

Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	84.449	122.789	162.262
artış	156%	45%	32%
FAVÖK	8.663	14.489	19.219
marj	10,3%	11,8%	11,8%
Net Kar	14.498	4.298	5.679
marj	17,2%	3,5%	3,5%
Net Borç	11.316	14.234	11.173
HB Temettü	1,2	2,3	3,0
Tem. Verimi	4,1%	7,6%	9,8%
FD/FAVÖK	3,7	3,0	2,3
F/K	1,4	8,3	6,3
PD/DD	1,3	1,5	1,4

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Süregelen çift haneli TÜFE ortamında, Enerjisa'nın enflasyona dayalı işletme modeli enerji sektöründe göz ardı edilemeyecek bir güvenlik marjı sunduğunun altını çizmek gerekir.
- Tek seferlik depremden kaynaklı operasyonel giderler yılın ilk çeyreğinde 780 milyon TL olarak kaydedilmiştir, firma yönetimi ilgili giderlerin yıl sonuna kadar tazmin edilmesini beklemekte olup, duran varlıklarda değer düşüklüğü riski saptanmamıştır.
- İleriye dönük olarak, daha düşük düzenlemeye tabi hacimler eşlenik olarak daha düşük enerji maliyetlerine işaret etmekte olup, deprem etkisinin kısmi perakende marj daralması ile sınırlı olmasını beklemekteyiz.
- Verimlilik ve kalite gelirleri 1Ç23'te eksi 702 milyon TL olarak kaydedilmiş olup, yılın geri kanalında kademeli olarak ilgili raporlama kaleminin tersine dönmesini beklemekteyiz (Deprem etkisinin tersine çevrilmesi).
- Hisse senedinin çoğunlukla depremin etkilerini fiyatladığını göz önünde bulundurursak oldukça cazip olan 1,56x FD/D.V.T'de işlem görmektedir. İleriye baktığımızda, deprem etkilerinin sınırlı olmasını beklediğimizden dolayı yılın geri kalanında serbest nakit akışı üretiminin ivme kazanmasını beklemekteyiz.
- Buna göre, 2023 yılı için faaliyet gelirlerinin 19,6 milyar TL'ye (14,5 milyar TL düzeltilmiş FAVÖK ve 5,1 milyar TL Yatırım harcamaları geri ödemeleri) ve baz alınan net karın 4,5 milyar TL'ye ulaşmasını beklemeye devam ediyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Ford Otosan



FROTO TI / FROTO.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	903,87
Hisse Fiyatı (TL)	657,00
Yükseliş Potansiyeli (%)	38%
Piyasa Değeri (TL mn)	230.548
Firma Değeri (TL mn)	254.926

Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	171.797	337.191	467.506
artış	142%	96%	39%
FAVÖK	19.727	37.237	51.055
marj	11,5%	11,0%	10,9%
Net Kar	18.614	32.600	42.992
marj	10,8%	9,7%	9,2%
Net Borç	27.804	49.898	58.377
HB Temettü	18,7	14,3	28,5
Tem. Verimi	2,8%	2,2%	4,3%
FD/FAVÖK	7,1	6,8	5,0
F/K	6,1	7,1	5,4
PD/DD	7,2	4,7	2,8

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Gelirlerinin takribi ¾'ü döviz bazında olan şirket Türkiye'nin ihracat lideri ve Ford Motor Company'nin Avrupa'daki en büyük ticari araç üreticisi konumundadır.
- Şirket 1997-2022 arasında motorlu araç üretim kapasitesini 14 kat ve gelirlerini dolar bazında 11 kat artırarak çok önemli bir büyüme performansına imza atmıştır.
- Ar-Ge odaklı büyüme stratejisi sayesinde şirket, motor ve motor sistemleri de dahil olmak üzere komple bir aracı tasarlamak, geliştirmek ve test etmek için gerekli tüm yetenek ve altyapıya sahiptir.
- Mevcut yatırımlar neticesinde üretim kapasitesi 2022'deki 720 bin adet seviyesinden 2025'te 900 bin adedin üzerine çıkacak ve aynı yıl içerisinde üretilen tüm modellerin elektrikli versiyonları da satışa sunulmuş olacaktır. Uzun dönem sürdürülebilirlik stratejisi çerçevesinde şirket, binek araçlarda 2030, hafif ve orta ticari araçlarda 2035 ve ağır ticari araçlarda 2040 yılından itibaren sadece sıfır emisyonlu araç satışı yapmayı hedeflemektedir.
- Devam etmekte olan ciddi kapasite ve teknoloji yatırımları çerçevesinde şirketin orta/uzun vadeli görünümünün çok olumlu olduğunu, büyüme performansının devam edeceğini ve hisse fiyatının iskontolu bir seviyede bulunduğunu düşünmekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Kardemir



KRDM TI / KRDM.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	34,08		
Hisse Fiyatı (TL)	19,65		
Yükseliş Potansiyeli (%)	73%		
Piyasa Değeri (TL mn)	15.331		
Firma Değeri (TL mn)	13.375		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	18.751	29.334	36.003
artış	86%	56%	23%
FAVÖK	2.959	4.445	6.057
marj	15,8%	15,2%	16,8%
Net Kar	1.488	2.613	4.088
marj	7,9%	8,9%	11,4%
Net Borç	405	-1.668	-2.628
HB Temettü	0,9	0,2	1,0
Tem. Verimi	4,5%	1,1%	5,1%
FD/FAVÖK	3,7	3,0	2,2
F/K	7,0	5,9	3,8
PD/DD	1,4	1,1	0,9

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirketin önümüzdeki beş yıl içinde yaklaşık 1 milyar USD tutarında yatırım gerçekleştirmesi bekleniyor. Bu tür yatırımlar, Şirket'in operasyonel kârlılığını desteklemesi beklenen katma değeri daha yüksek ürünlerin payındaki artışı hızlandırabilecektir. Özellikle nispeten daha güçlü marjlara sahip olan demiryolu ürünlerinde/tekerleklerine ilişkin girişimler sürmektedir. Ayrıca, (1. Çeyrek yatırımcı toplantısında bahsedilen) liman girişimi gibi olası yatırımlar, daha yüksek operasyonel marjla birlikte müşteri/ihracat ağını güçlendirebilir.
- Kardemir'in ürün fiyatları karşısında kok kömürü ve hurda fiyatlarının bir miktar gevşemesi (son indirimlere ve vade uzatmalarına rağmen), gecikmeli etkiler dikkate alındığında 3Ç23'ten itibaren finansalları destekleyebilir. Ayrıca, Türkiye Çelik Üreticileri Derneği'nin verilerine göre, Türkiye'de uzun/yassı ürün arz-talep dengesinin 1Ç23'te (esas olarak düşük ihracat nedeniyle son beş yılda ilk kez) fiyatları destekleyici olduğunu hatırlatmak isteriz. Ancak bu görünüm, 1Ç23'te gördüğümüz gibi ithalatta artışa neden olmaya devam edebilir. Sonuç çıkarmak için erken olsa da; dünya çelik endüstrisindeki son gelişmeler ve sektör oyuncularının özellikle ithalat/vergilendirme konularındaki beyanlarının/taleplerinin hükümet tarafından dikkate alınabileceğini düşünüyoruz. Bu alanlarda getirilebilecek düzenlemeler sektör oyuncularını destekleyebilir.
- Kardemir'in ton başına FAVÖK'ü 3Ç22'de 52 USD ile son yıllardaki en güçsüz verilerden birisi olurken, 1Ç23'te güçlü bir toparlanma göstererek 94 USD'ye kadar toparlanma gösterdi. Yaklaşımımız, 2023T için 118 USD'de hala muhafazakardır, ancak 2024T için 133 USD olarak göreceli olarak güçlü varsayımımız mevcuttur. Son yıllardaki en güçlü verilerin elde edildiği 2021'de ton başına FAVÖK 196USD-282USD arasında seyretmişti.
- Satış hacminin 2023'te yıllık ~%10 artışla 2,3 milyon tona çıkması bekleniyor. Yönetim, 1Ç yatırımcı toplantısında 2023 yılında ton başına FAVÖK'ün 110-130 USD arasında beklendiğini belirtmişti. Biz deprem bölgesinden önemli bir gelir katkısı beklemesek de, yukarı yönlü potansiyel göz önünde bulundurulmalıdır. Zira, deprem bölgesinden sektörün yıllık üretiminin neredeyse dörtte biri kadar, ~5mn ton civarında ek talep olabilir ve bize göre bölgesel sektör oyuncularının fazlalık kapasitelerine öncelik verilebilir. Deprem sonrası doğal afetlere karşı önceden önlem konusuna daha fazla önem verileceğini düşündüğümüz kentlerde kentsel dönüşüm planları sektörü destekleyebilir. Ayrıca yerel seçimlerin de yakın olduğu düşünüldüğünde altyapı/konut/demiryolu yatırımları hızlanabilir ve Kardemir için ek fırsatlar yaratabilir. Hisse, 2023 ve 2024 beklentilerimize göre 3,0x ve 2,2x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Koç Holding



KCHOL TI / KCHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	114,11
Hisse Fiyatı (TL)	95,05
Yükseliş Potansiyeli (%)	20%
NAD İskontosu	27%
Piyasa Değeri (TL mn)	241.037
Firma Değeri (TL mn)	1.209.505

Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	69.806	65.000	77.500
artış	359,5%	-6,9%	19,2%
Net Borç	915.227	850.000	825.000
HB Temettü	0,9	1,7	3,0
Tem. Verimi (%)	0,9	1,8	3,2
Özsermaye Karlılığı	68,4	39,4	44,3
F/K	1,6	3,7	3,1
PD/DD	0,6	1,5	1,4

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Bugün itibarıyla Koç Holding NAD'ının ~%47'sini Otomotiv sektörü oluştururken, Rafineri ve Petrol&Gaz dağıtım sektörleri toplam NAD içinde ~%22'lik bir ağırlığa işaret ediyor. Bunu ~%20 ile finans sektörü takip etmektedir. Son olarak, Koç Holding'in net aktif değerinin ~%9'unu ise Dayanıklı Tüketim sektörü oluşturmaktadır.
- Otomotiv ve Enerji sektörlerindeki son girişimlerin (Ford Motor Company & LG Group ile lityum pil yatırımları – Tüpraş&Entek aracılığıyla yeşil enerji dönüşümü) önümüzdeki birkaç on yılda Koç Holding'in faaliyet gösterdiği pazarlardaki konumunu güçlendireceğine inanıyoruz. Grup, yeni çağın otomotiv trendini yakından takip etmektedir. Bu kapsamda Koç Holding, Ford Motor Company ve LG Group ile pil hücresi üretim yatırımına ilişkin bir Mutabakat Zaptı (MoU) imzalamıştı. Koç Holding, Ford Motor Company ve LG Enery Solutions tarafından elektrikli ticari araç pil hücresi üretim yatırımının Ankara'da yapılması öngörülüyor. Mutabakat Zaptına göre taraflarca mutabık kalınması halinde 2026 yılında üretime başlanması ve yıllık 25 GW-saat kapasiteye ulaşılması planlanıyor. İkinci aşamada ise kapasitenin 2029 yılında 20 GW-saat artırılarak toplam 45 GW-saat'e çıkarılması için çalışılması da kararlaştırıldı. Söz konusu yatırım, bu ürünlerin yeni nesil Ford Transit araçlarda kullanmasını da sağlayacaktır.
- Grubun son yıllarda Ford Otosan tarafından yürütülen Ar-Ge çalışmaları ile EV (Elektrikli Araçlar) alanında önemli bir know-how (bilgi birikimi) geliştirdiğini düşünsek de, yukarıda bahsi geçen oyuncularla gerçekleştirilecek faaliyetlerden elde edilecek know-how ile kendi başına da bu alanda önemli bir küresel oyuncu haline gelebileceğine inanıyor bu durumun inorganik büyüme fırsatı da yaratabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Koç Holding'in elektrikli araç şarj istasyonları ağını artırmak için Entek, Opet, Otokoç ve WAT'ın girişimleriyle "WAT Mobility" adlı ortak yapının da önemli olduğunu düşünüyoruz.
- Hisse senedi, 2023 beklentilerimize göre 3,7x F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız 1,5x'lik (azınlık payları hariç) 2023T PD/DD çarpanına işaret ediyor. Hisse, ~%27 NAD iskontosu ile işlem görüyor (1 yıllık ortalama ~%29). Koç Holding'in son dönemdeki çatı şirketler aracılığıyla yaptığı stratejik yatırımların ve dönüşüm planlarının önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Mavi



MAVI TI / MAVI.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	98,50
Hisse Fiyatı (TL)	63,75
Yükseliş Potansiyeli (%)	55%
Piyasa Değeri (TL mn)	12.663
Firma Değeri (TL mn)	11.456

Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	10.592	15.785	22.675
artış	129%	49%	44%
FAVÖK	2.481	3.362	4.648
marj	23,4%	21,3%	20,5%
Net Kar	1.439	2.565	3.216
marj	13,6%	16,2%	14,2%
Net Borç	-1.122	-1.993	-2.431
HB Temettü	0,2	0,6	1,4
Tem. Verimi	0,2%	1,0%	2,2%
FD/FAVÖK	2,1	3,5	2,5
F/K	4,2	4,9	3,9
PD/DD	3,1	3,2	2,1

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2021 yılından itibaren model portföyümüzde bulunan ve getirisi oldukça yüksek olan hissedeki güçlü performansın devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirketin Covid sonrası açılmalar ile yakaladığı güçlü talebin devam etmesiyle sağlam performansını içimizde bulunduğumuz dönemde de sürdüreceğini düşünüyoruz. Güçlü geçmesi beklenen turizm sektörü ise şirketin satışlarını olumlu etkileyebilecek bir başka etken.
- Hammadde fiyatlarındaki artışın yeni sezon ürünlerine yansıtacağı beklentisi paralelinde karlılığın bu yıl bir miktar azalma riskine karşılık, şirketin üretim maliyet avantajlarından kaynaklanan nedenler ve rakiplerine göre uygun fiyat üstünlüğü nedeniyle pazar payı, ciro, ve nakit akışı kalemlerindeki tahminlerimiz muhafazakar kılıyor.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2023 (muhafazakar) beklentilerimize göre cazip 3.5x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmekte.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Migros



MGROS TI / MGROS.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	280,00		
Hisse Fiyatı (TL)	200,60		
Yükseliş Potansiyeli (%)	40%		
Piyasa Değeri (TL mn)	36.319		
Firma Değeri (TL mn)	36.196		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	74.502	134.252	192.149
artış	105%	80%	43%
FAVÖK	5.968	9.392	13.007
marj	8,0%	7,0%	6,8%
Net Kar	2.570	3.675	4.839
marj	3,4%	2,7%	2,5%
Net Borç	-611	-1.145	-3.116
HB Temettü	0,0	2,6	3,0
Tem. Verimi	-	1,3%	1,5%
FD/FAVÖK	2,1	3,8	2,7
F/K	5,1	9,9	7,5
PD/DD	5,7	7,1	5,8

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere göre daha net olarak devam etmekte. Enflasyon yüksek seyretmeye devam ederken, fast food, yemek, kafe vb. gibi tüm ev dışı gıda maliyetlerinin ortalama ücret artışlarının önemli ölçüde üzerinde artmasının tüketiciyi evde yemeğe, ve dolayısıyla gıda perakende şirketlerinin müşteri trafiğini daha da arttırmasına neden olmasının muhtemel olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, yüksek seyreden gıda fiyatları (ücretlerin üzerinde) marjlar için destek oluştururken, geçen sene artan enerji maliyetleri, bu sene (bugüne kadar) normalleşme eğilimindedir.
- Şirket teknolojik olarak da online işleri ile sektörün lideri konumunda.
- 2023 yılı için şirketin satışlarında muhafazakar %80, FAVÖK'ünde ise %57'lük "öngörülebilir" büyüme beklentilerimiz bulunmakta. Ayrıca şirketin net nakitinin artışının da güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz. Beklenenden hızlı artması muhtemel nakit pozisyonu hissede beklenti çarpanımızı muhafazakar kılıyor olabilir.
- Şirket hisseleri, oldukça yüksek bir iskonto olan 3.8x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Orge Enerji



ORGE TI / ORGE.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	47,20		
Hisse Fiyatı (TL)	24,10		
Yükseliş Potansiyeli (%)	96%		
Piyasa Değeri (TL mn)	1.928		
Firma Değeri (TL mn)	1.997		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	720	1.280	1.598
artış	133%	78%	25%
FAVÖK	289	416	482
marj	40,1%	32,5%	30,2%
Net Kar	310	325	391
marj	43,0%	25,4%	24,5%
Net Borç	46	-33	-97
HB Temettü	0,0	0,0	2,0
Tem. Verimi	-	-	8,3%
FD/FAVÖK	3,6	4,8	4,1
F/K	3,2	5,9	4,9
PD/DD	2,0	2,3	1,8

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, İstanbul'da devam eden metro projelerinin (~170km) yaklaşık üçte birlik kısmının (~55km) elektrik taahhüt işlerinde yer almaktadır. Şehir yapılanma planlarına göre gelecek 3 yıllık periyotta metro ağının önce ~450km'ye ve 2030 yılına kadar ise ~700km'ye kadar genişletilmesi beklenmektedir. Bu kapsamda yapılacak yatırımların ~2.5-3mr USD seviyesine yakınsaması beklenmektedir. Metro projelerinde elektrik taahhüt işleri oranının toplam proje büyüklüğünün %15'i bandında olması sebebiyle; İstanbul'da 2030 yılına kadar yapılması planlanan projelerde, elektrik taahhüt sektörü için ~350-450mn USD bandında bir proje potansiyeli bulunmaktadır.
- Özellikle İklim Krizi'nin etkisiyle global anlamda artan yenilenebilir enerji yatırımları, Rusya/Ukrayna savaşının ardından artan enerji maliyetleri ile daha da ivmelenmeye başlamıştır. Dolayısıyla şirketler, enerji maliyetlerini azaltmak amacıyla güneş enerjisi yatırımlarını hızlandırmışlardır. Bu kapsamda Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)'nın verilerine göre Türkiye'de kurulu güneş enerjisi kapasitesinin 2025 yılına kadar %20'lik YBBO göstererek ~10GW'den ~17GW'ye kadar yükselmesi beklenmektedir. Şirketlerin fabrika/genel merkez/şubelerine entegre edeceği güneş enerji sistemleri de Şirket için ek proje potansiyeli barındırmaktadır. Bu kapsamda Şirket; 2022 yılında iki adet GES kurulum projesi almış olup, özellikle GES ve RES alanlarında iş geliştirme çalışmalarını sürdürmektedir. Elektrik taahhüt segmentinde oldukça önemli bir husus olan iş güvenliği ve proje bitirme zamanlaması konusunda kendisini ispatlamış bir firma olan Orge, yeni alanlarda proje kazanımı konusunda avantaj sağlayabilir. Firma elektrik taahhüt alanında olduğu gibi, bu alanda da yurtdışı projeler yürütme hedefindedir.
- Türkiye araç parkında henüz oldukça düşük bir ağırlığa sahip olan elektrikli araç talebinin gelecek yıllarda önemli seviyede artması beklenmektedir. Bu kapsamda henüz yaklaşık 3,500 noktada şarj istasyonu barındıran Türkiye'de bu sayının 2023 yılında ~55bin noktaya, 2030 yılında ~1mn noktaya ve 2040 yılında 5mn noktaya çıkması beklenmektedir. Şirket'in bu kapsamdaki iş geliştirme çalışmaları devam etmektedir.
- Şirket payları, 2023T 4,8x FD/FAVÖK ve 5,9x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Yeni iş kollarının büyüme potansiyeli ve 2023-2025 yılları arasında ortalama 3 yıllık FAVÖK marjını %31 (Önceki: %32) olarak kullandığımız muhafazakar modelimiz göz önüne alındığında, hisse senedinin hala cazip seviyelerde işlem görmeye devam ettiğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Sabancı Holding



SAHOL TI / SAHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	56,57
Hisse Fiyatı (TL)	42,38
Yükseliş Potansiyeli (%)	33%
NAD İskontosu	30%
Piyasa Değeri (TL mn)	86.472
Firma Değeri (TL mn)	955.565

Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	43.828	40.000	50.000
artış	264,3%	-8,7%	25,0%
Net Borç	784.718	800.000	825.000
HB Temettü	0,8	1,8	2,8
Tem. Verimi (%)	1,8	4,1	6,5
Özsermaye Karlılığı	60,1	36,4	40,0
F/K	1,1	2,2	1,7
PD/DD	0,3	0,8	0,7

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket'in gelecek yıllar için hedeflediği Finansal Net Borç/Banka Dışı FAVÖK rasyosu olan $\leq 2x$, mevcutta oldukça düşük seviyedeki $0,4x$ seviyesi göz önüne alındığında, grubun stratejik yatırımlarının önümüzdeki yıllarda da devam edeceğine işaret ediyor. Ayrıca, orta vadeli Banka Dışı Yatırım Harcamaları/Satışlar rasyo hedefi, son 3 yılın ortalaması olan $\%8$ 'den oldukça yüksek seviyede, $\%14$ bandındadır.
- Şirket, ana faaliyet alanlarını koruyarak bu sektörlerdeki pazar öncülüğü konumunu güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca; grubun yeni platformlara yatırım yapma odaklı stratejisinin, hissedarların orta-uzun vadeli getirisini maksimize edebileceğine inanıyoruz. Yönetim, «büyüme ve olanı koruma» stratejisine uygun olarak, orta vadede yatırım yapmayı sürdüreceği yeni alanların banka dışı gelirler içindeki payını (2021'deki seviyeye kıyasla) neredeyse ikiye katlamayı hedefliyor. Bu kapsamda Şirket, daha yüksek döviz üretimi sağlamak ve güncel küresel düzenlemelere uyum sağlamak amacıyla, ağırlıklı olarak Enerji&İklim, Yüksek Malzeme Teknolojileri ve Dijital Teknolojilere yatırım yapmaktadır. Şirket, hedeflenen Yatırım Harcamaları'nın $\%75$ 'ini bahsi geçen bu yeni alanlarda kullanmayı planlamaktadır.
- Grubun sermaye tahsisini ve çeşitlendirmesini beğeniyor ve güçlü beklenen iç verim oranının (ABD dolarına dayalı AOSM'dan 1-3 puan daha yüksek) Şirket'in temettü büyümesini de hızlandırabileceğini düşünüyoruz. Son beş yılın temettü verimi $\%3-5$ arasında şekillenmiştir. Çeşitli stratejik yatırımların tamamlanmasının ardından, temettü veriminde büyüme için alan olduğuna inanıyoruz. Mevcut temettü politikası, net kârın $\%5-20$ 'sinin dağıtılması şeklindedir.
- Hisse geri alım programı Şirket paylarını destekleyici niteliktedir. Mevcut program, Şirketin ödenmiş sermayesinin $\%5$ 'ine kadar geri alıma izin vermektedir ve tahsis edilen toplam fon $\sim 3,3$ milyar TL'dir.
- Hisse senedi, 2023 beklentilerimize göre $2,2x$ F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız $0,8x$ 'lik (azınlık payları hariç) 2023T PD/DD çarpanına işaret ediyor. Hisse, $\sim\%30$ NAD iskontosu ile işlem görüyor (1 yıllık ortalama $\sim\%28$). Sabancı Holding'in son dönemde halka açık olmayan iştirakleri aracılığıyla yaptığı stratejik yatırımların ve yeni ekonomi girişimlerinin önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Şok Marketler



SOKM TI / SOKM.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	56,00
Hisse Fiyatı (TL)	31,72
Yükseliş Potansiyeli (%)	77%
Piyasa Değeri (TL mn)	18.819
Firma Değeri (TL mn)	21.686

Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	59.292	103.690	147.170
artış	109%	75%	42%
FAVÖK	4.772	7.890	10.463
marj	8,0%	7,6%	7,1%
Net Kar	2.380	2.282	2.563
marj	4,0%	2,2%	1,7%
Net Borç	3.417	3.255	3.353
HB Temettü	0,0	0,0	0,4
Tem. Verimi	-	-	1,2%
FD/FAVÖK	2,8	2,7	2,1
F/K	4,2	8,2	7,3
PD/DD	6,0	3,7	2,5

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Migros bölümünde de bahsettiğimiz üzere, önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlerle göre daha net olarak devam etmekte.
- Şirket 2023 yılında satış gelirlerinde %80 (+/- %5) büyüme, FAVÖK marjının %7,5-8,0 olması, %4,8 mağaza büyümesi ve 2.5 milyar TL yatırım harcaması beklemektedir. Bizim beklentilerimiz, Şirket beklentisinin alt bandı olan %75 gelir büyümesi ve %7,6 FAVÖK marjı olarak şekillenmiştir. TÜFE'nin, özellikle de gıda enflasyonunun katılığının devam ettiği göz önüne alındığında, şirketin yılsonu beklentilerini aşmasının olası olduğunu düşünüyoruz. Beklentilerimize göre, net borç yatay kalıp, finansal nakit 4 milyar TL'nin üzerine çıkabilir. Ayrıca, uzun vadeli tahmin dönemimizde, FAVÖK marjı öngörümüzü kademeli olarak aşağı çekerek %6,5'a indiriyoruz. Yönetimin, stratejik bakış açısına dayanarak bu yaklaşımımızın fazla muhafazakâr olduğunu düşündüğünü belirtmek isteriz. Sektörün genel faaliyet konumu olarak ise, mevcut ticaret aktivitesi faaliyetleri son derece destekleyicidir.
- Elverişli sektör dinamikleri ortamı ve üretilen nakit göz önüne alındığında, 2023 yılı tahminlerimize göre hisse 2,7x FD/FAVÖK ile oldukça cazip çarpanlardan işlem görmektedir. Hisse için zımni 4,3x FD/FAVÖK çarpanı öngörmekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy

Tekfen Holding



TKFEN TI / TKFEN.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	56,38
Hisse Fiyatı (TL)	33,52
Yükseliş Potansiyeli (%)	68%
Piyasa Değeri (TL mn)	12.402
Firma Değeri (TL mn)	10.810

Finansal Göstergeler	2022	2023T	2024T
TL mn			
Gelirler	30.668	40.942	54.236
artış	89%	34%	32%
FAVÖK	2.487	3.661	5.586
marj	8,1%	8,9%	10,3%
Net Kar	3.473	3.129	5.258
marj	11,3%	7,6%	9,7%
Net Borç	-1.199	-2.320	-3.193
HB Temettü	0,7	2,8	3,0
Tem. Verimi	2,1%	8,4%	8,9%
FD/FAVÖK	3,7	2,1	1,4
F/K	2,9	4,0	2,4
PD/DD	1,1	1,0	0,8

* 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Mart 2023 sonu itibarıyla birikmiş iş miktarı, Mart 2022 dönem sonuna kıyasla yaklaşık %16 düşüş göstermiş olup 1,19 milyar USD seviyesindedir. Son birkaç yıldır yeni proje alma konusunda geçmiş yıllara kıyasla daha az agresif olunması sebebiyle zayıf kalan birikmiş iş miktarının, Şirket paylarının derin negatif ayrışmasındaki en önemli faktörlerden birisi olduğunu düşünüyoruz. Gelecek yıllarda Körfez ve Hazar bölgesinde öne çıkacak projelerin Tekfen'in birikmiş iş yükü için potansiyel oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Türkiye'nin özellikle petrol&gaz sektöründe Ar-Ge çalışmalarının da Tekfen için fırsat yaratabileceği kanaatindeyiz.
- Haradh Projesi'nden kaynaklanan ek maliyetlerin de etkisiyle taahhüt segmentinde kârlılık baskısı 2022 yılında da devam etmiştir. 1Ç23'ten itibaren segment kârlılığında yukarı yönlü bir normalleşme beklemememize karşın geçtiğimiz çeyrek yine zayıf sonuçlandı. Son on beş yılda, segmentin medyan ve ortalama FAVÖK marjı sırasıyla %8,5 ve %5,6'dır ve negatif marjlar elde edilen yıllar hariç ortalama marj %9,8 ile oldukça güçlüdür. Buna karşın, model varsayımımız %5,0'lik orta/uzun vadeli FAVÖK marjı ile muhafazakardır. Önümüzdeki yıllarda Tekfen'in faaliyet gösterdiği bölgelerde enerji/yeşil enerji/altyapı projelerinin hızlanmasını beklediğimiz için, özellikle uzun vadeli temettü yatırımcıları için Şirket paylarının alım fırsatı yarattığını düşünmeye devam ediyoruz. Son olarak, Tüpraş ile güçlü bir iş ilişkisine sahip olması (Türkiye'deki birikmiş işlerin büyük çoğunluğu Tüpraş'tan gelmektedir) ve Stratejik Dönüşüm Planı, Şirket için daha fazla birikmiş iş potansiyeli yaratabilir.
- Taahhüt segmentindeki zayıf ve belirsiz görünüm konsolide figürler üzerinde baskı oluşturmaya devam etse de, Gübre segmentindeki güçlü seyir 2022 yılında da devam etti. Artan maliyetlere karşın, yüksek gübre fiyatları bir önceki yıla göre hafif aşağı yönlü normalleşmeye rağmen 2022 yılında da kârlılığı desteklemeye devam etti. Ancak, modelimizde segment kârlılığına muhafazakar yaklaşarak; son üç yılın ortalamasından 250 baz puan daha düşük varsayım ile ~%16'lık uzun vadeli FAVÖK marjı varsayımımızı yeniden aşağı revize ediyor ve %14.5 olarak güncelliyoruz. Hizmet tarafında ise, FAVÖK marjını son üç yılın ortalamasından 600 baz puan daha düşük olacak şekilde varsayıyor ve %25'lik marj elde edilmesi tahminimizi sürdürüyoruz.
- Şirket payları, 2023T 2,1x FD/FAVÖK ve 4,0x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	aakkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Araştırma Direktörü	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingleter, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Uzman	Veri Uzmanı	cigdem.ay@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Yunus Emre Yenikalaycı	Uzman Yardımcısı	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	yunus.yenikalayci@gedik.com
Doğu Kurnaz	Uzman Yardımcısı	Düşük Sermayeli Şirketler	dogu.kurnaz@gedik.com

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim