

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Enerjisa Enerji	0,6%	62.538	770,7	65,2	23,7%
Ford Otosan	2,6%	323.118	1.566,0	1.117,2	24,3%
Garanti Bankası	1,4%	213.570	3.116,1	63,3	24,7%
Kardemir (D)	0,8%	20.145	2.933,4	38,5	49,9%
Mavi Giyim	0,7%	22.246	286,5	138,0	25,8%
Migros	1,5%	63.785	535,7	444,0	26,4%
Mlp Sağlık Hizmetleri	-	26.587	83,0	157,9	22,6%
Sabancı Holding	2,9%	125.383	2.503,7	94,3	54,5%
Şok Marketler Ticaret	0,9%	36.843	352,9	86,0	38,1%
Tekfen Holding	0,4%	17.568	527,5	62,6	30,8%
Turkcell	3,2%	125.400	2.433,3	72,2	27,0%

## Değişiklik

Eklenecek: GARAN, MPARK

Çıkarılan: AKBNK, YKBNK

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BIST-100 Rölatif Getiri (%)
Yıl Başımdan Beri	71,9%	17,5%
28 Mayıs 2019* - Bugün	1064,4%	25,4%

\* Portföy başlangıcı.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

- Model portföye Garanti Bankası ve MLP Sağlık ekliyor, Akbank ve Yapı Kredi'den kar alıyoruz.
- Garanti Bankasını, bankacılık verilerinde gördüğümüz öncü göstergeler akabinde rakiplerinden daha karlı bir çeyrek geçirme beklentimiz sebebi ile model portföye ekliyoruz.
- Sağlık hizmetleri için %52'lik yukarı yönlü fiyat revizyonlarına işaret eden Sağlık Uygulama Tebliğ duyurusu ve Macaristan'daki yeni hastane anlaşmasının ardından güçlü çeyreksel kar beklentileri dolayısı ile MLP Sağlık'ı model portföyümüze ekliyoruz. Model varsayımlarımızın ise muhafazakar olduğunu belirtmek isteriz.
- Portföye dahil olan şirketlerin detaylı analizlerini sonraki sayfalarda bulabilirsiniz.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse önerileri

BIST-100'e göre performans



## Detaylı Model Portföy

01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2023T	FK 2023T
Enerjisa Enerji	31.05.2023	30,49	52,72	72,9%	4,9%	65,22	23,7%	62.538	770,7	4,8	11,5
Ford Otosan	08.05.2023	523,85	898,58	71,5%	-2,9%	1117,24	24,3%	323.118	1566,0	8,2	9,7
Garanti Bankası	01.09.2023	50,71	50,71	0,0%	0,0%	63,25	24,7%	213.570	3116,1	0,9	3,4
Kardemir (D)	21.06.2023	19,63	25,66	30,7%	-15,8%	38,46	49,9%	20.145	2933,4	4,1	8,1
Mavi Giyim	01.03.2021	12,18	109,70	800,6%	70,8%	138,00	25,8%	22.246	286,5	4,9	7,3
Migros	26.07.2022	53,07	351,24	561,8%	108,4%	444,00	26,4%	63.785	535,7	6,1	17,9
Mlp Sağlık Hizmetleri	01.09.2023	128,83	128,83	0,0%	0,0%	157,94	22,6%	26.587	83,0	7,7	10,7
Sabancı Holding	21.06.2023	42,74	61,03	42,8%	-8,1%	94,31	54,5%	125.383	2503,7	0,9	3,6
Şok Marketler Ticaret	20.01.2023	29,19	62,29	113,4%	45,4%	86,00	38,1%	36.843	352,9	4,7	10,8
Tekfen Holding	21.12.2022	42,59	47,81	12,2%	-24,4%	62,55	30,8%	17.568	527,5	4,3	7,1
Turkcell	25.07.2023	45,09	56,85	26,1%	3,4%	72,19	27,0%	125.400	2433,3	3,8	8,0
Performans											
YBB				71,9%	17,5%						
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)				1064,4%	25,4%						

\* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

**Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.**

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Enerjisa

### ENJSA TI / ENJSA.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	65,22
Hisse Fiyatı (TL)	52,95
Yükseliş Potansiyeli (%)	23%
Piyasa Değeri (TL mn)	62.538
Firma Değeri (TL mn)	75.042

### Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	84.449	131.234	212.074
artış	156%	55%	62%
FAVÖK	8.663	15.228	24.685
marj	10,3%	11,6%	11,6%
Net Kar	14.498	5.249	7.953
marj	17,2%	4,0%	3,8%
Net Borç	11.316	21.184	37.149
HB Temettü	1,2	2,3	3,0
Tem. Verimi	2,3%	4,3%	5,6%
FD/FAVÖK	3,7	4,8	3,0
F/K	1,4	11,9	7,9
PD/DD	1,3	2,6	2,2

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Süregelen çift haneli TÜFE ortamında, Enerjisa'nın enflasyona dayalı dağıtım iş modeli enerji sektöründe göz ardı edilemeyecek bir güvenlik marjı sunmaya devam etmektedir.
- Depremden kaynaklı olarak, şebeke restorasyon ve onarımına ilişkin faaliyet giderleri ve diğer depreme ilişkin giderler kontrol edilemeyen faaliyet gideri olarak sınıflandırılacak ve düzenlemeye tabi gelirlerle ilişkilendirilecektir.
- Hisse senedi 2.55x'lik FD/Düzenlemeye Tabi Varlık Tabanı rasyosu ile uluslararası benzerlerine göre oldukça iskontolu işlem görmektedir. (2023 ve 2024 yılları için 11,9x ve 7.9x'lik F/K).
- Buna göre, 2023 yılı için faaliyet gelirlerinin 21 milyar TL'ye (15,2 milyar TL düzeltilmiş FAVÖK ve 5,7 milyar TL Yatırım harcamaları geri ödemeleri) ve baz alınan net karın 5,5 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.
- Karlılık durumu ve nakit akışı üretim kapasitesini göz önünde bulundurduğumuzda Enerjisa'nın orta ve uzun vadede olumlu performansını devam ettirmesini bekliyoruz.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Ford Otosan

FROTO TI / FROTO.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		1117,24	
Hisse Fiyatı (TL)		920,80	
Yükseliş Potansiyeli (%)		21%	
Piyasa Değeri (TL mn)		323.118	
Firma Değeri (TL mn)		357.878	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	171.797	370.219	578.553
artış	142%	115%	56%
FAVÖK	19.727	41.093	63.362
marj	11,5%	11,1%	11,0%
Net Kar	18.614	31.165	35.831
marj	10,8%	8,4%	6,2%
Net Borç	27.804	47.540	80.545
HB Temettü	18,7	14,3	27,2
Tem. Verimi	2,0%	1,5%	3,0%
FD/FAVÖK	7,1	8,2	5,3
F/K	6,1	10,4	9,0
PD/DD	7,2	7,0	4,4

\* 01/09/2023 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.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Garanti

GARAN TI / GARAN.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	63,25
Hisse Fiyatı (TL)	50,85
Yükseliş Potansiyeli (%)	24%
Piyasa Değeri	213.570

Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	58.509	62.639	82.592
artış	330%	7%	32%
Özsermaye Karlılığı	51%	33%	28%
F/K	1,3	3,4	2,6
PD/DD	0,6	0,9	0,6

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yeni ekonomi yönetimi göreve geldiğinden bu yana toplamda 1.650 baz puanlık faiz artışı yaparken, politika faizine endeksli kredilerdeki ilk kademe tavan sınırını kaldırarak sadeleşmeye gitti. Bu sayede son referans faiz oranına göre ticari kredilerdeki tavan %56,3'e, tüketici kredilerindeki tavan sınırı ise %62,6'ya yükselmiş oldu. Bunun yanında KKM'den çıkış stratejisi doğrultusunda TCMB KKM'den TL mevduata dönüşüm hedefleri getirdi. Bu hedeflerin tutturulması için önümüzdeki dönemde mevduat faizlerinin bir miktar artmasını beklemekle birlikte geçen seneden beri negatif seyreden TL ticari kredi-mevduat makasının seyrinin artan kredi faiz sınırlarıyla birlikte önümüzdeki dönemde pozitif seyretmesini bekleriz.
- Temmuz ayı aylık bankacılık verilerine baktığımızda Garanti'nin içinde bulunduğu grup olan yabancı-mevduat bankalarının net kar performansının yerli özel mevduat bankalarına kıyasla daha iyi olması sebebiyle bankanın 3.çeyrekte öne çıkabileceğini düşünüyoruz.
- Garanti ilk yarıda TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünü diğer bankaların %40-50 enflasyon oranı ile değerlemesine kıyasla muhafazakar şekilde %35 oranı ile değerlemişti bu da ona 2.yarı için marjlarda alan kazandıracaktır.
- Hisse 2023 beklentilerimize göre 3,4x F/K ve 0,9x PD/DD ile işlem görmektedir.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Kardemir

KRDMD TI / KRDMD.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			38,46
Hisse Fiyatı (TL)			25,82
Yükseliş Potansiyeli (%)			49%
Piyasa Değeri (TL mn)			20.145
Firma Değeri (TL mn)			20.224
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	18.751	27.612	37.748
artış	86%	47%	37%
FAVÖK	2.959	4.719	7.078
marj	15,8%	17,1%	18,8%
Net Kar	1.488	2.415	4.431
marj	7,9%	8,7%	11,7%
Net Borç	405	-1.724	-2.720
HB Temettü	0,9	0,1	1,0
Tem. Verimi	3,4%	0,4%	3,9%
FD/FAVÖK	3,7	4,1	2,8
F/K	7,0	8,3	4,5
PD/DD	1,4	2,2	1,6

\* 01/09/2023 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, 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 gevşemesiyle (son indirimlere ve vade uzatmalarına rağmen) 2Ç23 sonuçlarında operasyonda önemli ölçüde toparlanma olurken, FAVÖK marjı; son 3 çeyrekteki zayıf verilerin ortalaması olan %9.1'lik FAVÖK marjının ~11yp üzerinde %19.7 olmuştur.
- 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. 2Ç23'te ise çeyreklik %72'lik artışla 162 USD'ye ulaştı. 2023T için 118 USD'de olan muhafazakar beklentimizi 135 USD'ye; 2024T için 133 USD olan beklentimizi ise 150 USD olarak güncelliyoruz. 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, 2Ç yatırımcı toplantısında ise spesifik bir aralık verilmedi.
- Deprem bölgesinden bu yıl ve gelecek yıl önemli bir gelir katkısı beklemesek de, yukarı yönlü potansiyel göz önünde bulundurulmalıdır. Zira, deprem bölgesinden sektörün yıllık üretiminin neredeyse dördte 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 4,1x ve 2,8x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi



MAVI TI / MAVI.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	138,00		
Hisse Fiyatı (TL)	112,00		
Yükseliş Potansiyeli (%)	23%		
Piyasa Değeri (TL mn)	22.246		
Firma Değeri (TL mn)	21.039		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	10.592	19.674	31.601
artış	129%	86%	61%
FAVÖK	2.481	4.191	6.478
marj	23,4%	21,3%	20,5%
Net Kar	1.439	2.940	4.661
marj	13,6%	14,9%	14,7%
Net Borç	-1.122	-1.589	-3.166
HB Temettü	0,2	0,6	1,4
Tem. Verimi	0,1%	0,5%	1,2%
FD/FAVÖK	2,1	4,9	3,1
F/K	4,2	7,6	4,8
PD/DD	3,1	4,8	2,9

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2023 yılı için şirket %75 (+/-%5) satış geliri büyümesi, %22 FAVÖK marjı (+/-%5), satışların %3'ü kadar yatırım harcaması ve net nakdini tutmayı hedeflemektedir. Şirket beklentilerini açıkladıktan sonra TÜFE beklentilerinin önemli ölçüde artış gösterdi. Bu bağlamda, 2023 yılı için satış gelirlerinde %86,5 artış (%55'ten yukarı) ve şirket beklentilerinin altında %21,3 FAVÖK marjı öngörüyoruz.
- Giyim perakendesinde güçlü sezonun 2. çeyrekte başladığı ve 3. çeyrekte zirveye ulaştığı unutulmamalıdır. Turizm ve okula dönüş gibi faktörler şirketin nakit üretimi için bu dönemde güçlü katalizörlerdir. Sonuç olarak, bu yıl %69 FAVÖK büyümesi ve net karın 2 katına çıkmasını bekliyoruz.
- Şirketin 2. çeyrek karını 20 Eylül'de açıklayacağını ve bu dönemin şirket hisseleri üzerinde olumlu bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz.
- 2024 yılı ve sonrası için ise, maliyet artışlarının modelimiz için ana risk faktörü olduğunu düşünüyor, FAVÖK marjı beklentimizi değerlendirme dönemimizde 100bp azaldığını belirtelim.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2023 beklentilerimize göre cazip 4,9x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmekte.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Migros

MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		444,00	
Hisse Fiyatı (TL)		352,30	
Yükseliş Potansiyeli (%)		26%	
Piyasa Değeri (TL mn)		63.785	
Firma Değeri (TL mn)		60.422	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	74.502	142.728	234.061
artış	105%	92%	64%
FAVÖK	5.968	9.590	16.180
marj	8,0%	6,7%	6,9%
Net Kar	2.570	3.505	7.190
marj	3,4%	2,5%	3,1%
Net Borç	-611	-7.868	-16.830
HB Temettü	0,0	2,6	9,9
Tem. Verimi	-	0,7%	2,8%
FD/FAVÖK	2,1	6,1	3,6
F/K	5,1	18,2	8,9
PD/DD	5,7	9,0	5,1

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlerle 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.
- Şirket geçen ay 2023 yılı için %75-80 aralığındaki satış gelirleri büyüme tahminini yaklaşık %90 büyüme (Gedik: %91,6) olarak revize etmiştir. FAVÖK marjının %6,5-7,0 (önceki: %7-7,5) (Gedik: %6,7), mağaza açılışı hedefi 450 (önceki: 365) (Gedik: 425) ve yatırım harcamalarının 6 milyar TL (önceki: 4,0 milyar TL) olması beklenmektedir. Fiyat yatırımına ek olarak, daha muhafazakar marj tahminlerinin yüksek ücretler olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, daha makul işletme sermayesi varsayımlarıyla yılsonu 7,9 milyar TL'ye yükseltiyoruz. Şirketin geçen sene sonundaki net nakdi 611 milyon TL idi.
- 2023 yılı için şirketin satışlarında %91,6, FAVÖK'ünde ise %61'lük "öngörülebilir" büyüme beklentilerimiz bulunmakta. Ayrıca şirketin net nakdinin artışının da güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket hisseleri, 6,1x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte. 2024 yılı beklentilerimize göre ise aynı rasyo oldukça iskontoda olan 3,6x.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg



# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## MLP Sağlık

MPARK TI / MPARK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		157,94	
Hisse Fiyatı (TL)		127,80	
Yükseliş Potansiyeli (%)		24%	
Piyasa Değeri (TL mn)		26.587	
Firma Değeri (TL mn)		29.157	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	9.837	15.854	26.764
artış	70%	61%	69%
FAVÖK	2.346	3.793	7.074
marj	23,8%	23,9%	26,4%
Net Kar	1.619	2.462	4.882
marj	16,5%	15,5%	18,2%
Net Borç	2.053	2.749	3.037
HB Temettü	0,0	0,0	0,0
Tem. Verimi	-	-	0,0%
FD/FAVÖK	4,8	7,7	4,1
F/K	5,7	10,8	5,4
PD/DD	7,5	9,3	7,8

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Macaristan'daki hastane işletme haklarına ilişkin yeni anlaşmanın yanı sıra Türkiye'deki yerel hastanelerde devam eden kapasite artışları ile beraber büyüme hikayesini beğeniyoruz. Yeni Macaristan hastanesinden 3Ç23'de pozitif FAVÖK beklentimiz bulunmakta olup, diğer gelirler altında takip edilmesini bekliyoruz.
- Medikal turizm hasılatlarının büyüme hızında 2Ç23'de ne kadar bir yavaşlama gözlemlense de, yılın geri kalanında ilgili ciro kaleminde büyüme hızında artış bekliyoruz.
- Sağlık Uygulama Tebliğinde yakın zamanda meydana gelen değişiklikler sonrası sağlık hizmet ücretlerinde %52'lik bir artış meydana gelmiş olup, firma için yıllık ciro ve FAVÖK beklentilerimiz yukarı çekilmiştir.
- Hisse büyüme hikayesine binaen, oldukça cazip 7,7x ve 4,1x'lik 2023 ve 2024 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir.
- MLP Sağlık'ın iskontolu bir büyüme hissesi olduğunu ve orta/uzun vade yatırımcılar için ilgi çekici çarpanlarda işlem gördüğünü düşünüyoruz.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Sabancı Holding



SAHOL TI / SAHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	94,31		
Hisse Fiyatı (TL)	61,45		
Yükseliş Potansiyeli (%)	53%		
NAD İskontosu	-40%		
Piyasa Değeri (TL mn)	125.383		
Firma Değeri (TL mn)	1.192.417		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	43.828	33.855	38.458
artış	264,3%	-22,8%	13,6%
Net Borç	784.718	800.000	825.000
HB Temettü	0,8	1,8	2,8
Tem. Verimi (%)	1,2	2,8	4,5
Özsermaye Karlılığı	60,1	26,0	25,6
F/K	1,1	3,7	3,3
PD/DD	0,3	1,0	0,8

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket'in gelecek yıllar için hedeflediği Finansal Net Borç/Banka Dışı FAVÖK rasyosu olan  $\leq 2x$ , mevcutta oldukça düşük seviyedeki  $0,5x$  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, 2024 beklentilerimize göre  $3,3x$  F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız  $0,8x$ 'lik (azınlık payları hariç) 2024T PD/DD çarpanına işaret ediyor. Hisse, halka açık olmayan iştiraklerin bağımsız değerlendirme kuruluşu tarafından hesaplanan NAD'larını da dahil ettiğimizde  $\sim\%40$  NAD iskontosu ile işlem görmektedir. Son dönemde halka açık olmayan iştirakler aracılığıyla yapılan stratejik yatırımların önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Şok Marketler



SOKM TI / SOKM.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	86,00		
Hisse Fiyatı (TL)	62,10		
Yükseliş Potansiyeli (%)	38%		
Piyasa Değeri (TL mn)	36.843		
Firma Değeri (TL mn)	39.446		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	59.292	110.228	191.187
artış	109%	86%	73%
FAVÖK	4.772	8.387	13.592
marj	8,0%	7,6%	7,1%
Net Kar	2.380	3.406	4.412
marj	4,0%	3,1%	2,3%
Net Borç	3.417	2.624	3.100
HB Temettü	0,0	0,5	0,6
Tem. Verimi	-	0,8%	0,9%
FD/FAVÖK	2,8	4,7	2,9
F/K	4,2	10,8	8,4
PD/DD	6,0	6,2	3,7

\* 01/09/2023 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.
- Şirketin 2Y23'ün faaliyet anlamında güçlü bir yarıyıl geçireceğini düşünüyoruz: Şirket 2023 yılında satış gelirlerinde %80 (+/- %5) büyüme, FAVÖK marjının %7,5-8,0 seviyesinde (Gedik: %7.6), yatırım harcamalarının ~ 2,5 milyar TL olması ve mağaza büyümesinin %4,8 olması hedeflenmektedir. 1Y23'te FAVÖK marjının %6,5 olduğu ve beklentilerin belirlendiği dönemde fiyat artış tahmin seviyelerinin daha düşük olduğu göz önüne alındığında, 2Y23 finansal sonuçlarının daha güçlü olması oldukça muhtemel.
- Beklentilerimize göre, 2023 yılında net borç %23 azalıp, finansal nakit 4 milyar TL'nin üzerine çıkabilir. Ayrıca, uzun vadeli tahmin dönemimizde, FAVÖK marjı öngörümüzü kademeli olarak aşağı çekerek %6,5'e 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 4.7x FD/FAVÖK ile oldukça cazip çarpanlardan işlem görmektedir. 2024 yılı beklentilerimize göre ise aynı rasyo oldukça iskontoda olan 2,9x.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Tekfen Holding



### TKFEN TI / TKFEN.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	62,55
Hisse Fiyatı (TL)	47,48
Yükseliş Potansiyeli (%)	32%
Piyasa Değeri (TL mn)	17.568
Firma Değeri (TL mn)	20.187

### Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	30.668	42.672	55.316
artış	89%	39%	30%
FAVÖK	2.487	3.782	5.592
marj	8,1%	8,9%	10,1%
Net Kar	3.473	2.476	4.473
marj	11,3%	5,8%	8,1%
Net Borç	-1.199	789	-152
HB Temettü	0,7	2,8	3,0
Tem. Verimi	1,5%	5,9%	6,3%
FD/FAVÖK	3,7	4,3	2,9
F/K	2,9	7,1	3,9
PD/DD	1,1	1,5	1,2

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, Haziran 2023'te yeni yatırım planını açıklamıştır. Buna göre taahhüt segmentinde «büyümek için küçülme» stratejisiyle yeni proje alımlarında daha seçici olunacağı ve daha rekabetçi olunabilecek coğrafyalarda yeni yatırımlar yapılacağı açıklanmıştır. Yeni stratejinin hali hazırda oldukça güçsüz olan, zaman zaman negatif seviyelere düşen, taahhüt sektörü marjlarını uzun vadede daha güçlü seviyelere taşıyabileceğine inanıyoruz. Haziran 2023 sonu itibarıyla birikmiş iş miktarı, 2022 yıl sonuna (1,16 milyar USD) kıyasla hafif artış göstermiş olup 1,23 milyar USD seviyesindedir.
- Tarımsal Sanayi segmentinde ise sülfürik ve fosforik asit tesisleri kurulması, iskele ve iskele arkası tank yatırımları yapılmasına karar verilmiştir. Yeşil enerji kapsamında ise «Tekfen Yenilenebilir Enerji Çözümleri» şirketinin kurulmasıyla yeşil hidrojen ve amonyak yatırımlarının yapılmasına ve bu alanda uzun vadede 500 milyon USD'lik yatırım yapılmasına karar verilmiştir. Bunun akabinde, Ağustos 2023'te yapılan açıklamaya göre 12 milyon USD' değerinde 60 bin ton kapasiteli «Tahıl Depo Yatırımı» ve 15 milyon USD'lik 57,5 bin m3 kapasiteli «Bitkisel Yağ Tank Yatırımı» yapılmasına karar verildiği açıklanmıştır.
- Şirket'in sağlıklı bilanço yapısının bu yatırımlar için uygun olduğunu düşünüyor, Şirket'in uzun vade büyümesini ve kârlılığını güçlendirebileceğine inanıyoruz. Şirket'in hedefi ise alınan maliyet önlemleri ve diğer aksiyonların ardından gelecek 5 yıllık periyotta enflasyondan arındırılmış bazda ~%40'lık FAVÖK büyümesidir.
- Şirket payları, 2023 ve 2024 beklentilerimize göre 4,3x ve 2,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



Turkcell

TCELL.TI / TCELL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	72,19		
Hisse Fiyatı (TL)	57,00		
Yükseliş Potansiyeli (%)	27%		
Piyasa Değeri (TL mn)	125.400		
Firma Değeri (TL mn)	157.124		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	52.170	93.727	146.013
artış	49%	80%	56%
FAVÖK	22.160	39.375	61.547
marj	42,5%	42,0%	42,2%
Net Kar	11.053	15.321	23.723
marj	21,2%	16,3%	16,2%
Net Borç	23.110	34.321	44.588
HB Temettü	0,6	1,0	3,3
Tem. Verimi	1,0%	1,8%	5,8%
FD/FAVÖK	3,3	3,8	2,4
F/K	4,5	8,2	5,3
PD/DD	1,9	3,1	2,3

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle 2022 yılında BIST-100'e kıyasla %30'a yakın daha düşük getiri sağladı. Bu derin ayrışmaya karşın 2023 yılı başından günümüze ise yalnızca %2'lik endeks üzeri getiri görüyoruz. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olduğunu geçtiğimiz çeyreklerdeki güçlü finansallarda görürken, bu durumun ikinci yarıyıldan da devam etmesini; 2024 yılında ise marjların bir miktar daha güçlenmesini bekliyoruz. Şirket; beklentilerin üzerinde seyreden ilk yarıyıl sonuçlarının ardından 2023 yılı beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir. Halihazırda önceki Şirket beklentilerinden daha güçlü olan beklentilerimizi biz de yeniden revize ediyor; %38,7 seviyesinde varsaydığımız 2023T FAVÖK marjı beklentimizi %42,0'a ve; %38,0 seviyesinde varsaydığımız 2024T FAVÖK marjı beklentimizi ise %42,2'ye revize ediyoruz. FAVÖK seviyesinde 2024 yılında %60'a yakın büyüme bekliyoruz; benzerlerine ve birçok sanayi şirketine göre daha güçlü bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/populasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun genişbant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülmüyor. Pilot bölge olarak seçilen İstanbul Havalimanı'nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncuları ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inanıyoruz.
- Şirket payları, 2023 ve 2024 beklentilerimize göre 3,8x ve 2,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

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	Holdingleler, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Kıdemli Uzman	Veri Yönetimi	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