

3 Ekim 2024

# Geleceğe Dönüş **STRATEJİ RAPORU**

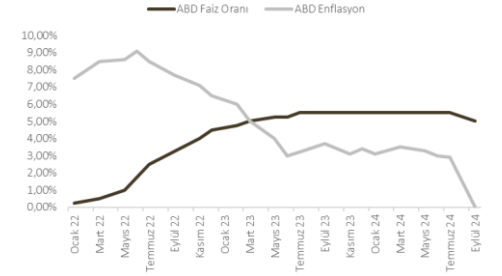
## Faiz Hamleleri ile Ekonomik Yeniden Doğuş

ABD ekonomisi tarafında görünüm, karmaşık olmasına rağmen umut verici bir tablo çizmektedir. Son dönemde ekonomik aktivitelerdeki ve verilerdeki zayıflık, resesyon endişelerini artırmıştı; ancak son gelen büyüme rakamlarıyla birlikte bu endişeler yerini temkinli bir iyimserliğe bırakmış durumda. Jackson Hole Sempozyumu'ndan önce başlayan süreçte, Fed Başkanı Jerome Powell, faiz indirimini konuşmak yerine sıkı para politikalarının korunmasının önemi üzerine odaklanarak şahin bir duruş sergilemişti. Ancak sempozyumun açılış konuşmasında, "para politikalarını ayarlamamanın zamanı geldi" şeklinde yaptığı açıklama, güvercin bir sinyal olarak algılanmıştı. Her ne kadar faiz indirimi konusunda doğrudan bir ipucu vermemiş olsa da, bu açıklamalar faiz indirimlerinin başlayabileceğine dair sinyaller içeriyordu. Powell ayrıca, Fed'in ana endişesinin enflasyon değil, istihdam piyasasında oluşan riskler olduğunu vurgulamıştı.

Eylül ayında gerçekleştirilen FOMC toplantısında önden yüklemeli 50 baz puanlık bir faiz indirimiyle sürecin başlatılmasının ardından, Başkan Powell, işsizliğin hala sağlıklı seviyelerde olduğunu ve %2'lik enflasyon hedefine ulaşmak için daha fazla istihdam kaybı yaşanmasını istemediklerini dile getirdi. Para politikalarının hala sıkı olduğunu belirten Powell, gelecek verilere göre faiz indirimlerinin hızının ayarlanabileceğini, gerekirse duraklayabileceklerini ifade etti. FOMC üyeleri arasında da önceki dönemlere kıyasla daha az şahin tutumların gözlemlendiği bir süreç yaşandı.

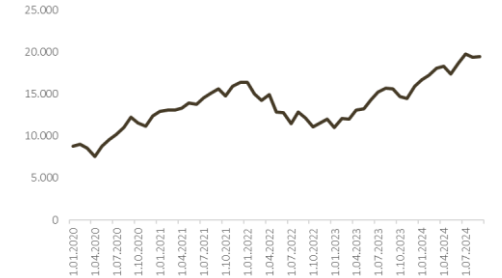
Sonuç olarak, ABD borsalarında 50 baz puanlık bu "Jumbo" faiz indirimi sonrası yükseliş hareketleri gözlemlendi ve resesyon endişelerinin piyasalarda baskın olmadığı görüldü. Fed projeksiyonlarına göre, yılın geri kalan iki toplantısında toplamda 50 baz puanlık ek faiz indirimi bekleniyor. İstihdam piyasasının toparlanmaya başlaması senaryosunda, yumuşak iniş ile faiz indirimi döngüsünün devam etmesi, ekonomik aktivitedeki toparlanmaların borsalara olumlu yansımalarını görmemizi sağlayabilir. Fed'in Kasım ayındaki faiz kararı için iş gücü piyasasından gelen verilerin, enflasyon verilerinden daha kritik bir rol oynayacağını ve buna göre karar verileceğini öngörüyoruz.

FED Faiz Oranı – ABD Enflasyonu (CPI)



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

Nasdaq Performansı



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

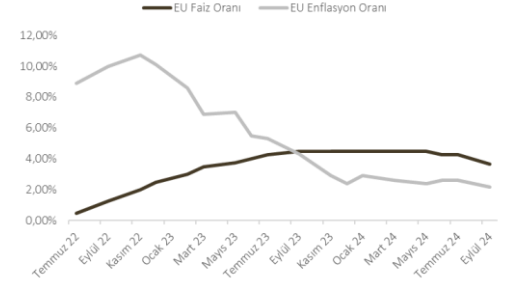
## Durgun Avrupa, Canlanma Yolunda

Avrupa ekonomisinde son dönemde yaşanan gelişmeler, zayıflayan PMI verilerine ve resesyon endişelerine rağmen toparlanma umutlarını canlı tutuyor. Euro Bölgesi genelinde ekonomik aktivitede bir daralma yaşansa da, özellikle Almanya ve Fransa gibi büyük ekonomilerdeki yavaşlama daha belirgin hale gelmiş durumda. Almanya'da S&P Global bileşik PMI verisi, Mart ayından bu yana en düşük seviyelere gerilerken, Fransa'da hizmet sektöründeki zayıflama dikkat çekiyor. Almanya'nın büyüme beklentilerinin aşağı yönlü revize edilmesi, bölge için resesyon riskini artırsa da, toparlanma için fırsatlar hâlâ masada.

ECB'nin Eylül ayında gerçekleştirdiği 25 baz puanlık faiz indirimi ve borçlanma maliyetlerindeki teknik düzenlemeler, ekonomik toparlanma adına önemli bir adım olarak değerlendiriyoruz. ECB Başkanı Christine Lagarde, enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulduğunu ve enflasyonun gelecek yılın ikinci yarısında yüzde 2 hedefine geri dönmesinin öngörüldüğünü vurguluyor. Bu gelişmeler, özellikle hizmet sektöründe oluşabilecek kalıcı enflasyon tehlikesine karşı alınan önlemleri de pekiştiriyor. Her ne kadar bölgedeki toparlanma umutları sürse de, ECB'nin adımlarının etkisinin tam anlamıyla hissedilip hissedilmeyeceği konusunda belirsizlikler var. Almanya ekonomisindeki zayıflamayı göz önünde bulundurursak 2024 yılı büyüme beklentileri aşağı yönlü revize edilebilir. Bu gelişme de, Ekim ayında ECB'nin bir faiz indirimi daha yapacağına dair beklentimizi güçleniyor. Enflasyonun düşmeye devam etmesi durumunda faiz indirimlerinin hızlanabileceği sinyallerini de yakından izlemekteyiz.

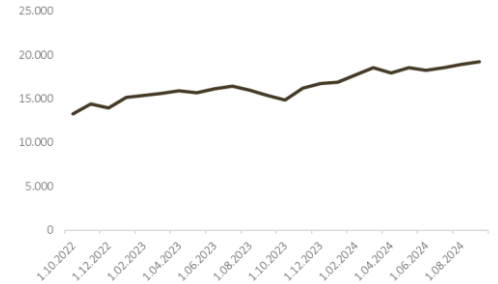
Özetleyecek olursak, Euro Bölgesi'nde ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve Almanya ile Fransa gibi büyük ekonomilerdeki zayıflama devam etse de, ECB'nin attığı kararlı adımlar, bölgedeki toparlanma umutlarını diri tutuyor. Elbette, hizmet sektöründeki enflasyon riski ve zayıf PMI verileri bazı riskleri ortaya koysa da, ECB'nin stratejik politikaları, ekonomik toparlanmanın sürdürülebilirliğini sağlama noktasında büyük önem taşıyor. Bu süreçte, alınacak doğru kararların Avrupa ekonomisinin yeniden büyüme yoluna girmesine katkı sağlayacağını düşünmekteyiz.

ECB Faiz Oranı – EU Enflasyonu (CPI)



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

DAX Performansı



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

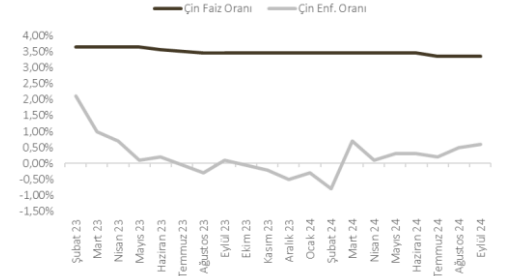
## Teşviklerle Yeni Bir Yön Arayışı

Çin ekonomisi, son yıllarda karşılaştığı zorluklar karşısında önemli adımlar atıyor ve geleceğe dair umut verici sinyaller sunuyor. Fed tarafından yapılan ilk gevşemeden hemen sonra Çin Merkez Bankası'nın 1 trilyon yuanlık likidite desteği ve faiz oranlarında yaptığı indirimler, ekonominin toparlanma sürecine katkı sağlayacak güçlü adımlar arasında yer alıyor. Bu teşvikler, özellikle yavaşlayan büyüme ve iç talepteki zayıflık karşısında, kısa vadede ekonomiye bir ivme kazandırabilir. Ancak emlak sektöründeki sıkıntılar ve sanayi kârlarındaki düşüş gibi sorunlar, bu iyileşmenin hızını belirleyen ana etkenler olacak.

Özellikle sanayi sektöründe açıklanan son veriler, Çin ekonomisinin teşviklere ne kadar ihtiyaç duyduğunu açıkça ortaya koyuyor. Yurt içi tüketici güveni ve dış talep üzerindeki baskılar devam ederken, Pekin yönetimi bu zorlukları aşmak için daha kapsamlı yapısal reformlar yapmayı sürdürüyor. Bununla birlikte, Çin'in en büyük devlet bankalarına 142 milyar dolarlık bir sermaye enjeksiyonu planı, bu toparlanma sürecinde kritik bir adım olarak öne çıkıyor. Bu hamle, Pekin'in ekonomiyi uzun vadeli büyüme yoluna oturtma kararlılığını yansıtıyor. 2008'den bu yana yapılan en büyük sermaye desteği, bankacılık sistemini güçlendirirken, kredi büyümesini desteklemeyi hedefliyor. Bu da ekonomideki toparlanmayı hızlandırabilir. ABD seçimlerine dair belirsizliklerin sona ermesi ve yeni politikaların devreye girmesiyle, Çin'in ticari ilişkilerdeki pozisyonunu güçlendirme potansiyeli de bulunuyor.

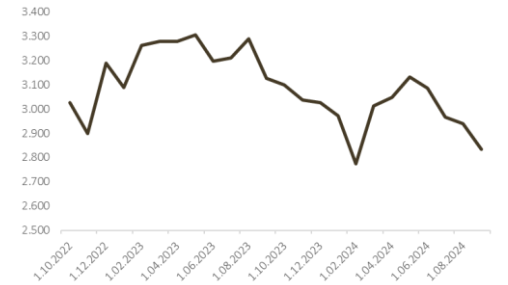
Kısaca, Çin ekonomisi karşılaştığı zorluklar karşısında hızlı ve kararlı adımlar atarak toparlanma sinyalleri veriyor. Uygulanan teşvikler, özellikle kısa vadede ekonomik aktivitenin canlanmasına katkı sağlayabilir. Ancak uzun vadeli büyüme hedeflerine ulaşmak, bu politikaların sürdürülebilirliği ve yapısal reformların etkisine bağlı olacaktır. Pekin yönetiminin, zorlukları aşarak kalıcı bir toparlanma sürecine girebilmesi için daha fazla dikkatli ve stratejik adımlar atması gerekecek.

## Çin Faiz Oranı – Çin Enflasyonu (CPI)



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Shanghai Performansı



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminler, Finnet

## Gri Listedeki Türkiye, Not Artışına Koşuyor

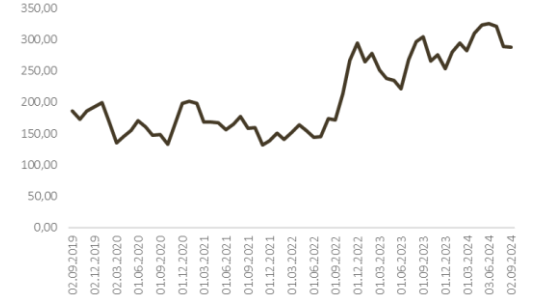
Türkiye ekonomisi 2024 yılının ikinci yarısını umut verici bir görünümle geçiriyor. Özellikle uluslararası yatırımcıların Türkiye'ye olan ilgisi, yapısal reformlar ve artan güvenle birlikte tekrar yükselişte. Moody's'in tarihinde ilk defa yaptığı iki kademe not artışı, Fitch'in Türkiye'nin kredi notunu "BB-" seviyesine yükseltmesi ve S&P'nin Türkiye için Kasım'da yeni bir not artışı olabilir açıklaması piyasalara olumlu bir sinyal verdi. Türkiye'nin kredi risk primi 280 baz puanının altına düşerek yatırımcılar için daha güvenli bir liman haline geldi ve dış borçlanma maliyetlerini de düşürdü. Piyasadaki bu güven artışı, Türk lirası istikrarının korunmasına da yardımcı olmaya devam ediyor.

TCMB'nin sıkı para politikasına devamı enflasyonla mücadelede sonuç vermeye devam ediyor. Faiz indirim döngüsüne başlansa bile TCMB'nin sıkı para politikasının devam edeceğini düşünmekle birlikte bunun Borsa İstanbul'a olan talepte yavaşlamaya yol açacağını düşünmüyoruz. BDDK'nın ek risk ağırlığını bir önceki oranlara döndürme adımıyla beraber enflasyonu hızlandırmadan talep birikmesini bir nebze çözecek kadar iç talep yaratacak karar olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye'nin rezervlerinde yaşanan artış ise döviz piyasasındaki oynaklığı kontrol altına almak için önemli bir güvence sağlıyor. Cari açık tarafında ise önemli bir dengelenme süreci yaşanıyor. 2023 yılında %4 seviyelerinde olan cari açık, 2024 ve 2025 yıllarında GSYH'nin %2'sinin altına düşme potansiyeline sahip. Bu gelişme, Türkiye'nin dış finansman ihtiyacını azaltarak ekonomik istikrarı daha da pekiştiriyor. Bütçe gelirlerindeki toparlanma, özellikle vergi gelirlerinin artışıyla desteklenirken, mali disiplinin korunmasına büyük katkı sağlıyor. Orta Vadeli Program'da yer alan hedefler, Türkiye'nin sürdürülebilir büyüme ve enflasyonla mücadele stratejilerinin temelini oluşturuyor.

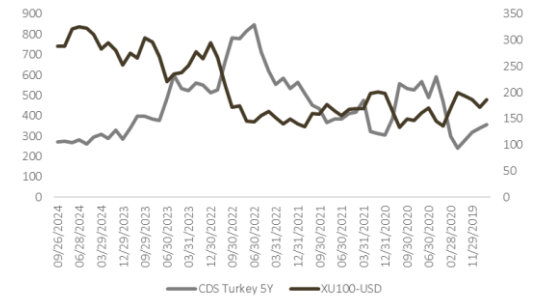
Sonuç olarak, Türkiye ekonomisi 2024'ün ikinci yarısında uluslararası yatırımcıların ilgisini çeken ve güvenin arttığı bir süreç geçiriyor. Kredi notundaki yükselişler, kredi risk priminin düşmesi ve TCMB'nin sıkı para politikası enflasyonla mücadelede olumlu sonuçlar veriyor. Rezerv artışları döviz piyasasında istikrar sağlarken, cari açık ve bütçe gelirlerindeki iyileşmeler uzun vadede sürdürülebilir ekonomik büyümenin temellerini güçlendiriyor.

XU100 Dolar Bazlı Grafik



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Matriks

CDS - XU100 Dolar Bazlı Korelasyon



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Tahvilden Borsaya Geçiş

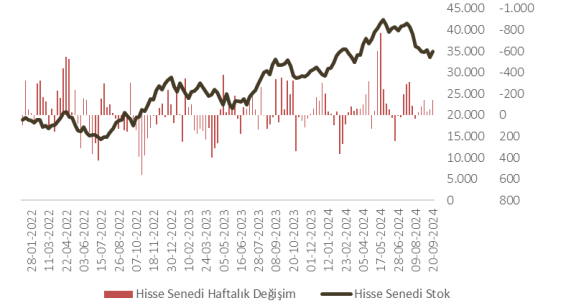
Son dönemde Türkiye'nin tahvil piyasası, yabancı yatırımcıların artan ilgisine sahne olmaktadır. Yılbaşından bu yana yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi pozisyonlarında net çıkış gözlemlenirken, devlet iç borçlanma senetleri tarafında yabancı yatırımcılar 14,4 milyar dolar tutarında net fazla vermiştir. Hisse senedi piyasasında ise bu dönemde yaklaşık 1 milyar dolar seviyesinde net çıkış gerçekleşmiştir.

BIST100 endeksinde yabancı yatırımcıların takas oranı mevcut zamanda %38 civarında bulunmaktadır. Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan ve Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in yurt dışındaki fon yöneticileri ve şirket yetkilileri ile gerçekleştirdiği görüşmeler, Türkiye'ye yabancı sermaye çekme açısından olumlu gelişmeler olarak devam etmekte ve yüksek sabit getiri sağlayan işlemlerden çıkan fonların, borsa yatırımlarına yönelme potansiyelini artırmaktadır. Her ne kadar faiz indirim süreci başlasa dahi Türkiye, "carry trade" açısından fırsatlar sunmaya devam edecektir.

Yurt içi yerleşiklerin de Borsa İstanbul'a olan ilgisi güçlü bir şekilde devam etmektedir. Bireysel yatırım hesaplarının sayısında kısa süreli bir azalma gözlemlense de yatırım fonlarına yönelen gerçek kişi hesaplarının sayısında artış yaşanmaktadır. Bu durum, Borsa İstanbul'un uzun vadede daha sağlıklı ve dengeli bir fiyat dinamiğine kavuşmasına katkı sağlamaktadır. Mevduat faizlerinin cazibesine rağmen, yerli yatırımcıların hisse senedi fonlarına olan ilgisi de sürmektedir.

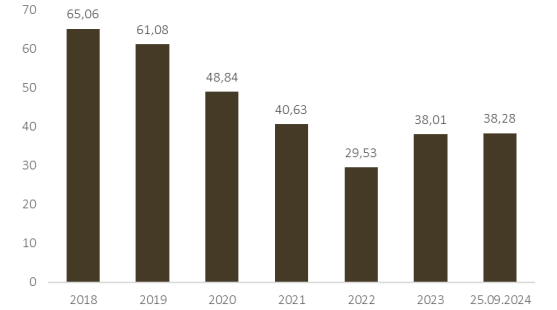
Küresel piyasalarda parasal genişleme adımlarının yanı sıra Çin'in açıkladığı teşvik paketi gibi gelişmelerin de hisse senedi piyasalarına olan talebi artırabileceği düşünülmektedir. Bu tür gelişmeler, Borsa İstanbul'un da global piyasalardaki diğer borsalar gibi bu süreçten olumlu etkilenmesine olanak sağlayabilir. Yurt dışı tahvil getirilerindeki düşüşle birlikte, çıkış yapan sermayenin Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalara yönelmesi beklenmektedir.

Yabancı Yatırımcı Stok ve Haftalık Poz. Değişimi



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, TCMB EVDS

Yabancı Yatırımcı Bist100 Takas Oranı



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, TCMB EVDS

## Bankacılık Endeksi, Faiz Hamlesini Bekliyor

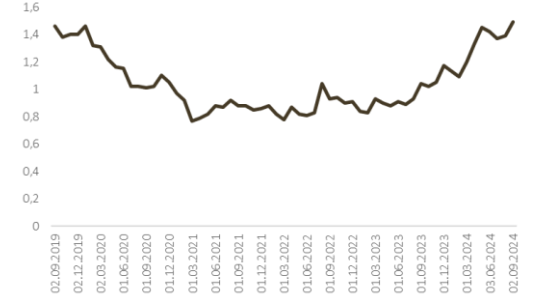
Borsa İstanbul, son dönemde yaşadığı satış dalgasının ardından toparlanma sinyalleri vermeye başladı. Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz'ın, borsada uygulanacak vergilerin gündemlerinden düştüğünü açıklaması ve bilançolar üzerinde baskı yaratan enflasyon muhasebesinin yıl sonunda yeniden gözden geçirilerek yatırımcıların korunmasına yönelik adımlar atılacağını belirtmesi, bankacılık endeksi öncülüğünde toparlanma sürecine katkı sağladı. Bankacılık endeksi, Temmuz ayında gördüğü zirveden gerilemesine rağmen, mevcut seviyelerden %27 getiri potansiyeli ile 16.300 seviyesine doğru hareket etmesini bekliyoruz. Özellikle enflasyonun kontrol altına alınması, faiz indirim sürecinin başlaması ve enflasyon muhasebesine ilişkin olası yeni kararlar endeksteeki yükselişi destekleyebilir.

Türkiye'nin makroekonomik dengeleri, güçlü döviz rezervleri ve azalan cari açık ile birlikte istikrar kazanmaya devam ediyor. BRICS'e başvurunun kabul edilmesi, Türkiye'nin uluslararası ticaretteki rolünü güçlendirebilir ve bankacılık sektörü üzerinde olumlu etkiler yaratabilir. Ayrıca, yakın dönemde gri listeden çıkan Türkiye'nin, kredi derecelendirme kuruluşlarından aldığı olumlu geri bildirimleri, uzun vadede daha iyi kredi notlarına ulaşılması yolunda önemli adımlar olarak değerlendiriyoruz. Hem yurtiçi hem de yurtdışı makroekonomik adımlar, Türkiye'nin uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklemeye devam ediyor ve bu da ülkeyi yatırımcılar için cazip bir pazar haline getirecektir.

Son PPK metnindeki değişikliklerin önceki dönemlere kıyasla "daha az şahin" bir ton taşıdığını değerlendiriyoruz. TCMB, "Tüm göstergeler birlikte incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminin kayda değer bir değişiklik sergilemediği değerlendirilmektedir" şeklinde bir açıklama yapmış olsa da, aylık enflasyon eğiliminde görülecek aşağı yönlü hareketlerle birlikte faiz indirim döngüsünün başlayabileceğini ve bunun bankacılık endeksi öncülüğünde Borsa İstanbul'a pozitif yansıtacağını düşünmekteyiz.

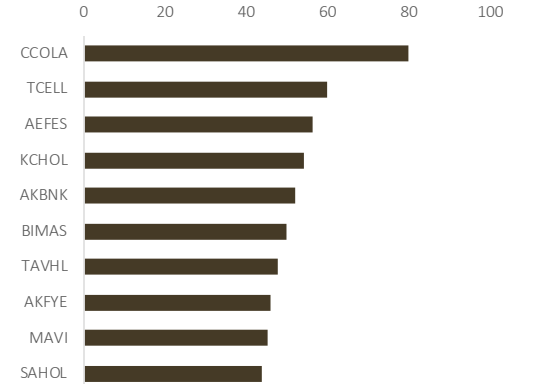
Özetle, Türkiye ekonomisinin makro dengelerindeki iyileşme ve cari açığı daraltma, Borsa İstanbul'da daha sağlam bir zemin oluşturuyor. Enflasyonun kontrol altına alınmasıyla birlikte faiz indirimi döngüsünün başlaması bankacılık endeksinin öncülüğünde yeni bir yükseliş dalgasını tetikleyebilir.

XBANK/XU100 Rasyo Grafiği



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Matris

Yabancı Oranı Yüksek Hisseler – Bist100 - YB



Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma, Matris

## Küresel ve Yerel Dinamikler Ekseninde Portföy Güncellemesi

2023 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye piyasaları, artan yabancı yatırımcı ilgisiyle önemli bir sermaye girişine tanık oldu. Özellikle tahvil faizlerinin sunduğu sabit ve risksiz getiri, yabancı sermaye için öncelikli tercih haline geldi. 2024 yılının son çeyreği ve 2025 yılına yaklaşırken, dezenflasyon sürecinin belirginleşmesiyle faiz indirimlerinin gündeme geleceğini öngörüyoruz. Faiz indirimlerinin başlamasıyla birlikte, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke piyasalarına güçlü bir sermaye akışının yaşanmasını bekliyoruz. Bu süreçte, özellikle faize duyarlı sektörlerde kayda değer bir sermaye hareketi görülebilir. Ayrıca, iskontolu ve güçlü büyüme hikayesine sahip şirketlerin bu dönemde önemli bir ivme kazanacağını düşünüyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda, otomotiv sektöründe güçlü pazar payı ve sağlam temelleriyle yüzde 7,5 ağırlıkla **Tofaş Otomotiv'i** model portföyümüze dahil ettik.

Türkiye'de son yıllarda artan araç satışları ve önümüzdeki dönemde araç üretim yatırımlarının, lastik gibi orijinal ekipman ve yenileme tarafındaki şirketleri destekleyeceğini öngörüyoruz ve bu doğrultuda **Brisa** hissesini de yüzde 10,00 ağırlıkla model portföyümüze ekliyoruz. Çimento sektöründe ise iç talebin toparlanmasının yanı sıra güçlü ihracat hacmi ve büyüme potansiyeli dikkate alındığında, **Çimsa Çimento**'yu portföyümüzde yüzde 15,00 ağırlıkla önemli bir pozisyonda konumlandırıyoruz. Gıda ve tekstil perakende sektörlerindeki büyümenin, önümüzdeki dönemde daha ılımlı fakat sürdürülebilir bir ivmeyle devam edeceğini öngörüyoruz. Bu sektörlerde ait hisseler her ne kadar model portföyümüzün betasını bir miktar düşürse de, portföyün defansif yapısını güçlendirme stratejimiz doğrultusunda bu şirketlere düşük ağırlıkta yer vermeye devam ediyoruz. Perakende sektöründe güçlü bir oyuncu olan Migros, mağaza ağını genişletmesinin yanı sıra online taraftaki sağlam büyüme adımlarıyla da dikkat çekiyor. Hem operasyonel çeşitliliği hem de iskontolu değerlemesi nedeniyle **Migros'u yüzde 15,00** ağırlıkla model portföyümüze dahil ediyoruz. Tekstil sektörünün önemli oyuncularından birisi olan Mavi hissesinde ise mağaza satışları ve e-ticaret büyümesini destekleyen en önemli faktörün, yurtiçindeki güçlü talep olduğunu görüyoruz. Yılın ikinci yarısında yurtdışındaki canlanma işaretlerinin, hasılat büyümesine katkı sağlayacağı beklentisi ile **MAVI** hissesine yüzde 10,00 ağırlıkla model portföyümüzde yer veriyoruz. İletişim sektörünün hâlâ büyüme potansiyeline sahip olduğunu ve ARPU'nun (abone başına gelir) kârlılığı desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Turkcell'in Paycell ve Financell'deki stratejik hamleleri, şirketin büyüme perspektifini güçlendiriyor. Bu nedenle, **Turkcell'e** de yüzde 12,5 ağırlıkta model portföyümüzde yer verdik. Küresel ölçekte artan siyasi gerilimler ve jeopolitik riskler, ülkelerin savunma harcamalarındaki artışa neden oluyor. Bu doğrultuda, dünyanın en büyük 40. savunma sanayi şirketi olan Aselsan'ın, ülkelerin savunma yatırımlarından pay alarak büyümesini sürdüreceğini öngörüyoruz. Bu güçlü küresel konum ve büyüme beklentileri doğrultusunda **Aselsan'ı** yüzde 15,00 ağırlıkla model portföyümüzde konumlandırıyoruz. Türkiye'nin dünya turizminden aldığı payın her geçen yıl arttığını görüyoruz. Güçlü turizm faaliyetlerinin önümüzdeki dönemde uçuş ağlarının artırılması ile daha da güçleneceği beklentisiyle, bu sektördeki hisselerle model portföyümüzde yer vermeye devam ediyoruz. Geçtiğimiz dönemden itibaren model portföyümüzde olan **Pegasus'u**, 2024 yılı üçüncü çeyrek finansalları öncesinde portföydeki ağırlığını %15 seviyesine yükselttik.

Hisse Kodu	Öneri Durumu	Hedef Fiyatı	Potansiyel Getiri	Portföy Ağırlığı
ASELS	AL	₺87,17	55,11%	15,00%
BRISA	AL	₺120,29	41,68%	10,00%
CIMSA	AL	₺48,35	50,53%	15,00%
MAVI	AL	₺124,80	45,79%	10,00%
MGROS	AL	₺631,50	45,26%	15,00%
PGSUS	AL	₺334,42	48,57%	15,00%
TCELL	AL	₺132,88	47,81%	12,50%
TOASO	AL	₺297,20	48,38%	7,50%



## Rekor Backlog Şirketi Farklılaştırıyor

2024'ün ilk yarısında, satış gelirlerini bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8 oranında artıran Aselsan, FAVÖK'ü de yine aynı oranda artırarak 8,7 milyar TL seviyesinde gerçekleştirdi. Ertelenmiş vergi gelirinin desteği ile şirket, geçen yılın ilk yarısında açıkladığı 1,6 milyar TL net kârı, bu yılın aynı döneminde yüzde 140 artışla 3,8 milyar TL'ye çıkardı. Şirket, FAVÖK marjını %24 seviyesinde korumayı başarırken net borç rakamı ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 17 oranında artış gösterdi.

Aselsan, geçtiğimiz yıla kıyasla yeni iş ilişkilerinde büyük bir sıçrama gerçekleştirdi ve 2024 yılının ilk yarısındaki 2,6 milyar dolarlık yeni iş anlaşması açıkladı. Şirketin backlog'u (bakiye siparişleri) ise tarihi rekor kırarak 12,3 milyar dolar seviyesine ulaştı. Yaşanan bu backlog artışı son yıllarda artan jeopolitik risklerin ülke sınırlarının önemini bir kez daha gündeme getirirken bu da ilgili ülkeleri savunma sanayi yatırımlarına itmektedir. Rusya-Ukrayna savaşı ve Orta Doğu'da yaşanan gerilimler ile ülkelerin savunma sanayi harcamalarını artırmasının yanı sıra NATO ülkelerinin GSYİH'sinin yüzde 2'sini savunma bütçesine ayırma hedefi ve ARGE tarafındaki başarı Aselsan'ı gelecek dönemde de öne çıkarabilir.

Defense News Top 100 listesine göre dünya çapında savunma şirketleri sıralamasında 2023 yılında 47. sıradan 42. sıraya yükselen şirket, önümüzdeki dönemde ilk 30'a girmeyi hedefliyor. Bu kapsamda, haberleşme ve bilgi teknolojileri, mikroelektronik, güdüm ve elektro-optik, radar ve elektronik harp sistemleri ile savunma sistem teknolojileri gibi stratejik alanlarda faaliyet gösteren Aselsan'ın gelecek dönemde hasılatına pozitif yansıma beklediğimiz gelişmeleri aşağıda sıraladık.

- Yeni açıklanan Orta Vadeli Program'da Türkiye'nin savunma bütçesi yukarı yönlü revize edilirken, 2024 yılının ilk yarısında Milli Savunma Bakanlığı'ndan 556,5 milyon dolarlık sipariş alan Aselsan'ın bu bütçeden pozitif katkı sağlamaya devam edeceğini öngörüyoruz.
- Türkiye'nin yerli füze savunma sistemi olan "Çelik Kubbe" projesinin en büyük paydaşlarından olan Aselsan'ın, bu projeye otomasyon teknolojilerinde fark yaratacağı düşünülüyor.
- Stratejik sektörde faaliyet göstermesi nedeniyle kredi kanallarına kolay erişebilen Aselsan, AR-GE'ye yaptığı yatırımlar sayesinde 2028 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecek olmasının yanı sıra ihracat yapısını gittikçe güçlendiren şirket, seri üretim yatırımının da devreye girmesiyle şirketin hasılatına katkı yaratmasını bekliyoruz.

ASELS hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin geleceğe yönelik beklentileri ve uyguladığımız modellemelere göre, ASELS 2024T F/K 19,8x ve 2024T FD/FAVÖK 17,8x ile işlem görmektedir. **Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 87,17 TL olarak belirlerken bu rakam yüzde 55,11 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

3 Ekim 2024

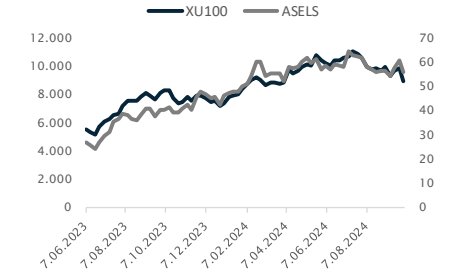
AL

Kapanış Fiyatı : 56,20 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 87,17 TL  
Getiri Potansiyeli : 55,11%

### Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	ASELS
Piyasa Değeri - Milyon TL	261.288
Firma Değeri - Milyon TL	281.241
Hacim - Milyon TL	2.447
Halka Açıklık - %	26,00

### Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	66.860	73.593	111.861
Brüt Kâr - Milyon TL	17.833	20.105	30.560
FAVÖK - Milyon TL	14.040	16.027	24.314
Net Kâr - Milyon TL	1.282	7.290	13.423
F/K (x)	110,54	28,13	19,84
FD/FAVÖK (x)	10,70	13,83	17,86

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

## Talebi Karşılamanın Bir Organizasyonu

BRISA, 2024 yılının ilk yarısında hasılat rakamı bir önceki yılın aynı dönemine göre enflasyon muhasebesi kapsamında yüzde 10 düşüş göstererek 15 milyar TL'ye geriledi. Yaşanan bu hasılat gerilemesinde sıkı para politikasının önemli bir etkisi görülürken marjlar üzerinde de baskılayıcı bir etken oldu. Bu paralelde brüt kâr rakamı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 6 azalarak 3,8 milyar TL'ye gerileme gösterdi. FAVÖK tarafında artan giderler marjları baskılayıcı bir önceki yılın aynı dönemine göre FAVÖK yüzde 9 oranında gerileme göstererek 2,6 milyar TL olarak gerçekleşti.

Brisa Bridgestone A.Ş.'nin geniş tabana yayılan organizasyon yapısı nedeniyle şirket faaliyetlerinin gelecek dönemde olumlu yönde etki göstereceğini düşünüyoruz. Bu etkileyici unsurları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Şirketin elektrikli araçlar için lastik üretimine başlaması ve bu üretimin başta TOGG'un SUV modellerinde kullanılmasının yanı sıra 2025 yılında piyasaya sürülmesi planlanan TOGG Sedan ve diğer yerli ve ithal araçlarda hem orijinal ekipman hem de yenileme kanallarında önemli bir tedarikçi olması şirket hasılatında pozitif bir etki uyandıracaktır.
- Türkiye'de faaliyet gösteren otomobil üreticilerinin yeni satın alımları ve üretime dahil edilecek yeni otomobil modelleri de şirket hasılatına orta ve uzun vadede ek bir ivme kazandırabilir.
- Türkiye'de son yıllarda rekor araç satışı gerçekleştiğini göz önüne aldığımızda bu araçların lastik yenileme döneminin yaklaşması ve Brisa'nın da yenileme kanalındaki üstünlüğü şirket finansalları üzerinde pozitif katkı yaratabilir.
- Yerel etkilerin yanı sıra, uluslararası faktörlerin de şirketin faaliyetlerini olumlu yönde etkilemesini bekliyoruz. Brisa Bridgestone A.Ş.'nin en büyük ihracat pazarlarından biri olan Avrupa'da, merkez bankasının faiz indirim sürecine başlamış olması, ertelenmiş talebi öne çekebilir. Bu durum, geçtiğimiz yıldan bu yana ihracat tarafındaki durgunluğun bir miktar hareketlenmesine katkı sağlayabilir.

Şirketin gelecek dönemde hasılat büyümesine etki edebilecek faktörlerin yanı sıra 2024 yılının 2. yarısında ilk yarıya nazaran daha olumlu bir performans bekliyoruz. 2023 yılında duyurulan Aksaray fabrika yatırımının 2024 yılında ilk fazının tamamlanması bekleniyor ve bu yatırımın ardından toplam üretim kapasitesinin 13,5 milyondan 14,6 milyon adede yükselmesi öngörülmüyor. Fabrikanın %95 kapasite ile çalıştığını göz önüne alırsak, bu kapasite artırımlarının ciro üzerinde olumlu bir etki yaratmasını bekliyoruz. Şirketin 2026 yılında toplam kapasitesinin 15,6 milyona ulaşması planlanmaktadır.

BRISA hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin gelecek dönemde sürdüreceği faaliyetlere yönelik iyimser beklentimiz ve modellememize göre, BRISA 2024T F/K 7,1x ve 2024T FD/FAVÖK 6,3x ile işlem görmektedir. **Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 120,29 TL olarak belirlerken bu rakam yüzde 41,68 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

3 Ekim 2024

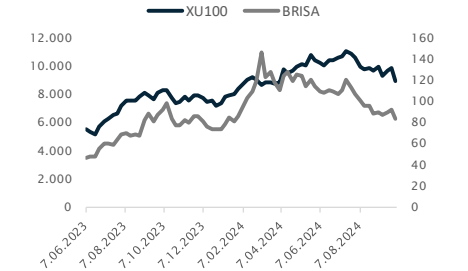
AL

Kapanış Fiyatı : 84,90 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 120,29 TL  
Getiri Potansiyeli : 41,68%

## Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	BRISA
Piyasa Değeri - Milyon TL	26.057
Firma Değeri - Milyon TL	30.767
Hacim - Milyon TL	75
Halka Açıklık - %	10,00

## Hisse ve Endeks Karşılaştırması



## Finansal Bilgiler

	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	26.863	26.498	33.123
Brüt Kâr - Milyon TL	5.954	6.499	8.612
FAVÖK - Milyon TL	4.103	4.273	4.790
Net Kâr - Milyon TL	2.509	3.986	3.643
F/K (x)	7,24	5,91	7,19
FD/FAVÖK (x)	5,21	5,85	6,35

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

# Strateji Raporu - CIMSA

# Geleceğe Dönüş

## Katma Değerli Ürünler İhracata Dönüşüyor...

Şirket, 2024 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre hasılatını enflasyon muhasebesi kapsamında yüzde 8 oranında azaltarak 11,5 milyar TL olarak gerçekleştirdi. Şirket bir önceki yılın aynı dönemine göre marjlarda yaşanan iyileşmenin de etkisi ile brüt kârı hasılatta yaşanan ivme kaybının bir miktar üzerinde gerçekleşerek 2,4 milyar TL'lik brüt kâr rakamına ulaşmıştır. Yüksek faiz ortamının hasılat ve maliyetler üzerinde etkisini göz önüne aldığımızda FAVÖK rakamı da yüzde 13 oranında değer kaybederek 2,1 milyar TL'ye gerileme gösterdi. Şirketin hasılat rakamında konjonktür gereği her ne kadar gerileme görülse de marjları geçtiğimiz yıl ve çeyreğe göre artırmış olması önemli bir etken olarak öne çıkmaktadır.

Yüksek kârlılığa sahip ürünlere odaklanmış portföy optimizasyonu sayesinde geleneksel çimento şirketi kimliğini koruyan şirket, enflasyon muhasebesi ve yüksek faiz ortamına rağmen kârlılığını sürdürdü. Organik ve inorganik büyüme potansiyeli sunan Çimsa'da öne çıkan noktalar şunlardır:

- Küresel talebin zayıf olduğu dönemde bile marjlarını korumayı başaran şirketin, ihracatçı yapısı nedeniyle globalde faiz indirim döngüsünün başlamasıyla Borsa İstanbul'daki sektör rakiplerine göre pozitif etkilenebileceğini düşünüyoruz.
- Şirket her ne kadar küresel bir oyuncu olarak öne çıksa da yurt içerisinde depremden hasar gören yapıların yeniden inşası ve kentsel dönüşüme yönelik teşviklerden sınırlı olsa da pay olmasını bekliyoruz.
- Şirketin en büyük gider kalemleri olan enerji ve yakıt maliyetleri, 2024 yılının ilk yarısında şirket lehine gelişme göstermiştir. Düşen maliyetler sayesinde marjlarda genişleme sağlanmıştır. Alternatif enerji üretimini destekleyen şirketin proaktif maliyet optimizasyonunu sürdüreceğini varsayarak, kâr marjlarında ciddi bir endişe öngörmüyoruz.
- Katma değerli ürünlere odaklanan Çimsa, yüksek kârlılığa sahip kalsiyum alüminat çimentosunda %4 olan pazar payını %10'a çıkarmayı hedeflemektedir. Şirket, 42,5 milyon dolarlık ek kapasite yatırımıyla mevcut kapasitesini 65 bin tondan 131 bin tona çıkararak, aşınma ve ısıya dayanıklı çimentoda dünyanın en büyük 3. üreticisi olmayı hedeflemektedir.

CIMSA hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin gelecek dönem faaliyetlerinde iyimser beklentilerimizin yanı sıra, modellememize göre CIMSA hisseleri 2024 yılı için 9,0x F/K ve 12,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla iskontolu işlem görmektedir. **Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 48,35 TL olarak belirlerken bu rakam yüzde 50,53 getiri potansiyeline işaret etmektedir**

23 Ekim 2024

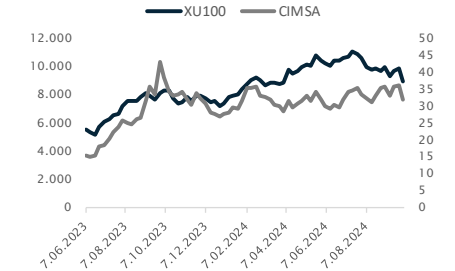
AL

Kapanış Fiyatı : 32,12 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 48,35 TL  
Getiri Potansiyeli : 50,53%

### Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	CIMSA
Piyasa Değeri - Milyon TL	31.025
Firma Değeri - Milyon TL	35.090
Hacim - Milyon TL	367
Halka Açıklık - %	45,00

### Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	20.820	20.505	24.066
Brüt Kâr - Milyon TL	2.381	4.029	4.813
FAVÖK - Milyon TL	2.133	3.660	3.802
Net Kâr - Milyon TL	4.077	2.491	3.510
F/K (x)	3,33	11,14	9,02
FD/FAVÖK (x)	6,94	8,38	12,83

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

## Sürdürülebilir Düşük Büyüme!

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de 2024 yılının 2. çeyreğinde mağaza satışlarında sınırlı bir gerileme görüldü. Fakat, sepet başına düşen ürün sayısı yüzde 1,4 artış gösterdi. E-ticarette ise, global olarak mavi.com'daki satış büyümesi, pazaryeri ve toptan e-ticaretteki düşüşü telafi ederek yüzde 0,4 büyüme kaydetti. Türkiye'de mavi.com ve pazaryeri tarafında büyüme devam ederken, yurtdışında tüm alanlarda satış kaybı yaşandı. Bütün bu etkenler dahilinde Mavi hasılatını enflasyon muhasebesi kapsamında yüzde 6 oranında artırarak 16,4 milyar TL gerçekleştirdi. Bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla zorlu piyasa koşullarına rağmen marjlarını artırmaya başaran şirket hasılat büyümesinin üzerinde 8,5 milyar TL'lik brüt kâr elde etti.

Şirket, müşteri kazanımlarını sürdürürken mağaza sayısı ve metrekare olarak da büyümeye 2024 yılının ilk yarısında devam etti. Mağaza satışları ve e-ticaret tarafında yaşanan büyümeyi destekleyen en önemli faktör, yurt içindeki canlı talep oldu. Şirketin 3. çeyrek görünümüne ilişkin açıklamalarına göre, "Türkiye'de Ağustos ayında perakende satışlar %53 büyürken, online satışlarda %63 büyüme kaydedilmiştir. Eylül ayının ilk 15 gününde ise perakende satışlar %57, online satışlar ise %64 büyüme göstermiştir." Şirketin Ağustos ve Eylül aylarına ilişkin görünümü genel olarak olumlu seyretmektedir.

Gelecek dönemde, yurt içi ve küresel piyasalarda sıkılaşma adımlarının sona ermesiyle daha sağlıklı fiyat oluşumu ve bu paralelde de hasılat tarafında güçlü büyüme beklentimizi korumaya devam ediyoruz. Şirketin sürdürdüğü mağaza açılışları ve online taraftaki büyüme, hasılat büyümesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Yurt içindeki güçlü talep, yurtdışında baskı altında kalan marjları ve hasılatı dengelemektedir. Bu süreçten sonra yurt içerisinde mevsim değişikliğinin neden olduğu alışveriş hareketliliğinin ciro üzerinde pozitif yansımalarını görebiliriz. Ayrıca, Türkiye'nin hazır giyim ve konfeksiyon ihracatında en çok pay alan Avrupa'da sıkı para politikası uygulamalarının kademeli olarak sona ermesi şirketin gelecek dönemde hasılat büyümesi üzerinde pozitif bir etki uyandırabileceğini düşünüyoruz.

Mavi, Türkiye'de +14 denim grubunun pazar lideri olmasının yanı sıra, hazır giyim pazarının önemli markalarından biridir.

MAVI hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin geleceğe yönelik beklentilerinin yanı sıra, uyguladığımız modellemelere göre, şirket 2024T F/K 8,8x ve 2024T FD/FAVÖK 7,8x ile işlem görmektedir. **Şirket için gelecek 12 aylık hedef fiyatımızı 124,80 TL olarak belirlerken bu rakam yüzde 45,79 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

3 Ekim 2024

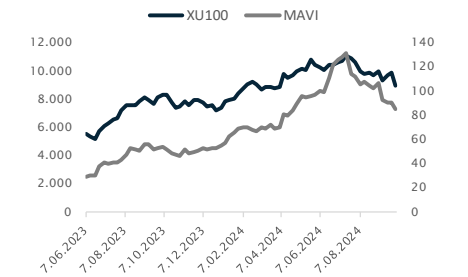
AL

Kapanış Fiyatı : 85,60 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 124,80 TL  
Getiri Potansiyeli : 45,79%

## Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	MAVI
Piyasa Değeri - Milyon TL	34.482
Firma Değeri - Milyon TL	30.393
Hacim - Milyon TL	342
Halka Açıklık - %	73,00

## Hisse ve Endeks Karşılaştırması



## Finansal Bilgiler

	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	21.038	26.293	42.069
Brüt Kâr - Milyon TL	10.358	12.674	21.876
FAVÖK - Milyon TL	4.181	4.854	8.424
Net Kâr - Milyon TL	1.906	1.784	3.954
F/K (x)	6,05	15,88	8,84
FD/FAVÖK (x)	2,32	5,19	7,87

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

## Farklı Sektörlere Atılım Hasılatı Önemli Katkı Yaratıyor

Şirket 2024 yılının ilk yarısında enflasyon muhasebesi kapsamında bir önceki yılın aynı dönemine göre satış hasılatını yüzde 11 oranında artırarak 121,1 milyar TL'ye ulaştı. Yılın 2. çeyreğinde faiz oranının önemli bir etkisi ile yüzde 22,9 seviyesine yükselen Brüt Kar Marjı ve hasılatındaki reel büyümesinin önemli bir etkisi ile brüt kâr bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 21 artış göstererek 26,3 milyar TL'ye ulaştı. Personel giderlerinde yaşanan artış FAVÖK üzerinde sınırlı bir baskı uyandırsa da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre FAVÖK rakamı yüzde 22 artışla 4,1 milyar TL'ye yükselmiştir.

Migros'un mağaza konseptine ek olarak, Migros One ve Migros Pay gibi uygulamaların kullanıcı sayısının artması, ciroya önemli katkı sağladı. Migros One, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 119 GMV (Brüt Mal Değeri) büyümesi ile 19,7 milyar TL hasılatı ulaşırken, Migros Pay ise %224 TPV (Toplam Ödeme Hacmi) büyümesi ile 6,8 milyar TL hasılat elde etti.

2024 yılının ikinci çeyreği itibarıyla 3.490 mağaza sayısına ulaşan Migros, bir önceki yılın aynı dönemine göre mağaza sayısını %12,5 artırmıştır. Satış alanı %6,4 büyürken, online hizmet veren mağaza sayısındaki %15'lik artış da tüketicilerin şirket hizmetlerine erişimini önemli ölçüde kolaylaştırmıştır. Şirketin ana faaliyetlerinde yatırımların devam etmesi ve yan faaliyetlerdeki hızlı büyüme ivmesinin devam ederek hasılatı önemli katkı yaratmasını bekliyoruz.

Şirketin online gıda perakendeciliği, hazır yemek, finansal teknolojiler, lojistik (motosiklet ile dağıtım) hizmetleri, perakende medya varlıklarının geliştirilmesi ve pazarlanması, elektrikli araç şarj hizmetleri ile yurt içi ve yurt dışında alışveriş merkezi işletmeciliği gibi sektörlerde genişlemeye gitmesi, farklı sektörlerde atılım yaparak gelecekte hasılatı olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

İçerisinde bulunduğumuz dönemde geçtiğimiz yıllara nazaran sıkı para politika uygulaması her ne kadar tüketici talebi üzerinde önemli bir baskı yaratsa da şirketin temel ürün ve hizmet sektöründe yer alması, şirketin faiz değişimlerinden sınırlı etkilenmesine neden olmaktadır. Enflasyonun bir süre daha hayatımızda kalmasını beklerken, bu durumun şirketin hasılatına pozitif yansımaları öngörüyoruz.

MGROS hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin geleceğe yönelik beklentileri ve uyguladığımız modellemelere göre, Migros 2024T F/K 7,6x ve 2024T FD/FAVÖK 9,4x ile iskontolu işlem görmektedir. **Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 631,50 TL olarak belirlerken, bu rakam yüzde 45,26 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

3 Ekim 2024

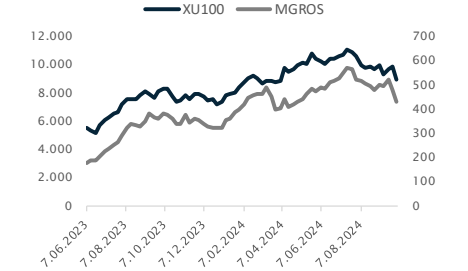
AL

Kapanış Fiyatı : 434,75 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 631,50 TL  
Getiri Potansiyeli : 45,26%

### Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	MGROS
Piyasa Değeri - Milyon TL	79.143
Firma Değeri - Milyon TL	76.675
Hacim - Milyon TL	777
Halka Açıklık - %	51,00

### Hisse ve Endeks Karşılaştırması



### Finansal Bilgiler

	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	140.480	181.674	272.511
Brüt Kâr - Milyon TL	26.270	34.003	57.227
FAVÖK - Milyon TL	3.761	3.221	11.541
Net Kâr - Milyon TL	9.140	8.829	10.355
F/K (x)	2,90	6,87	7,68
FD/FAVÖK (x)	6,79	17,84	9,43

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

## Düşük Maliyet Modeli ile Büyüme Stratejisi

Şirket 2024 yılının ilk yarısında hasılatını yüzde 84 oranında artırarak 44 milyar TL'lik gelir elde etmiştir. Şirketin brüt kâr marjı bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yatay hareket göstermiştir. Bir önceki çeyreğin marjlar üzerinde yarattığı negatif etki ile şirket 2024 yılının ilk yarısında brüt kâr artışı hasılatın altında kalarak yüzde 44 oranında artırarak 5,9 milyar TL'ye ulaştı.

Filoya yapılan yeni alımlarla birlikte, 2024'ün ikinci çeyreğinde toplamda 108 uçak sayısına ulaşan şirketin, yıl sonunda 10 yeni uçağın eklenmesiyle filo büyüklüğünün 118'e çıkması beklenmektedir. Pandeminin ardından 2023 yılında havacılık sektöründe yeni rekorlar kırılırken, Pegasus, 2024'ün ikinci çeyreğinde 17 milyonu aşan yolcu sayısı ile, geçen yılın aynı çeyreğine göre %20'lik bir artış kaydetti. Bu güçlü performansın önümüzdeki yıl da devam etmesini beklerken, şirket için katalizör olabilecek gelişmeleri şu şekilde sıralayabiliriz:

- Düşük maliyetli modelin sağladığı fiyat esnekliği avantajı, Pegasus'u rakipleri arasında cazip bir seçenek yapmaya devam etmektedir. Şirketin 2024 yılı sonunda %14 AKK (Arz Edilen Koltuk Kilometre) büyümesi beklenmektedir.
- Sabiha Gökçen Havalimanı'nda hizmete alınan ikinci pistin kademeli olarak hava trafiğini iki katına çıkarması beklenmektedir. Pegasus'un çoğu uçuşunu bu havalimanından gerçekleştirmesi, kapasite artışının şirkete etkisinin olumlu olacağını düşünüyoruz.
- Küresel ekonomik aktivitenin toparlanmaya başlamasıyla birlikte, güçlü turizm trafiğinin 2024 yılında da devam edeceği öngörülmektedir. Bu doğrultuda dış hat yolcu sayısının istikrarlı bir şekilde artmasını bekliyoruz.
- Filoya eklenen yeni uçaklar sayesinde yakıt tüketiminde verimlilik artışının devam etmesi beklenmektedir. Arz Edilen Koltuk Kilometre başına yakıt tüketim oranının iyileşmeye devam ederek maliyetlerde avantaj yaratmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Önümüzdeki dönemde Pegasus için öne çıkan risk faktörleri; Jeopolitik riskler altında, Ortadoğu'da süren çatışmaların küresel boyuta evrilmesi ihtimali, Mpx ve Covid gibi salgın hastalıkların yeniden gündeme gelmesi durumunda, havacılık sektörünü en fazla etkileyen faktörlerden biri olması, Enerji fiyatlarında olası bir arz şoku sebebiyle maliyetlerde yaşanabilecek ekstra baskının, kârlılık marjlarında daralmaya yol açma riski olabilir.

PGSUS hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirkete yönelik iyimser beklentilerinin yanı sıra, uyguladığımız modellemelere göre, şirket 2024T F/K 6,4x ve 2024T FD/FAVÖK 5,3x ile işlem görmektedir. **Şirket için gelecek 12 aylık hedef fiyatımızı 334,42 TL olarak belirlerken bu rakam yüzde 48,57 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**

3 Ekim 2024

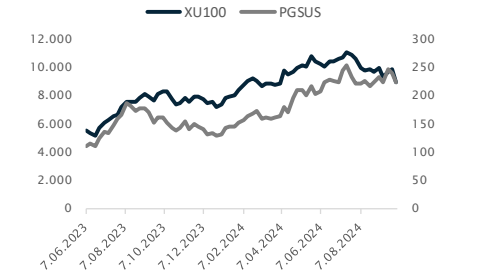
AL

Kapanış Fiyatı : 225,10 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 334,42 TL  
Getiri Potansiyeli : 48,57%

### Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	PGSUS
Piyasa Değeri - Milyon TL	114.475
Firma Değeri - Milyon TL	209.175
Hacim - Milyon TL	2.082
Halka Açıklık - %	43,00

### Hisse ve Endeks Karşılaştırması



### Finansal Bilgiler

	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	42.732	70.532	109.325
Brüt Kâr - Milyon TL	11.577	16.818	26.238
FAVÖK - Milyon TL	14.099	21.626	26.449
Net Kâr - Milyon TL	7.100	20.908	18.039
F/K (x)	6,92	3,18	6,45
FD/FAVÖK (x)	6,90	7,00	5,36

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

## Gecikmeli Kontrat Fiyatlaması Sürüyor

2023 yılında elektronik haberleşme sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin toplam geliri 224,6 milyar TL'ye ulaşırken, bu gelirin en büyük payı 55,1 milyar TL ile Turkcell tarafından elde edilmiştir. Aynı zamanda, mobil abone sayısına göre en yüksek pay da %41,2 ile Turkcell'e aittir. Türkiye'de toplam abone sayısı 93,3 milyon olup, bu abonelerin %79'u mobil internet, %7'si ise fiber internet abonesidir. Genel olarak abone sayısındaki artış eğilimi devam ederken, mobil ARPU (kullanıcı başına ortalama gelir) %5,3 oranında büyümüştür. Bireysel mobil ARPU büyümesi ise %6,6 olarak gerçekleşmiştir. Çeyreklik bazda bakıldığında, mobil ARPU büyümesi 2024'ün ilk çeyreğinde %95,3 iken, ikinci çeyrekte %81,6 seviyesine gerilemiştir. Ancak yılın geri kalanında ARPU büyümesinin tekrar ivmeleneceğini öngörüyoruz.

Şirketin ana faaliyetlerine ek olarak, dijital ve finansal teknoloji (FinTech) alanlarındaki stratejik yatırımları da FAVÖK (faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr) rakamlarına güçlü katkılar sağlamaktadır. FinTech tarafında, Financell %33 oranında gelir büyümesi elde ederken, Paycell %15 oranında gelir artışı sağlamıştır.

Rusya-Ukrayna arasında yaşanan gerilim nedeniyle Ukrayna'daki operasyonlar sonlandırılmış ve Turkcell, Lifecell LLC, Uktower LLC ve Global LLC'deki tüm paylarını NJJ Capital'e devretmiştir. 524,3 milyon USD tutarında bir bedel üzerinden hisse devir işlemi gerçekleştirildi ve bu tutar 9 Eylül tarihinde şirkete ödendi.

Enflasyonist dönemde, Turkcell'in müşterilere sunduğu kontrat yapısının artan maliyetleri tarifelere yeterince yansıtamaması, brüt kâr marjı ve FAVÖK marjında daralmaya neden olmuştur. 2023 yılında yaşanan bu gelişmeler, hasılat ve FAVÖK rakamlarında enflasyonun altında kalınmasına yol açtı. Ancak, 2024 yılında düşük baz etkisi nedeniyle enflasyonun üzerinde reel büyüme gerçekleşti. Enflasyondaki ana yükselişin 2023 yılının üçüncü çeyreğinde yaşanması, 2024'ün üçüncü çeyreğinde maliyet yapısında sınırlı kademeli bir iyileşme öngörüyoruz. Hasılat ve FAVÖK büyümesinin özellikle üçüncü çeyrek başta olmak üzere yılın geri kalanında da devam edeceğini düşünüyoruz.

TCELL hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin gelecek dönem faaliyetlerinde iyimser beklentilerimizin yanı sıra, modellememize göre TCELL hisseleri 2024 yılı için 7,4x F/K ve 4,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla iskontolu işlem görmektedir. **Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 132,88 TL olarak belirlerken bu rakam yüzde 47,81 getiri potansiyeli öngörüyoruz.**

3 Ekim 2024

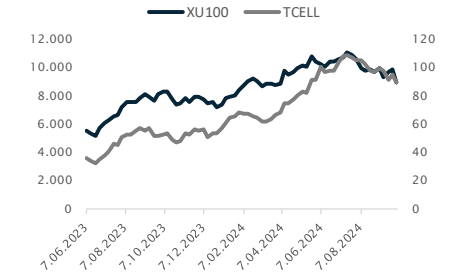
AL

Kapanış Fiyatı : 89,90 TL  
12 Aylık Hedef Fiyat : 132,88 TL  
Getiri Potansiyeli : 47,81%

## Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	TCELL
Piyasa Değeri - Milyon TL	199.815
Firma Değeri - Milyon TL	237.545
Hacim - Milyon TL	2.118
Halka Açıklık - %	54,00

## Hisse ve Endeks Karşılaştırması



## Finansal Bilgiler

	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	90.206	102.963	175.035
Brüt Kâr - Milyon TL	11.806	22.698	44.634
FAVÖK - Milyon TL	39.829	47.053	75.265
Net Kâr - Milyon TL	6.880	12.554	27.130
F/K (x)	12,11	9,83	7,44
FD/FAVÖK (x)	3,05	3,29	4,00

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet

# Strateji Raporu - TOASO

# Geleceğe Dönüş

## Yeni Satın Alma, Yeni Model ve Yeni İvme

ODMD tarafından açıklanan verilere göre, 2022-2023 döneminde araç satışları 10 yıllık ortalamasının üzerinde seyretmiş, bu da Tofaş Türk Otomotiv'in adet ve hasılat tarafında rekor seviyelere ulaşmasına neden olmuştur. 2023 yılının ikinci yarısında uygulanan sıkılaştırıcı politikalar ise otomotiv sektöründe daralmaya yol açmıştır. Tofaş Türk Otomotiv'in 2024 yılının ilk altı ayındaki toplam perakende satışları yüzde 29,6 oranında düşüşle 73.351 adet olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın, sektör aynı dönemde yüzde 3,9 büyüyerek 577.981 araç satışı gerçekleştirmiştir.

Tofaş Türk Otomotiv'in sektördeki büyümeye rağmen daralmasının ana nedenleri arasında, Doblo'nun üretimini İspanya'daki fabrikada devam etmesi ve bu süreçte üretim bandının boş kalması ile Egea modelinin satış rakamlarındaki düşüş yer almaktadır. Bu gelişmeler, Tofaş Türk Otomotiv'in otomotiv üretim ve satışında sektöre kıyasla negatif ayrışmasına neden olmuştur. Buna rağmen, Fiat markası hafif araç pazarındaki liderliğini korurken, hafif ticari araç pazarında yüzde 23,9 pay ile ikinciliğini sürdürmesinde etkili oldu.

Tofaş Türk Otomotiv, 2024 yılının ilk altı ayında hasılatını yüzde 21 oranında azalırken, aynı dönemde brüt kâr marjında 368 baz puanlık düşüş kaydedildi. Sektörde daralma olmasına rağmen, hasılat artırmaya yönelik kampanyalar, ilgili şirketlerin marjlarında geçici daralmalara yol açtı. Bununla birlikte, şirket için en kötü senaryonun yavaş yavaş geride kaldığını düşünüyoruz.

2024 yılı Mayıs ayında Tofaş Türk Otomotiv'in, Stellantis Otomotiv Pazarlama A.Ş.'nin paylarının tamamını ve Stellantis markalarının (Peugeot, Citroën, Opel ve DS Automobiles) distribütörlüğünü kapsayacak bir anlaşmaya vardığı duyuruldu. Rekabet Kurulu'nun pay devrine ilişkin incelemesinin tamamlanmasının ardından satın alma işlemi gerçekleşecek. Bu sürecin 2024 yılsonunda Rekabet Kurulu tarafından geri bildirimle sonuçlanması beklenmektedir.

Şirketin Stellantis anlaşması ile yeni sinerjiler yaratacak olması ve K0 modeli ile kapasite boşluğunun dolması beklentileri, iyimser değerlendirmelerimiz arasındadır. Hâlihazırda 400 bin üretim kapasitesine sahip Bursa fabrikasında, Doblo ve Fiorino modellerinin İspanya'da üretilmesi, 2025 yılında Egea üretiminin sona ermesiyle birlikte K0 modeliyle 150 bin adetlik kapasitenin doldurulması ve atıl durumda olan %15'lik bölümün farklı modeller için kullanılması planlanmaktadır.

TOASO hissesini 'AL' önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Modellememize göre, Tofaş Türk Otomotiv 2024 yılı için 8,4x F/K ve 11,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. **Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 297,20 TL olarak belirlerken, bu rakam yüzde 48,38 getiri potansiyeline işaret etmektedir.**



3 Ekim 2024

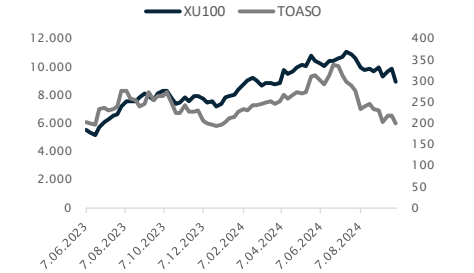
AL

Kapanış Fiyatı : 200,30  
12 Aylık Hedef Fiyat : 297,20 TL  
Getiri Potansiyeli : 48,38%

### Hisse Bilgileri

Borsa Kodu - BIST	TOASO
Piyasa Değeri - Milyon TL	101.500
Firma Değeri - Milyon TL	99.487
Hacim - Milyon TL	1.172
Halka Açıklık - %	24,00

### Hisse ve Endeks Karşılaştırması



### Finansal Bilgiler

	2022	2023	2024E
Hasılat - Milyon TL	124.019	127.601	153.121
Brüt Kâr - Milyon TL	16.010	23.159	22.968
FAVÖK - Milyon TL	18.115	19.667	14.872
Net Kâr - Milyon TL	9.374	15.083	12.250
F/K (x)	8,84	6,96	8,40
FD/FAVÖK (x)	4,12	4,51	11,88

Kaynak: Ahlatcı Yatırım Araştırma Tahminleri, Finnet



# Ahlatcı Yatırım araştırma departmanı tarafından hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

<b>Tonguç ERBAŞ</b>	Genel Müdür Yardımcısı
<b>Diñçer KURT</b>	Araştırma Uzmanı
<b>A. Deniz YAĞBASAN</b>	Araştırma Uzmanı
<b>Mehmet ÖZDEMİR</b>	Araştırma Uzman Yardımcısı

## GENEL MÜDÜRLÜK

**İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis**  
Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok  
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İVVSTANBUL

## ŞUBELERİMİZ

**İstanbul Sarıyer Şube**  
Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL  
**Çorum Şube**  
Gülabibey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

## İRTİBAT BÜROLARIMIZ

**Ankara irtibat Bürosu**  
Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/  
ANKARA  
**Denizli İrtibat Bürosu**  
Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm  
Pamukkale/DENİZLİ  
**Isparta İrtibat Bürosu**  
Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/ İSPARTA  
**İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu**  
Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi D:204 K:2  
Kadıköy/İstanbul  
**İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu**  
Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36 34077  
Eyüpsultan/İSTANBUL  
**İzmir İrtibat Bürosu**  
Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17  
Bayraklı/İZMİR  
**Gaziantep İrtibat Bürosu**  
Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trio Terrace Kat : 1 B Blok  
NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP  
**Konya İrtibat Bürosu**  
Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18  
Selçuklu/KONYA

Mersis No: **0010056453000026**

## Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

 ahlatci\_yatirim  ahlatciyatirim

AHLATCI YATIRIM ARAŞTIRMA

ahlatciyatirim.com.tr

**444 0 968**  
bilgi@ahlatciyatirim.com.tr

  
**AHLATCI**  
YATIRIM