
Model Portföy – 2024'e Veda Ederken...

PhillipCapital Araştırma

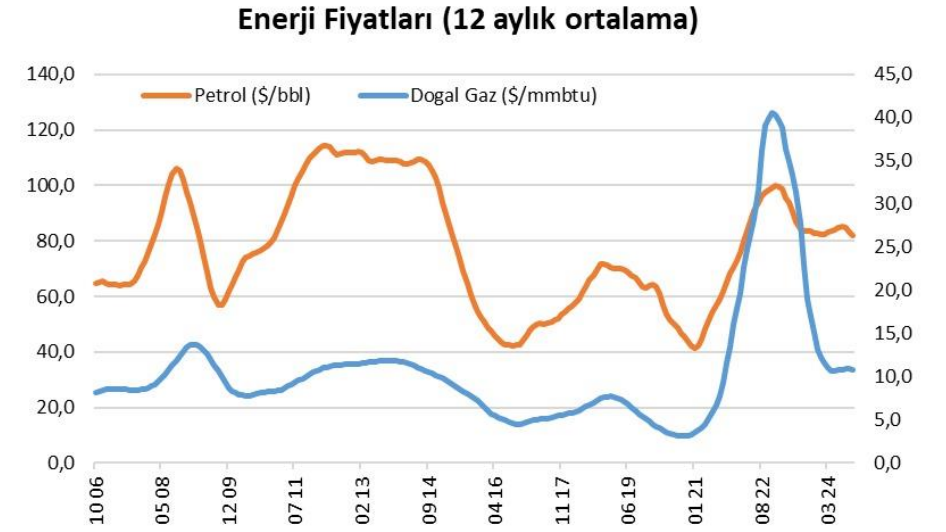
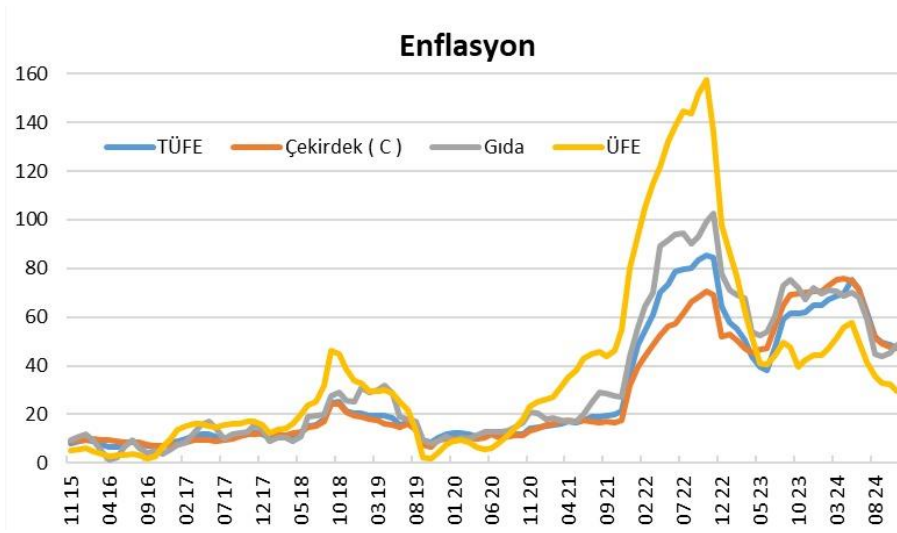
arastirma@phillipcapital.com.tr

9 Aralık 2024

Ekonomik Görünüm ve Strateji

- Yurt dışında faiz indirim döngüsü başladı, yurt içinde de önümüzdeki süreçte enflasyondaki iyileşmeye paralel olarak faiz indirimi döngüsünün başlaması beklenebilir.
- Hem yurt içinde hem de yurt dışında dezenflasyon süreci ilerliyor.
- 2025'in ikinci yarısında Avrupa ve Çin ile birlikte Türkiye'nin ekonomisinin de iyileşmesi beklenir.
- AMB faiz indirimleri Fed'e kıyasla daha hızlı gerçekleşecektir, Avrupa'da gevşetici mali politika tarafından da destek beklenebilir.
- Faiz makası ve Trump'ın büyüme odaklı politikaları sebebiyle, EUR/USD'nin 1'e yaklaşması beklenebilir.

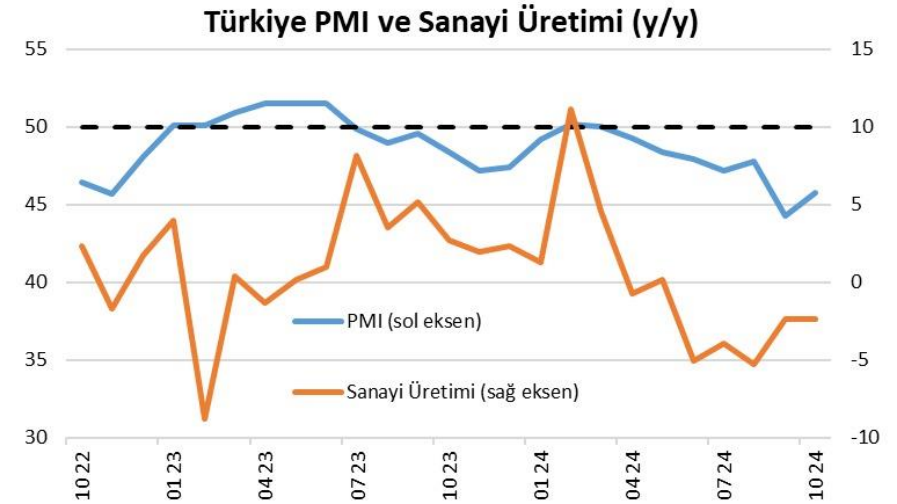
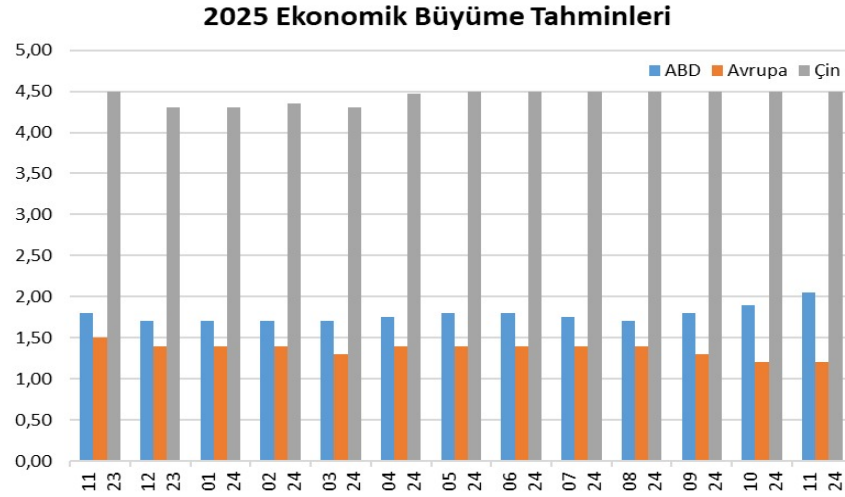
Enflasyon Görünümü



Ekonomik Görünüm ve Strateji

- Küresel ekonomilerde iyileşme görülene kadar petrol fiyatları düşük kalmaya devam edecek, dezenflasyon süreci için olumlu, OPEC+'ın arz kesintisinin hafiflemesi fiyatlarının düşük kalmasını destekleyebilir.
- Euro bölgesinin zayıf kalmasının Türk ihracatçılarının marjları üzerindeki olumsuz etkisini düşük petrol fiyatları telafi edebilir.
- ABD ekonomisi güçlü kalmaya devam ediyor, Trump'ın göreve başlaması ile büyüme hızlanabilir.

Büyüme Görünümü

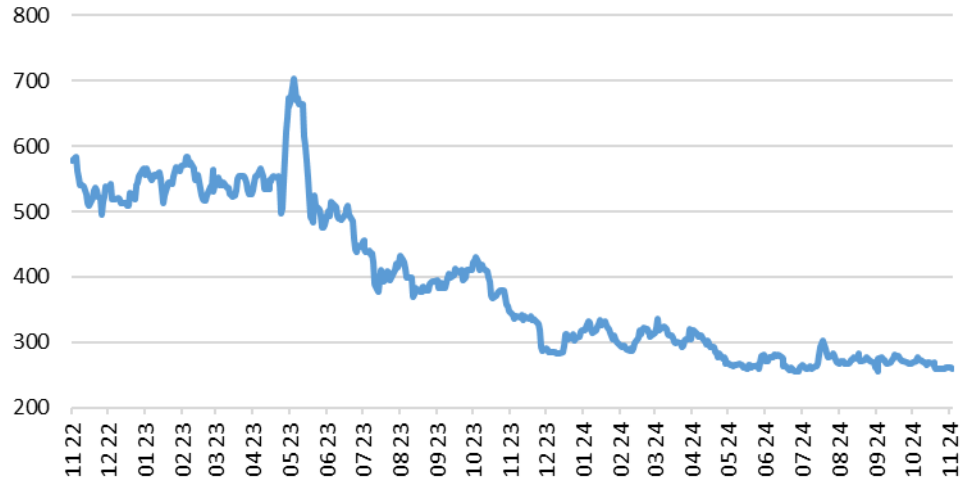


Ekonomik Görünüm ve Strateji

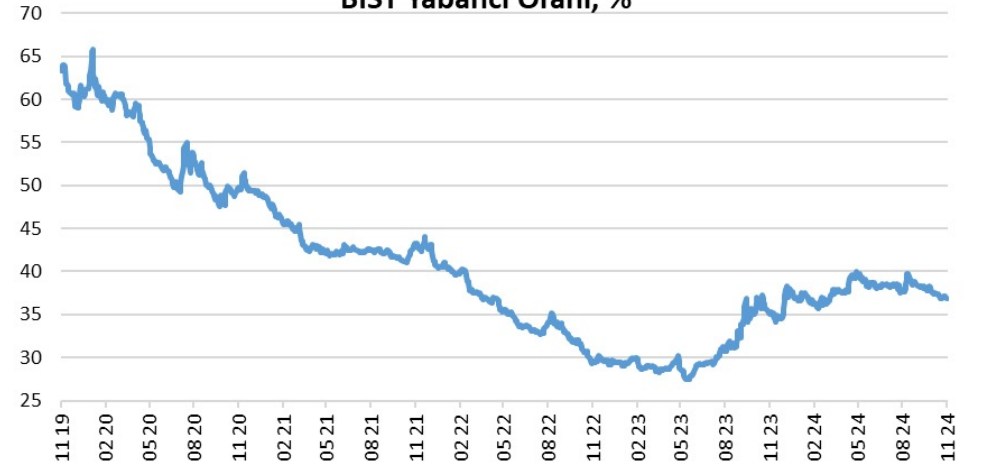
- Yurt içi hisse senedi piyasası, yurt dışı piyasalara kıyasla iskontolu işlem görüyor, buna karşın ABD borsaları son dönemde gerçekleşen yapay zeka rallisi ile birlikte pahalı görünmeye başladı.
- S&P500'in F/K'sı, şu an **25,5x** seviyesinde seyrediyor, son 10 yılın ortalaması ise 18x civarında. BIST100'ün F/K'sı ise **5,3x**.
- Kısa vadede BIST'in ABD borsalarına kıyasla daha yüksek getiri sağlayabileceğini düşünmemize rağmen risk dağıtımı ve portföy çeşitliliği açısından yurt dışı hisse senetlerine de yatırım yapılması gerektiği düşüncesindeyiz.
- **Faiz indirimi beklentileri ile banka, sanayi ve yüksek borca sahip şirketlerin ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.**

Risk Algısı

CDS



BİST Yabancı Oranı, %



Model Portföy Dağılımı (BIST)

- Küresel bazda faiz indirimlerinin başlangıcında olduğumuz bir dönemde hem talep artışı hem borç yükü dolayısıyla olumlu etkilenebilecek hisseler (AKBNK, ISCTR, KRDM, BOBET, GWIND, ASTOR, TCELL, PGSUS) yer verirken portföylerde aynı zamanda büyüme/faiz duyarlılığı daha düşük (TURSG, MGROS, MAVI) şirketlere de kısmen yer verilmesi gerektiği kanısındayız. Avrupa'da toparlanmanın daha geç görüleceği yönündeki görüşümüze paralel Avrupa'ya ihracat ağırlıklı hisseleri şimdilik dahil etmiyoruz. Asgari ücret artışının yılın ilk döneminde karlılık üzerinde genel olarak olumsuz etkisi görülebilir, bununla birlikte enerji maliyetlerinin ılımlı seyrinin kısmen dengeleyici etki yaratabileceğini öngörüyoruz.
- Model portföyümüzde yer alan hisselerin ortalama getiri beklentisi %54 düzeyindedir.

Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (Mn TL)	3A Ort. İşlem Hacmi	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli (%)	Öneri
AKBNK	Akbank	339.560	4.327	65,30	83,40	27,7%	Endeksin Üzerinde Getiri
ISCTR	İş Bankası (C)	354.250	5.237	14,17	19,60	38,3%	Endeksin Üzerinde Getiri
TURSG	Türkiye Sigorta	69.550	189	13,91	19,80	42,3%	Endeksin Üzerinde Getiri
TCELL	Turkcell	207.460	2.085	94,30	136,90	45,2%	Endeksin Üzerinde Getiri
PGSUS	Pegasus	111.600	1.863	223,20	369,90	65,7%	Endeksin Üzerinde Getiri
KRDM	Kardemir (D)	21.456	1.291	27,50	40,10	45,8%	Endeksin Üzerinde Getiri
BOBET	Boğaziçi Beton Sanayi	9.120	88	24,00	45,00	87,5%	Endeksin Üzerinde Getiri
GWIND	Galata Wind Enerji	14.796	67	27,40	42,00	53,3%	Endeksin Üzerinde Getiri
ASTOR	Astor Enerji	92.714	1.069	92,90	175,40	88,8%	Endeksin Üzerinde Getiri
MGROS	Migros Ticaret	92.247	797	509,50	731,00	43,5%	Endeksin Üzerinde Getiri
MAVI	Mavi Giyim	35.713	335	89,90	140,00	55,7%	Endeksin Üzerinde Getiri

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

AKBNK (HF: 83,40 TL, %28 getiri pot.)

- Akbank'ı (AKBNK) hisse başına 83,40 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz. 2024-2025 tahminlerimize göre 7,06x ve 4,10x Fiyat/Kazanç çarpanları ile işlem gören hisselerin 2025 yılında net karını %72,1 artırmalarını bekliyoruz. Kuvvetli özsermayesi ile şirketin 2024 yılı karından hisse başı 1,33 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%2,0 temettü verimliliği).
- Makro beklentilerimiz kısmında da değindiğimiz gibi 2025 yılında faizlerin kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Kredi kalitesi tarafında Akbank'ın teminatsız bireysel kredilerinin toplam kredilere oranının düşük olmasını ve Grup 1 harici krediler için ayrılan karşılık oranının sektör ortalamasına göre belirgin yüksek olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Büyüme tarafında ise kuvvetli çekirdek sermaye yeterliliği oranı ve mevduatın krediye dönüşüm oranının düşük olması ile gerektiğinde kredi büyümesini hızlandırma anlamında önemli bir avantaja sahip olduğunu düşünüyoruz.
- Kredi kartı kredilerinden elde edebileceği ödeme sistemleri kaynaklı komisyon gelirindeki yavaşlama rakiplerine göre daha az olabilir. Bununla birlikte şube başına kredi oranının yüksek olmasını da verimlilik adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- TL cinsi sabit getirili bonolarının toplam aktiflere oranı %5,8 olan Akbank'ın faizlerin gerilediği bir ortamda elde edebileceği tek seferlik değerlendirme farkı gelirinin sektöre kıyasla daha belirgin olabileceği görüşündeyiz.
- Marj dinamikleri açısından ise üç aya kadar olan vadede yeniden fiyatlanacak faiz yükü doğuran yükümlülüklerinin toplam içerisindeki payının görece düşük olması, vadesiz mevduatının toplam aktiflere oranının sektöre görece düşük olması ve TÜFE'ye endeksli bonolar hariç değişken faizli TL cinsi bonoların toplam faiz kazandıran varlıklar içerisindeki payının kısmen yüksek olması marj gelişiminin sektöre kıyasla biraz daha yavaş olmasına neden olabilir.

	AKBNK TI			
Bloomberg Kodu	AKBNK TI			
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	83,40			
Cari Fiyat, TL	65,30			
Getiri Potansiyeli	28%			
Halka Açıklık Oranı	52%			
Piyasa Değeri, mn TL	339.560			
Özsermaye, mn TL	230.945			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Krediler, mn TL	837.999	1.244.205	1.648.987	2.304.402
Net Faiz Geliri, mn TL	59.549	42.192	85.020	129.259
Net Kâr, mn TL	66.479	46.235	79.560	132.737
Karlılık				
Net Faiz Marjı	5,1%	2,4%	3,7%	4,2%
Kom. Gel./Oper. Gid.	67,1%	89,2%	95,6%	101,0%
Büyüme				
Kredi, y/y	55,5%	48,5%	32,5%	39,7%
Net Faiz Geliri, y/y	-15,3%	-29,1%	101,5%	52,0%
Net Kâr, y/y	10,8%	-30,5%	72,1%	66,8%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	1,90	7,06	4,10	2,46
F/DD	0,60	1,34	1,03	0,75
Özsermaye Karlılığı	37,9%	20,6%	29,2%	36,0%
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	37,6%	10,8%	86,7%	86,6%
Endeks Göreceli	21,0%	7,4%	45,5%	38,3%
AOİH, mn TL	5.218	4.327	4.172	4.188

Kaynak: Finnet, Phillip Capital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

ISCTR (HF: 19,60 TL, %38 getiri pot.)

- İş Bankası'nı (ISCTR) hisse başına 19,60 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz. 2024-2025 tahminlerimize göre 7,01x ve 4,10x Fiyat/Kazanç çarpanları ile işlem gören hissenin 2025 yılında net karını %71 artırmamasını bekliyoruz. Kuvvetli özsermayesi ile şirketin 2024 yılı karından hisse başı 0,20 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%1,4 temettü verimliliği).
- Makro beklentilerimiz kısmında da değindiğimiz gibi 2025 yılında faizlerin kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Aktif/Pasif durasyon farkından dolayı yeniden fiyatlamaya etkisiyle bankaların marj genişlemesi açısından iyi bir dönem geçirmelerini öngörüyoruz. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Eylül 2024 finansalları dikkate alındığında İş Bankası'nın marj anlamında rakiplerine kıyasla düşen faiz ortamında daha iyi bir performans elde edebileceğini tahmin ediyoruz. TÜFE'ye endeksli bonolarının toplam faiz kazandıran varlıklar içerisinde daha düşük bir paya sahip olması, interbank fonlamanın diğer bankalara görece daha yüksek olması, önümüzdeki üç ay içerisinde yeniden fiyatlanacak varlıklarının toplam faiz kazandıran varlıklar içerisinde oranının daha düşük olması ve geniş şube ağı sayesinde vadesiz mevduatlarının toplam aktiflere oranı görece yüksek olması bizce İş Bankası'nın net faiz marjını daha iyi yönetmesine imkan sağlayabilir.
- Büyüme tarafında ise kuvvetli çekirdek sermaye yeterliliği oranı ve mevduatın krediye dönüşüm oranının düşük olması ile gerektiğinde kredi büyümesini hızlandırma anlamında önemli bir avantaja sahip olduğunu düşünüyoruz.
- Avrupa'da beklenen ekonomik toparlanma SISE üzerinden İş Bankası'na bir artı değer olarak yansiyabilir.
- Görece zayıf noktalara açısından değerlendirildiğinde ise personel başına giderlerin diğer bankalara göre yüksek olması, faaliyet giderlerinin sektör ortalamasına göre daha yüksek olmasına neden olabilir. Şube başına kredi hacminin düşük olması da verimlilik açısından diğer bir risk unsuru olarak değerlendirilebilir.

Bloomberg Kodu					ISCTR TI
Tavsiye					Endeks Üzeri Getiri
Hedef Fiyat, TL					19,60
Cari Fiyat, TL					14,17
Getiri Potansiyeli					38%
Halka Açıklık Oranı					31%
Piyasa Değeri, mn TL					354.250
Özsermaye, mn TL					290.554
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T	
Krediler, mn TL	1.134.323	1.632.104	2.071.168	2.754.562	
Net Faiz Geliri, mn TL	50.394	-13.586	75.914	89.395	
Net Kâr, mn TL	72.265	49.559	84.691	115.292	
Karlılık					
Net Faiz Marjı	3,9%	-0,6%	2,6%	2,4%	
Kom. Gel./Oper. Gid.	57,3%	87,4%	80,3%	79,6%	
Büyüme					
Kredi, y/y	51,3%	43,9%	26,9%	33,0%	
Net Faiz Geliri, y/y	-20,9%	n.a.	n.a.	17,8%	
Net Kâr, y/y	17,4%	-31,4%	70,9%	36,1%	
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	2,28	7,01	4,10	3,01	
F/DD	0,61	1,14	0,90	0,71	
Özsermaye Karlılığı	33,3%	17,4%	25,0%	26,8%	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB	
Nominal Getiri	28,1%	7,0%	60,4%	55,6%	
Endeks Göreceli	12,6%	3,7%	25,0%	15,3%	
AOİH, mn TL	6.275	5.237	5.014	5.084	

Kaynak: Finnet, Phillip Capital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

TURSG (HF: 19,80 TL, %42 getiri pot.)

- Türkiye Sigorta'yı (TURSG) hisse başına 19,80 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz. 2024-2025 tahminlerimize göre 5,35x ve 4,30x Fiyat/Kazanç çarpanları ile işlem gören hissenin 2025 yılında net karını %24 artırmasını bekliyoruz. Kuvvetli özsermayesi ile şirketin 2024 yılı karından hisse başı 0,48 TL temettü ödemesi yapabileceğini tahmin ediyoruz (%3,5 temettü verimliliği).
- Türkiye Sigorta 2024 yılı Ocak-Ekim döneminde 80 milyar TL prim üretimine ulaşırken bu dönemde yıllık prim üretimi artışı %80,7 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin pazar payı ise 60 baz puan artış ile %14,2 seviyesine yükseldi. Operasyonel karlılığın önemli bir göstergesi olan bileşik oran 9A24 döneminde %98,7 ile geçen yılın aynı dönemine paralel gerçekleşirken sektördeki %111,4 seviyesinin belirgin altında kaldı.
- Banka satış kanalını oldukça verimli bir şekilde kullanan şirketin üç büyük kamu bankasının ülke geneline yayılmış 3.835 şubesinden elde ettiği prim üretimi ise toplam prim üretiminin %43'ünü oluşturdu. Sektörde bu oranının %13 olduğu dikkate alındığında dağıtım kanalı anlamında şirketin oldukça verimli bir yapıya ulaştığını söylemek mümkün. Bu sayede bileşik oranın önemli bir bileşeni olan komisyon oranının sektördeki %14,9 olan ortalamaya göre oldukça düşük bir seviye olan %11,8'de olduğu görülüyor.
- Sağlık segmentinde pazar payı kazanmaya devam eden şirketin bu segmentte pazar payı %6,7'ye, şirketin toplam prim üretimi içerisindeki payı ise %8,8'e yükseldi. Pazar payı kazanımına bağlı olarak bu segmentte hasar oranı da yükselmiş olmasına rağmen, önümüzdeki dönemde ölçek ekonomisinden dolayı karlılığa daha belirgin bir katkı sağlamasını bekliyoruz.
- Eylül 2024 itibari finansal varlık büyüklüğü 50 milyar TL'ye ulaşan şirketin önümüzdeki yıl gerilemesi beklenen faiz hadlerinden dolayı kısmen olumsuz etkilenmesi beklenebilir. Ancak gerek faizin kademeli incek olması gerekse de finansal varlık büyüklüğünün prim üretimindeki büyüme kaynaklı artacak olmasından dolayı getiri oranı düşse dahi reel faizin devam edeceği sıkı para politikası ortamında finansal gelirin yıllık bazda %10 oranında artarak gelirlere önemli bir katkı sağlamasını bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	TURSG TI			
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	19,80			
Cari Fiyat, TL	13,91			
Getiri Potansiyeli	42%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mın TL	69.550			
Özsermaye, mın TL	290.554			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Prim Üretimi, mın TL	59.518	106.935	149.709	194.621
Net Teknik Gelir, mın TL	7.905	16.126	18.772	23.822
Net Kâr, mın TL	6.155	12.744	15.858	20.162
Karlılık				
Teknik Karlılık	14,1%	15,6%	12,9%	12,6%
Bileşik Oran	108,3%	99,0%	98,6%	98,9%
Büyüme				
Prim Üretimi, y/y	136,4%	79,7%	40,0%	30,0%
Net Teknik Gelir, y/y	n.a.	104,0%	16,4%	26,9%
Net Kâr, y/y	553,8%	107,0%	24,4%	27,1%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3,94	5,35	4,30	3,38
F/DD	1,57	2,50	1,63	1,13
Özsermaye Karlılığı	65,7%	61,3%	47,6%	40,7%
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	7,1%	8,1%	58,2%	50,0%
Endeks Göreceli	-5,9%	4,8%	23,3%	11,2%
AOİH, mın TL	275	189	215	221

Kaynak: Fınnnet, Phillip Capital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

TCELL (HF: 136,90 TL, %45 getiri pot.)

- Turkcell'i abone sayısı ve özellikle data kullanımındaki artış eğilimi, teknoloji ağırlıklı güçlü potansiyeli ve enflasyondaki normalleşmeyle beraber karlılıkta iyileşmeyi dikkate alarak temel olarak beğeniyoruz. 12 aylık vadede 136,90 TL hedef fiyat hesapladığımız TCELL'i model portföyümüze dahil ediyoruz.
- Data kullanımındaki artış ile gelir büyümesini arttırmaya devam ediyor. Turkcell abone kazanımlarında sağlıklı trendini korumakla birlikte data kullanımındaki artıştan da fayda sağlamakta. Şirket abone kazanımlarında ortalama gelir büyümesine daha fazla katkı sağlayan faturalı abonelere odaklanmaktadır. 3Ç24 itibariyle faturalı abonelerin toplam abone sayısına oranı yaklaşık %74 düzeyindedir (2023 sonu: %71,6). Önümüzdeki dönemde enflasyon artış hızının yavaşlarken abone başına gelir büyümesinin görece güçlü seyrini koruyabileceğini ve bunun operasyonel karlılığa katkı sağlayacağını öngörüyoruz.
- Teknoloji alanındaki güçlü potansiyeli ile öne çıkıyor. Şirket mevcut durumda iletişim alanındaki farklı iştirakleri (Paycell, Finanscell vs) ile çeşitlendirdiği gelir üretimini sürdürmekte. Söz konusu girişimler mevcut getirilerine ek olarak gelecek dönemde yeni stratejik adımlara yönelik de beklenti yaratıyor. Ek olarak artan data center faaliyetlerinin de cazip bir yatırım teması sunduğuna inanıyoruz.
- Ukrayna'daki şirketlerin satılmasının ardından finansal görünümün güçlenmesi de dikkate alındığında Turkcell'in mevcut konjonktürde büyüme potansiyeli ile öne çıktığını düşünüyoruz.
- TCELL 2025 tahminlerimize göre FD/FAVÖK çarpanı bazında yurt dışı benzerlerine kıyasla yaklaşık %48 iskontoyla işlem görmekte olup İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve çarpan analizine dayandırdığımız 12 aylık hedef fiyatımız 136,90 TL düzeyindedir. Hisse son kapanış fiyatına göre %45 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	136,90			
Cari Fiyat, TL	94,30			
Getiri Potansiyeli	45%			
Halka Açıklık Oranı	54%			
Piyasa Değeri, mn TL	207.460			
Firma Değeri, mn TL	216.820			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	107.116	162.992	195.590	230.796
FAVÖK, mn TL	47.053	69.272	85.082	98.088
Net Kâr, mn TL	12.554	27.093	36.653	42.565
Karlılık				
FAVÖK Marjı	43,9%	42,5%	43,5%	42,5%
Net Marj	11,7%	0,0%	18,7%	18,4%
Büyüme				
Ciro, y/y	14,6%	52,2%	20,0%	18,0%
FAVÖK, y/y	28,5%	47,2%	22,8%	15,3%
Net kâr, y/y	82,5%	-99,8%	115,2%	16,1%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	9,83	7657,33	5,66	4,87
FD/FAVÖK	3,13	3,13	2,55	2,21
FD/Ciro	1,37	1,33	1,11	0,94
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	14,3%	0,7%	71,8%	73,3%
Endeks Göreceli	0,5%	-2,4%	33,8%	28,5%
AOİH, mn TL	2.290	2.085	2.091	2.124

Kaynak: Fınnnet, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı Ortalama İşlem Hacmi

PGSUS (HF: 369,90 TL, %66 getiri pot.)

- Pegasus hissesini çevik operasyonel iş modeli, etkili filo planlaması ve yeni hatlarla desteklenen büyüme stratejisi ile güçlü yolcu büyüme verileri nedeniyle temel olarak beğeniyor ve hisseyi model portföyümüze dahil ediyoruz. Hisse için 12 ay vadeli hedef fiyatımız 369,90 TL olup yaklaşık %66 getiri potansiyeli sunmaktadır.
- Pegasus, 53 ülkede 35 iç hat, 109 dış hat olmak üzere toplamda 144 destinasyonda uçuş hizmeti vermekte. Filo büyüklüğü 30 Eylül 2024 itibarıyla 112 uçak seviyesinde olan Pegasus aynı zamanda tüm havayolu şirketleri arasında en genç filolardan birine sahip. 2023 yılında TL bazında %65 ciro büyümesi ve %53'lük FAVÖK büyümesi gerçekleştirerek düşük kura rağmen enflasyonu karşılayacak bir performans göstermeyi başaran şirketin bu performansını orta vadede sürdürebileceğine inanıyoruz. Şirketin 2024 sonunda 973 milyon Euro, 2025 sonunda ise 1.084 milyar Euro FAVÖK elde etmesini öngörüyoruz.
- Ocak-Ekim verilerine göre yolcu sayısını geçen yılın aynı dönemine kıyasla %17 artırmayı başarabilen şirketin yolcu sayısı verilerinin istikrarlı bir şekilde artmaya devam ettiğini görüyoruz. Pandemi sonrası dönemde Pegasus'un uluslararası hatlarda hızlı bir büyüme kaydetmesinin ardından, 2024 yılında yeni uçuş destinasyonları ve filoya katılan yeni uçaklarla maliyet avantajı sağlamasını ve pazar ağını genişletmesini beğeniyoruz. Şirket önümüzdeki dönemde iç hatlarda, Sabiha Gökçen Havalimanı'nın kapasite artırımı ile 2023 yılına benzer bir büyüme trendi yakalayabilir. Sabiha Gökçen Havalimanında açılan ikinci pistin şimdilik sadece teorik olarak şirket kapasitesini artırdığını söylemek mümkün, fakat pratikte kapasitenin reel olarak iki katına çıkmasının yatırımların tamamlanması ile mümkün olacağını da hatırlatmak isteriz.
- PGSUS, 2024 tahminlerimize göre FD/FAVÖK çarpanı bazında yurt dışı benzerlerine kıyasla %24 civarında iskontoyla işlem görmekte olup çarpan analizine dayandırdığımız 12 aylık hedef fiyatımız 369,90 TL düzeyindedir.

Bloomberg Kodu	PGSUS TI			
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	369,90			
Cari Fiyat, TL	223,20			
Getiri Potansiyeli	66%			
Halka Açıklık Oranı	43%			
Piyasa Değeri, mın TL	111.600			
Firma Değeri, mın TL	213.553			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mın TL	86.972	120.095	171.004	229.852
FAVÖK, mın TL	27.297	36.627	52.143	70.075
Net Kâr, mın TL	25.733	16.948	19.818	26.610
Karlılık				
FAVÖK Marjı	31,4%	30,5%	30,5%	30,5%
Net Marj	29,6%	14,1%	11,6%	11,6%
Büyüme				
Ciro, y/y	12,0%	38,1%	42,4%	34,4%
FAVÖK, y/y	0,4%	34,2%	42,4%	34,4%
Net kâr, y/y	83,0%	-34,1%	16,9%	34,3%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	3,20	6,58	5,63	4,19
FD/FAVÖK	7,00	5,83	4,10	3,05
FD/Ciro	2,20	1,78	1,25	0,93
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	-3,7%	-1,8%	58,1%	68,0%
Endeks Göreceli	-15,3%	-4,8%	23,2%	24,5%
AOİH, mın TL	2.530	1.863	1.976	2.044

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı Ortalama İşlem Hacmi

KRDMD (HF: 40,10 TL, %46 getiri pot.)

- Kardemir hissesini Endeks Üzeri Getiri ve 12 aylık hedef fiyatımız olan 40,10 TL ile model portföyümüze ekliyoruz. İlk yarıda yüksek seyreden kömür fiyatlarının makul seviyelere gerilemesiyle maliyet avantajı sağlaması, konjonktürel dalgalanmalardan korunma amaçlı modernizasyon yatırımlarına öncelik verilmesi ve hızlanan ray satışları dolayısıyla hissenin cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz.
- Sıkılaştırma politikalarının etkisiyle yapı ruhsatı verilen binaların yüzölçümü 2. ve 3. çeyrekte yıllık bazda sırasıyla %30,9 ve %18,9 azaldı. Ancak son aylarda konut satışlarındaki canlanmaya paralel olarak inşaat sektöründe büyüme eğiliminin güçleneceğini öngörüyoruz. Öte yandan çevre ülkelerdeki yeniden yapılanma ihtiyacı ve Avrupa'daki toparlanma çabalarının önümüzde dönemlerde sektördeki iyileşmeyi destekleyerek olumlu bir dinamik oluşturmasını bekliyoruz.
- Çin'in emlak sektöründeki krizi ve devam eden iç talep zayıflığı, yönetimin yeni adımlar atarak çözmeye çalıştığı bir sorun olarak gündemde kalmaya devam ediyor. Önceki teşvik paketlerinin beklenen etkiyi yaratamaması nedeniyle emtia fiyatlarındaki toparlanma kalıcı olamadı. Hükümetin destekleyici politikalarına bağlı olarak toparlanmanın fiyatlara etkisinin 2025 yılı itibarıyla kademeli bir şekilde gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- Irak'taki Kalkınma Yolu Projesi, son dönemde ray satışı haberleriyle dikkat çeken şirket için önemli potansiyel sunmakta. Avrupa genelinde kesintisiz ulaşım hedefi doğrultusunda üçüncü çeyrekte itibaren ray satışları hızlanmış olup son çeyrekte Azerbaycan'a 3 kademede teslim edilecek ray siparişleri ve Cezayir'le yapılan anlaşmalar büyüme ve karlılığı destekleyecek.
- Şirket, Temmuz 2024'te özel endüstri bölgesi statüsü kazanmasıyla, üretim verimliliğini artırarak düşük maliyetlerle daha hızlı üretim ve daha kaliteli ürünler sunacak. Öte yandan, yüksek borçlanma maliyetlerini de dikkate alarak büyük yatırımlar yerine verimlilik artışı sağlayan modernizasyonlar ile uzun vadeli hedeflerine ulaşacağını ve maliyet minimizasyonu ile sürdürülebilir büyüme sağlayacağını öngörüyoruz.
- KRDM, 2025 yılı tahmini FD/FAVÖK çarpanları bazında uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %36 iskontolu işlem görmektedir.

Bloomberg Kodu	KRDM Tİ			
Öneri	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	40,10			
Cari Fiyat, TL	27,50			
Getiri Potansiyeli	46%			
Halka Açıklık Oranı	89%			
Piyasa Değeri, mın TL	21.456			
Firma Değeri, mın TL	22.122			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mın TL	70.132	65.387	66.936	68.879
FAVÖK, mın TL	4.361	4.904	5.690	6.406
Net Kâr, mın TL	2.157	-1.882	1.177	1.621
Karlılık				
FAVÖK Marjı	6,2%	7,5%	8,5%	9,3%
Net Marj	3,1%	-2,9%	1,8%	2,4%
Büyüme				
Ciro, y/y	29,0%	-6,8%	2,4%	2,9%
FAVÖK, y/y	-14,6%	12,5%	16,0%	12,6%
Net kâr, y/y	94,7%	-187,3%	-162,5%	37,7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	8,59	-11,40	18,23	13,24
FD/FAVÖK	4,41	4,51	3,89	3,45
FD/Ciro	440,86	0,34	0,33	0,32
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	4,2%	22,3%	18,5%	15,7%
Endeks Göreceli	-8,4%	18,6%	-7,6%	-14,2%
AOİH, mın TL	1.502	1.291	1.394	1.420

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

BOBET (HF: 45,00 TL, %88 getiri pot.)

- Boğaziçi Beton'u (BOBET) hisse başına 45,00 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz. 2024-2025 tahminlerimize göre 44,93x ve 3,98x Fiyat/Kazanç çarpanları ile işlem gören hissenin 2025 yılında net karını yıllık bazda 10 kattan fazla artırmasını bekliyoruz.
- BOBET ana faaliyet konusu olan hazır beton üretimi ve satışı ile birlikte, betonun hem kalitesini hem maliyetini etkileyen agregayı da kendi bünyesinde üretmektedir. Yıllık 6 milyon ton agrega üretim kapasitesi ve yaklaşık %30 pazar payı ile İstanbul Avrupa Yakası hazır beton pazar lideridir. BOBET'in başlıca ürünleri; Standart Betonlar, Özel - Teknik Betonlar ve Butik Betonlardır.
- 2025'te beklenen faiz indirimleri ile birlikte inşaat aktivitesinde hareketlilik bekliyoruz. Gerek ülke çapında yeni konut ihtiyacının devam ediyor olması (yıllık 550-650 bin adet yeni konut ihtiyacı) gerekse de İstanbul'da kentsel dönüşümün düşen faiz ortamında hızlanması beklentisi ile 2025 cirosunun 2024 yılındaki yavaşlamanın ardından belirgin bir artış göstermesini öngörüyoruz.
- Yüzölçümü olarak değerlendirildiğinde yapı ruhsatı izinlerinde 2Ç24 ve 3Ç24'te sırası ile %29 ve %17 yıllık daralma görülmekte. Önümüzdeki dönemde bunun yukarıdaki dinamikler ile birlikte pozitif dönüşümünü bekliyoruz. Temmuz'dan itibaren yeni konut satışlarının yıllık artışındaki ivme ise stokların eritilmesi ve yeni konut başlangıçlarının artması anlamında olumlu destek vermektedir. Bununla birlikte yıllık konut fiyat artışının yavaşlaması da talebin biraz daha kuvvetlenebileceğini göstermektedir.
- Şirket 2024 Haziran ayında devreye aldığı 18 MW kapasiteli GES santralinden elde ettiği elektriği kendi ihtiyacını tamamen karşılamak için kullanacak ve artan kısmını satışa sunacak. Mevcut enerji fiyatları baz alındığında FAVÖK marjına 1-1,5 puan kadar pozitif katkı sağlaması beklenebilir.
- 2024 içerisinde 475 milyon TL'lik modernizasyon yatırımına rağmen 671 milyon TL net nakit pozisyonu ile BOBET'in oldukça kuvvetli bir finansal yapısı vardır. Yılın ilk yarısındaki tatiller nedeniyle satış hacmi yıllık bazda %9 daralmış olsa da yılın ikinci yarısındaki pozitif mevsimsellikten dolayı 2024 yılı hedefinin erişilebilir olduğuna inanıyoruz.

Bloomberg Kodu				BOBET TI
Tavsiye				Endeks Üzeri Getiri
Hedef Fiyat, TL				45,00
Cari Fiyat, TL				24,00
Getiri Potansiyeli				88%
Halka Açıklık Oranı				30%
Piyasa Değeri, mn TL				9.120
Firma Değeri, mn TL				8.449
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	8.902	10.014	15.171	19.692
FAVÖK, mn TL	2.276	2.043	3.823	4.470
Net Kâr, mn TL	1.404	203	2.294	2.682
Karlılık				
FAVÖK Marjı	25,6%	20,4%	25,2%	22,7%
Net Marj	15,8%	2,0%	15,1%	13,6%
Büyüme				
Ciro, y/y	41,4%	12,5%	51,5%	29,8%
FAVÖK, y/y	66,0%	-10,2%	87,1%	16,9%
Net kâr, y/y	260,0%	-85,5%	1030,0%	16,9%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	8,50	44,93	3,98	3,40
FD/FAVÖK	4,96	4,14	2,21	1,89
FD/Ciro	1,27	0,84	0,56	0,43
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	26,0%	18,1%	-18,3%	-19,3%
Endeks Göreceli	10,8%	14,5%	-36,4%	-40,2%
AOİH, mn TL	108	88	132	134

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

GWIND (HF: 42,00 TL, %53 getiri pot.)

- Galata Wind'i (GWIND) hisse başına 42,00 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri önerisi ile model portföyümüze dahil ediyoruz. Tamamen yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlarla cazip bir temaya sahip olması ve büyüme potansiyeli nedeniyle temel olarak beğeniyoruz.
- Türkiye'nin önde gelen halka açık yenilenebilir elektrik üreticilerinden biri olan Galata Wind mevcut durumda 297,2 MW kurulu güce (%56 RES, %11 GES, %32 hibrit) sahip olup yatırımlarına devam ederek 2024 sonuna kadar 361 MW'a, 2025 sonuna kadar 575 MW'a ve 2029'a kadar 1.085 MW'a ulaşmayı hedeflemektedir. Değerleme modelimizi oluştururken yatırımlarda bir miktar gecikme olasılığını da göz önünde bulundurarak bir kurulu güç ve üretim tahmini çıkardık.
- Şirketin şu anda iki kapasite arttırma ve dört yeni santral yatırım projesi bulunmaktadır. Yatırımlarının çoğunluğunu Türkiye'de planlayan şirket 2027'ye kadar Avrupa bölgesinde yeni bir 300 MW'lık rüzgar santrali inşa etmeyi de hedefliyor. Yeni santrallerin yaklaşık 410 MW'ı depolamalı santral olarak planlanmakta olup verimliliğin artmasına da katkı sağlayacaktır.
- Son bir yılda düşük elektrik fiyatlarının üreticiler üzerindeki olumsuz etkisine karşın avantajlı 'YEKDEM' fiyatlaması ile GWIND göreceli olarak daha güçlü finansal sonuçlar açıklayabildi. GWIND için tahminlerimizi yaparken yatırımlarını ve kapasite faktörlerindeki değişikliği de dikkate alıyoruz. Şirket'in güncel kurulu kapasitesinin %79'u YEKDEM kapsamındadır. Elektrik satış fiyatlarını hesaplarken YEKDEM tarifelerinin fiyatları ve bitiş tarihlerini dikkate aldık. Elektrik piyasa takas fiyatını (PTF) ise konservatif bir yaklaşımla 70 USD düzeyinde sabit olarak kullanıyoruz.
- Şirketin 3Ç24 sonu itibariyle net borcu yaklaşık 18 milyon dolar seviyesindedir. Düşük borç sayesinde yatırımların %70 kadarını özkaynak, %30 kadarını ise borç ile yapmasını öngörüyoruz.
- Şirketin 2024 yılında 796 GWh, 2025 yılında 1.012 GWh ve 2026 yılında 1.318 GWh elektrik üretmesini bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	GWIND T1			
Öneri	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	42,00			
Cari Fiyat, TL	27,40			
Getiri Potansiyeli	53%			
Halka Açıklık Oranı	30%			
Piyasa Değeri, mın TL	14.796			
Firma Değeri, mın TL	15.422			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mın TL	1.859	2.427	3.723	5.371
FAVÖK, mın TL	1.405	1.820	2.792	4.082
Net Kâr, mın TL	624	874	1.415	1.934
Karlılık				
FAVÖK Marjı	75,6%	75,0%	75,0%	76,0%
Net Marj	33,5%	36,0%	38,0%	36,0%
Büyüme				
Ciro, y/y	-19,1%	30,5%	53,4%	44,3%
FAVÖK, y/y	-28,2%	29,5%	53,4%	46,2%
Net kâr, y/y	-57,4%	40,1%	61,9%	36,7%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	18,83	16,94	10,46	7,65
FD/FAVÖK	8,83	8,47	5,52	3,78
FD/Ciro	6,68	6,36	4,14	2,87
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	16,4%	-9,2%	16,3%	29,6%
Endeks Göreceli	2,3%	-11,9%	-9,4%	-3,9%
AOİH, mın TL	88	67	121	123

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

ASTOR (HF: 175,40 TL, %90 getiri pot.)

- Enerji alanında devam eden yatırımlardan ve hat yenilemelerinden kaynaklanan talep ve kapasite artırımı yatırımı dolayısıyla temel olarak beğendiğimiz Astor Enerji'yi model portföyümüze ekliyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 175,40 olup yaklaşık %90 getiri potansiyeli taşımaktadır.
- Geçtiğimiz dönemde yaşanan jeopolitik riskler ve yeşil dönüşüm akımı dolayısıyla küresel bazda enerji üretim santrali yatırımlarının hızlandığını görüyoruz. Türkiye ve çevre bölgelerde deprem ve savaşlara bağlı yeniden yapılanma ihtiyacı da benzer şekilde trafo talebinin artarak devamını sağlayacaktır.
- İhracatın ciro içindeki payı 9A24 itibarıyla %38 düzeyindeyken 2025 yılında %50 civarına yükseltilmesi hedeflenmektedir. İhracat bölgelerine bakıldığında Avrupa'nın payı (%46) yüksek olup 90'dan fazla ülkeye ihracat yapılmaktadır. Astor güç ve dağıtım trafoları, orta ve yüksek gerilim anahtarlama ürünleri, tamamlayıcı ürünlerin tamamını üretebilmesi ve hızlı teslim yeteneği ile öne çıkmakta.
- Şirket'in kapasite artırımı ve hammadde (bakır alüminyum iletken tel üretimi) yatırımının orta vadede büyüme ve karlılık anlamında önemli katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Şirket'in toplamda yaklaşık 20,4 MW gücünde GES santrali (6,6 MW çatı GES+14MW arazi GES) bulunmakta olup mevcut durumda elektrik ihtiyacının tamamını yenilenebilir kaynaklardan ürettiği enerjiden sağlamaktadır.
- Şirket'in Eylül sonu itibarıyla 5,17 milyar TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Güçlü finansal yapısı da dikkate alındığında, büyüme potansiyeli ile birlikte cazip bir hikayesi olduğuna inanıyoruz. Hem net nakit pozisyonu hem de enflasyon muhasebesi uygulamasına rağmen 9 aylık dönemde reel büyüme kaydetmesi şirketin dayanıklılığını teyit etmektedir. 2023 yılında 575 mn USD ciro kaydeden Şirket 2024'ye %44 artışla 826 mn USD, 2025'te ise %23 artışla 1,01 milyar USD ciro hedeflemektedir. Hisse 2025 tahminlerimize göre 7,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

	ASTOR TI			
	Endeks Üzeri Getiri			
Bloomberg Kodu				
Tavsiye				
Hedef Fiyat, TL				175,40
Cari Fiyat, TL				92,90
Getiri Potansiyeli				89%
Halka Açıklık Oranı				28%
Piyasa Değeri, mn TL				92.714
Firma Değeri, mn TL				87.542
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	16.914	28.091	56.182	71.636
FAVÖK, mn TL	5.797	9.130	18.259	22.913
Net Kâr, mn TL	4.598	9.364	17.313	20.874
Karlılık				
FAVÖK Marjı	34,3%	32,5%	32,5%	32,0%
Net Marj	27,2%	33,3%	30,8%	29,1%
Büyüme				
Ciro, y/y	22,7%	66,1%	100,0%	27,5%
FAVÖK, y/y	60,3%	57,5%	100,0%	25,5%
Net kâr, y/y	125,4%	103,7%	84,9%	20,6%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	20,47	9,90	5,36	4,44
FD/FAVÖK	15,78	9,59	4,79	3,82
FD/Ciro	5,41	3,12	1,56	1,22
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	6,2%	13,1%	-7,2%	-0,1%
Endeks Göreceli	-6,7%	9,6%	-27,7%	-26,0%
AOİH, mn TL	1.289	1.069	1.586	1.589

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

MGROS (HF: 731,00 TL, %43 getiri pot.)

- Migros Ticaret'i dijitalleşme ve e-ticaret büyümesi, çoklu kanal ve format stratejisi, fintek ve ödeme sistemlerine yönelik girişimleri ile desteklenen büyüme ve operasyonel verimlilik teması nedeniyle temel olarak beğeniyoruz. 12 aylık vadede 731 TL hedef fiyat hesapladığımız MGROS'u model portföyümüze dahil ediyoruz.
- Şirket, e-ticaret operasyonlarında önemli bir büyüme kaydetmiştir. 9A24'te online brüt ticaret hacmi (GMV) yıllık nominal %110 artış göstermiş olup online satışların toplam satışlardaki payı %18,2'ye ulaşmıştır. Migros Yemek platformunda ise sipariş büyümesi yıllık %113 olarak raporlanmıştır. E-ticaret sektöründeki büyüme ve Migros'un dijital ekosistem yatırımları, bu alanda uzun vadeli getiri potansiyeli yaratmaktadır.
- Migros, 3.550 mağazası sayısı ile geniş bir fiziksel ağa sahip olup 1.289 mağazası online hizmet vermektedir (2023 sonu: 3.363). Şirket süpermarketler, hipermarketler, Macrocenter gibi farklı formatlarda müşterilere hizmet sunarak pazar payını artırmayı hedeflemektedir. Çoklu kanal stratejisi, hem geleneksel hem dijital alışverişte müşteri tabanını genişletmek için güçlü bir yapı sunuyor.
- Migros'un "MoneyPay" platformu, ödeme kolaylıkları (e-cüzdan, şimdi al sonra öde) ve B2C/B2B çözümleriyle dikkat çekiyor. 2024 yılında toplam ödeme hacmi %322 artarak büyük bir sıçrama gerçekleştirdi. Fintek alanındaki genişleme, Migros'un sadece perakendede değil, ödeme hizmetleri pazarında da büyüme potansiyelini artırıyor.
- MGROS için İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine dayandırdığımız 12 aylık hedef fiyatımız 731,00 TL düzeyindedir. Hisse son kapanış fiyatına göre %43 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri			
Hedef Fiyat, TL	731,00			
Cari Fiyat, TL	509,50			
Getiri Potansiyeli	43%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mın TL	92.247			
Firma Değeri, mın TL	87.829			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mın TL	181.674	323.316	440.246	582.772
FAVÖK, mın TL	3.221	16.160	25.158	38.017
Net Kâr, mın TL	8.905	7.113	10.126	20.397
Karlılık				
FAVÖK Marjı	1,8%	5,0%	5,7%	6,5%
Net Marj	4,9%	2,2%	2,3%	3,5%
Büyüme				
Ciro, y/y	29,3%	78,0%	36,2%	32,4%
FAVÖK, y/y	-14,4%	401,7%	55,7%	51,1%
Net kâr, y/y	-2,7%	-20,1%	42,4%	101,4%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	6,81	12,97	9,11	4,52
FD/FAVÖK	17,76	5,43	3,49	2,31
FD/Ciro	0,31	0,27	0,20	0,15
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	17,1%	5,8%	49,8%	55,4%
Endeks Göreceli	3,0%	2,5%	16,7%	15,1%
AOİH, mın TL	856	797	760	776

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı Ortalama İşlem Hacmi

MAVI (HF: 140,00 TL, %56 getiri pot.)

- Mavi Giyim'i hisse başına 140,00 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri önerisi ile model portföyümüze ekliyoruz. Şirket'in mağaza açılışları, yurt dışı genişlemesi ve online satışlarla desteklenen büyüme potansiyeli ile cazip bir yatırım teması sunduğuna inanıyoruz.
- Makro taraftaki sıkılaştırmanın etkilerini tüketim alışkanlıkları, güçlü marka imajı ve dinamik fiyat politikaları sayesinde minimize edebilen şirketin önümüzdeki dönemde başarılı bir yönetim eşliğinde güçlü bir performans göstermesini bekliyoruz.
- %21'lik pazar payıyla Türkiye'deki denim pazarının lideri olan Mavi, Haziran 2024 itibarıyla Türkiye'de 411, yurtdışında 64 mono brand perakende mağaza olmak üzere toplam 475 mağaza sahip durumda. Şirketin özellikle yurt dışı operasyonlarında franchise sistemi ile birlikte halen önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz.
- 2024'ün ilk yarısında Türkiye'de 6 adet yeni mağaza açan şirket, 6 farklı mağazada da metrekare genişlemesine gitmesi ile birlikte ortalama mağaza büyüklüğünü bir önceki yıla göre %6'lık bir artışla 524 metrekareye çıkartmış durumda. Şirketin 2024 yıl sonu hedefleri olan net 15 mağaza açılışı ve 10 mağazada metrekare büyümesi ile beraber fiziksel operasyonlarını stabil bir şekilde büyütme devam edeceğine inanıyoruz.
- Şirket uluslararası pazarda güçlü Türk lirasının da etkisiyle e-ticaret operasyonlarında daralma yaşamamasına karşılık yerel pazarda e-ticaret gelirlerini %10 büyütebilmiş olmasını uzun vadede şirket için pozitif değerlendiriyoruz.
- TMS 29 dahil olarak açıklanan sonuçlara göre 2024 yılının ilk yarısında %6'lık artışla 16,4 milyar TL gelir elde eden şirket aynı zamanda %20,6'lık bir marj ile 3,37 milyar TL FAVÖK açıkladı.
- MAVI 2025 tahminlerimize göre 4,22x FD/FAVÖK ve 7,96x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Bloomberg Kodu				MAVI TI
Tavsiye				Endeks Üzeri Getiri
Hedef Fiyat, TL				140,00
Cari Fiyat, TL				89,90
Getiri Potansiyeli				56%
Halka Açıklık Oranı				73%
Piyasa Değeri, mın TL				35.713
Firma Değeri, mın TL				35.713
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mın TL	26.293	32.814	44.299	56.260
FAVÖK, mın TL	4.959	7.161	8.465	11.299
Net Kâr, mın TL	1.757	3.656	4.485	6.144
Karlılık				
FAVÖK Marjı	18,9%	21,8%	19,1%	20,1%
Net Marj	6,7%	11,1%	10,1%	10,9%
Büyüme				
Ciro, y/y	25,0%	24,8%	35,0%	27,0%
FAVÖK, y/y	17,9%	44,4%	18,2%	33,5%
Net kâr, y/y	-8,8%	108,1%	22,7%	37,0%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	16,12	9,77	7,96	5,81
FD/FAVÖK	5,20	4,99	4,22	3,16
FD/Ciro	0,98	1,09	0,81	0,63
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	15,0%	-10,0%	69,1%	57,8%
Endeks Göreceli	1,1%	-12,8%	31,8%	16,9%
AOİH, mın TL	389	335	333	338

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma * AOİH: Ağırlıklı Ortalama İşlem Hacmi

Model Portföy Dağılımı (ABD Borsası)

- Amazon.com Inc.'in faizin düşmesi ve yapay zekadaki gelişmelerinden en çok faydalanabilen teknoloji şirketlerden biri olduğunu düşünüyoruz. İstikrarlı bir büyümeye işaret eden marjlar ve bulut iş kolundaki tutarlı büyüme gözümüze çarpıyor.
- Pultegroup'un mortgage oranlarının gerilemesi ile birlikte hızlı bir büyüme gösterebileceğini düşünüyoruz. Konut inşa şirketinin arazi yatırım stratejisinin genişlemesi şirketin nakit akışını hızlandırırken riski düşürebilir.
- Vanguard Russell 3000 Index Fund ETF, teknoloji, tüketici ürünleri ve sağlık gibi yüksek büyüme gösteren sektörlere yoğunlaşarak ekonomik büyümeden faydalanma imkânı sağlar. ABD ekonomisinin gösterdiği güçlü büyümenin 2025 yılında devam edebileceğini düşünerek Russell 3000 endeksi takip eden ETF'i model portföyümüze ekledik.

Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (Mlr USD)	3A Ort. İşlem Hacmi	Cari Fiyat (USD)	Hedef Fiyat (USD)	Getiri Potansiyeli (%)	Öneri
AMZN	Amazon.com, Inc.	2.390	38,6 Milyon	227,03	236,30	4,1%	Endeksin Üzerinde Getiri
PHM	PulteGroup, Inc.	26	1,75 Milyon	126,82	151,63	19,6%	Endeksin Üzerinde Getiri
VTHR(ETF)	Vanguard Russell 3000 ETF	-	71,288.08	271.35	-	-	-

Kaynak: Bloomberg Terminal

AMZN (HF: 235,90 USD, %4,1 getiri pot.)

- ABD bulut pazarında en büyük paya sahip olan Amazon.com, yapay zeka gelişmeleri, reklamcılık segmentindeki büyüme ve tutarlı marj genişlemesi nedenleri ile model portföyümüzde yer almakta. Hisse için 12 aylık hedef fiyatı 235,90\$ olup yaklaşık %7 getiri potansiyeli taşımaktadır.
- Amazon.com'un maliyet azaltma stratejisi ve Amazon Web Services'in (AWS) artan karlılığı ve katkısı sayesinde net kar 9A24'te 9A23'e kıyasla %98 artış gösterdi.
- Yapay zeka gelişmelerinden en çok yararlanan bulut bilişim iş kolu AWS'in cirosu, 3Ç24'te yıldan yıla %19,1 artarak son yedi çeyrekteki en büyük ciro artışını gerçekleştirdi. Amazon'un Sony, T-Mobile ve Toyota'yı içeren geniş bir müşteri kitlesi, Amazon'un bulut segmentinin büyümeye sürdürmesini sağlıyor. Bu büyüme, Microsoft Azure ve Google Cloud gibi güçlü rakiplere rağmen dikkat çekici. 3Ç24 itibarıyla AWS, pazarın en büyük kısmı olan %31'ini elinde bulundururken Microsoft Azure %20 pazar payına sahip ve Google Cloud ise pazarın %13'ünü elinde tutuyor. AWS'nin faaliyet kar marjı, maliyet kontrolü ve uzatılmış sunucu ömrü sayesinde 3Ç'de yıllık 730 baz puan artışla %38,1'e yükseldi.
- Amazon'un perakende iş kolu, yüksek faiz ortamında müşteri harcamalarındaki geri çekilmelere rağmen dayanıklılığını korudu. Bu segmentteki pozitif performansı, etkin maliyet yönetimi, düşük fiyatlı temel ürünlere yönelme ve reklamcılıkta güçlü büyüme ile sağlandı. Ayrıca, uluslararası perakende operasyonları üst üste üç çeyrekte olumlu faaliyet kârı elde ederek Amazon'un ABD dışındaki kârlılığını artırdığını gösteriyor.
- Amazon, önümüzdeki yılda yatırım harcamaların artacağı konusunda uyarıda bulundu. Bu harcamalar, büyük ölçüde AWS'nin güçlü büyümesini desteklerken, İngiltere ve Brezilya gibi çeşitli bölgelerde veri merkezlerinin inşası, işletmesi ve bakımını geliştirir.
- Amazon 2024 yılında antitröst düzenlemeleri ve Biden yönetiminin incelemeleriyle ilgili önemli zorluklarla karşılaşmıştı. Trump yönetiminin göreve başlaması ile birlikte bu düzenlemelerin hafiflemesi ve mega şirketler üzerindeki sınırın kalkması bekleniyor.

Bloomberg Kodu	AMZN US
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hedef Fiyat, USD	236,30
Cari Fiyat, USD	227,03
Getiri Potansiyeli	4,1%
Halka Açıklık Oranı	89,89%
Piyasa Değeri, trilyon USD	2,39
Firma Değeri, trilyon USD	2,43

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mlr USD	574,785	637,715	706,827	781,410
FAVÖK, mlr USD	109,538	141,291	163,651	191,589
Net Kâr, mlr USD	53,816	66,312	76,381	94,971
Karlılık				
FAVÖK Marjı	19,1%	22,2%	23,2%	24,5%
Net Marj	9,4%	10,4%	10,8%	12,2%
Büyüme				
Ciro, y/y	11,83%	10,95%	10,84%	10,55%
FAVÖK, y/y	48,45%	28,99%	15,83%	17,07%
Net kâr, y/y	108,34%	23,22%	15,18%	24,34%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	51,92	35,22	31,27	29,47
FD/FAVÖK	17,13	16,48	14,23	12,15
FD/Ciro	2,86	3,78	3,41	3,08
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	9,05%	32,46%	54,00%	55,94%
S&P 500 Endeks Göreceli	7,47%	20,51%	25,11%	23,35%

Kaynak: Bloomberg

PHM (HF: 151,63 USD, %19,6 getiri pot.)

- PulteGroup, 70 yılı önce kuruluşundan bu yana yaklaşık 800.000 konut teslim etmiştir, 24 eyalette ve 40'tan fazla büyük pazarda faaliyet gösteren ülkenin en büyük 3. konut inşa şirketi konumundadır. ABD konut piyasasında fiyatları yükselten olumlu arz-talep koşulları, şirketin artan arazi yatırımları ve özellikle son dönemde olumlu sergileyen operasyonel nakit akışı nedenleri ile model portföyümüze ekliyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatı 151,63\$ olup yaklaşık %18,6 getiri potansiyeli taşımaktadır.
- ABD'de konut arz eksikliği fiyatları artırmayı sürdürürken, mortgage faizin düşmesi ile yükselen talep, konut inşaat firması PulteGroup açısından elverişli bir ortam oluşturmaktadır.
- Ev inşaatçıları halihazırda satışta olan mevcut evlerin azlığından faydalanıyordu ve bu eğilimin devam edeceği beklenebilir. PulteGroup, konut satışlarından 9A24'te 13 milyar\$ hasılat elde ederek yıllık %10,7 artış gösterdi. Satılan konut sayısı ise, 9A24'te 23 milyona ulaşarak %10,1 artış gösterdi.
- PulteGroup, nakit akışını artırabilecek stratejinin bir parçası olarak arazi portföyünün önemli kısmını opsiyon sözleşmeleri ile finans etmekte. Şirketin finansal yönetimi stratejisini genişletmesi, yatırımcılar tarafından güven verici bir sinyal olarak algılanabilir.

Bloomberg Kodu	PHM US
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hedef Fiyat, USD	151,63
Cari Fiyat, USD	126,82
Getiri Potansiyeli	19,6%
Halka Açıklık Oranı	99,28%
Piyasa Değeri, mlr USD	26,01
Firma Değeri, mlr USD	26,20

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mlr USD	16,062	17,633	18,411	19,597
FAVÖK, mlr USD	3,558	3,891	3,815	3,985
Net Kâr, mlr USD	2,602	2,827	2,707	2,864
Karluluk				
FAVÖK Marjı	22,2%	22,1%	20,7%	20,3%
Net Marj	16,2%	16,0%	14,7%	14,6%
Büyüme				
Ciro, y/y	-1,03%	9,78%	4,42%	6,44%
FAVÖK, y/y	-1,56%	9,34%	-1,95%	4,47%
Net kâr, y/y	1,38%	8,65%	-4,24%	5,79%
Değerleme Verisi				
F/K	8,63	9,55	9,47	8,54
FD/FAVÖK	6,31	6,80	6,93	6,64
FD/Ciro	1,38	1,50	1,44	1,35
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-5,03%	-2,31%	33,88%	25,16%
S&P 500 Endeks Göreceli	-6,61%	-14,26%	4,99%	-7,43%

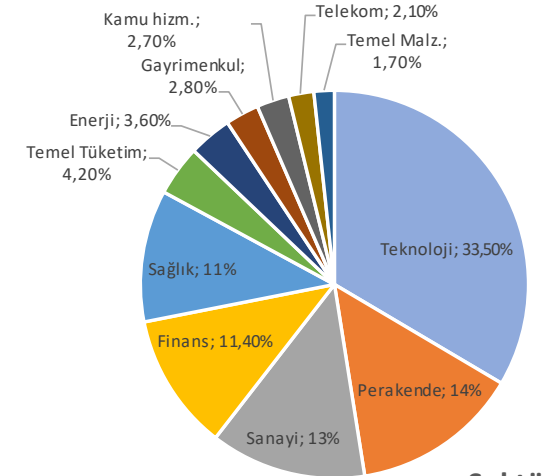
Kaynak: Bloomberg

Vanguard Russell 3000 Index Fund ETF (VTHR)

- Ağırlıklı büyüme hisse senetlerini içerip sabit getirili varlıkları içermeyen VTHR, VTHR, Russell 3000 Growth Endeksi'ni takip eder ve ABD büyüme hisselerini (küçük, orta ve büyük ölçekli) kapsar. Bu, gelir ve kazanç potansiyeli yüksek şirketlere yatırım yapma fırsatı sunar. ETF, teknoloji, tüketici ürünleri ve sağlık gibi yüksek büyüme gösteren sektörlerle yoğunlaşarak ekonomik büyümeden faydalanma imkânı sağlar. Vanguard'ın diğer büyüme odaklı ETFler (VOOG, VUG)'e kıyasla daha geniş bir sektör dağılımına sahip olup, bu tür agresif yöntemli ETF'lere kıyasla daha düşük riskli olup, ABD hisse senedi borsalarındaki yükseliş harekete yakalamak için ideal bir seçenek olduğunu düşünüyoruz. ETF'inde yer alan Apple, Microsoft ve Amazon gibi şirketler inovasyonları ve pazar liderlikleriyle bilinir.
- %0,10 oranlı yönetim ücretine sahip olan VTHR, benzer ETFlerin ortalama yönetim ücretinin %0,77 olduğunu göz önüne alındığında cazip bir yatırım olarak karşımıza çıkıyor. ETF'in yaklaşık %33'ü teknoloji, %14 perakende, %13 sanayi ve %11 finans sektörüne yatırım yapmakta. Bu sektörler borçlanma maliyetin düşmesinden en çok faydalanan sektörler olarak gözümüze çarpıyor.
- Ayrıca, genellikle Vanguard ETF'lerinde olduğu gibi, VTHR, sermaye kazancı dağıtımlarını minimize edecek şekilde yapılandırılmıştır. Bu da özellikle vergilendirilebilir hesaplar için avantajlıdır.

Temel Veriler

IOV ticker	VTHR.IV
Risk seviyesi (1-5)	4
Borsa fiyatı	271,35\$
1 ay getirisi	6,69%
3 ay getirisi	8,15%
12 ay getirisi	34,47%
YBB	27,68%
Hisse sayısı	2951
Medya Piyasa Değeri	185,3 milyar\$
Kar Büyüme Oranı	18%
F/K oranı	25,9
Özkaynak karlılığı	24%
Toplam net varlık (31/10/2024 itibarıyla)	4,1 milyar\$



Sektör Dağılımı

Yasal Çekince

Burada yer alan yatırım 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 yorum ve analizler 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.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir.

Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.