

Gedik Yatırım

16 Aralık 2024 Kurumsal Yatırım Zirvesi

Notları

24 Aralık 2024

Kurumsal Yatırım Zirvesi Notları

- AGESA
- Aksa Enerji
- Anadolu Efes
- Astor Enerji
- Coca Cola İçecek
- Doğan Holding
- Ford Otosan
- Kardemir
- Migros
- MLP Care
- Pegasus
- ŞiŖe Cam
- Turkcell
- Yapı Kredi Bankası



Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Agesa Hayat Emeklilik

AGESA TI / AGESA.IS	Öneri Yok			
Hedef Fiyat	-			
Hisse Fiyatı (TL)	149,60			
Yükseliş Potansiyeli (%)	-			
Piyasa Değeri (TL mn)	26.928			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2022/12	2023/12	2023/09	2024/09
Net Teknik Kar (IFRS)	784	1.377	915	2.415
Net Teknik Kar (SFERS)	134	(139)	(101)	419
Net Kar (IFRS)	1.127	1.944	1.377	2.798
Net Kar (SFERS)	834	1.374	1.010	1.901
Özsermaye Karlılığı (%)	66,3	62,3	62,5	66,5
F/K (x) (IFRS)	23,9	13,9	19,6	9,6
F/K (x) (SFERS)	32,3	19,6	26,7	14,2
PD/DD (x)	4,3	3,7	5,3	4,7

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

** Enflasyon muhasebesi etkisi hariç IFRS

- Toplam kar havuzu içerisinde, karın üçte biri yaklaşık %50/%50 TL ve döviz yatırım araçlarında olan BES emeklilik fonlarında, üçte biri TL bazlı kredi-hayat sigortalarında, kalan üçte biri ise tamamı döviz bazlı serbest hayat ürününden gelmektedir. Böylelikle Şirket'in değişen makro koşullarda dahi riskin dağıtılması sayesinde karlılık ve sağlıklı büyümesinin sağlandığı belirtilmiştir.
- Türkiye bireysel emeklilik pazarının düşük düzeyde bir penetrasyona sahip olduğuna, bu durumun demografik yapının sunduğu fırsatlarla birleşmesiyle BES'in yüksek bir büyüme potansiyeli olduğuna ve Şirket'in BES branşında büyümeye devam edeceği bildirildi.
- Kredi hayat sigortaları tarafında 2024 yılında kredilerde büyüme sınırlamaları olmasına rağmen prim üretiminin çok güçlü olduğu, 2025 yılında da kredi büyümesi üzerinde prim üretimi artışı beklendikleri belirtildi.
- SFERS raporlamasının BES tarafındaki sözleşme edinim maliyetlerini yıllara yaymadan direkt gider olarak yazdığı için dönemsellik açısından doğru bir raporlama yöntemi olmadığı ve BES tarafında şirketin büyüme stratejisi dolayısıyla büyümenin yüksek olduğu dönemlerde teknik zarar yazıldığı belirtildi. Şirket bu yüzden hem SFERS hem de IFRS raporlama paylaştıklarını ve IFRS raporlamanın dikkate alınmasının daha doğru olduğunu belirtti. Şirket ayrıca 1 Ocak 2025'e planlanan IFRS 17 ve IFRS 15 geçişlerinin bir yıl daha ertelenmesinin mümkün olduğunu belirtti.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar

Aksa Enerji



AKSEN TI / AKSEN.IS	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat	53,00			
Hisse Fiyatı (TL)	35,42			
Yükseliş Potansiyeli (%)	50%			
Piyasa Değeri (TL mn)	43.437			
Firma Değeri (TL mn)	67.148			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	35.172	28.125	35.802	41.949
artış	-60%	-20%	27%	17%
FAVÖK	7.953	7.462	10.761	13.633
marj	22,6%	26,5%	30,1%	32,5%
Net Kar	5.497	3.154	4.118	5.669
marj	15,6%	11,2%	11,5%	13,5%
Net Borç	15.989	24.852	26.145	25.847
FD/FAVÖK	7,5	9,2	6,5	5,1
F/K	7,8	13,8	10,5	7,7

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Görüşümüze göre: Özbekistan kapasitesinin 740 MW'dan 790 MW'ya çıkmış olması, FAVÖK tarafında ek olarak 10 milyon USD katkı sağlayacak. Ghana'nın çift yakıt dönüşümünün tamamlanması, FAVÖK'te 20 milyon USD katkı yapması bekleniyor. Talimerca'daki tam ölçekli ramp-up uygulaması, FAVÖK tarafında 50 milyon USD ekleyecek. 2025T dönemi, bu gelişmelerin toplamda FAVÖK'te 80 milyon USD'lik bir artış sağlamasını beklemekteyiz.
- 2025T'de yatırım harcamaları: Yatırım harcamalarının yaklaşık 500 milyon USD olması bekleniyor, çünkü firma agresif bir genişleme fazına girmektedir. Bu harcamaların, Kazakistan, Senegal, Kuması ve yerel yenilenebilir enerji yatırımlarına kanalize edilmesini beklemekteyiz.
- Yenilenebilir enerji kaynaklarının üretim portföyünde giderek daha büyük bir pay almasıyla FAVÖK marj gelişiminin istikrarlı bir şekilde iyileşmesini bekliyoruz; basitçe ifade etmek gerekirse, olgun bir üretim hattının 2026 mali yılı itibarıyla yaklaşık %32,5 FAVÖK marjına tekabül etmesini beklemekteyiz.
- Borç yönetimi tarafında: Net Borç/FAVÖK oranının 5x'i geçmemesi bekleniyor. Yukarıda belirtilen FAVÖK üretim beklentileri ışığında yüksek rölatif borçluluk oranlarında kademeli olarak normalizasyon beklemekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Anadolu Efes

AEFES TI / AEFES.IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat				376,00	
Hisse Fiyatı (TL)				229,50	
Yükseliş Potansiyeli (%)				64%	
Piyasa Değeri (TL mn)				135.888	
Firma Değeri (TL mn)				156.617	
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T	
Gelirler	159.877	229.456	305.176	357.055	
artış	3%	44%	33%	17%	
FAVÖK	27.045	36.159	44.860	55.004	
marj	16,9%	15,8%	14,7%	15,4%	
Net Kar	22.129	18.676	20.186	27.354	
marj	13,8%	8,1%	6,6%	7,7%	
Net Borç	25.251	21.957	20.547	17.412	
FD/FAVÖK	6,0	4,4	3,5	2,8	
F/K	2,3	7,3	6,7	5,0	

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2024 yılında, Rusya'da artan maliyetler nedeniyle şirket hafif bir marj daralması yaşadı. Diğer yandan, Net İşletme Sermayesi/gelir oranı, başarılı operasyonel yönetim sayesinde %12 azalmıştır. Bu durum, şirketin operasyonel nakit yaratma potansiyelini ortaya koymaktadır. Nakit akışı, FAVÖK ile paralel bir şekilde ilerlemektedir.
- 2025 yılı için yapılan tahminlerde, genel pazar büyüklüğünün düşük tek hanelerde artacağı öngörülmektedir. Rusya pazarında fiyat artışlarının %7-8 yerine orta çift haneli seviyelerde olacağı tahmin edilmektedir. Bu artışın temel nedeni, artan maliyetlerin karşılanması ve litre başına ÖTV'nin 1 ruble yerine 26-30 rubleye artmasıdır Türkiye pazarında ise fiyat artışlarının yeniden değerlendirilecek vergiler ve artan maliyeti karşılamak amacı ile ÜFE'nin biraz üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Maliyetlerin gelir oranına kıyasla sabit kalacağı tahmin edilmektedir. FAVÖK ve brüt kâr paralel bir artış göstermesi beklenirken, Türkiye Bira için FAVÖK marjının düşük-orta 20'ler seviyesinde kalması beklenmektedir. Rusya ve Kazakistan pazarlarında ise 2025 yılında ufak FAVÖK marjı düşüşleri olabilir.
- Konsolide bira marjında 1-1.5 baz puan oranında bir yurtdışı bazlı düşüş öngörülse de satışlardaki artışla FAVÖK büyümesinin devam edeceği ifade edilmiştir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Astor Enerji

ASTOR TI / ASTOR.IS		Öneri Yok		
Hedef Fiyat				-
Hisse Fiyatı (TL)				107,10
Yükseliş Potansiyeli (%)				-
Piyasa Değeri (TL mn)				106.886
Firma Değeri (TL mn)				101.713
Finansal Göstergeler				
TL mn	2022/12	2023/12	2023/09	2024/09
Gelirler	13.784	16.914	15.888	18.538
artış	0%	23%	0%	17%
FAVÖK	3.616	5.797	5.922	6.051
marj	26,2%	34,3%	37,3%	32,6%
Net Kar	2.040	4.598	2.362	3.467
marj	14,8%	27,2%	14,9%	18,7%
Net Borç	1.269	-2.629	-2.365	-5.172
FD/FAVÖK	29,9	18,0	12,5	12,7
F/K	52,4	23,2	32,4	14,5

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, 2025 yılı için USD1.03 milyar, 2026 yılı için ise USD1.25 milyar gelir hedeflemekte olup, 2026 yılı kar marjlarının 2024 seviyelerinde kalması beklenmektedir. Mevcut backlog 558 milyon USD seviyesinde olup, uzun vadeli hedef, küresel pazar payını %1'den %1.5'e çıkarmaktır. Şirket, önümüzdeki 3-5 yıl boyunca USD bazında gelir artışını sürdürmeyi hedeflemektedir.
- Astor, Ankara'da USD200 milyonluk bir tesis yatırımı yapmayı planlamakta ve bunun için EUR75 milyon finansman kullanacak, 2 yıl ödemesiz dönemle toplam vade 7 yıl olacaktır.
- Bu yeni yatırımla, 500 yeni çalışan eklemeyi, asgari ücretten %30-35 oranında yıllık artış beklemekte ve geçici olarak net nakit pozisyonunu korumayı planlamaktadır. 2025 yılı için planlanan yatırım harcamaları yaklaşık 150 milyon USD, 2026 yılı için ise 20-25 milyon USD civarındadır, ayrıca efektif vergi oranının 18%'den 16%'ya düşmesi beklenmektedir.
- Bu görünüm, arz ve talep arasındaki fark, teslimat sürelerinin uzaması, yenilenebilir enerji kaynaklarının büyümesi, genel enerji ihtiyacındaki artış, elektrikli araç sayısındaki artış ve trafo altyapısının yenilenmesi ihtiyacı ile desteklenmektedir. Bu açıklanan rakamlar, yaklaşık olarak 2025T için 7.6x FD/FAVÖK çarpanına tekabül etmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar

Coca Cola İçecek



CCOLA TI / CCOLA.IS		Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat				84,20	
Hisse Fiyatı (TL)				58,75	
Yükseliş Potansiyeli (%)				43%	
Piyasa Değeri (TL mn)				164.387	
Firma Değeri (TL mn)				189.104	
Finansal Göstergeler					
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T	
Gelirler	101.042	134.254	178.275	232.771	
artış	8%	33%	33%	31%	
FAVÖK	17.918	23.846	30.264	40.642	
marj	17,7%	17,8%	17,0%	17,5%	
Net Kar	20.580	15.445	19.794	22.877	
marj	20,4%	11,5%	11,1%	9,8%	
Net Borç	20.256	22.911	32.444	45.691	
FD/FAVÖK	10,3	7,9	6,5	5,2	
F/K	3,7	10,6	8,3	7,2	

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirketin 2025'deki ana temasının pazar payı artışı ve ekonomik fiyatlama olacağını düşünmekteyiz. Bu bağlamda satış hacmi büyümesi tek çift haneli seviyelerde gerçekleşebilir.
- 2025'deki Pazar payı artışı stratejisi ile fiyatlama enflasyonun gerisinde kalabilir. Ancak, şirketin maliyetlerinin %75-80'inin belirli olması/ve hedgelenmesinden dolayı FAVÖK marjında önemli bir değişiklik beklenmemektedir. Ürün, kategori, ve kanal bileşenleri stratejilerinin de marjlara destekleyici etki yapmasını beklemekteyiz.
- Şirket başarılı işletme sermayesi yönetimiyle 2025'de de nakit yaratmaya devam etmesini bekleriz.
- Şirket, uluslararası benzerlerine kıyasla 2025T FD/FAVÖK çarpanında %61, 2025T F/K oranında ise %44 iskontolu işlem görmekte olup dünyada en iskontolu şişeleme şirketlerinden biridir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar

Doğan Holding



DOHOL TI / DOHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	21,50
Hisse Fiyatı (TL)	15,25
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-46%
Piyasa Değeri (TL mn)	39.909
Firma Değeri (TL mn)	22.369

Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	296,6	4.678	6.019	8.379
marj	27,77%	1477,3%	28,7%	39,2%
HB Temettü	0,26	0,1	0,3	0,3
Tem. Verimi	1,69%	0,3%	1,6%	2,0%
Özsermaye Karlılığı(%)	0,6	7,3	7,9	9,3
F/K (x)	98,5	8,5	6,6	4,8
PD/DD (x)	0,44	0,6	0,5	0,4

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Hepiyi Sigorta aracılığıyla sigorta sektöründeki pazar payı kazanımları, Galatawind aracılığıyla yenilenebilir enerji sektörüne yapılan yatırımlar ve madencilik sektörüne yapılan son yatırımlar önümüzdeki birkaç yıldaki ana büyüme katalizörleridir.
- Karel'in borçluluk oranında zorluklar yaşanmasına rağmen, Daiichi'nin entegrasyonu sayesinde daha çeşitlendirilmiş ve katma değerli ürün yelpazesıyla birleşen kapasite genişletme ve modernizasyon yatırımları, endüstriyel segmentin gelecekteki nakit akışını da destekleyebilir. Holding, SAIC ile hafif araç üretim tesisi kurma çabalarını sürdürürken, Eylül 24'te motosiklet üretim yatırımını tamamladı.
- Eylül 24 itibarıyla solo net nakit 598 milyon USD'dir. Yönetim, esas olarak "daha düşük marjlı işletmelerden çıkış ile daha kârlı ve nakit üretimi daha güçlü sektörlerdeki "organik/inorganik büyüme" üzerine odaklanan stratejilerini vurguladı. Bu nedenle, NAD kompozisyonunun gelecek yıllarda değişmesi bekleniyor.
- Hisse senedi, 2025 beklentilerimize göre 6,6x F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız 0,52x'lik 1 yıllık ileri PD/DD çarpanı ve ~%8'lik bir özsermaye kârlılığına sahip olduğunu gösteriyor. Şirket payları, toplam varsayımsal NAD'ına göre ~%46 iskonto ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Ford Otosan

FROTO TI / FROTO.IS		Endekse Paralel Getiri		
Hedef Fiyat				1098,56
Hisse Fiyatı (TL)				930,50
Yükseliş Potansiyeli (%)				18%
Piyasa Değeri (TL mn)				326.522
Firma Değeri (TL mn)				425.718
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	411.906	625.586	787.762	1.055.160
artış	28%	52%	26%	34%
FAVÖK	42.710	44.049	56.877	75.282
marj	10,4%	7,0%	7,2%	7,1%
Net Kar	49.056	41.901	50.457	57.309
marj	11,9%	6,7%	6,4%	5,4%
Net Borç	82.237	85.518	97.206	109.518
FD/FAVÖK	9,6	9,4	7,4	5,8
F/K	5,1	7,8	6,5	5,7

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Otomotiv pazarıyla ilgili olarak 2025 yılına ait Ford Otosan'ın henüz resmi bir beklentisi oluşturulmamıştır. Fakat enflasyonla mücadele politikaları çerçevesinde uygulanan sıkı para politikaları nedeniyle otomotiv pazarındaki oyuncuların genel beklentisi, 2024'te 1,2 milyon adet civarında olabileceği tahmin edilen otomotiv iç pazarının 2025'te 1 milyon adet seviyesine gerileyebileceği yönündedir (Gedik beklentisi: 924 bin adet).
- Avrupa'da binek ve ticari araç pazarı 2024'ün ilk dokuz ayında sırasıyla %1 ve %5 büyümüştür; fakat 3. çeyrekte Avrupa pazarında zayıflama sinyalleri gelmiştir.
- 2024'ün ilk dokuz ayında Ford Otosan'ın yurt içi satış adetleri ve gelirlerinde sırasıyla %16 ve %21 daralma gerçekleşmiştir. İhracat satış adetleri ve gelirlerinde ise sırasıyla %8 ve %5 büyüme gerçekleşmiştir. Toplam Kapasite Kullanım Oranı %82 olarak gerçekleşmiştir (Türkiye: %78, Romanya: %88).
- Ford Otosan, ürettiği tüm araçların elektrikli versiyonlarını 2025'te pazara sürmüş olacaktır, 1 tonluk ticari aracın kapasitesi 405 bin adede ve şirketin toplam kapasitesi 900 bin adedin üzerine çıkacaktır.
- 4Ç23'te pazara sürülen ticari araçlar yeni nesil Custom ve yeni nesil Courier'in performanslarının 2024'e nazaran 2025'te daha kuvvetli olması beklenmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Kardemir

KRDMD TI / KRDM.D.IS	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat	40,54			
Hisse Fiyatı (TL)	28,16			
Yükseliş Potansiyeli (%)	44%			
Piyasa Değeri (TL mn)	21.971			
Firma Değeri (TL mn)	22.637			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	51.621	59.236	74.848	87.318
artış	39%	15%	26%	17%
FAVÖK	2.197	4.421	7.073	8.671
marj	4,3%	7,5%	9,4%	9,9%
Net Kar	1.087	-3.670	3.599	4.019
marj	2,1%	-6,2%	4,8%	4,6%
Net Borç	-3.471	4.762	5.216	3.720
HB Temettü	0,00	0,48	0,64	1,22
Tem. Verimi	0,0%	1,2%	1,6%	3,0%
FD/FAVÖK	6,5	8,3	5,3	4,1
F/K	23,2	a.d.	0,0	0,0
PD/DD	0,6	0,6	0,6	0,5

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yönetim'in 4Ç ton başına FAVÖK beklentisinin 3Ç finansallarına kıyasla daha iyimser olduğunu anlıyoruz. Ancak, çelik piyasası/talep dinamiklerine baskı yapan makroekonomik konjonktürde hala büyük bir değişiklik bulunmuyor. 2025 beklentilerinde; hem hacim hem de karlılık açısından bir boğa senaryosu çizilmiyor; ancak ürün kârlılıklarında yukarı doğru normalleşmeyi temel senaryo olarak kullanıyorlar.
- Önümüzdeki yıl Çin hükümetinden yeni bir ekonomik teşvik paketi bekleniyor. Bunun yeterliliği şu anda sadece çelik piyasası için değil, aynı zamanda küresel büyüme görünümü için de ana konu. Ayrıca, yönetim ABD'nin çelik ürünlerine yönelik mevcut ve beklenen tarife politikasından Kardemir için olumsuz bir piyasa sonucu beklemiyor. Aksine, Türkiye, İsrail ve Suudi Arabistan gibi çeşitli ülkelerin mevcut makroekonomik ve politik ortam nedeniyle beklenen tarife eylemlerinden olumlu yararlanabileceğini vurguladılar.
- Yeni uluslararası ticaret rotaları (Basra Körfezi, Orta Doğu, Anadolu vb.) ve Türkiye'deki (hızlı tren projeleri vb.) önümüzdeki birkaç yıl içinde demir yolu ve tekerlek satış hacmini destekleyebilir. Bu ürün grubundaki rekabetin nispeten daha sınırlı olduğunu ve Kardemir'in uzun vadede pazar avantajını elde edebileceğini anlıyoruz. Bu nedenle, yönetimin de orta-uzun vadede talebe bağlı olarak kapasite artırımını düşündüğünü anlıyoruz.
- Yenilenebilir enerjiye yapılan yatırımların önümüzdeki birkaç yıl içinde devam etmesi bekleniyor, bunun başlıca nedeni Şirketin uzun vadeli emisyon hedefleridir. Bu tür yatırımlar enerji maliyetlerini de düşürebilir. Şu anda Şirketin enerji ihtiyacının yaklaşık %60'ı iç kaynaklardan karşılanıyor. Sabit kıymet ve modernizasyon yatırımları ise 2026 yılından itibaren hızlanabilir.
- Filyos Limanı'ndaki lojistik endişeler, yol ihalesinin ardından 1Ç25'te çözülebilir. Anladığımız kadarıyla limanın yaklaşık üçte biri Kardemir'in yararına açılabilir (kiralama/işletme konusunda bilgi veya gelişme yok). Liman kullanımının uzun vadede Kardemir'in satış bölgelerini genişleteceğini ve ton başına daha düşük lojistik maliyeti sağlayacağını düşünüyoruz.
- 2023'ten daha düşük döviz bazlı borçlanma maliyeti, 2025'te net kar üzerindeki baskıyı azaltabilir. Yönetim, yılı «net borç pozisyonu» ile tamamlamayı bekliyor. (tahminlerimizle uyumlu)

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Migros

MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				799,00
Hisse Fiyatı (TL)				487,50
Yükseliş Potansiyeli (%)				64%
Piyasa Değeri (TL mn)				88.264
Firma Değeri (TL mn)				83.846
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	181.674	325.386	431.454	515.024
artış	29%	79%	33%	19%
FAVÖK	3.221	14.313	21.224	28.121
marj	1,8%	4,4%	4,9%	5,5%
Net Kar	8.829	7.123	11.751	13.668
marj	4,9%	2,2%	2,7%	2,7%
Net Borç	-3.461	-6.365	-7.838	-10.158
FD/FAVÖK	26,3	5,7	3,8	2,8
F/K	5,2	12,4	7,5	6,5

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Görünüm ve tahminlerimiz: Şirket 2024 yılında satış gelirlerinde %76-78 (Gedik: %79) artış öngörmektedir. Yılın başında yapılan ücret artışlarının düşen etkisi, daha olumlu marj görünümü için temel katalizör olarak öne çıkmakta. Buna ek olarak, ilk üç çeyrekte FAVÖK marjının %4.9 olması ve mevsimsel olarak ikinci yarının sezonsallıktan dolayı daha yoğun bir dönem olması nedeniyle, 2024'ün son çeyreğinde de güçlü bir dönem geçireceğine işaret etmektedir. Marj beklentimizin, şirketin marj beklentisinden daha düşük olması ile tahminlerimizde muhafazakâr olduğumuzu da belirtmek isteriz (Şirket beklentisi %5).
- Online satışlar toplamın %18.2'sini oluşturmakta ve büyüme evresinin devam etmesi beklenmektedir.
- Şirket 2024 yılında organize gıda perakendede 40 baz puan toplam gıda perakende de 60 baz puan Pazar payı kazanmıştır.
- Şirketin 2024 yılında beklentiye paralel 350 yeni mağaza akması beklenmektedir.
- 2024 yılında yatırım harcamaları çoğunlukla büyümeyi destekleyen depo harcamalarına yönlendirilmiş, ve şirket 10 yeni depo faaliyete almıştır.
- 2026 yılının sonunda şirket kullandığı enerjinin 1/3'ünü kendi üretmeyi planlamaktadır.
- Hisse 2025 beklentilerimize göre 8.1x F/K and 4.1x FD/FAVÖK çarpanlarında, benzerlerinden ıskontoda, işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



MLP Care

MPARK TI / MPARK.IS		Endekse Paralel Getiri		
Hedef Fiyat				455,00
Hisse Fiyatı (TL)				376,00
Yükseliş Potansiyeli (%)				21%
Piyasa Değeri (TL mn)				71.821
Firma Değeri (TL mn)				75.597
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	22.449	38.950	41.205	51.820
artış	19%	74%	6%	26%
FAVÖK	5.784	9.928	13.145	15.960
marj	25,8%	25,5%	31,9%	30,8%
Net Kar	4.530	5.537	6.324	7.864
marj	20,2%	14,2%	15,3%	15,2%
Net Borç	4.406	3.140	3.314	3.182
FD/FAVÖK	13,2	7,6	5,7	4,7
F/K	4,8	13,0	11,4	9,1

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, 2025T için TMS-29'a göre gelir beklentisini yaklaşık TL3.9-4 milyar, FAVÖK tarafında TL10.1 milyar ve net karı TL5 milyar olarak öngörmekte olup, hastane yeniden değerlemelerinden kaynaklanan TL1.2 milyar tutarında bir defaya mahsus net kar katkısı beklentisi bulunmaktadır. 2025T için, ciro, FAVÖK ve net karın bir önceki yıla göre reel olarak %10 oranında artması bekleniyor, ancak bir defaya mahsus kazançlar hariç net karın yatay kalması öngörülüyor.
- Önümüzdeki 2-3 yıl içinde yaklaşık 6-7 yeni hastanenin grup bünyesine katılması, bunlardan 2'sinin 2025T içinde açılması bekleniyor ve her bir hastane için yaklaşık 200 yatak kapasitesi öngörülüyor. Bu durum, grup yatak kapasitesinde %25'lik bir artışı yansıtacak. 2025T için yatırım harcamalarının ciroya oranı %10 civarında olması bekleniyor ve bunun yarısının bakım için ayrılması planlanıyor.
- 2025T'de Topkapı ve Bursa hastanelerinin finalize olması, FAVÖK marjının ise yıl için %25-26 civarında olması öngörülüyor.
- 2024 yılına ait yeni satın alınan hastanelerin (Gebze, Ataşehir, İzmir ve Ankara İncek) 2025'in 1. yarısı itibarıyla tam katkı göstermesi bekleniyor. Ayrıca, yurt dışı alımlarının (Budapeşte, Dubai, Kosova) ise 3. çeyrekte tam ölçekli katkı sağlaması bekleniyor.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Pegasus Hava Taşımacılığı

PGSUS TI / PGSUS.IS	Endekse Paralel Getiri			
Hedef Fiyat	234,00			
Hisse Fiyatı (TL)	217,30			
Yükseliş Potansiyeli (%)	8%			
Piyasa Değeri (TL mn)	108.650			
Firma Değeri (TL mn)	210.603			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	70.532	112.014	138.451	153.004
artış	65%	59%	24%	11%
FAVÖK	21.626	32.350	39.973	40.045
marj	30,7%	28,9%	28,9%	26,2%
Net Kar	20.908	13.813	16.225	17.962
marj	29,6%	12,3%	11,7%	11,7%
Net Borç	84.905	109.141	137.317	147.512
FD/FAVÖK	9,0	6,7	6,2	6,4
F/K	3,1	7,9	6,7	6,0

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Ukrayna/Lübnan/Rusya/İsrail hava sahalarının yeniden açılması durumunda, şu an için yüzeysel olsa da, trafik büyümesinde bir artış olasılığı makul gözükmemektedir.
- Petrol görünümünün mevcut mali yıl gelişmeleri doğrultusunda sürdürülebileceği, enflasyon ve EURTL seyrinin ise daha dostane bir maliyet yönetimi ortamı yaratabileceği ve bu durumun önümüzdeki yıl CASK-yakıt maliyetlerini yumuşatabileceği bekliyoruz.
- 2024T için AKK büyümesinin şirketin yönlendirmesinin üst bandı olan %12-14 seviyelerinde oluşmasını bekliyoruz; 2025T için ise 9 yeni uçak eklemesi, AKK tarafında yıllık %10'luk düşük çift haneli büyüme sağlanmasına olanak tanıyacaktır.
- Şirketin nispeten yüksek borçluluk oranı, 2024T'de zirve yapmış gibi görünüyor, çünkü yüksek yatırım harcamaları döngüsünün büyük ölçüde yıl boyunca gerçekleştirilmiş olması, Net Borç/FAVÖK oranının önümüzdeki dönemde kademeli olarak düşmesini olası buluyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar



Şişecam

SISE TI / SISE.IS		Endekse Paralel Getiri		
Hedef Fiyat				47,31
Hisse Fiyatı (TL)				44,28
Yükseliş Potansiyeli (%)				7%
Piyasa Değeri (TL mn)				135.639
Firma Değeri (TL mn)				211.891
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	151.994	180.165	239.501	299.616
artış	-11%	19%	33%	25%
FAVÖK	20.727	12.303	16.424	22.369
marj	13,6%	6,8%	6,9%	7,5%
Net Kar	17.121	8.810	11.923	16.283
marj	11,3%	4,9%	5,0%	5,4%
Net Borç	54.918	66.631	70.773	87.327
FD/FAVÖK	9,2	16,4	12,6	10,0
F/K	8,3	15,4	11,4	8,3

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2024 yılı yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, sıkı para politikası ve jeopolitik belirsizlikler nedeniyle zorlu pazar koşulları ortaya koymuştur. Çin'deki düşük büyüme, Avrupa'da talebin yeterince kuvvetlenememesi ve ABD'deki seçim belirsizliği de ilave güçlükler yaratmıştır.
- Döviz kurlarındaki artışın enflasyonun önemli ölçüde gerisinde kalması ihracatçı şirketlerin rekabet avantajının bir miktar azalmasına neden olmuştur. TAS-29 enflasyon muhasebesi uygulamasına geçilmiş olması da finansal sonuçların zayıf gelmesinin bir diğer sebebi olmuştur.
- Bu şartlar altında Şişecam'ın net gelirleri 9A24'te reel olarak %7 azalmış, FAVÖK marjı da %15'ten %7'ye gerilemiştir.
- 2025'in ilk yarısında pazar şartlarının önemli ölçüde değişmesi beklenmemektedir. Şişecam maliyet düşürücü tedbirler almaya devam ederek kar marjlarını daha yüksek seviyelere taşımayı hedeflerken faaliyet süreçlerindeki üst düzey verimliliğini devam ettirecektir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar

Turkcell



TCELL TI / TCELL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				139,78
Hisse Fiyatı (TL)				90,70
Yükseliş Potansiyeli (%)				54%
Piyasa Değeri (TL mn)				199.540
Firma Değeri (TL mn)				218.578
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	107.116	168.162	230.464	296.665
artış	19%	57%	37%	29%
FAVÖK	47.053	71.002	99.213	128.708
marj	43,9%	42,2%	43,0%	43,4%
Net Kar	12.554	27.087	16.405	33.889
marj	11,7%	16,1%	7,1%	11,4%
Net Borç	34.285	18.715	36.715	51.719
FD/FAVÖK	5,0	3,1	2,4	2,0
F/K	7,7	7,4	12,2	5,9

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2022 ve 2023, yüksek enflasyon ortamı nedeniyle Şirket için zorlu yıllardı. Abone sözleşme yenilemeleriyle fiyat yansıtılmalarını takiben, 2024 yılı sıkı para politikası ve jeopolitik gerginliklerdeki artış nedeniyle çoğu sektör için zorlu olmasına rağmen Turkcell için güçlü bir yıl oldu. Yönetim, 2025'te reel büyüme ve güçlü operasyonel marj görünümünün devam etmesini bekliyor ancak şirket rehberliği (2025 guidance'ı) 4. çeyrek sonuçlarıyla sağlanacaktır.
- Şirket'in 5G ihalesinin yaratacağı yatırım ihtiyacı ve bunun finansallar üzerindeki etkisine ilişkin bu aşamada rehberliği bulunmamaktadır. Ancak; 4.5G'nin standart kullanıcıların beklentilerinin çoğunu karşılaması nedeniyle 5G'ye geçişte (haneler için) daha yavaş bir tempo bekleniyor. 4.5G hizmetinin 1 Nisan 2016'da başladığını ve 3G teknolojisinden 4.5G'ye geçişin hızlı olduğunu ve geçişin %90'ının sadece bir yılda tamamlandığını hatırlatmak isteriz; zira 4.5G günlük kullanımda 3G teknolojisine kıyasla oldukça önemli bir dolaşım hızı seviyesi sunuyor.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 2,5x FD/FAVÖK ve 12,8x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Şirketin finansal kaldıraçındaki sağlıklı düşüş nedeniyle net kâr tahminimiz şu aşamada muhafazakar kalmış olabilir. 2025'te 5G ihalesini finanse etmek için önceden yüklenmiş dış kaynak ihtiyacı olacağını varsayıyoruz. Ancak Şirket, 5G ihalesinin önemli bir bölümünü kendi iç kaynaklarından finanse etme konusunda artık daha fazla kapasiteye sahiptir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Katılımcı Şirketlere Dair Kısa Notlar

Yapı Kredi Bankası



YKBNK TI / YKBNK.IS	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat	40,46			
Hisse Fiyatı (TL)	28,24			
Yükseliş Potansiyeli (%)	43%			
Piyasa Değeri	238.545			
Finansal Göstergeler				
TL mn	2023	2024T	2025T	2026T
Swap Düz. NIM	5,4%	0,8%	4,0%	5,8%
Net Kar	68.009	30.377	66.467	114.711
artış	29%	-55%	119%	73%
Özsermaye Karlılığı	46%	16%	31%	38%
F/K	1,7	7,9	3,6	2,1
PD/DD	1,3	1,2	0,9	0,6

* 23/12/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 4.çeyrekte kredi-mevduat makasındaki toparlanmanın iyi gittiğinden karlılık tarafında ise ayrılan karşılık miktarının belirleyici olacağından bahsedildi.
- Banka'nın net faiz marjının 2024'te ek fonlama (kısa vadeli repo/swap gibi) ve kaldıraç yaratmanın limitli kalan marjinal getirisi sebebiyle geride kaldığı belirtildi. Bu bilanço yapısı sayesinde de, faiz indirimleri ile birlikte, net faiz marjında sektör üstünde bir toparlanma beklenildiğinden bahsedildi.
- 2025 yılında komisyon gelirleri/ operasyonel giderler rasyosunun bir miktar düşmesi beklenmektedir.
- 2024'te tahsilatların güçlü seyrettiğinden bu yüzden sadece tahsili gecikmiş alacak girişi ile değil çok fazla tahsilat dosyası kalmadığı için 2025'te tahsilatlardaki düşüşten de kaynaklı kredi risk maliyetinin artabileceği ve 2025'te net kredi risk maliyetinin 150-200 baz puan aralığında olabileceği belirtildi.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	ali.akkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Araştırma Direktörü	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingleler, Petrol Ürünleri, İnşaat Taahhüt, Demir-Çelik, Madencilik, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Burak Pırlanta	Uzman	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	burak.pirlanta@gedik.com
Yunus Emre Yenikalaycı	Uzman	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	yunus.yenikalayci@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com
Samican Özbek	Stajyer	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	samican.ozbek@gedik.com

Yasal Uyarı

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

Bizi Takip Edin



www.gedik.com

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/channel/UC...)



[/gedikyatirim](https://twitter.com/gedikyatirim)



 **TVF** | **GedikYatırım**
Voleybol Milli Takımlar Ana Sponsoru