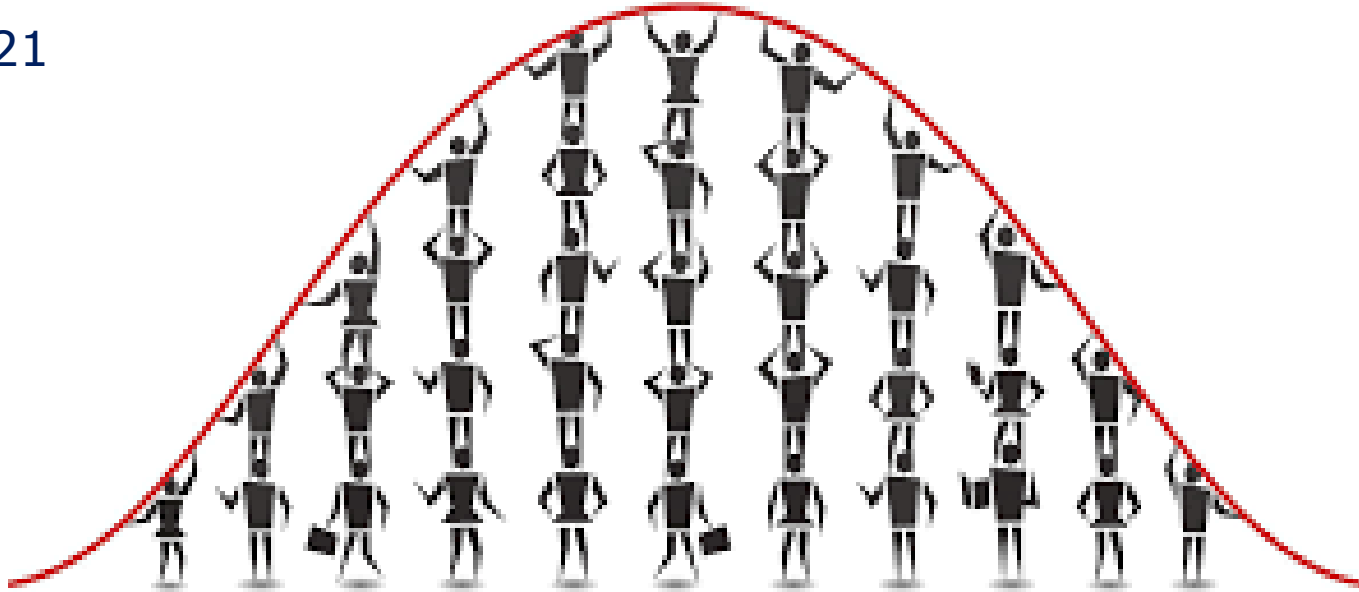

Hisse Senedi Stratejisi

Çeyreksele Değerlendirme

Ekim 2021



Kısa vadeli riskler, henüz fiyatlanmayan fırsatlar

Yerel risklerin büyük ölçüde fiyatlanmış olması uzun vade için fırsat mı ?

Erken faiz indirimi Türkiye'yi negatif ayrıştırıyor

Gelişmekte olan Merkez Bankalarının enflasyondaki yükselişe karşı faiz artırmaya başladığı bir ortamda Türkiye Merkez Bankası'nın enflasyon yükselirken Eylül ayında itibaren 300 baz puan faiz indirimine gitmesi Türkiye varlıklarını geliştirmekte olan ülkelerden negatif ayrıştırmaya devam ediyor. Türk lirası, 10 yıllık tahviller ve banka ve holding hisseleri satış dalgasında öncü rol oynuyor. Yabancı payı son yıllardaki en düşük seviyelerinde olsa da, yabancı satışları sığ piyasalarda varlık fiyatlamalarında önemli dalgalanmalara yol açabiliyor. Özellikle para politikasında öngörülebilirliğin artmadığı bir senaryoda yabancı çıkışları devam edebilir.

Doğal Gaz ve Petrol Fiyatlarındaki artış önemli bir risk faktörü

İthalatta önemli bir paya sahip doğal gaz ve petrol fiyatlarında son dönemde görülen arz kaynaklı sıçramalar diğer önemli bir risk faktörü. Artan maliyetler cari açığı artırırken, halihazırda büyük kısmı bütçeden karşılanan fiyat artışlarının tüketicilere yansımaları enflasyon görünümünü bozabilir.

Politika belirsizliği makro cephede pozitif haber akışını gölgeliyor

Enflasyon dışındaki makro ekonomik veriler Türkiye varlıklarının negatif ayrışmasını desteklemiyor. 2021 yılında %9'luk bir büyüme ile Hindistan'dan sonra en hızlı toparlanan ülke konumundayız. Önceki dönemlerin tersine büyüme cari dengede ve finansman girişinde hızlı bir toparlanma ile eşanlı olarak gerçekleşiyor. Swap ve IMF para girişi hariç rezerv rakamı 4 ayda 20 milyar dolara yakın yükseldi.

Pandemi sürecini iyi yöneten şirketler karlarını artırmayı başarıyor

Önde gelen BIST şirketleri pandemi sürecini oldukça iyi yönettiler. Üretimin kesintisi devam etmesi, tedarik ve lojistik sorunlar yaşayan Avrupalı firmaların alımlarını birçok sektörde Türkiye'ye yöneltmesini tetikledi. Güçlü dış talep ve zayıf Türk lirası ihracatçı şirketlerin son yılların en iyi dönemini geçirmesini sağlıyor. Çok sayıda halka açık firma son yıllarda döviz açık pozisyonlarını azaltarak kurdaki son dalgalanmaların bilançolarına yapacağı tahribatı sınırlamış oldu.

Çarpanlardaki gerileme kar artışının hisse fiyatlarına yansımalarını engelledi

Makro riskler nedeniyle değerlendirme çarpanlarındaki gerileme karlıktaki artışın hisse fiyatlarına yansımalarını engelledi. Çok sayıda BIST şirketinin geçmiş ortalama çarpanlarına ve uluslararası benzer şirket çarpanlarına göre iskontolarının derinleştiğini görüyoruz (Sayfa 6). Şirketlerin güçlü performansına rağmen makro riskleri nedeniyle çarpanlardaki daralma, ekonomi politikalarının normalleştiği ve öngörülebilirliğin arttığı bir senaryoda önemli bir artış potansiyeline işaret etmekte.

Zayıf TL, yüksek enflasyon ve artan enerji fiyatları ana yatırım temalarımı

Olası normalleşme senaryosundan en çok yararlanacak şirketler

Yakın vadede olası riskleri ve fırsatları göz önünde bulundurarak oluşturduğumuz ve dinamik olarak yönettiğimiz En Çok Önerilenler listemizin yanısıra, orta uzun vadede normalleşme senaryosunda iyi performans göstereceğini düşündüğümüz 10 hisselik ilave bir portföye de yer verdik. <https://arastirma.isyatirim.com.tr/2021/10/15/bistde-goz-ardi-edilmeyecek-kadar-iskontolu-olan-10-hisse/>

Yüksek oynaklık ve global riskler hisse seçiminin önemini artırıyor

Zayıf TL , yüksek enflasyon, global enerji fiyatlarında artış ve tedarik sıkıntıları yakın vadede ana yatırım temalarımız. Pandemi sonrası toparlanma beklentisi ile model portföyümüze dahil ettiğimiz Tav Havalimanları (**TAVHL.IS**), havacılık sektöründe en çok tercih ettiğimiz hisse olmaya devam ediyor. Sisecam (**SISE.IS**) ve Vestel Beyaz'ı (**VESBE.IS**) gelirlerinin önemli bir kısmının döviz bazlı olması ve halen cazip değerlemeleri sebebiyle portföyde tutmaya devam ediyoruz. Benzer sebepler ile Kardemir'i de (**KRDMD.IS**) listemize ekledik. Yüksek enflasyon temamızla uyumlu olan BIMAS (**BIMAS.IS**) benzer şirket çarpanlarına ve tarihsel ortalama çarpanlarına göre halen iskontolu işlem görüyor. Son dönemde fazlasıyla cezalandırıldığını düşündüğümüz Logo Yazılım (**LOGO.IS**) hisseleri için güçlü yıl sonu beklentilerimizde bir değişiklik yok.

Bankaları (Garanti Bankası (**GARAN.IS**) ve Akbank (**AKBNK.IS**)) bozulan makro dengeleri büyük ölçüde fiyatlamış olmaları sebebiyle portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Marjların üçüncü çeyrekte toparlanmaya başlaması, faiz indirimlerinin marjları daha da olumlu etkilemeye başlaması ve aktif kalite gelişiminin beklentilerin ötesinde olumlu gidişatı nedeniyle karşılık giderlerinin geçtiğimiz iki yıla göre çok düşük düzeyde seyretmesi banka karlılıklarını çok olumlu etkiliyor. Temel beklentilerinde bir bozulma görmediğimiz ve diğer sigorta şirketlerinden karlılık anlamında olumlu ayrışan Türkiye Sigorta (**TURSG.IS**) 'yı portföyde tutmaya devam ediyoruz. Öte yandan, döviz ağırlıklı gelirleri ve büyüyen taahhüt işleri ile birlikte yüksek artış potansiyeli sunan Enka'yı (**ENKA.IS**) listemizde tutmaya devam ediyoruz.

MSCI TR endeksi dip seviyelerine yakın

MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi (Haftalık periyot)



MSCI Dünya Endeksi (Haftalık periyot)



MSCI Türkiye Endeksi (Haftalık periyot)



MSCI TR endeksi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden olumsuz ayrılmaya devam ediyor

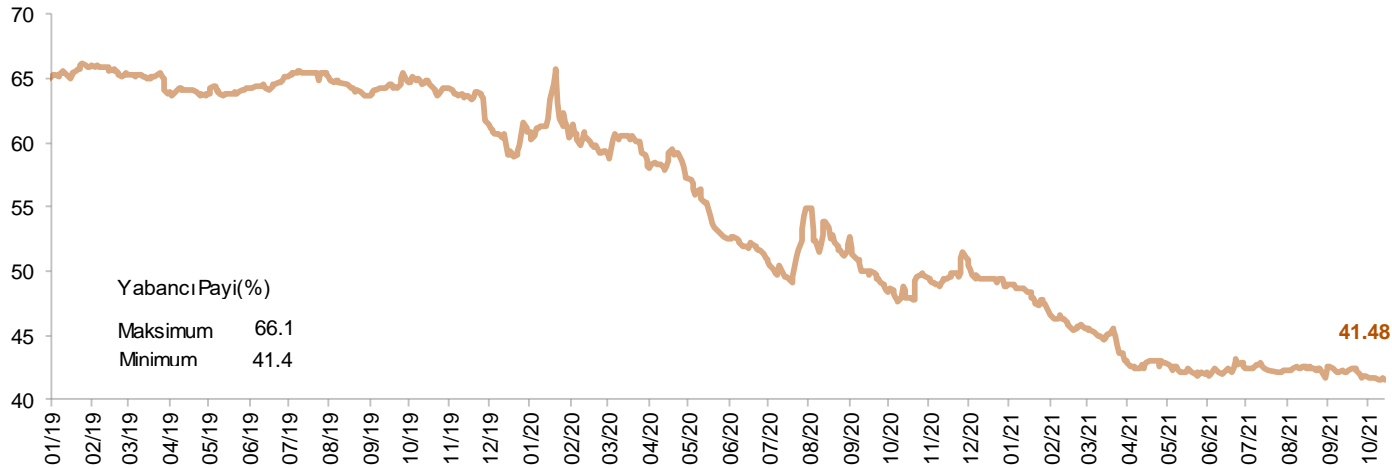
Kaynak: Matriks

BIST'de Yabancı Payı ve TL Volatilitesi

4



Para politikasındaki belirsizlik yabancı yatırımcıların çıkışını tetikliyor



Kaynak: Bloomberg, Matriks



Yabancı Payı En Çok Azalan Hisseler

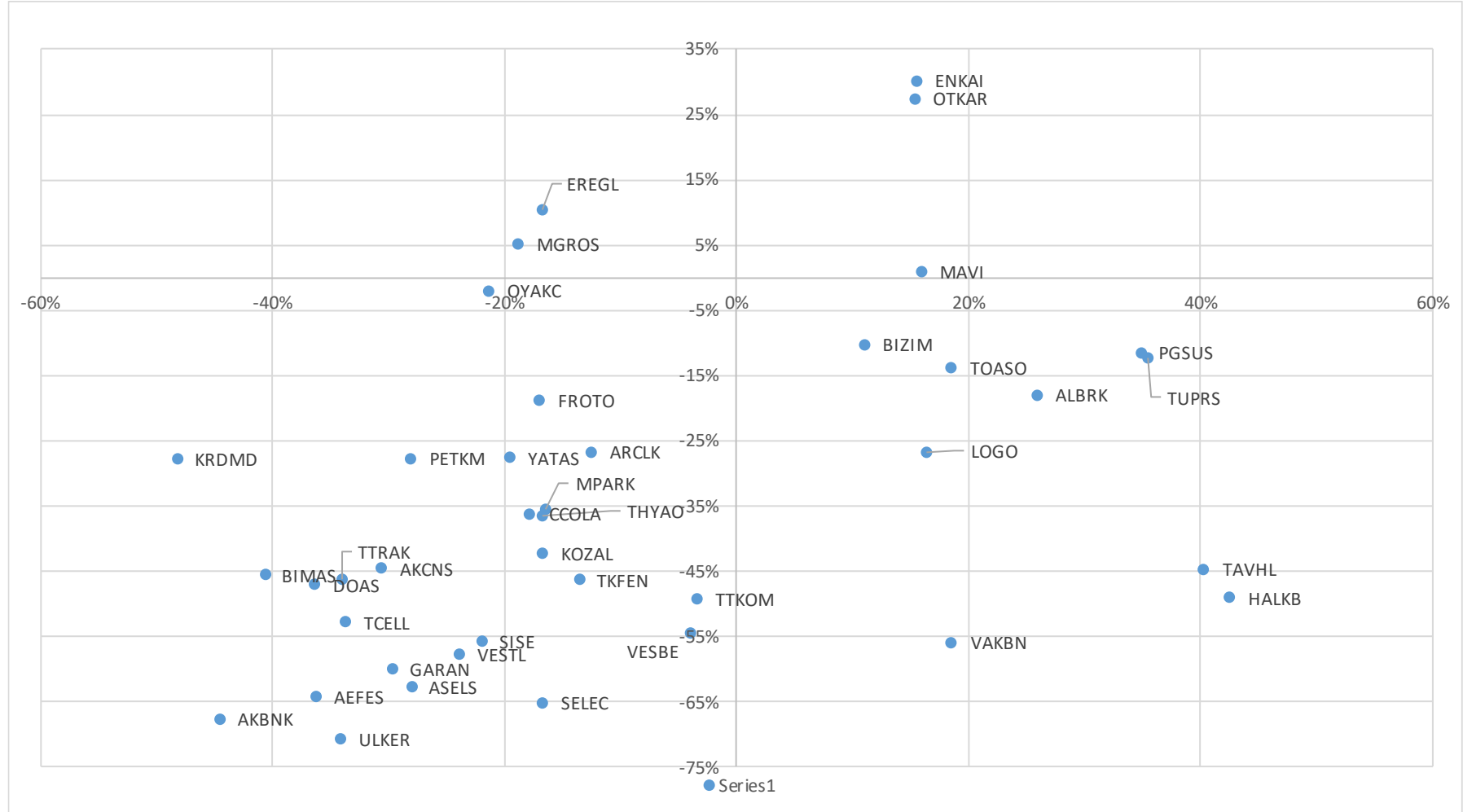
En Çok Azalan Hisseler	Cari Değer Yabancı Payı	Yıllık Değişime Göre			HAO %	Yıllık Getiri %	2005'den beri en düşük oran
		31/12/2020 Yabancı Payı	Puan Değ. bps				
AKBNK	53.70	60.62	-6.93	51	-24.0	44.4	
ARCLK	42.71	58.74	-16.03	25	14.1	46.4	
AELS	34.60	39.04	-4.44	26	-9.6	1.8	
BIMAS	61.23	64.38	-3.14	68	-15.0	54.3	
DOHOL	26.30	36.66	-10.36	36	-15.0	17.5	
EKGYO	31.32	40.79	-9.47	51	-10.9	23.7	
EREGL	59.06	60.78	-1.72	48	35.7	20.2	
GARAN	61.68	63.65	-1.97	50	-12.0	43.0	
GUBRF	7.64	7.92	-0.27	24	-42.8	3.2	
HALKB	6.53	6.93	-0.40	25	-22.3	5.8	
ISCTR	33.76	49.67	-15.91	34	-24.3	44.3	
KCHOL	74.83	72.78	2.05	26	5.1	50.1	
KOZAA	22.11	51.60	-29.49	45	-2.0	1.1	
KOZAL	23.10	43.96	-20.86	30	1.8	37.3	
KRDMD	22.26	25.03	-2.77	91	20.1	1.0	
MGROS	41.63	37.53	4.10	51	-26.9	0.7	
OYAKC	1.65	2.11	-0.47	27	-26.5	0.8	
PETKM	25.76	23.28	2.49	37	21.7	1.3	
PGSUS	37.85	31.08	6.77	36	8.9	4.0	
SAHOL	60.74	68.67	-7.93	49	-9.2	46.5	
SISE	30.63	27.52	3.11	49	12.6	15.3	
TAVHL	71.97	69.46	2.51	48	22.7	54.8	
TCELL	87.66	80.26	7.40	54	0.0	51.4	
THYAO	35.66	34.41	1.25	51	13.4	0.5	
TKFEN	19.88	16.88	3.00	51	-17.0	18.0	
TSKB	14.87	10.49	4.38	39	-31.4	7.7	
TTKOM	52.82	58.11	-5.29	15	-7.1	32.9	
TUPRS	45.84	47.80	-1.96	49	19.4	33.0	
VAKBN	4.73	6.66	-1.94	16	-29.1	5.1	
YKBNK	59.37	68.35	-8.99	30	-21.7	31.8	

Kaynak: Matriks

Havacılık yıl başından bu yana yabancı payının arttığı ender sektörlerden

Tarihsel arpan seviyelerine ve benzer irket çarpanlarına göre prim /iskoto

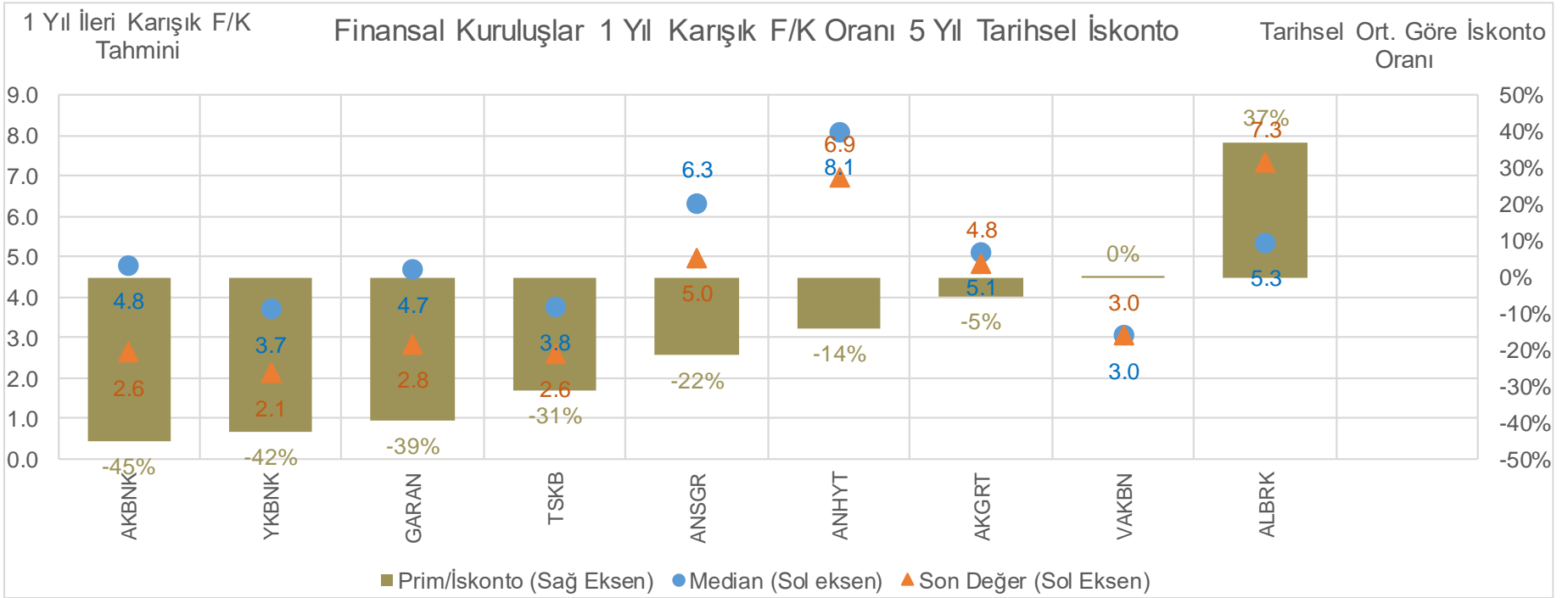
% Iskonto / Prim tarihsel ortalama çarpan seviyelerine göre (X), % Iskonto / Prim Uluslararası benzer irket çarpan ortalamalarına göre (Y)



Kaynak:
Bloomberg, İ
Yatırım
Tahminleri

Özel bankalar ve sigortalar tarihsel ortalama F/K oranlarının altında

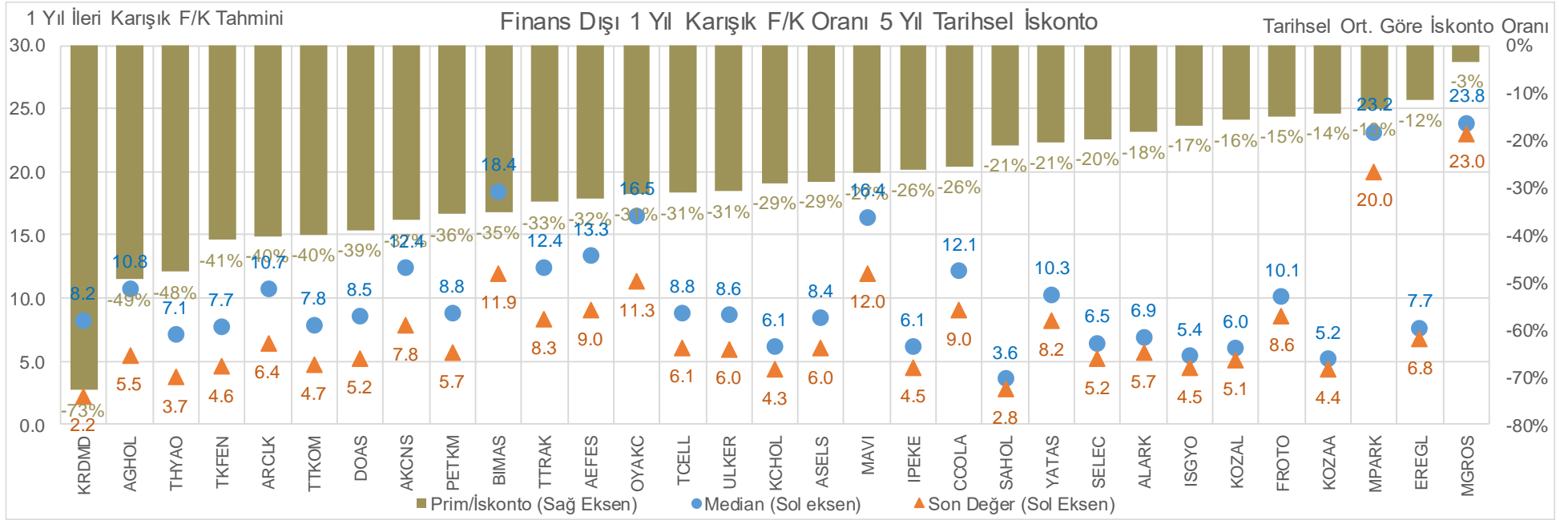
7



Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini F/K oranları kullanılmıştır

Geçmiş F/K çarpanlarının altında işlem gören finans dışı şirketler

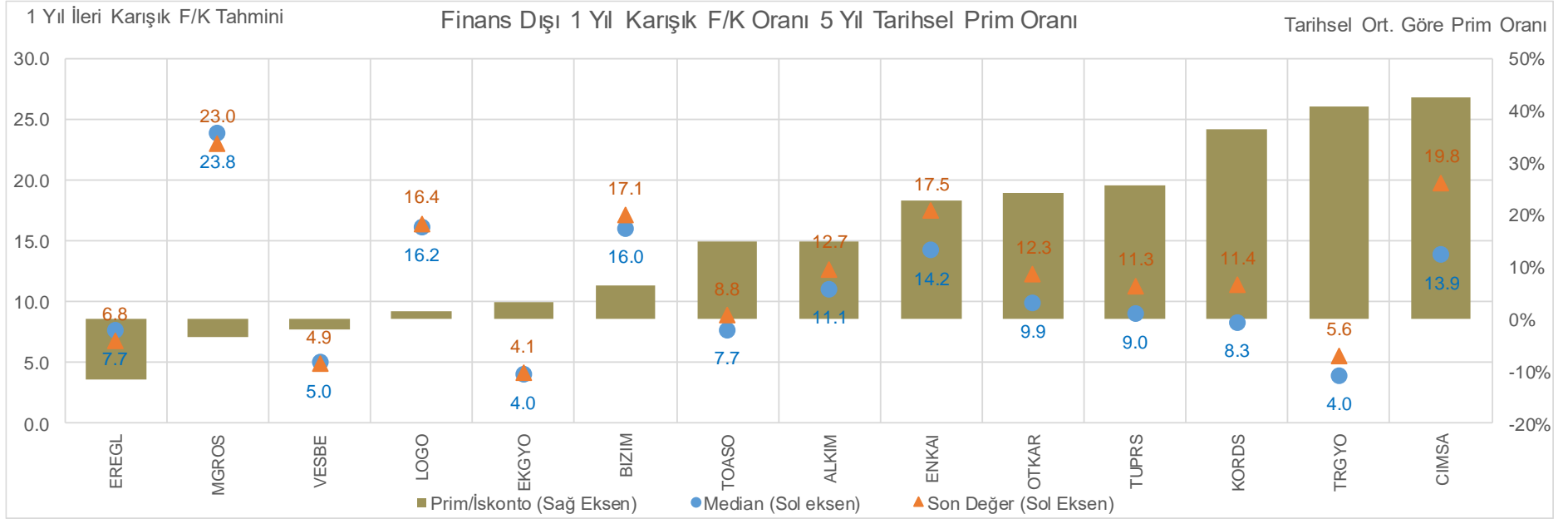
8



Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini F/K oranları kullanılmıştır



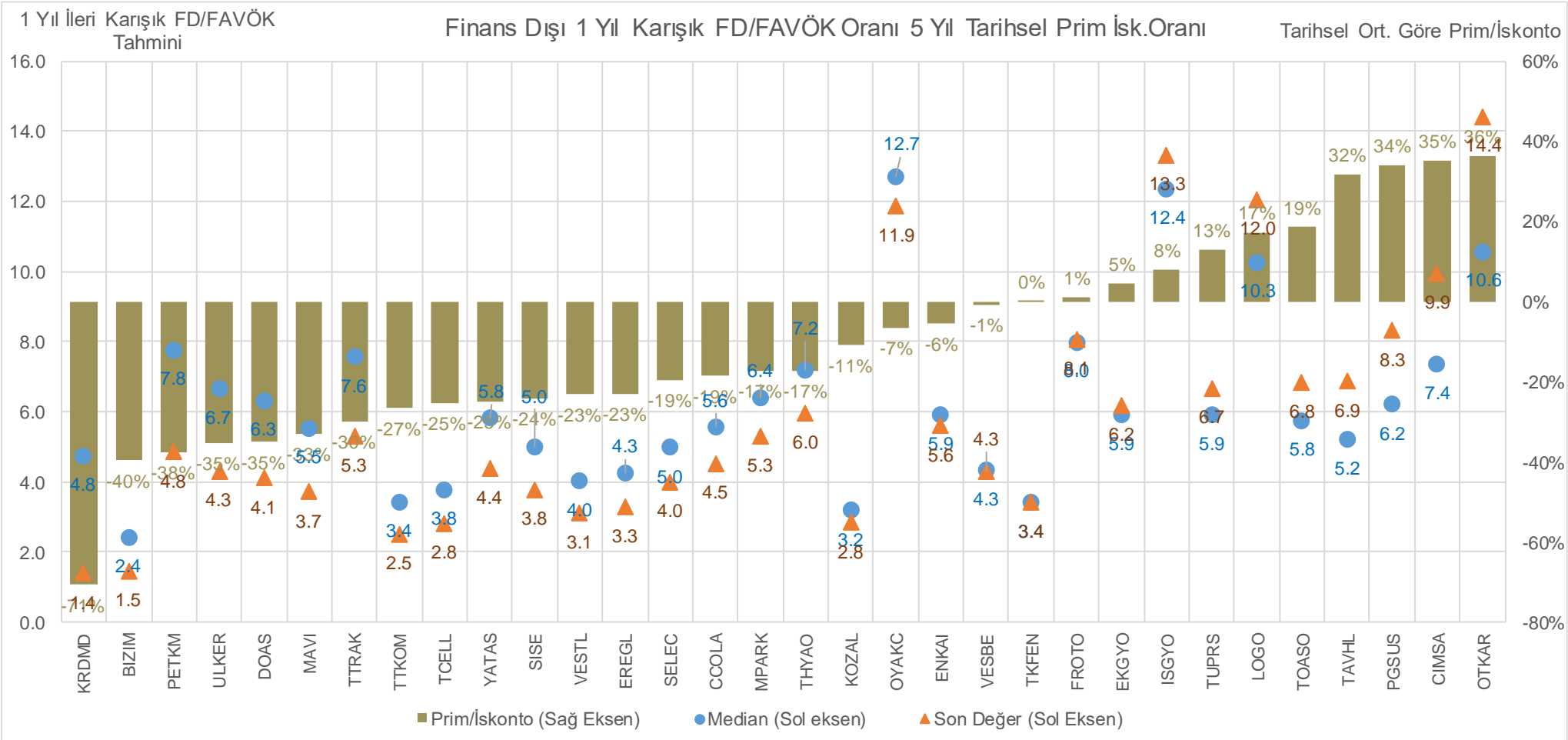
Geçmiş ortalama F/K oranlarının üzerinde işlem gören finans dışı şirketler 9



Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini F/K oranları kullanılmıştır

Geçmiş ortalama FD/FAVÖK oranına göre iskonto / prim

10

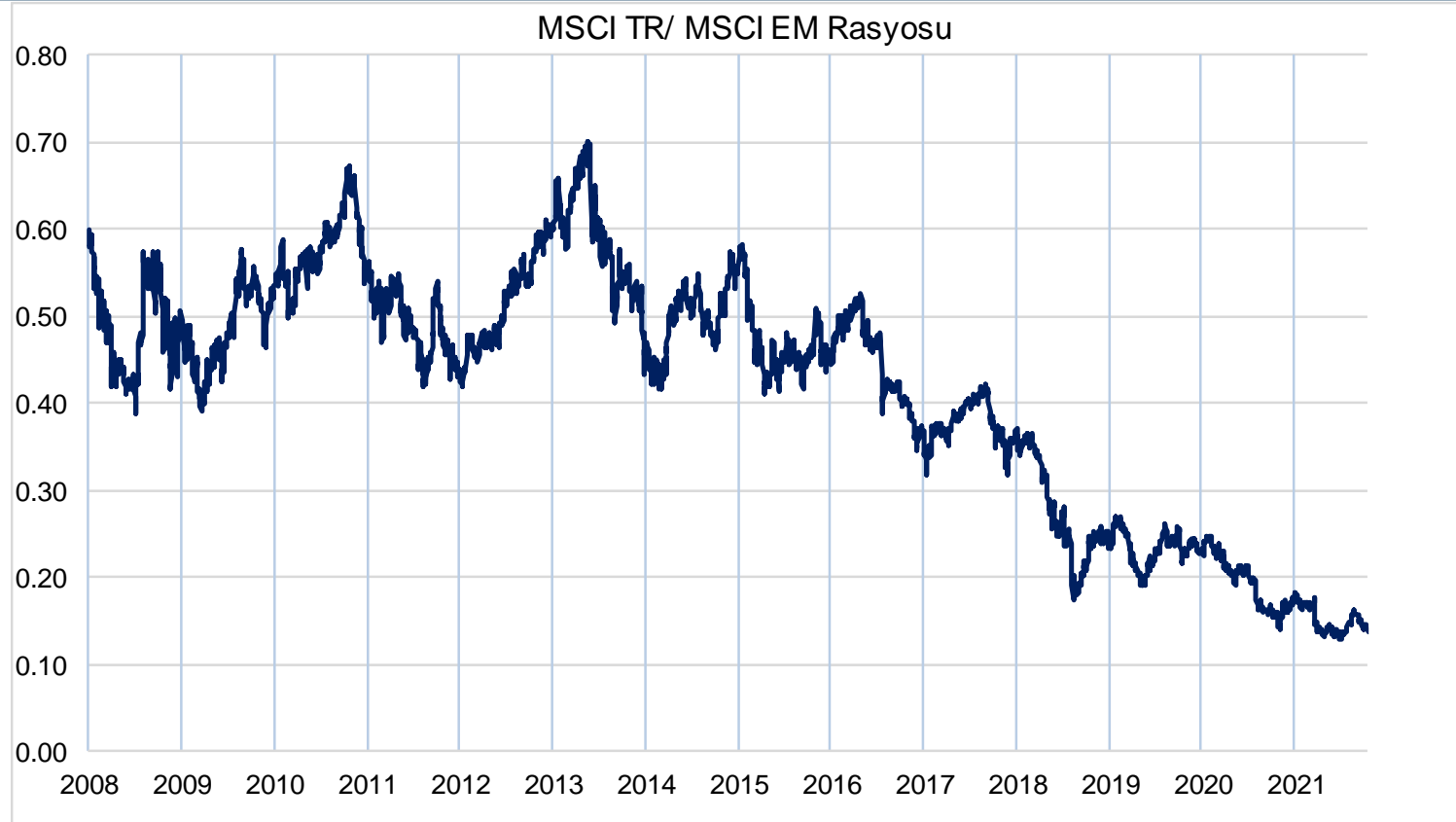


Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini FD/FAVÖK oranları kullanılmıştır

MSCI Türkiye / MSCI GOÜ Rasyosu en düşük seviyelere yakın

11

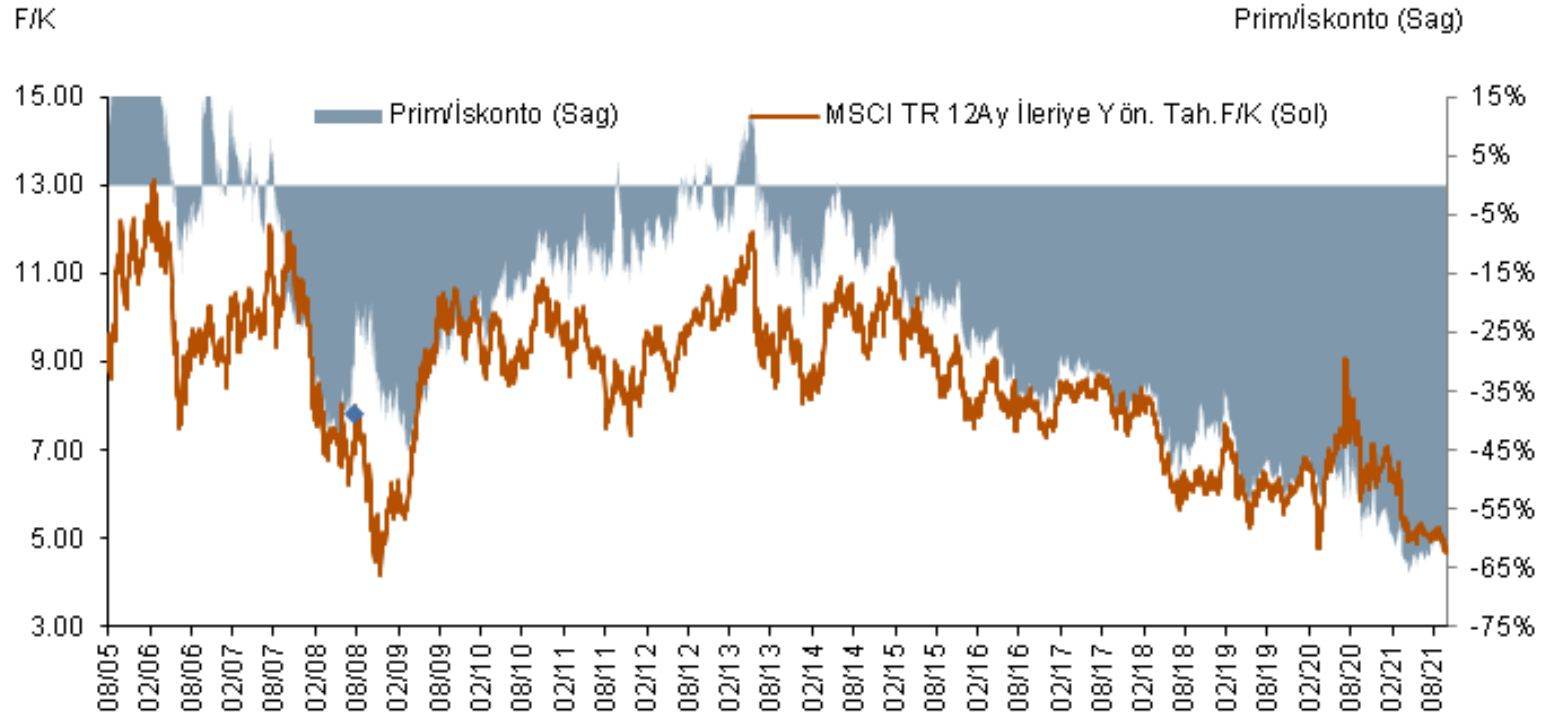
MSCI TR / MSCI EM



Kaynak: Bloomberg

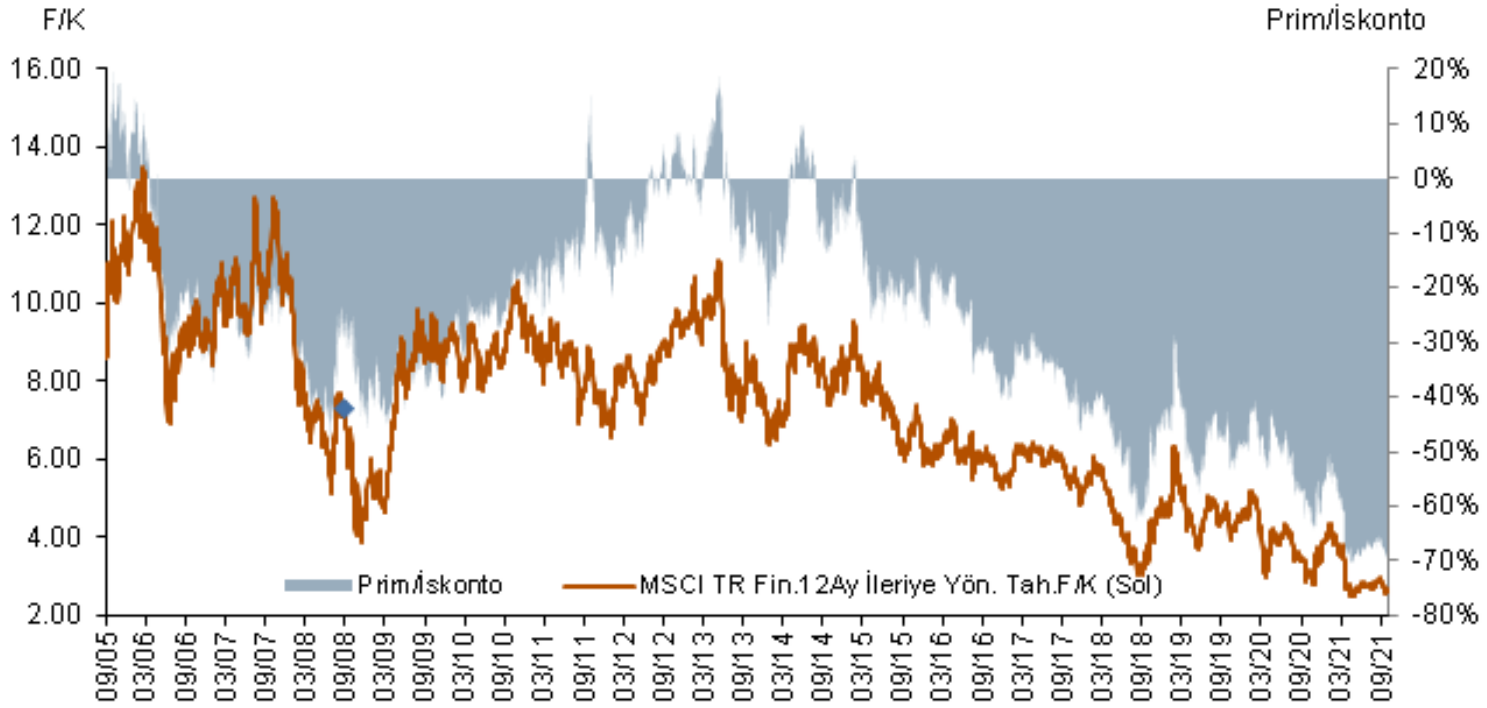


MSCI Türkiye F/K oranı GOÜ endeksine göre %65 ıskontolu



Kaynak: Bloomberg

MSCI Türkiye Fin.F/K oranı MSCI GOÜ Fin. endeksine göre %70 iskonto 13



Kaynak: Bloomberg

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

■ **Hedef Fiyat Değişiklikleri**

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

Hedef Fiyat ve Tahmin Revizyonları – NK, NS, FAVÖK Δ

15

Kod	Hedef Fiyat				Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni					2021T (TL mn)			2022T (TL mn)			2021T (TL mn)			2022T (TL mn)		
			Değişim	Getiri Pot.	Eski	Yeni	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
OYAKC	4.55	8.25	81%	25%	SAT	TUT	3,616	548	577	4,164	690	718	3,616	548	577	4,164	690	718
MAVI	62.88	88.00	40%	25%	AL	AL	4,206	864	269	5,450	1,083	301	3,357	671	125	4,189	875	156
AKCNS	14.81	20.63	39%	37%	TUT	TUT	2,375	541	300	2,591	607	398	2,375	541	300	2,591	607	398
TOASO	45.25	62.90	39%	10%	AL	TUT	28,685	3,955	2,684	39,845	5,332	3,463	32,073	4,006	2,378	40,417	5,034	3,014
ANHYT	10.16	13.00	28%	41%	AL	AL			553			579			553			579
PGSUS	98.60	121.80	24%	55%	AL	AL	9,387	1,873	-1,971	15,790	3,997	-443	8,032	1,626	-1,795	14,322	4,206	-71
THYAO	17.40	20.80	20%	49%	AL	AL	84,085	20,788	4,186	121,839	24,909	5,629	75,282	13,951	-432	112,929	21,901	5,156
TUPRS	144.00	169.00	17%	24%	AL	AL	139,429	6,773	2,975	164,076	6,813	3,039	119,247	4,556	1,134	142,698	6,026	2,467
TSKB	1.55	1.80	16%	44%	TUT	AL	2,149		1,022	3,075		1,493	2,139		1,055	3,297		1,673
ENKAI	11.83	13.65	15%	30%	AL	AL	17,591	4,506	3,407	27,641	5,661	3,353	16,741	3,865	2,982	25,958	5,390	3,202
YKBNK	3.30	3.80	15%	53%	AL	AL	20,049		8,959	23,424		10,308	18,911		7,295	23,289		9,109
KRDMD	9.77	11.20	15%	54%	AL	AL	13,257	4,012	2,744	13,499	3,583	2,422	11,463	3,718	1,525	11,147	2,042	877
TTRAK	211.10	240.45	14%	40%	TUT	AL	10,872	1,590	1,062	13,054	1,707	1,124	10,357	1,488	964	12,316	1,724	1,154
GARAN	11.00	12.50	14%	39%	AL	AL	30,267		11,609	35,110		14,094	28,163		10,662	33,322		13,470
MPARK	29.26	32.44	11%	27%	AL	AL	5,440	1,224	81	6,510	1,474	343	5,046	1,171	98	6,033	1,383	370
LOGO	47.10	52.01	10%	24%	AL	AL	751	270	211	995	362	274	733	258	184	931	337	237
AKGRT	9.34	10.28	10%	43%	AL	AL			415			473			540			602
KCHOL	30.00	33.00	10%	55%	AL	AL	236,627	33,013	11,354	280,153	36,229	12,824	201,924	30,350	9,348	241,129	34,215	11,325
VESBE	63.55	69.55	9%	41%	AL	AL	15,322	2,071	1,495	19,363	2,611	2,097	13,274	2,198	1,663	16,366	2,504	1,980
TAVHL	32.30	35.05	8%	39%	AL	AL	4,902	1,650	400	8,712	2,999	847	4,540	762	-248	8,877	2,231	43
AKBNK	7.80	8.40	8%	58%	AL	AL	21,091		9,204	25,230		11,114	20,518		9,036	24,798		11,348
SAHOL	13.50	14.30	6%	39%	AL	AL	74,023	15,014	6,215	91,691	18,854	7,914	72,732	14,647	6,064	86,731	17,553	7,378
ASELS	17.50	18.50	6%	11%	TUT	TUT	20,777	5,411	6,527	27,378	6,164	6,212	22,248	5,584	6,268	25,862	5,815	5,685
TRGYO	4.00	4.23	6%	13%	TUT	TUT	1,426	196	258	1,931	363	506	1,104	577	717	1,079	445	647
VESTL	29.32	30.95	6%	26%	TUT	TUT	30,887	3,782	815	38,327	4,831	1,754	29,898	4,306	912	36,141	4,788	1,927
OTKAR	335.00	351.00	5%	6%	TUT	SAT	3,924	740	770	4,509	630	595	4,229	888	756	5,558	1,111	893
ARCLK	43.42	45.21	4%	35%	AL	AL	63,996	6,754	3,104	77,992	8,166	3,723	56,060	6,435	2,845	66,911	6,701	1,994
SISE	12.40	12.90	4%	54%	AL	AL	29,688	7,044	5,373	36,965	8,376	5,027	28,727	6,169	3,906	34,837	7,888	4,536
TTKOM	10.19	10.44	2%	40%	AL	AL	32,875	15,785	5,543	38,420	18,315	5,543	28,289	13,183	3,514	32,962	15,306	3,121
FROTO	240.65	244.50	2%	30%	AL	AL	69,256	7,370	6,681	90,715	9,263	8,167	72,890	7,604	6,285	88,612	8,877	7,696
PETKM	8.21	8.30	1%	32%	AL	AL	26,946	5,529	3,726	30,875	3,788	2,417	23,363	4,218	2,489	26,815	3,829	2,235

Hedef Fiyat ve Tahmin Revizyonları – NK, NS, FAVÖK Δ

16

Kod	Hedef Fiyat		Değişim	Getiri Pot.	Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni			Eski	Yeni	2021T (TL mn)			2022T (TL mn)			2021T (TL mn)			2022T (TL mn)		
							Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
TCELL	20.22	20.43	1%	29%	AL	AL	34,698	14,521	4,880	40,751	16,973	6,105	33,387	13,972	5,210	38,590	16,073	6,195
DOAS	38.10	38.20	0%	20%	AL	TUT	23,586	2,122	1,345	29,047	2,125	1,350	23,699	2,023	1,192	29,464	2,291	1,427
AGHOL	30.00	30.00	0%	22%	AL	AL	78,138	10,185	930	93,525	11,734	1,167	73,311	9,690	638	85,129	10,918	938
MGROS	50.00	50.00	0%	49%	AL	AL	34,697	2,699	347	41,645	3,090	227	34,632	2,706	331	40,616	3,084	249
BIMAS	90.00	90.00	0%	45%	AL	AL	69,141	5,906	2,871	88,067	7,024	3,269	69,216	5,828	2,816	87,238	7,141	3,361
ISGYO	2.07	2.06	0%	10%	TUT	TUT	611	338	602	687	275	679	372	191	314	417	220	440
EKGYO	2.53	2.51	-1%	29%	AL	AL	5,799	1,502	1,538	6,042	1,636	1,885	5,799	2,202	2,178	6,042	2,269	2,418
BIZIM	14.18	14.00	-1%	11%	TUT	TUT	6,688	324	40	8,161	383	46	6,648	318	43	7,977	373	41
YATAS	20.00	19.45	-3%	56%	AL	AL	2,530	390	179	3,441	551	251	2,411	405	210	3,118	530	259
AEFES	31.00	30.00	-3%	40%	AL	AL	35,821	6,413	1,263	43,608	7,484	1,465	34,468	6,295	1,280	40,326	7,166	1,499
ANSGR	8.18	7.86	-4%	33%	TUT	TUT			539			622			539			622
TKFEN	20.80	19.58	-6%	35%	AL	AL	16,590	1,308	1,228	15,588	1,413	1,160	15,453	1,154	638	15,134	1,341	870
SELEC	12.62	11.53	-9%	34%	TUT	AL	25,256	1,038	821	32,213	1,307	1,116	25,262	963	765	33,048	1,142	988
EREGL	25.01	22.65	-9%	20%	AL	AL	60,196	22,831	14,934	63,756	20,143	12,309	57,191	21,080	13,749	49,519	13,507	8,038
TURSG	10.09	9.00	-11%	76%	AL	AL			1,334			1,610			1,334			1,610
ALBRK	2.00	1.78	-11%	-2%	TUT	TUT			302			348			302			348
VAKBN	5.50	4.80	-13%	42%	AL	AL	15,634		3,616	18,446		4,645	14,952		3,125	19,975		6,642
HALKB	6.00	5.21	-13%	18%	AL	TUT	8,598		692	11,176		3,044	6,168		1,302	16,250		3,168
ULKER	29.50	25.50	-14%	29%	AL	AL	11,097	1,778	1,119	13,408	2,154	1,138	10,990	1,821	1,047	12,784	2,119	1,159

	2019	2020	2021T	2022T	2023T
GSYH büyüme, %	0,9	1,8	9,0	4,0	4,5
Özel tüketim büyümesi, %	0,7	3,5	7,0	3,5	3,7
İhracat Büyümesi	6,4	-15,4	16,0	5,0	3,0
TÜFE (yıl sonu), %	11,8	14,6	18,0	14,5	12,0
TÜFE (ortalama), %	15,2	12,3	17,7	16,3	13,3
Cari Denge / GSYH (%)	0,9	-5,2	-2,5	-2,5	-2,5
Para Piyasası Faizi, %	12,0	17,0	15,0	17,0	14,0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	12,2	12,9	18,5	17,0	15,0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	6,7	6,3	7,5	7,3	7,0
TL/Dolar (ortalama)	5,7	7,0	8,4	10,0	11,1
TL/Dolar (yıl sonu)	5,9	7,3	9,5	10,6	11,7
TL/Euro (ortalama)	6,3	8,0	10,0	11,8	13,0
TL/Euro (yıl sonu)	6,7	9,0	11,1	12,4	13,6
Avro/Dolar (ortalama)	1,12	1,15	1,19	1,17	1,17
Avro/Dolar (yıl sonu)	1,12	1,23	1,17	1,17	1,16

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

■ **Sektör Açıklamaları**

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

Sektör Açıklamaları - Havayolları ve Hizmetleri

19

Fiyat ve Oranlar								1A TL Perf.	1A Rel. Per	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Terr	5Y Ort.Dağ	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ	Hedef Fiyat	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Duru								Tem.V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
PGSUS	78.60	8,041	121.80	98.60	55	AL	A	13	7.5	19	36	39	0%	-4.1	-18	1.8	2.0	14.9	7.0	-40%	-10%	-6%	-1%		
TAVHL	25.16	9,140	35.05	32.30	39	AL	A	4.8	-0.3	17	48	72	6%	22.9	10.8	0.8	0.7	11.2	6.2	4%	7%	1%	2%		
THYAO	13.97	19,279	20.80	17.40	49	AL	A	7.1	1.9	116	51	36	0%	4.6	3.4	0.3	0.3	6.8	5.7	9%	9%	2%	2%		
Havayolu Hizmetleri														4.6	3.4	0.8	0.7	11.2	6.2	4%	7%	1%	2%		

Global havayolu hisseleri Eylül'de toparlandı Global havayolu hisselerindeki toparlanma aşlamadaki gelişmelere rağmen virüsün yeni varyantlarının ortaya çıkmasından ötürü endişeler nedeniyle uluslararası seyahatlerin yeniden açılmasının belirsizliği sonucu yılbaşından bu yana sınırlı kaldı. Eylül ayında ise Kasım'da ABD-Avrupa pazarının yeniden açılmasına ilişkin beklentiler havayolu hisselerini destekledi. Aşılmadaki ilerleme, seyahatlerdeki toparlanma beklentisine yönelik iyimserliği de artırdı. Havayolu hisse fiyatları Eylül ayında bir önceki aya göre tüm bölgelerde arttı. 20 Eylül'de aşılarmış Avrupalıların Kasım'dan itibaren ABD'ye seyahat edebileceği haberin arkasından Avrupa'dan ABD'ye bilet fiyatları bir önceki haftaya göre 2.4 katına artış gösterdi. Bu gelişme de ülkeler seyahat yasaklarını kaldırdığında havayollarında ertelenmiş bir talep olacağına yönelik önemli bir gösterege oldu.

Aşılama hızı devletlerin sınır önlemlerini gevşetmesinde önemli rol oynuyor Aşılama oranlarındaki hızlı ilerleme hükümetlere sınırları yeniden açma bireylere ise seyahat etme konusunda güven veriyor. Gelişmiş ekonomilere kıyasla dünyanın daha yavaş aşı dağıtımına sahip bölgelerinde (gelişmekte olan ekonomiler ve Asya Pasifik'teki bazı gelişmiş ekonomiler) havacılık endüstrisinin toparlanmasının daha uzun sürmesi bekleniyor. IATA 2019'a kıyasla toplam global yolcu talebinin 2021'de %40'ına (iç hat %73; dış hat %22), kapasitenin %50'sine, yolcu doluluk oranının ise 1994'dan beri en düşük seviye olan %67.1'ine ulaşmasını beklerken, global havacılık kargo hacminin 2019'daki seviyesinin %8 üzerinde kalmasını tahmin ediyor. Global yolcu ve kargo birim gelirlerinin ise 2021'de yıllık bazda sırasıyla dolar bazında %2 ve %15% artış göstermesi bekleniyor.

2022'de iyileşme devam etse de havacılıkta 2019 seviyeleri 2023'de yakalanacak IATA 2019'a kıyasla toplam global yolcu talebinin 2022'de %61'ine (iç hat %93; dış hat %44), kapasitenin %67'sine, yolcu doluluk oranının ise %75.1'e artmasını beklerken 2019'daki rekor %82.6'nın altında kalacağını öngörüyor. Global yolcu birim gelirlerinde 2022'de 2021'e kıyasla %10 artması bekleniyor. IATA 2022'de global kargo hacminin 2019 seviyesini %13 aşacağını öngörse de, kargo birim gelirlerinde yıllık bazda %8 düşüş

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

öngörüyor. IATA 2022'de Avrupa ve Latin Amerika'da yolcu talebinin önemli ölçüde artacağını öngörse de yolcu talebindeki toparlanmanın en hızlı Kuzey Amerika'da olmasını bekliyor.

Havayollarının yakıt maliyeti jet yakıt fiyatlarındaki artış ve yolcu trafiğindeki büyüme ile artacak Ağustos ayındaki zayıflığın ardından Eylül ayında ortalama Brent ham petrolü ve jet yakıtı fiyatı sırasıyla %7 ve %6 arttı. Yılbaşından bugüne, ortalama jet yakıtı fiyatı, 2020 yılına kıyasla %57 artışla ancak 2019 ortalama fiyatının %8 altında kalarak 73 dolar/varil seviyesinde seyrediyor. Jet yakıtı crack spreadi, uluslararası hava yolculuğunun hala zayıf olması nedeniyle kriz öncesi seviyelerin oldukça altında kalıyor. Son fiyat artışı, büyük ölçüde yakıt talebinin toparlanmasına ilişkin artan iyimserliğe bağlanabilir. Jet yakıtı fiyatının 2019'daki varil başına 77 dolardan 2020'de 46.6 dolara gerilerken, 2021'de ortalama 74.5 dolara yükseldi. IATA jet yakıtı fiyatının ise 2022'de varil başına 77.8'e yükselmesi bekleniyor.

TAVHL ve THYAO' u beğenmeye devam ediyoruz Türkiye'de de 2019 yolcu trafiğinin 2023'te yakalanabileceği beklentimizi koruyoruz. TAVHL.IS'in pandemi sonrası dönemdeki toparlanmadan en fazla fayda sağlayacak ancak petrol fiyatlarındaki artıştan, rekabetin uçak bileti ücretlerindeki baskısından havayolları gibi etkilenmeyecek havacılık hissesi olduğunu düşünüyoruz. Seyahat sınırlamaları kaldırıldığında çoğunlukla kısa mesafeli ve eğlence (leisure) destinasyon uçuşlarına ev sahipliği yapan TAV Havalimanları'nın pandemi sonrasındaki toparlanmaya hızlı tepki vereceğini düşünüyoruz. Dünyanın en geniş uçuş ağı ile kıtaları birbirine bağlaması sayesinde salgın sonrasında keyfi / etnik seyahat talep artışından, güçlü büyüme performansının devamı beklenen global hava kargodan ve son olarak rekabetin yüksek olduğu dış hatlarda düşük maliyetli havayolu markası Anadolu Jet'in destinasyonlarında ve frekanslarındaki artışından THYAO.IS'nin önümüzdeki dönemde olumlu etkileneceğini düşünüyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Kısa mesafeli uçuşların uzun mesafe uçuşlara ve iç hat uçuşların dış hatlara kıyasla daha hızlı toparlanacağı beklentisine Pegasus Havayolları'nın yolcu trafiği ve kapasite gelişme beklentileri birebir uyuyor. Nitekim PGSUS 3Ç21'de iç hatlarda pandemi öncesi seviyelerine ulaştı. Ancak, 2019 yılı Pegasus Havayolları kapasitesini dış hatta kaydırıldığı ve bu nedenle de karlılık tarihi en yüksek seviyeyi yakaladığı yıl olmuştu. Havayolunun dış hatlarda 2019 seviyelerini yakalayamadığı sürece karlılıkta 2019'u yakalaması gecikecektir. Yılbaşından bu yana TAVHL endeksinin %28.6 üzerinde, THYAO %18.8'üzerinde, PGSUS ise %14% üzerinde getiri sağladı. Aşı tedariki, nüfusun aşılama oranı ve seyahat kısıtlamalarıyla ilgili haber akışının havacılık hisselerinin performansını etkileyeceğini düşünüyoruz.

Türk Hava Yolları (THYAO.IS) THY 3Ç21'de 3Ç19'un kapasitesinin yaklaşık %81'sini kullanırken, havayolunun doluluk oranı ise 3Ç19'daki %83.6'a kıyasla %71.5 olarak gerçekleşti. THY 3Ç21'de 3Ç19 seviyesinin iç hatta %91'ine, dış hatta ise %68'sine ulaştı. THY'nin 3Ç21 kargo hacmi ise 3Ç19 seviyesinin %22 üzerinde gerçekleşti. 3Ç21 mali sonuçlarını 3 Kasım'da açıklayacak olan THY için 460 milyon dolar net kar (3Ç19'un %70'i) ve 1.2 milyar dolar FAVKÖK (şirket hesaplaması) (3Ç19'un %93'ü) tahmin ediyoruz. Yolcu talebinde toparlanma neticesinde THY Temmuz ayından itibaren çalışan ücretlerinde %10 artışa gittiğinden 3Ç21 ve sonrasında personel gideri tasarrufunda azalama olacak.

4Ç21'de 4Ç19 kapasitesinin %75'ini kullanacağı tahminimizle, THY'nin 2021 yılında 2019'daki kapasitesinin %66'sına (önceki %62) ulaşacağını hesaplıyoruz. 2021 için 42.4 milyon yolcu sayısı tahminimiz ise 2019'daki seviyesinin %57'sine denk geliyor. Yıllık bazda %25 büyüme tahminimiz THY'nin kargo hacmini 2019'daki seviyesinin %20 üzerinde taşıyor. Güçlü kargo birim gelirlerinin 4Ç21'de devamını bekliyor, 2021 yılı için ortalama ton başına kargo gelirin 2019'daki seviyesinin yaklaşık %75 üzerinde kalmasını bekliyoruz. Tüm bunlara ek olarak, beklentimizin üzerinde gelişme gösteren yolcu birim gelirleri neticesinde THY için 10.1 milyar dolar (önceki : 9.1 milyar dolar) konsolide satış geliri ve 3.1 milyar dolar (önceki: 2.45 milyar dolar) FAVKÖK (şirket hesaplaması) öngörüyoruz.

THY'nin 2022 yılında ise 2019 kapasitesinin %85'ine ulaşacağını öngörüyoruz. Kargo hacminde 2022'de %9 artış tahmin ederken, ton başına kargo birim gelirden %22 düşüş öngörüyoruz. 2022'de THY için 12.1 milyar dolar konsolide satış geliri ve 3.2 milyar dolar FAVKÖK (şirket hesaplaması) tahmin ediyoruz. Jet yakıt maliyetindeki artış ve kargo gelirlerinin payındaki gerileme sonucu 2022 FAVKÖK marjında yıllık bazda yüzde 4.7 düşüş tahmin ediyoruz.

THY 1Ç21'deki 50 milyon dolar nakit yakımının tersine 2Ç21'de bilet satışları ve PDP girişleri sayesinde 500 milyon dolar nakit yaratımı elde etmişti. 3Ç21'de nakit yaratımının başa baş olması bekleniyor. THY yönetimi 2021 yılı için aylık ortalama nakit yakımı beklentisini önceki 60 – 90 milyon dolardan 30 – 60 milyon dolara revize etti. THY, Ağustos'da %41 olan yakıt hedge seviyesinin 2021 sonunda %50'ye ulaşmasını planlıyor. THY'nin 1Y21 sonundaki 14 milyar dolar net borç pozisyonu bulunuyor. Şirket 2021 sonu için net borç pozisyonu beklentisini önceki 15.5 – 15.3 milyar dolardan 14.5 – 14.8 milyar dolara indirmişti. THY 2021'de 5.7x olarak öngördüğü net borç /FAVÖK oranını 2025'de 3.5x'e düşürmeyi hedefliyor.

THY'yi 2022 – 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanarak 6.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. THYAO için önceki hisse başına 17.40TL hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki güncellemeler, kapasite ve yolcu birim gelir tahminlerimizdeki güncellemeler sonucu 20.80TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz.

Pegasus Hava Yolları (PGSUS.TI) Pegasus Hava Yolları 3Ç21'de 3Ç19'un kapasitesinin yaklaşık %91'ini kullanırken, havayolunun doluluk oranı ise 3Ç19'daki %91.3'e kıyasla %80.6 olarak gerçekleşti. Pegasus Hava Yolları 3Ç21'de 3Ç19 seviyesinin iç hatta %119'una, dış hatta ise %89'una ulaştı. 3Ç21 mali sonuçlarını 9 Kasım'da açıklayacak olan Pegasus Hava Yolları için 27 milyon € net kar (3Ç19'un %15'i) ve 160 milyon € FAVKÖK (şirket hesaplaması) (3Ç19'un %51'i) tahmin ediyoruz.

Pegasus Havayolları yönetimi 2021'de 2019 yılı iç hat kapasitesinin %95-%100'üne, dış hat kapasitesinin ise %65-%70'ine ulaşmayı planlıyor, toplamda ise 2019'un %70-%75'ine ulaşmayı hedefliyor. Havayolunun filosu 2021'de 7 adet yeni uçak girişi, 9 uçak çıkışı ile 91 adete ulaşacak. 4Ç21'de 4Ç19 kapasitesinin %84'ünü kullanacağı tahminimizle, Pegasus Hava Yolları'nın 2021 yılında 2019'daki kapasitesinin %74'üne (önceki %68) ulaşacağını hesaplıyoruz. 2021 için 20.25 milyon yolcu sayısı tahminimiz ise 2019'daki seviyesinin %66'sına denk geliyor. Pegasus Hava Yolları 2021'de için 943 milyon € (önceki : 798 milyon €) satış geliri ve 188 milyon € (önceki: 162 milyon €) FAVÖK rakamı öngörüyoruz.

Pegasus Havayolları için 2022 yılında ise 2019 kapasitesinin %90'ına ulaşacağını öngörüyoruz. 2022'de havayolu için 1.34 milyon € satış geliri ve 340 milyon € FAVÖK tahmin ediyoruz. 2022'de jet yakıt maliyetlerinin artmasına rağmen dış hat yolcu payının artmasıyla FAVÖK marjında yüzde 5.3 artış bekliyoruz.

Pegasus Havayolları'nın ortalama aylık nakit yakımı 1Ç21'de 17 milyon €, 2Ç21'de 10 milyon € olarak gerçekleşmişti. Artan bilet satışları nedeniyle 3Ç21'de pozitif nakit yaratımı öngörüyoruz. Havayolunun 2021 sonunda net borç pozisyonunun 1.75 milyar €'ya ulaşacağını tahmin ediyoruz.

PGSUS'u 2022 - 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanarak 6.0x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. PGSUS için önceki hisse başına 98.60TL hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki güncellemeler, kapasite ve yolcu birim gelir tahminlerimizdeki revizyonlar sonucu 121.80TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz.

TAV Havalimanları (TAVHL.IS) TAV Havalimanları aşılmanın hızlanmasıyla yolcu trafiğinde toparlanma ve Kazakistan Almati Havaalanı'nın katkısıyla 3Ç21'de 24.1 milyon yolcuya ulaştı. TAV'ın 3Ç21 toplam yolcu sayısı yıllık bazda 2.5 kat artışa işaret ederken, 3Ç19 seviyesinin %72'sine denk geliyor. 3Ç21 mali sonuçlarını 21 Ekim'de açıklayacak olan TAV Havalimanları için 65 milyon € net kar (3Ç19'un %73'ü) ve 110 milyon € FAVKÖK (şirket hesaplaması) (3Ç19'un %93'ü) tahmin ediyoruz.

TAV'ın toplam yolcu sayısının 2020'deki 27 milyondan 2021'de 50.9 milyona artacağını öngörüyoruz. 2021 yılı için TAV'ın 493 milyon € satış geliri (önceki 451milyon €) ve 166 milyon € FAVÖK (önceki 76 milyon €) elde edeceğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2020'deki 285 milyon € net zarar rakamına kıyasla 2021'de 40 milyon € net kar rakamı kaydedeceğini hesaplıyoruz.

TAVHL'in pandemi sonrası dönemdeki toparlanmadan en fazla fayda sağlayacak havacılık şirketi olmasına karşın, petrol fiyatlarındaki artıştan, rekabetin uçak bileti ücretleri üzerinde yaratabileceği baskıdan etkilenmeyecek olmasını önemli bir avantaj olarak görüyoruz. Seyahat sınırlamaları kaldırıldığında çoğunlukla kısa mesafeli ve keyfi (leisure) destinasyon uçuşlarına ev sahipliği yapan TAV Havaalanlarının pandemi sonrasındaki toparlanmaya hızlı tepki vereceğini düşünüyoruz. TAVHL için parçaların toplamı değerlendirilerek hesapladığımız hisse başına hedef fiyatımızı, makro tahminlerimizdeki revizyon neticesinde hisse başına 32.30 TL 'den 35.05TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz.

Sektör Açıklamaları – Otomotiv & Traktör

24

Fiyat ve Oranlar																									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022		
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
DOAS	31.94	7,027	38.20	38.10	20	TUT	D	-7.3	-12	7	15	22	9%	84%	11%	5.2	5.2	2.3	2.0	4.1	4.1	51%	41%	18%	16%
FROTO	188.60	66,182	244.50	240.65	30	AL	A	18	12	31	18	67	6%	77%	5%	9.9	8.1	6.5	4.3	9.5	7.6	78%	64%	24%	22%
OTKAR	331.30	7,951	351.00	335.00	6	SAT	D	9.3	4.1	12	28	14	4%	69%	5%	10.3	13.4	5.8	5.0	12.9	15.2	65%	40%	16%	11%
TOASO	57.15	28,575	62.90	45.25	10	TUT	D	21	15	17	24	63	7%	62%	8%	10.6	8.3	5.1	4.3	8.5	6.3	53%	56%	13%	12%
Otomotiv																10.1	8.2	5.4	4.3	9.0	6.9	59%	48%	17%	14%
TTRAK	172.00	9,179	240.45	211.10	40	AL	Y	14	8.1	3.6	25	56	6%	95%	10%	8.6	8.2	5.6	5.0	5.6	5.2	69%	65%	22%	21%
Traktör																8.6	8.2	5.6	5.0	5.6	5.2	69%	65%	22%	21%

Üretim tedarik nedenli sıkıntılar yüzünden talebi karşılayamıyor Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de pandeminin yol açtığı tedarik zinciri sıkıntıları otomotiv sanayii üreticilerini zorlamaya devam ediyor. Yarı iletken çiplerde yaşanan darboğaz otomotiv üreticilerini üretim miktarlarını azaltmaya zorluyor. Tayvan, küresel yarı iletken çip pazarının %65’ini oluştururken, önümüzdeki üç yıl içinde üretim kapasitesini artırmak için 100 milyar dolar civarında yatırım yapacağını açıklayan TSMC ise tek başına pazarın %55’ini elinde tutuyor. Son dönemde Ford Meksika’da, Stellantis Kanada’da ve Toyota’da Japonya’da çip tedarikinde yaşanan sorunlar nedeniyle üretime ara veren isimler arasında yer aldı. Çip tedarikindeki sıkıntının 2022 yılın ortasında kadar devam etmesi bekleniyor. OSD verilerine göre Eylül ayında otomotiv sanayi üretimi yine yarı iletken çiplerde yaşan darboğaz nedeniyle yıllık bazda %25 gerilerken, Ocak-Eylül dönemi üretim adedini %7.9 artışla 922 bin adede taşıdı.

Araç bulunamaması yurtiçi oto pazarında büyümeyi sınırladı Yurtiçi hafif araç satışları Eylül ayında beklentilere paralel ve geçtiğimiz Ağustos ayına benzer, yıllık bazda %37 düşüşle 57 bin adet olarak gerçekleşirken, Ocak-Eylül dönemi kümülatif satış verisini yıllık bazda %13 artışla 558 bin adete taşıdı. Eylül ayı hafif araç satışları 10 yıllık Eylül ayı ortalama satışlarına göre %8.3 düşüş gösterdi. Ağustos’da ÖTV matrah güncellemesi sonrası bazı binek araç modellerinde fiyatlarda düşüş olsa da, çip tedarikinde devam eden sorun nedeniyle araç bulunabilirliğinde yaşanan sıkıntıların ve güçlü baz yılı etkisinin Eylül ayında pazardaki gerilemenin temel nedenini oluşturuyor. Yurtiçi hafif araç pazarının 2021’de bir önceki yıla benzer 775 bin adet seviyelerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2021 pazar tahminimiz 4Ç21’de yıllık bazda %22 gerilemeye işaret ediyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Ana ihracat pazarı Avrupa’da da arz kaynaklı sıkıntılar nedeniyle talep geriledi AB binek araç pazarı Eylül’de de bir önceki aya benzer düşüşünü sürdürdü. AB’de binek araç talebi %23,1 gerilerken, Eylül ayında 1995’ten bu yana en düşük kayıt sayısını kaydetti. Satışlardaki bu düşüğe, büyük ölçüde devam eden yarı iletken sıkıntısı nedeniyle araç tedariki eksikliği neden oldu. Geçen ayki zayıf performans her ülke düzeyinde tekrarlandı ve tüm büyük AB pazarlarında çift haneli düşüşler kaydedildi. Hafif ticari araç talebi ise hem yüksek baz hem de tedarikteki problemler nedeniyle Ağustos ayında %8.2 geriledi. Türkiye’nin otomotiv sanayi ihracat hacmi ise Eylül ayında %18 düşüş kaydederken, Ocak – Eylül dönemi ihracat hacmini yıllık bazda %9 artışla 672 bin adete taşıdı.

Üretim maliyetlerindeki artışların sektörde kar marjlarını baskılayabilir Türkiye otomotiv üreticilerine bakıldığında ilk madde ve malzeme giderlerinin toplam satılan malın maliyetindeki payı %80-%85 seviyesinde bulunmakta. TL’deki değer kaybı, artan çelik fiyatları, çip tedarikinde yaşanan sıkıntıların ve üretim kayıplarının sektörün karlılığında baskı yaratmasını bekliyoruz. İhracat tarafında maliyet+mark-up anlaşmaları ihracat marjlarını korurken, yurtiçi karlılık baskı altında kalabilir.

Yurtiçi traktör pazarı : Türkiye’de iç pazar traktör satışları yılın ilk dokuz ayında %49 artışla 39 bin adete ulaştı. 2Ç21’den itibaren tedarikteki sıkıntıların neden olduğu üretimdeki yavaşlamaya rağmen, tatmin edici mahsul verimi ve çiftçilerin alım gücünü destekleyen gıda fiyatlarındaki artış nedeniyle 9A21 yurtiçi traktör talebi güçlü seyretti. Ziraat Bankası tarım kredisi faiz oranının 2021 yılı başında %4.5’ten %8.5’e (yerli traktör için %50 destekli) çıkarılmış olsa da halen piyasa faizinin oldukça altında kalmaktadır. Tedarik kaynaklı sıkıntıların 4Ç21’de de üretim üzerinde baskı yaratabileceği beklentimizle 2021’de yurtiçi traktör pazarı tahminimizi önceki 61 adetten 57 bin adete (yıllık bazda %18 büyüme) revize ediyoruz. 2021 tüm yıl için traktör pazar tahminimiz 4Ç21’de yıllık bazda güçlü baz yılı nedeniyle %19 daralmaya işaret ediyor.

Riskler : i) beklentimizin altında gerçekleşecek Türkiye ve AB otomotiv/traktör pazarları ii) girdi fiyatlarında beklentimizin üzerinde artış iii) çip krizinin beklenenden daha uzun sürmesi sebebiyle üretim duruşları iv) yurtiçi talebi olumsuz etkileyecek faiz artışları v) TL’nin € karşısında artan oynaklığı.

Global çip tedarikinde yaşanan sıkıntının otomotiv hisse fiyatlarına çoğunlukla yansıdığını düşünüyoruz. Yüksek ihracat gelirinə sahip Ford Otosan ve Tofaş Fabrika’nın TL’deki değer kaybından fayda sağlayacağını düşünüyoruz. Türkiye otomotiv sanayiinde özellikle elektrikli araç yatırımı ile yeniliklere öncülük etmesi ve yüksek kapasite kullanım oranı nedeniyle FROTO’yu beğeniyoruz. Hisse fiyatındaki geri çekilme, güçlü 3Ç21 mali sonuç beklentisi, yüksek getiri potansiyeli ve 23 Kasım’daki ödeyeceği (%2.3 temettü verimi) 2. taksit temettü ödemesi nedeniyle FROTO.IS otomotiv hisseleri içinde en beğendiğimiz hisse olarak öne çıkıyor. Diğer taraftan, 3Ç21 sonuçlarının yıllık bazda yatay kalmasını beklediğimiz TTRAK için tavsiyemizi, cazip değerlendirilmesi ve 2022’de yüksek temettü dağıtım potansiyeli nedeniyle TUT’dan AL’a çekiyoruz.

Ford Otosan (FROTO.IS) : Ford Otosan 9A21'da yıllık bazda %11 düşüşle 50 bin adet yurtiçi perakende satış hacmi ve %35 artışla 212 bin adet ihracat hacmi elde etti. 2021 yılının ilk 9 ayında gerçekleşen adetlere baktığımızda şirketin Kasım ayı başında açıklamasını beklediğimiz 3Ç21 mali sonuçlarıyla 2021 yılı için 95 – 105 bin adet yurtiçi pazar satışı ve 315 – 325 bin adet ihracat hedeflerinde çip tedarikindeki darboğaz nedeniyle üretimdeki aksaklık kaynaklı aşağı yönlü revizyon yapabileceğini tahmin ediyoruz. Ford Otosan 2021 yılı için önceki 95 bin adet yurtiçi satış hacim beklentimizi 80 bin adete, önceki 315 bin ihracat hacim beklentimizi ise 307 bin adete indiriyoruz. 2021 yılında Ford Otosan'ın %40 FAVÖK ve %60 net kar büyümesi elde edeceğini hesaplıyoruz.

Çip tedarikinde sıkıntıların sebep olduğu üretim duruşları nedeniyle zayıf 2Ç21 sonuçlarının ardından 3Ç21'de görece darboğazın aşılmasıyla çeyrek bazda artan üretimi, düşük baz yılı etkisi ve TL'deki değer kaybı sonucu şirketin yıllık %37 artışla 1.97 milyon TL FAVÖK ve %38 artışla 1.88 milyon TL net kar açıklayacağını tahmin ediyoruz. Ford Otosan için 23 Kasım'da dağıtacağını açıkladığı 1.32 milyar TL 2. taksit temettü ödemesi tahminimizin üzerinde %2.3 temettü verimine işaret ediyor.

Şirket 2021 yılında 450 – 500 milyon euro yatırım bütçesi planlıyor. Ford Otosan'ın 2021 ile 2026 yılları arasında yeni jenerasyon Transit ailesi modelleri, Ford – Volkswagen işbirliği kapasite artışı ile elektrikli araç ve batarya yatırımlarını kapsayan yaklaşık 2.3 milyar euro'luk ağır yatırım döngüsüne gireceğini hatırlatmak isteriz.

Ford Otosan'ı yeni yatırımların etkisi ile güçlü büyüme potansiyeli, açıkladığı elektrikli araç yatırımı ile yine Türkiye otomotiv sanayiindeki öncü konumunu koruması, Avrupa'da hafif ticari araç pazarındaki lider pozisyonu, yüksek ihracat gelirleri (cironun yaklaşık %75'i), güçlü bilançosu ve yüksek temettü verimi nedeniyle beğeniyoruz. Çip tedarikindeki sıkıntıların global otomotiv sanayide 2022 ortasına kadar devam etmesini bekliyor, ancak diğer taraftan global çip krizindeki tedarik sıkıntısının hisse fiyatına büyük çoğunlukla yansıdığını düşünüyoruz. Yüksek ihracat gelirleri (75% pay) ile Ford Otosan'ın TL'deki değer kaybindan fayda sağlayacağını düşünüyoruz.

Makro tahminlerimizdeki revizyon ile güncellediğimiz FROTO hisse başına 244.50TL (önceki: 240.65TL) hedef fiyatımız %30 getiriye işaret ettiğinden hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse 2022T 8.1x F/K ile global benzer şirketlerin 11.3x F/K'sına iskontolu, 2022T 7.6x FD/FAVÖK çarpanı ile global benzer şirketlerin 7.3x FD/FAVÖK ortalamasına kıyasla primli işlem görmekte.

Tofaş Fabrika (TOASO.IS) : Tofaş 2021 yılının ilk 9 ayında yıllık bazda %2 artışla 92 bin adet yurtiçi perakende satış hacmi ve %6 artışla 83 bin adet ihracat hacmi elde etti. 9A21 gerçekleşen adetlere baktığımızda şirketin 26 Ekim’de açıklanacak 3Ç21 mali sonuçlarıyla, 2021 yılı için en son açıkladığı 135 – 150 bin adet yurtiçi pazar satışı ve 150 – 160 bin adet ihracat hedeflerinde çip tedarikindeki darboğaz kaynaklı üretimdeki yavaşlama nedeniyle aşağı yönlü revizyon yapacağını tahmin ediyoruz. Tofaş 2021 yılı için önceki 135 bin adet yurtiçi satış hacim beklentimizi 132 bin adete, önceki 150 bin ihracat hacim beklentimizi ise 120 bin adete indiriyoruz. 2021 yılında Tofaş Fabrika’nın %31 FAVÖK ve %50 net kar büyümesi elde edeceğini hesaplıyoruz.

26 Ekim’de açıklayacağı 3Ç21 sonuçlarında Tofaş’ın toplam satış hacmindeki %41 düşüşe rağmen, zayıf TL’nin ihracat gelirlerine olumlu etkisi, araç fiyat artışları ve al veya öde telafi ödemeleri sayesinde 3Ç20 rakamlarına benzer 780 milyon TL FAVÖK ve 540 milyon TL net kar rakamı elde edeceğini tahmin ediyoruz.

Global çip krizindeki tedarik sıkıntısının üretimde yarattığı yavaşlama bir yana, yeni nesil Doblo yatırımı ile FCA ve PSA birleşmesiyle çıkabilecek yeni proje beklentileri ile TOASO son iki aydır endeksin yaklaşık %40 üstünde getiri sağladı. Makro tahminlerimizdeki revizyon ve yeni projelerin FAVÖK marjında iyileşme getirme beklentisiyle FAVÖK marj tahminlerimizde ortalama yüzde 0.5 puan iyileşme sonucu hisse için hedef fiyatımızı önceki 45.25TL’den 62.90TL’ye yükseltiyoruz. Ancak revize hedef fiyatımız sınırlı getiriye işaret ettiğinden tavsiyemizi AL’dan TUT’a indiriyoruz. Hisse 2022T 6.3x Firma Değ./FAVÖK ve 8.3x F/K çarpanları ile 7.3x ve 11.3x olan global benzer şirketlerin ortalama çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

Doğuş Otomotiv (DOAS.IS) : Salt ithalatçı distribütör olarak sadece iç pazarın talep koşullarına bağlı operasyonlarını yürüten Doğuş Otomotiv 1Y21’de de güçlü seyrini sürdüren lokal otomotiv pazarından en fazla fayda sağlayan oyuncu oldu. Buna ek olarak şirketin sıkı gider yönetimi de karlılıktaki artışa büyük destek sağladı. 2021 yılında şirket beklentisine paralel toplam satış hacminin bir önceki yıla benzer (Skoda hariç) 100 bin adet seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 9A21’de elde ettiği 79 bin adetlik (Skoda hariç) araç satışıyla şirket 2021 hedefinin yaklaşık %80’sine ulaşmış durumda. 3Ç21’de yüksek baz yılı ve araç bulunabilirliğe ilişkin sorunlar nedeniyle şirketin toplam satış hacminde %40 düşüş gerçekleşti. Şirketin 2021 yılı satış hedefi 4Ç21’de %38’lik düşüşe işaret ediyor.

9 Kasım’da açıklanacak olan 3Ç21 mali sonuçlarında Doğuş Otomotiv’in satış adetlerindeki düşüş nedeniyle yıllık %20 düşüşle 505 milyon TL FAVÖK ve %40 düşüşle 303 milyon TL net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz. Doğuş Otomotiv için 2021’de FAVÖK ve net kar rakamlarında %30 büyüme hesaplıyoruz.

DOAS için 38.20TL hedef fiyatımızı %20 getiriye işaret ediyor. Hisse 2022T 4.1x Firma Değ./FAVÖK ve 5.2x F/K çarpanları ile 5.8x ve 8.1x global benzer şirket çarpan ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Hisse değerlendirme açısından cazip görünse de görece zayıf 3Ç21 ve 4Ç21 sonuçları nedeniyle hisse için tavsiyemizi AL'dan TUT'a indiriyoruz.

Otokar (OTKAR.IS): Otokar'ın 1Y21 sonu itibariyle 8X8 ve 4X4 taktik zırhlı araç siparişlerinden oluşan toplam 1.49 milyar TL bakiye siparişi bulunuyor. Şirket son açıkladığı bakiye siparişinin üzerine 2022 yılında teslimatlarını gerçekleştireceği 606 milyon TL tutarında İETT 100 adet otobüs siparişi ve 23 milyon dolar tutarında Amman Belediyesine 136 adet otobüs siparişi ekledi.

Ekim'in son haftasında 3Ç21 sonuçlarını açıklamasını beklediğimiz Otokar'ın 3Ç21'de askeri araç satışlarının katkısındaki düşüş nedeniyle yıllık bazda %13 düşüşle 127 milyon TL FAVÖK ve %29 düşüşle 105 milyon TL net kar tahmin ediyoruz. 2021 yılında Otokar'ın FAVÖK ve net kar rakamlarında sırasıyla %10 ve %25 büyüme öngörüyoruz.

OTKAR için hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki güncellemeler ve benzer şirket çarpanlarındaki güncelleme nedeniyle önceki 335.0 TL'den 351.0 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız sınırlı getiriye işaret ettiğinden ve zayıf beklediğimiz 3Ç21 sonuçları nedeniyle hisse için tavsiyemizi TUT'dan SAT'a çekiyoruz. Potansiyel askeri zırhlı araç siparişleri hisse için katalizör olabilir. Şirket yüksek döviz gelirleri sayesinde (60%-70%) TL'deki değer kaybından fayda sağlamaktadır.

Türk Traktör (TTRAK.IS) : Türk Traktör 9A21'da yıllık bazda %80 artışla 23.6 bin adet yurtiçi satış hacmi ve %26 artışla 11.4 bin adet ihracat hacmi elde etti. Şirketin dokuz aylık satış hacim performansı 2021 yılı için 29.5-32 bin adet yurtiçi ve 14.25-15.75 bin adet ihracat hacim hedeflerine ulaşmakta zorluk çekmeyeceğine işaret ediyor.

26 Ekim'de açıklayacağı 3Ç21 sonuçlarında Türk Traktör'ün toplam satış hacmindeki yıllık bazda %9 artışa rağmen, ihracatın artan payı ve maliyet artışlarının faaliyet kar marjlarını baskılaması sonucu 3Ç20 rakamlarına benzer 310 milyon TL FAVÖK ve 195 milyon TL net kar rakamı kaydedeceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılının tümünde ise %74 ciro artışının altında FAVÖK ve net kar rakamlarında artan girdi maliyetleri kaynaklı kar marjlarındaki gerileme ve vergi oranındaki artış (%25) sonucu sırasıyla %50 ve %37 artış hesaplıyoruz.

Hisse 2022T 5.2x FD/FAVÖK ve 8.2x F/K çarpanları ile 9.4x ve 14.6x global benzer şirket çarpan ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. TTRAK için İNA ve çarpan analizlerine eşit ağırlık vererek ulaştığımız hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki revizyon ve güncellenen yurtdışı benzer şirket çarpanları sonucu önceki tahminimiz olan hisse başına 211.10TL'den 240.45TL'ye yükseltiyor ve TUT tavsiyemizi AL olarak güncelliyoruz. Türk Traktör'ün 2022'de 2021'deki güçlü net kar rakamından dağıtacağını öngördüğümüz 950 milyon TL temettü tutarı %10 temettü verimine işaret ediyor.

Sektör Açıklamaları - Cam

29

Fiyat ve Oranlar										2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022					
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
SISE	8.36	25,608	12.90	12.40	54	AL	A	2.3	-2.6	68	49	30	3%	25%	4%	4.8	5.1	0.9	0.7	4.3	3.6	21%	16%	11%	9%
Cam																4.8	5.1	0.9	0.7	4.3	3.6	21%	16%	11%	9%

Güçlü 1Y21 performansının 3Ç21'de de devam etmesini bekliyoruz Şişecam 1Y21'da düşük baz yılı etkisi, yüksek düz cam talebi, ürün satış fiyatlarında güncellemeler ve zayıf TL'nin etkisi ile %45 konsolide satış geliri elde ederken, FAVÖK rakamında ise soda fiyatlarındaki gerileme, artan KKO, kurun olumlu etkisi, hammadde hedge kontratları ve gerileyen faaliyet gideri/ciro oranı sayesinde iki kat büyüme elde ederek %25 FAVÖK marjı açıklamıştı. Ekim sonu - Kasım başı açıklanmasını beklediğimiz Şişecam'ın 3Ç21 mali sonuçlarının da güçlü seyreden mimari cam talebi katkısıyla kuvvetli performansını sürdürmesini bekliyoruz. Şişecam'ın 3Ç21'de faaliyet performansında iyileşme ve birleşme sonrası azınlık paylarındaki düşüş sonucu yıllık bazda %44 artışla 1.24 milyar TL net rakamı tahmin ediyoruz. 3Ç21 konsolide FAVÖK rakamının ise %38 ciro büyümesinin üzerinde %48 artışla 1.88 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Çeyrek bazda FAVÖK rakamı benzer kalırken, net kar rakamında kur farkı gelirlerindeki düşüş kaynaklı %10 daralma bekliyoruz.

Doğalgaz fiyatları 2022'de dengelenmezse marjları baskılayabilir Şişecam'ın konsolide SMM'de doğalgazın %17 payı (%11 Türkiye + 6% uluslararası tedarik) dikkate alındığında son dönemde sert yükseliş gösteren doğalgaz fiyatları 2022'de dengeye oturmazsa Şişecam'ın karlılığını baskılayabilir. Hesaplamalarımıza göre, diğer tüm değişkenler sabit tutulduğunda, Türkiye'de doğalgaz fiyatındaki %15'lik artış Şişecam'ın brüt kar marjında yüzde 1.1 puan düşüşe neden oluyor. Yılbaşından bu yana Türkiye'de doğalgaz fiyatında kümülatif %68'lik artışa kıyasla, Şişecam Türkiye'de mimari cam ürünleri satış fiyatında %61 artış gerçekleştirdi. Buna ek olarak uluslararası operasyonlarında ise şirket düz cam satış fiyatlarında dolar bazında %10-%15 artış gerçekleştirdi. Talep izin verdiği sürece Şişecam'ın artan enerji maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtılabildiğini söyleyebiliriz. Son olarak, şirketin 2Y21 için Avrupa'da doğal gaz alış fiyatlarını kontratlarla bağladığını eklemek isteriz. Satış fiyatında artışlar, doğal gaz alım fiyatında koruma kontratları ve beklentimizin üzerinde 1Y21 karlılığını göz önünde bulundurduğumuzda 2021 için 23.7% FAVÖK marj tahminimizi koruyoruz. 2022'de ise enerji ve hammadde fiyatlarında artış kaynaklı konsolide FAVÖK marjının yüzde 1 puan düşüşle %22.7'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2018 ve 2019 yıllarında Türkiye'de doğal gaz fiyatındaki ortalama sırasıyla %43 ve %42 artış gerçekleşirken, Şişecam'ın FAVÖK marjında yıllık bazda 2018'de yüzde 0.2 puan artış, 2019'da ise yüzde 0.6 düşüş kaydettiğini hatırlatmak isteriz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Enerji fiyatlarındaki artış karlılığı aşağı çekerken, TL'deki değer kaybı karlılığı olumlu etkiliyor Şişecam'ın konsolide satış gelirlerinde döviz bazlı gelirlerin payı %55 olmasına karşın konsolide SMM'deki döviz bazlı maliyetlerin payı %43 olduğu göz önüne bulundurulduğunda, TL'deki değer kaybının şirketin karlılığını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Şirketin pay geri alımları devam ediyor Şişecam Şubat 2020'de 150 milyon TL nominal hisseye kadar 1.2 milyar TL değerinde hisse geri alım programı açıkladığını hatırlatmak isteriz. Şirket bu zamana kadar 273 milyon TL değerinde 34.4 milyon hissesini geri aldı.

Hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz Şişecam'ın defansif iş modelini, döviz bazlı gelir akışını, düşük kaldıraçlı güçlü bilançosunu, uzun döviz pozisyonunu ve sürdürülebilir temettü dağıtım politikasını beğeniyoruz. Bunların yanı sıra, cazip değerlemesi ve 2Y23'te faaliyete geçecek olan Türkiye'deki ilave yeni düz cam kapasitesi, Macaristan'da 2024'te faaliyete geçecek cam ambalaj segmentindeki yeni yatırım ve ABD'de de 2026'da faaliyete geçmesi beklenen doğal soda külü yatırımıyla ivmelenecek büyüme hikayesi de hisseye yönelik olumlu görüşümüzün diğer nedenleri olarak öne çıkıyor. Sise Cam için makro tahminlerimize göre güncellediğimiz hisse başına 12.90TL (önceki 12.40 TL) olan yeni hedef fiyatımız cazip getiri potansiyeli sunmaya devam ediyor. Hisse 2022T 3.6x FD/FAVÖK ve 5.1x F/K çarpanları ile 6.8x ve 11.9x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

Fiyat Hedefimiz ile ilgi ana riskler: i)) Türkiye, Avrupa ve Rusya'da beklentimizden daha yavaş toparlanma ii) girdi maliyetlerinde beklentimizin üzerinde artışlar iii) Şişecam'ın SMM'de %11 paya sahip Türkiye doğal gaz fiyatında beklentimiz üzerinde artış iv) düz cam ve soda külü fiyatlarında kalıcı düşüş v) beklentimizden daha güçlü TL ve beklentimizden daha zayıf US\$/Ruble kuru AL tavsiyemiz için önemli riskler olarak öne çıkmaktadır.

Sektör Açıklamaları - Bankacılık

31

Fiyat ve Oranlar															2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO %	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V. Tah.	F/K	PD/DD	PD/Net Faiz Geliri	ROE	Aktif Karlılığı					
AKBNK	5.32	27,664	8.40	7.80	58	AL	A	-1.1	-5.9	46	51	52	3%	19%	5%	3.0	2.5	0.4	0.4	1.3	1.1	14%	15%	1.8%	1.8%
ALBRK	1.81	2,444	1.78	2.00	-2	TUT	A	21	16	3.4	33	7	3%	14%	0%	8.1	7.0	0.6	0.5			7%	8%	0.4%	0.4%
GARAN	8.99	37,758	12.50	11.00	39	AL	A	-2.1	-6.8	190	50	57	3%	20%		3.3	2.7	0.5	0.5	1.2	1.1	17%	18%	2.1%	2.1%
HALKB	4.40	10,885	5.21	6.00	18	TUT	D	-3.3	-7.9	20	25	6.2	2%	8%	0%	15.7	3.6	0.3	0.2	1.3	1.0	2%	7%	0.1%	0.4%
ISCTR	5.34	24,030				Ö.Y		3.7	-1.3	30	34	33	4%	20%											
TSKB	1.25	3,500	1.80	1.55	44	AL	Y	4.2	-0.8	9.1	39	14	2%	14%	5%	3.4	2.3	0.5	0.4			16%	19%	1.8%	2.1%
VAKBN	3.38	13,201	4.80	5.50	42	AL	A	0	-4.8	16	16	4.3	1%	4%	0%	3.7	2.8	0.3	0.2	0.8	0.7	7%	9%	0.5%	0.6%
YKBNK	2.49	21,033	3.80	3.30	53	AL	A	4.6	-0.4	62	30	59	3%	10%	10%	2.3	2.0	0.4	0.3	1.0	0.9	17%	17%	1.6%	1.5%
Bankacılık																3.4	2.7	0.4	0.4	1.2	1.0	14%	15%	1.6%	1.5%

İyileşen karlılık beklentilerine rağmen makro riskler bankacılık hisselerini baskılamaya devam ediyor. Yüksek seyreden enflasyon ve buna bağlı para politikasında piyasanın beklentilerinin aksine MB'nın erken bir faiz indirim sürecine başlaması ve dünyada artan enerji fiyatları, Çin endişeleri gibi nedenlerle enflasyonist ortamda gerçekleşen yavaşlamanın yayılarak Türkiye'yi de etkileme olasılığı bankacılık hisselerinde beklenen bahar havasını yakalamamızı engelleyen makro faktörler olarak karşımıza çıkıyor. Para politikasında yaşanan bu belirsizlik ve enflasyonist ortama rağmen ısrarla para politikasında gevşeme adımları TL'deki istikrarsızlığı artırıyor ve ana gelir yapısında TL ağırlığı fazla olan bankalar için olumsuz bir faaliyet ortamı yaratıyor. Bunun yanında makro ihtiyati tedbirler çerçevesinde TL kredi büyümesinin sınırlandırılmasına yönelik alınan ek tedbirler özellikle ivmelenme sürecinde bulunan tüketici kredilerini yavaşlatıcı nitelikte olacak ve bu durumda özellikle özel bankalar açısından çok olumlu olmayacaktır.

Yılın ilk yarısı özel bankaların karlılık dinamiklerinin olumlu, kamu bankalarının ise olumsuz seyrettiği bir dönem oldu. Karlılıkları bu yıl destekleyen en önemli faktör büyümenin de iyi gelişmesiyle kuvvetli seyreden banka aktif kaliteleri ve buna bağlı geçtiğimiz yıla göre keskin düşüş sergileyen karşılık giderleri oldu. Kar marjlarının ağır baskı altında olduğu ilk yarıdan sonra yılın geri kalanı için ilk yarıya göre marjların hafif toparlamasını bekliyoruz. TL'nin performansı bankacılık hisseleri için önemli olmaya devam ediyor. BDDK'nın pandemi sonrası alınan ve bankaları SYR ve aktif kalite anlamında rahatlatan kuralları uzatma kararını özellikle kamu bankalar açısından olumlu değerlendirmek gerekir.

Öneri Durumu

A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Bundan sonra ne bekliyoruz? Bankacılık sektörünün ana yönünü makro gelişmeler belirlemeye devam etmekle beraber karlılık ve risk cephelerinde gelişmelerin olumlu yönde ilerlediğini görüyoruz. Son çeyrekte faiz indirimlerinin gündemde olduğu bir ortamda TL'nin yaz ayları boyunca görülen göreceli kuvvetini kaybedeceğini, dünyadaki gelişmelerin de riskli aktiflere yönelim iştahını törpüleyeceğini ve bunların bankacılık sektör hisselerinde bir baskı yaratacağını öngörüyoruz. Aşağı yönlü fiyat hareketlerini sınırlandıran faktörler ise ikinci yarı da güçlü olmasını beklediğimiz karlılıklar ile bankacılık hisselerinin devam eden hem tarihi ortalamalarına hem de benzer ülke bankalarına olan yüksek iskontosu. Böyle bu ortamda agresif alımlar yerine kademeli biriktirme stratejisi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Model potrföyümüzde bankaların ağırlığını piyasa ağırlığına yakın bir seviyede korumaya devam ediyoruz.

Revizyonlardan sonra 2021 için araştırma kapsamındaki bankalarımızdan % 35'lik bir kar büyüme rakamı bekliyoruz. Bankalarımız için bir önceki raporda %25 olan 2021 net kar büyüme oranı %35 olarak revize edildi. İkinci çeyrek karlılıkları genellikle beklentilerin üzerinde gerçekleşirken özel bankaların karlılığındaki güçlü görünüm bu çeyrekte de devam etti. Kamu bankalarında fonlama baskısı ve 2020'nin agresif büyüme maliyetlerinin bu seneye yansması nedeniyle olumsuz bir karlılık tablosu bulunuyor. Marjlar açısından ilk altı ayın en kötü dönem olduğunu ve ikinci yarının ilk altı ay marjlarına göre 30-40 baz puanlık iyileşmelere sahne olacağını düşünüyoruz. Yine de bütün yıl için 110 baz puan marj daralma tahminimizi koruyoruz. Burada TÜFEX kağıtlarının güçlü gelir akışının devamı ve son çeyrekte devreye giren faiz indirimlerinin kısmi de olsa olumlu etkisi görülecek.

Aktif kalite gelişmeleri olumlu yönde ilerliyor. TL'nin uzun süredir zayıf seyri, pandemi ve aralarda yaşanan ekonomik şoklar bankacılık sektörü aktif kalitesini baskı altında tutmaya devam etti. Ancak bankalarımız çok muhafazakar takibe atma ve karşılık politikaları ile buna cevap vermeye çalıştılar. Ertelenen ve yeniden yapılandırılan kredilerin performansı şu ana kadar cesaret verici düzeyde bulunuyor. Döviz kredisi bulunan büyük gruplar, aktif satışı, halka arz, yurtdışı borçlanma gibi araçları devreye sokarak borçlarını azaltıyorlar. Devam eden büyüme, imalat sektörlerinin pandemiden daha az olumsuz etkilenişi ve genele yaygın bir işsizliğin olmaması bu dönemde banka aktif kalitelerini destekleyen faktörler oldu. Bir önceki raporumuzda 2020'ye göre 100 baz puan düşmesini öngördüğümüz bankaların ortalama 2021 risk maliyetinin yıllık daralma tahminini 130 baz daralma olarak güncelliyoruz. Bu da bu raporla yaptığımız yukarı yönlü kar güncellemelerinin en önemli itici gücü olarak karşımıza çıkıyor.

Özel bankalar için hedef piyasa değerlerimizi yukarı yönlü revize ettik. Merkez Bankası'nın faiz indirmesi 10 yıllık gösterge tahvil getirilerini yukarıya iterek sermaye maliyetini bir miktar arttırdı. Buna rağmen kuvvetli seyreden 2021 karlılıkları sonucu özellikle özel bankalar için 2021, 2022 ve 2023 kar tahminlerimizi yukarı yönlü revize ettik. Bunun sonucunda uzun vadeli öz kaynak karlılık varsayımımız arttırdığımız banka hedef piyasa değerlerinde özsermaye maliyetinin bir miktar yukarı gitmesine rağmen yukarı yönlü revizyonlar oldu.

Akbank, Garanti, YKB ve TSKB için hedef piyasa değerlerimizi sırasıyla %8, %14, %15 ve %16 olarak arttırdık. Bunun yanında Halk Bankası'nın 2021 net kar tahminini önemli ölçüde düşürdük. Halkbank ve Vakıfbank için hedef piyasa değerlerimizi sırasıyla %17 ve %13 oranında düşürürken, Halkbank için tavsiyemizi AL'dan TUT'a, TSKB için tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz.

Türk Bankalarının çarpanları benzer ülke banka çarpanlarına göre yaklaşık %60-65 aralığında iskontolu işlem görüyor. Söz konusu iskonto oranı bir önceki raporumuzda %55 civarında seyrediyordu. Ayrıca kendi tarihi ortalama çarpanlarına göre iskonto da oldukça yüksek seviyelerde.

Model portföyümüzde bankacılık hisselerinin ağırlığını %14 olarak koruyoruz. Model portföyümüzde mevcut olan %14 ağırlığını muhafaza ediyoruz. Halen risklerin çok yüksek seyretmesi bu revizyonu daha fazla yapmamızı engelliyor. Karlılık ve bilanço risklerindeki olumlu yönde değişim ve değerlemelerin yakın tarih ortalamalarının da altında bulunuşu bu hareketimizi destekliyor.

YKBNK.IS: Yüksek TL fonlama ve swap maliyetlerinin etkisiyle ilk yarıda marj 2020 ortalamalarına göre 150 baz puan gerileyerek bankanın bu sene ikinci çeyrekte sonra revize ettiği 50baz marj düşüşünün çok üzerinde gerçekleşmiş durumda. Yeniden fiyatlama ve TÜFEX'in daha yüksek oranlarla değerlendirilmesine bu marj daralması önümüzdeki çeyreklerde düşecek ancak biz yine de bankanın yılı 100 baz puan civarında swaplara göre düzeltilmiş net faiz marj daralmasıyla bitireceğini tahmin ediyoruz. Marjlardaki baskıyı bir kenara koyarsak bu sene karlılığı destekleyen en önemli unsur güçlü giden aktif kalitesi ve hızla düşen karşılık giderleri. Yılın ilk yarısında 130 baz puan olarak gerçekleşen risk maliyeti geçen yılki yaklaşık 300 baz puan ortalamasının çok altında seyretmeye devam ediyor. Bankada sene başında 200 baz puan altında kalacağını öngördüğü risk maliyetini yarıyılın sonunda 150 baz puanın altında kalırsa revize etti. Yılın kalan kısmında da bu eğilimin devam etmesini ve bankanın bütçelediği rakamın çok altında bir karşılık gideri yazmasını bekliyoruz. Yine beklentilerden daha iyi gelişen net ücret ve komisyon giderleri, iştirak gelirleri genel karlılığı destekleyecek diğer unsurlar.

YKB için 2021 net kar tahminimizi %16 oranında arttırdık. Bankanın bu sene hedeflediği %15 öz kaynak karlılık rakamına ulaşacağını öngörüyoruz. YKB için hedef değerimizi TL 3.8 olarak belirledik. 2021 ve sonrası kar tahminlerimizi arttırdığımız için hedef değerde yukarı yönlü bir revizyon olurken bankanın hedefe göre %58 yükseliş potansiyeli bulunuyor.

HALKB.IS: 2020 yılında düşük verimlerle verilen yüksek montanlı krediler son üç çeyrekte marjları çok olumsuz bir biçimde baskılıyor. Özellikle ilk çeyrek net faiz gelirlerinin negatif olarak gelmesi bu etkinin boyutunu gözler önüne sermekte. Banka, TÜFEX portföyünün gelirlerini yüksek tutmak adına %15 enflasyon varsayımı kullanmasına rağmen negatif net faiz gelir rakamını önleyememiş durumda. Bundan sonraki çeyreklerde net faiz gelirinin ve marjın kademeli iyileşmesini beklemekle beraber bu seneki marj baskısı nedeniyle net kar da olumsuz etkilenecek. Bu nedenle Halkbank için 2021 net kar tahminimizi TL 3 milyar seviyelerinden **TL 1.2** milyara aşağı yönlü revize ettik. Yüksek TL fonlama baskısı ve TL kredi stoğunun düşük verimi ortalamasının devam etmesi nedeniyle net faiz gelir beklentimizi önemli derecede aşağı yönlü revize ettik.

2021 ve 2022 net kar tahminini önemli derecede aşağı yönlü revize ederken 2023 ve sonrası için tahminlerimizde çok değişikliğe gitmedik. Banka için yeni hedef değerimiz TL 5.21 seviyesi olarak belirlerken önerimizi ise AL'dan TUT'a çekiyoruz. Bankanın bilançosundaki düşük verimli getirili aktif baskısının orta ve uzun vadede de marj üzerinde baskı yaratarak öz kaynak karlılığını aşağıya çekmesini öngörüyoruz. Bütün bu olumsuz koşullara rağmen hisse fiyatının bahsedilen konuların önemli bir bölümünü de fiyatladığı bir başka gerçek. BDDK'nın pandemi sonrası getirdiği özellikle SYR ve aktif kalite konusunda bankaları rahatlattığı kuralların geçerlilik süresini uzatması da Halkbank için önemli bir olumlu nokta.

VAKBN.IS: Vakıfbank'ın ilk yarıda net faiz marjı 130 baz aşağı gelerek karlılığı önemli bir biçimde baskıladı. Ancak, bankanın ilk çeyrekte TL 400mn serbest karşılık ayırdığını ve kredi portföyü için muhafazakar yaklaşımını sürdürdüğünü görüyoruz. Marjlar yılın geri kalanında özellikle ikinci yarıda önemli bir biçimde toparlayarak bu sene için %3 ortalama düzeyine gelecek. Bankanın net ücret ve komisyon gelirleri de büyümenin görece yavaş gittiği bir ortamda oldukça iyi bir performans göstererek genel karlılığa katkıda bulunmaya devam ediyor. Tahsilatların çok güçlü seyriyle net takibe atılan miktar negatife dönerek aslında karlılığa önemli katkıda bulundu.

Banka için 2021 yılı net kar rakamımızı ikinci çeyrek sonuçlarından sonra bir miktar daha aşağı yönlü revize ederek TL 3 milyar seviyesine çektik. Vakıfbank'ın burada özellikle ikinci yarıda kullanabileceği önemli bir TÜFEX ek getiri potansiyeli bulunuyor. Banka ilk çeyrekte %9.5, ikinci çeyrekte %14 enflasyonvarsayımı kullanmıştı. Bunu en az 300-400 baz puan yukarıyadoğru güncelleyerek buradan gelen getiriye önmeli biçimde yukarı çekecek. Kamu bankaları içerisinde gerek fonlama yapısı gerekse aktif kalite risklerine karşı son derece muhafazakar yaklaşımı bankayı bir adım ön plana çıkarıyor. İkinci yarıyla birlikte marjlarda toparlanma sinyallerini almaya başlayacağız. Bu arada karşılık giderlerinin baskısı da oldukça mutedil olarak seyretmeye devam ederek genel karlılığa çok olumlu katkı yapmaya devam edecek.

Aşağı yönlü kar revizyonlarından sonra banka için hedef piyasa değerimizi TL 5.5 seviyesinden TL 4.8 seviyesine çekiyoruz.

TSKB.IS: TSKB, göreceli olarak baskılanan marj ortamından en az etkilenen banka görünümünü korumaya devam ediyor. Kredi portföyünün önemli kısmının yabancı para cinsinden olması YP kredi spredlerindeki yüksek seviyenin korunmaya devam etmesi marjlar için önemli bir savunma duvarı oluşturuyor. Göreceli olarak TL aktiflerin toplam bilançodaki düşük seviyesi TL fonlama ihtiyacını azaltıyor. Bunun yanında TÜFEX portföyünden yukarı yönlü getiri güncellemeleri de nmarjlar için önemli bir kalkan oluşturmuş durumda. Marjların güçlü duruşu bankanın kredi portföy kalitesinin yüksekliği TSKB'nin yılı kuvvetli bir öz kaynak karlılığı ile bitereceğini gösteriyor. Ticari bankaların yeni YP kredi vermedeki süren iştahsızlığı da aslında bankaya aktif kalitesi son derece yüksek potansiyel müşteri adaylarına YP kredi plasman imkanının arttırıyor. Bu hem karlılık hem de kredi riski için son derece olumlu bir gelişme.

Banka için 2021 ve 22 dönemi kar tahminlerimizi yükselttik. Bunun yanında TSKB için yeni hedef değerimiz **TL1.80** olarak belrilerken önerimizi ise TUT'tan AL'a çekiyoruz.

ALBRK.IS: Albaraka için 2021 yılı özellikle marj baskısının hissedilerek başladığı bir dönem oldu. Yüksek seyreden fonlama maliyetleri marjları baskılarken karlılığı pozitif alanda tutan olgu karşılık giderlerinin görece düşük seyri oldu. 2019-20 döneminde yoğun şekilde hissedilen aktif kalite problemlerinin bu sene daha az hissedileceği bir yıl olacak. Yine de karlılıktaki güçlenme ancak yılın sonlarına doğru kredi portföyünün tam anlamıyla yeniden fiyatlamasından sonra gerçekleşebilecek. Bu sene fonlama maliyet baskılarının ve geçen yıllarda karlılığı çok destekleyen net ticari gelirlerin bu sene zarar olarak yazılması genel karlılığı olumsuz etkilemeye devam ediyor.

Albaraka için yeni belirlediğimiz hisse değeri TL 1.78 seviyesinde bulunuyor. Banka için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Sektör Açıklamaları - Sigorta

37

Fiyat ve Oranlar															2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V. Tah.	F/K	PD/DD	ROE			
AKGRT	7.21	2,206	10.28	9.34	43	AL	A	6.7	1.5	1	28	35	11%	75%	11%	5.3	4.7	1.8	1.5	35%	35%
ANHYT	9.22	3,965	13.00	10.16	41	AL	A	-2.7	-7.4	0.6	15	57	7%	70%	9%	7.2	6.8	2.4	2.1	34%	33%
ANSGR	5.93	2,965	7.86	8.18	33	TUT	A	-1.2	-5.9	0.3	35	12	4%	33%	5%	5.5	4.8	0.9	0.8	19%	18%
Sigorta																5.5	4.8	1.8	1.5	34%	33%

Hayat Dışı Sigorta Sektörü: Salgın nedeniyle 2020 yılında neredeyse çöküş gösteren ve teknik karlılıkları olumlu etkileyen hasar frekanslarının özellikle son iki çeyrekte normalize olduğunu görüyoruz. Bu da özellikle ilk yarı yıl net teknik karlılık rakamlarını olumsuz etkilemiş benziyor. Her ne kadar brüt prim üretimi enflasyon oranının üzerinde %20-25 bandında seyretmeye devam etse de hem TL'nin zayıflığı hem de hasar frekanslarının özellikle trafik ve sağlık gibi branşlarda normale dönüşü teknik marjları 2020'ye göre düşürmüş durumda. Kapanmaların kombine oranlarına etkisi 2021 yılında daha az oldu. Bunda özellikle trafikte artan mobilitenin önemli bir etkisi bulunuyor. Teknik karlılıklar yılın ilk yarısında olumsuz bir tablo çizse de mali karlar yüksek faiz ortamı nedeniyle dengeleyici işlevini görmeye devam ediyor. İlk yarıda görece yüksek seyreden trafik branşına ait hasarların bir kaynağı da mevzuatta yaşanan karışıklık olarak karşımıza çıkıyor. Bunun ikinci yarıda değişen mevzuatla birlikte düzelmesini bekliyoruz. Sektör için olumlu görüşümüzü muhafaza ediyoruz. Özellikle sağlık, genel zararlar ve sorumluluk sigortaları büyümeye çok açık alanlar. Genel sigorta yaygınlığı da ülkemizde aynı kategorideki ülkelere göre düşük durumda. Büyük ölçekli hayat dışı sigortaların bu dönemde önemli bir değer sunduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

Emeklilikle ilgili yapılan son düzenlemeler bu sektörü olumlu etkileyecek. 18 yaşından küçüklere bireysel emeklilik sistemine (BES) katılım imkanı getirilmesi ve özel kurum ve vakıflara ait emeklilik planlarının BES'e devir yollarının açılması emeklilik sigortaları sektörünün önünü daha da açacak. Yeni düzenlemelerin etkisinin orta vadede mevcut yönetilen fonların ek %20-25 daha artması sonucunu getireceğini tahmin ediyoruz. Hayat branşında krediye bağlı ürünlerin prim üretiminde bir yavaşlama olsa da diğer yaşam ürünlerinin hem çeşit hem hacim olarak artması bu segmentteki teknik karlılık gelişimini destekleyici nitelikte. Üstelik son dönemde görülen ihtiyaç kredilerindeki hareketlilik hayat tarafına olumlu yansımaya devam ediyor. Yılın ilk yarısında hayat segmenti teknik kar momentumu düşerken, emeklilik tarafı teknik karlılığı ise beklentilerin üzerinde artış göstererek bu sektördeki şirketlerin teknik karlılıklarının dayanıklı bir görünüm vermesine sebep oldu. Mali karlarda genel karlılığı desteklemeye devam ediyor

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

ANSGR.IS: İlk yarı kombine oranlarının artışı hasarların trafik ve sağlık segmentinde beklentilerden hızlı bir biçimde normalleşmesi ve hatta normal seyrinin de üzerine çıkarak teknik karı baskılaması sonucunda oluştu. Şirketin mali karı Anadolu Hayat'tan alınan güçlü temettü geliri ve yüksek faizler nedeniyle beklenildiği gibi çok yüksek gerçekleşerek toplam karlılığı destekledi. Şirketin prim üretim büyümesi %25'nin üzerinde gerçekleşerek pazar paylarının korunduğunu gösteriyor. Trafik segmentinde geçen yılın sonlarına doğru oluşan mevzuat ile ilgili belirsizlik şirketin teknik sonuçlarını ilk yarıda olumsuz etkiledi. Bununla birlikte bu konuda getirilen çözümlerle beraber en azından yılın ikinci yarısında mevzuat ile ilgili sözkonusu karışıklık giderildi. Ayrıca ekonomideki toparlanmanın da prim büyümelerini olumlu etkilediğini görüyoruz. Şirket için hedef fiyatımız TL7.86 ve TUT tavsiyemiz devam ediyor.

AKGRT.IS: Şirketin teknik kar marjı ilk yarı sonunda uzun süreden sonra artan (normalleşen) hasarlar ile tarihi ortalamalarının altına geriledi. Ayrıca şirketin trafik branşlarında sektör liderliğini yakalaması ve burada hasar şiddetlerinin artması da kombine oranı tarihi ortalamalarının üzerine çıkaran bir başka faktör. Artan mobilite ve hızla normalleşen hasar frekansları nedeniyle kombine oranlarının yükseldiğini görüyoruz. Yaz aylarındaki yangın ve sel felaketleri sebebiyle de iklim değişikliklerine bağlı felaket hasarlarında bir artış gözlemlendi. Bu durum özellikle üçüncü çeyrek karlılığını olumsuz etkileyecek Yüksek faiz ortamı nedeniyle mali karların güçlenmesi dengeleyici rol oynamayı sürdürüyor. Aksigorta için 2021 yılında bir önceki yıla göre net kar artışı beklemiyoruz ancak şirketin yüksek temettü dağıtım oranı (karın %60-70 seviyeleri) öz kaynaka karlılığını yüksek seviyelerde tutmaya devam ediyor. Son çeyrek karlılığı karşılık iptalleri nedeniyle güçlü gelebilir. Şirket için hedef fiyat değerimizi TL 10.76 seviyesinde koruyoruz. Aksigorta için AL tavsiyemiz sürüyor.

ANHYT.IS: Sektör dinamikleri özellikle son yasal düzenlemelerden sonra son derece olumlu yönde ilerlemeye devam ediyor. Teknik karlılık olarak hayat branşında ilk yarıda bir miktar zayıflık görülse de Haziran'dan sonra bu segmentin önemli derecede toparlandığını görüyoruz. Emeklilik tarafının güçlenen teknik kar tablosu da ana faaliyet gelirlerinin güçlü seyretmeye devam ettiğini gösteriyor. Şirketin yüksek karlılığının devam etmesini bekliyoruz. Özellikle yeni düzenlemelerden sonra emeklilik tarafında yüksek karlılığın devam etmesini beklerken, hayat tarafında ise kademeli kredi artışının yanında yeni ürünlerin büyümeye katkısının artması bu tarafın teknik kar marjlarını da yüksek tutmaya devam edecek. Şirket için hedef fiyat değerimizi TL13 olarak korurken Anadolu Hayat için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

TURSG.IS: Şirketin prim üretim büyümesi beklentilerimizden daha iyi geliyor. 2021 için TL 9.8 milyarlık prim üretim tahminimiz muhtemelen yıl sonunda önemli miktarda aşılmış olacak. Ayrıca Türkiye Sigorta'nın marjlarının ilk çeyrekteki sektörel olumsuzluklara rağmen özellikle karşılaştırmalı olarak son derece yüksek kalmaya devam ettiğini görüyoruz. Trafik branşlarında şirketin pazar payları artıyor. Güçlü konumda bulunan branşlarda ise sektör liderliği korunuyor. Güçlü prim üretiminin korunması, teknik marjlarda rakiplere ve tarifekteki ağırlığın artmasına rağmen yüksek seviyelerin korunması ve mali karın genel karlılığı destekliyor oluşu sene sonu net kar tahminimiz için de yukarı yönlü olumlu bir risk oluşturuyor. Şirketin kuvvetli temettü ödeme kabiliyeti de bu güçlü karlılığın değerlemelere yansımaları gerektiğini bize söylüyor.

Sektör Açıklamaları – Gıda & İçecek

39

Fiyat ve Oranlar																													
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022						
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı					
AEFES	21.40	12,671	30.00	31.00	40	AL	A	5.2	0.2	2.7	33	68	4%	n.a	7%	10.0	8.6	1.0	0.9	4.8	4.1	10%	11%	2%	3%				
CCOLA	80.00	20,350	102.00	102.00	28	AL	A	-4.1	-8.7	3.9	28	85	2%	18%	3%	10.1	8.6	2.3	1.9	5.7	4.9	24%	24%	10%	10%				
ULKER	19.80	6,772	25.50	29.50	29	AL	A	3.3	-1.6	3.4	42	90	2%	26%	5%	6.1	5.9	1.1	0.9	6.7	5.6	18%	17%	6%	6%				
Gıda & İçecek															10.0	8.6	1.1	0.9	5.7	4.9	18%	17%	6%	6%					

Coca-Cola İçecek (CCOLA.IS):

Büyüme güçlü seyrini korurken girdi maliyetlerinin karlılığı baskılayacağını öngörüyoruz: Coca-Cola İçecek pandemi döneminin zorluklarına rağmen bu dönemde oldukça güçlü sonuçlar açıkladı. Ev tüketiminin (off-premise) artması, online satış kanallarının hızlı büyümesi, fiyat artışları ve uluslararası operasyonların kur çevrim farkları sayesinde gelirlerde güçlü artış yaşadı. Hammadde maliyetlerinin cazip seviyelerden sabitlenmesi ve maliyet tarafında alınan önlemler sayesinde marjlarını iyileştirmeyi başardı. Yılın 3. çeyreğinde normalleşme ile birlikte güçlü talep ve kısmen de zayıf baz etkisiyle güçlü büyüme trendinin devam etmesini bekliyoruz. Hem Türkiye’de hem de yurtdışı pazarlarda oldukça güçlü yıllık bazda %11 hacim büyümesi ile tarihsel yüksek çeyreklik hacimlere ulaşılmasını öngörüyoruz. Hacim büyümesinin yanısıra yüksek gıda enflasyonu ve TL'nin değer kaybının da etkisi ile satış büyümesinin yıllık bazda %38’e ulaşacağını tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz, Şirket'in 2021 yılı için yüksek tek haneli hacim büyümesi ve düşük-orta çift haneli kur etkisinden arındırılmış satış büyümesi öngörüsüne yukarı yönlü risk olduğuna işaret ediyor. Ancak güçlü büyümeye rağmen hammadde maliyetlerindeki ciddi artış ve kur etkisi nedeni ile marjlarda baskı göreceğimizi ve FAVÖK marjının yıllık bazda 350 baz puan daralacağını öngörüyoruz. Girdi maliyetlerinde artan baskının Şirket'in geçtiğimiz seneye paralel 2021 FAVÖK marjı öngörüsüne sınırlı yaklaşık 30 baz puan aşağı yönlü risk oluşturduğunu tahmin ediyoruz. Marj tarafındaki baskının önümüzdeki yıl için de en önemli risk faktörü olarak öne çıkacağını düşünüyoruz.

CCOLA için AL tavsiyemizi yineliyoruz: Yeni makto tahminlerimizdeki değişiklikler sonrası hedef değerimizi 102TL olarak koruduğumuz ve hedef değerimize göre %28 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 4,9x 2022T FD/FAVÖK ile benzerlerine göre tarihsel ortalamalarına yakın %35 iskonto ile işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Anadolu Efes (AEFES.IS):

Tarihi yüksek iskonto ile işlem görüyor: Rusya bira pazarında yaşanan güçlü rekabet, Türkiye bira pazarında yaşanan pazar payı kaybı ve operasyonel marjlarının rakibinin gerisinde kalması nedenleriyle hissenin uluslararası benzerlerine iskontosu tarihi yüksek seviyelere ulaştı. Hisse 4,1x 2022T FD/FAVÖK ile uluslararası benzerlerine göre %65 iskonto ile işlem görüyor. Kendi tarihsel 3 yıllık ortalamasına göre de iskontonun %20 civarında genişlediği görülüyor. Rekabet, büyüme, marjlara ilişkin risklere rağmen hissenin fazlasıyla cezalandırıldığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 30TL'ye (önceki: 31 TL) göre 40% getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Değerlemesini cazip bulmakla birlikte kısa vadede marjlar üzerindeki baskının devam edeceğini öngörüyoruz: Pandemi döneminde alınan önlemlerin getirdiği tüketim kaybı ve sert rekabet bira segmentinde hem büyümeyi hem de marjları olumsuz etkiledi. Ayrıca artan girdi maliyetlerinin alım gücündeki zayıflama ve rekabet nedeniyle fiyatlara aynı oranda yansıtılmaması operasyonel kar marjlarını baskıladı. Pandemi ile ilgili kısıtlamaların kalkması ve hayatın normale dönmesiyle talepte bir miktar toparlanma olmakla birlikte özellikle Türkiye'de alım gücündeki düşüşün hacimleri olumsuz etkilemeye devam edeceğini öngörüyoruz. Yılın 3. çeyreğinde toplam bira segmentinde hacimlerde yıllık bazda %4 artış bekliyoruz. En önemli pazar olan Rusya'da pazarın büyümesi ve pazar payı kazanımının etkisi ile uluslararası operasyonların hacimlerinin orta tek haneli büyüyeceğini ancak alım gücündeki düşüş nedeni ile Türkiye bira hacimlerinde zayıf baza rağmen daralma olacağını öngörüyoruz. Hacim büyümesinin yanısıra fiyat artışları ve TL'nin değer kaybının da etkisi ile bira segmentinde 3. çeyrekte yıllık bazda %33 satış büyümesi göreceğimizi tahmin ediyoruz. Ancak güçlü büyümeye rağmen hammadde maliyetlerindeki ciddi artış ve kur etkisi nedeni ile marjlarda baskı göreceğimizi ve FAVÖK marjının yıllık bazda 350 baz puan daralacağını öngörüyoruz (bira segmenti FAVÖK'te yıllık bazda sınırlı %7 artış bekliyoruz). 9 aylık tahminlerimiz bira segmentinde Şirket'in 2021 yılına ilişkin düşük tek haneli hacim büyümesi, kur çevrim farkının etkisinden arındırılmış olarak düşük onlu satış büyümesi ve 200 baz puan marj daralması beklentilerine uygun geliyor. Yalnızca son çeyrekteki maliyet baskısına bağlı olarak marj tarafında hafif aşağı yönlü risk olabileceğini düşünüyoruz. Girdi maliyetlerinde artış ve sert rekabet nedeni ile marj tarafındaki baskının önümüzdeki yıl da en önemli risk faktörlerinden biri olarak öne çıkacağını öngörüyoruz.

ULKER (ULKER.IS):

Kurumsal yönetime ilişkin riskler nedeniyle fazla cezalandırıldığını düşünüyoruz: Ülker'in öngörülebilirliği yüksek defansif iş modeli, döviz bazlı gelir sağlayan uluslararası operasyonlarının artan katkısı ve hem yerel hem global benzer şirketlere göre oldukça iskontolu işlem görüyor olması nedenleriyle cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz. Yıldız Holding'e sağlanan kredi, borç karşılığı elde edilen nakdin görece riskli finansal araçlara yatırılması ve Yıldız Holding'den şirket satın alımına ilişkin riskler hisseyi fazlasıyla baskıladı. Güçlü operasyonel nakit akışına ve varlık satışına rağmen 2 yıldır temettü dağıtmayan Şirket'in 2020 yılı karından beklentilerin üzerinde temettü dağıtmasını ve yönetim kurulu başkanlığına bağımsız bir yönetim kurulu üyesinin seçilmesini kurumsal yönetim açısından olumlu gelişmeler olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca Önem Gıda'nın Yıldız Holding'den satın alınması sonrası yakın bir gelecekte yeni bir grup içi satın almanın olası olmadığını ve buna ilişkin risklerin ortadan kalktığını düşünüyoruz. Önem Gıda'nın satın alınması ile birlikte grup içi ticari işlemlerin ve borç ilişkisinin azalacağını ve riskli yatırımlara yönlendirilen nakit pozisyonunun bu satın almada kullanılacağını dolayısıyla risklerin azalacağını düşünüyoruz. Hisse, Önem Gıda'ya ilişkin net borç ve FAVÖK ile düzeltilmiş 2022T FD/FAVÖK rasyosu olan 4,8x ile uluslararası benzerlerine %65 gibi oldukça yüksek iskonto ile işlem görmeye devam ediyor. Fazla cezalandırıldığını düşündüğümüz ve güncel hedef değerimiz 25,5 TL'ye %29 getiri sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Sektör Açıklamaları - Tekstil

42

Fiyat ve Oranlar										2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022					
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
MAVI	70.35	3,493	88.00	62.88	25	AL	A	14	8.5	3.6	73	67	1%	346%	2%	13.0	11.6	4.5	3.5	4.4	3.5	42%	34%	9%	8%
Tekstil Entegre															13.0	11.6	4.5	3.5	4.4	3.5	42%	34%	9%	8%	

Mavi Giyim (MAVI.IS)

Kısıtlamaların kalkması ile büyüme ve karlılıkta güçlü görünüm: Pandemi önlemlerinin kaldırılması ile güçlenen benzer mağaza büyümeleri, yüksek baza rağmen online satış kanalının hızlı büyümeye devam etmesi ve uluslararası operasyonların kur çevrim farkları sayesinde büyüme ve karlılıktaki güçlü seyrin yılın ikinci yarısında da devam edeceğini öngörüyoruz. Hatırlatmak gerekirse pandemiye ilişkin belirsizliğin azalması ile 2. çeyrek finansal sonuçlarının ardından Şirket yönetimi ilk kez 2021 yılına ilişkin öngörülerini paylaşmıştı. Buna göre yönetim 2021 yılında %70-75 ciro büyümesi ve %14-14,5 IFRS 16 etkisi hariç FAVÖK marjı (UFRS 16 etkisi sonrası: %20-20,5) öngörüyor. Yılın ikinci yarısında maliyet tarafında baskı ve daha güçlü baz etkisi olmasına rağmen, yönetimin 2021 büyüme ve karlılık öngörülerinin üst bandının ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in girdi maliyetlerindeki baskıyı fiyat artışları, ürün yönetimi ve giderlerdeki disiplin sayesinde telafi edeceğini ve güçlü büyüme ile iyileşen operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjının 2020 yılına göre yaklaşık 570 baz puan (UFRS 16 öncesi) iyileşerek %14,5'e ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2021 yılı beklentimiz aynı zamanda pandemi öncesine göre de (2019 yılına göre) yaklaşık 50 baz puanlık marj iyileşmesine işaret ediyor.

AL tavsiyemizi koruyoruz: Projeksiyonlarımızda ve makro tahminlerimizdeki değişikliklerin ardından güncellediğimiz hedef değerimiz 88TL'ye %25 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 2021 tahminlerimize göre 3,5x 2022T FD/FAVÖK çarpanı (UFRS 16 öncesi 4,5x) ile uluslararası benzerlerine kıyasla %55 iskonto ile işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Holdingler

43

Fiyat ve Oranlar															2022	2021	2022	2021	2022			2021	2022	2021	2022
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V.Tah.	F/K	PD/DD			ROE	Aktif Karlılığı				
ALARK	8.93	3,885		7.30		G.G	D	0.8	-4.1	5	30	9.7	4%	3%	3%	6.8	5.3	1.6	1.3	24%	27%	13%	14%		
ENKAI	10.50	58,800	13.65	11.83	30	AL	A	4.4	-0.6	3.4	8.9	54	4%	46%	3%	17.3	17.5	1.2	1.1	7%	7%	5%	5%		
KCHOL	21.24	53,862	33.00	30.00	55	AL	A	-6.3	-11	30	26	74	2%	18%	5%	4.7	4.2	1.0	0.8	22%	21%	2%	1%		
SAHOL	10.29	20,996	14.30	13.50	39	AL	A	5.5	0.5	20	49	61	3%	16%	4%	3.4	2.7	0.5	0.4	15%	17%	1%	1%		
SISE	8.36	25,608	12.90	12.40	54	AL	A	2.3	-2.6	68	49	30	3%	25%	4%	4.8	5.1	0.9	0.7	21%	16%	11%	9%		
TKFEN	14.53	5,376	19.58	20.80	35	AL	A	5.2	0.2	9.5	51	20	4%	6%	6.9%	4.4	4.6	0.9	0.8	21%	18%	9%	9%		
AGHOL	24.54	5,976	30.00	30.00	22	AL	A	10	5.1	2.4	34	17	1%	n.a	1%	6.4	5	0.9	0.8	15%	16%	1%	1%		
Holding																4.8	5.1	0.9	0.8	21%	17%	5%	5%		

Koç Holding (KCHOL.IS)

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Holding'in net aktif değerinin coğrafya, sektör ve iştirak bazında çeşitlendirilmiş olması, güçlenen solo nakit pozisyonu, iştiraklerinden elde ettiği temettü gelirlerinde artış, dolar bazlı gelirlerin ağırlığının yüksek olması, önemli bir kur riski taşıyor olması ve cazip değerlemesinden dolayı KCHOL hissesini uzun vadede beğeniyoruz. Son 5 yılda büyük ölçüde halka açık iştirakleriyle 11 milyar doların üzerinde yatırım yapan ve son dönemde halka açık iştiraklerinin yanısıra halka açık olmayan iştiraklerinin de hem organik hemde inorganik olarak yatırımlarına devam etmesini (Kalamış Yat Limanının özelleştirme ihalesinin kazanılması, elektrik üretim ve araç kirama işlerindeki satın almalar) Holding'in yatırım iştahını göstermesi ve uzun vadede büyümeyi destekleyecek olması nedenleriyle olumlu buluyoruz. Güncel hedef değerimiz 33TL'ye (önceli: 30 TL) göre %54 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Holding'in hisse geri alım programının hisseye olan güveni artıracağını ve aşağı yönlü riskleri sınırlayacağını düşünüyoruz.

Risk iştahındaki bozulma ile iskontosu yeniden açıldı: Hisse cari net aktif değerine (NAD) göre tarihi yüksek seviyelerine yakın %36 iskonto ile işlem görüyor. Hissenin 1-yıllık, 3-yıllık ve 5-yıllık ortalama NAD iskontoları ise sırasıyla %33, %18 ve %10 seviyelerinde bulunuyor. Hisse ayrıca portföyünün %90'ından fazlasını oluşturan halka açık iştiraklerinden oluşan NAD'ine göre %26 iskonto ile işlem görürken son bir yıllık ortalama iskontosu %23 ve son 3 yıllık ortalama iskontosu ise %2 seviyesinde bulunuyor. Hatırlatmak gerekirse Eylül ayında güçlü performansı sonrası en çok önerilenler listesinden çıkardığımız hisselerin iskontosu %25'e kadar daralmıştı ancak sonrasında risk iştahındaki bozulma nedeni ile iskontonun yeniden tarihi yüksek seviyeleri olan %40'lara yaklaştığını görüyoruz. İskonto oranının geldiği seviyeler holding hisselerinden daha cazip olduğuna işaret ediyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sabancı Holding (SAHOL.IS)

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Net aktif değerinin yaklaşık %90'ı halka açık şirketler ve solo nakit pozisyonundan oluşan, son yıllarda portföyünü daha aktif yöneten (Philsa satışı, Çimsa'da bazı tesislerim elden çıkartılması ve yüksek katma değerli ürünlere yönelmesi, Teknosa'da ve Carrefoursa'da yapılanma çalışmaları), karlılığını iyileştiren, nakit akışının güçlendiren, borçluluğunu azaltan, solo nakit pozisyonunu güçlendiren, iştiraklerinden temettü geliri potansiyeli artan ve temettü dağıtma potansiyeli yükselen ve ESG konusunda planlı adımlar atan Sabancı Holding'in iskontosunun orta-uzun vadede daralabileceğini ve cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 14,30 TL'ye (önceki:13,50 TL) göre %43 getiri potansiyeli sunan ve halen yüksek iskonto ile işlem gören hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

İskontosu tarihi dip seviyelerde: Holding'in Cari Net Aktif Değer (NAD) iskontosu %47'ye ulaşırken son 1 yıllık ve son 3 yıllık ortalamaları olan %45 ve %42 iskontonun hafif üzerinde yer alıyor. Ayrıca Sabancı Holding NAD'inde %30 paya sahip olan Akbank için de AL tavsiyemiz olduğunu ve aynı zamanda en çok önerilenler listemizde yer aldığını hatırlatmak isteriz. Akbank da benzerlerine ve geçmiş çarpanlarına göre oldukça iskontolu işlem görsede, Holding'in iskontosunun tarihi yüksek seviyelerde olması nedeniyle SAHOL almanın doğrudan Akbank almaktan daha cazip görüldüğünü söyleyebiliriz.

Anadolu Grubu Holding (AGHOL.IS)

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Ana iş kolları içecek ve gıda perakende iştiraklerinin değerlemelerini cazip bulmamız, güçlü ve karlı büyüme öngörülerimiz, güçlenen operasyonel nakit akışları, grup seviyesinde borçluluğun azalması ve Holding'in iştiraklerinden temettü potansiyelinin artması nedenleriyle AGHOL hissesinin iyi bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 30TL'ye %31 getiri sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. İştirakleri AEFES, CCOLA ve Migros hisseleri için de görece yüksek getiri potansiyelleri ile AL tavsiyemiz bulunduğunu hatırlatmak isteriz.

Benzerlerinin aksine Holding'in cari net aktif değer iskontosu daraldı: Diğer önde gelen holdinglerin cari NAD iskontoları son 2 yıllık dönemde genişlerken, onların aksine Anadolu Grubu Holding'in cari NAD iskontosu daraldı. Holding'in cari NAD iskontosu 1 yıllık ve 3 yıllık ortalama iskontoları olan %23 ve %32'ye karşın, %15'ya geriledi. Holding hissesinin cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünmekle birlikte tarihi düşük seviyelerde yer alan iskonto nedeni ile iştirak hisselerinin holding hissesinden daha cazip olduğunu düşünüyoruz.

Riskler: Döviz cinsi yüksek borçluluk nedeni ile TL'nin dolara ve euroya karşı değer kaybının en önemli risk unsuru olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte güçlü operasyonel nakit akışı ve varlık satışları sayesinde Holding'in konsolide net borç pozisyonu 2Ç21 itibari ile 1,3 milyar euro seviyesine geriledi (2020: 1,43 milyar euro). Düzeltilmiş Net Borç / FAVÖK rasyosu 1,4x seviyesine geriledi (1Y20: 2,1x).

Alarko Holding (ALARK.IS)

Güçlü karlılık ve nakit akışı ile borçluluk azalıyor: Elektrik üretim ve dağıtım segmentlerinin operasyonel karlılığında iyileşme ve güçlü nakit akışı sayesinde borçluluğun düşürülmesi, geçen sene cazip TL faizlerden yararlanılarak borcun bir kısmının TL'ye dönülmesi ve taahhüt segmentindeki zayıf görünümün son dönemde imzalanan yurtdışındaki projeler ile iyileşmesi hisse ile ilgili olumlu gelişmeler olarak öne çıkarken, taşıdığı döviz açık pozisyonu en önemli risk unsuru olarak görüyoruz. Önemli bir kısmı uzun vadeli FX cinsi proje finansmanı kredilerinden oluşan kombine net borç, güçlü nakit akışı sayesinde 2Ç21 itibari ile 635 milyon dolara düşerken (2019: 825 milyon dolar), Net Borç/FAVÖK rasyosu 1,7x seviyesine geriledi (YE19: 2,2x). Diğer taraftan borcun kısmen türev ürünler ile korunması, taahhüt segmentinin ve Karakuz santralının dolar bazlı gelirleri yüksek döviz riskine karşı kısmi koruma sağlıyor.

2021 nakit akışının zayıf, 2022 yılı nakit akışının güçlü olmasını bekliyoruz: En önemli iki iş kolundan biri olan enerji üretim segmentinde serbest nakit akışının 2021 yılında artan spot elektrik fiyatlarına rağmen, üretim hacminin daralması ve maliyetlerdeki artış nedeni ile daralacağını öngörüyoruz. Diğer önemli iş kolu Meram elektrik dağıtım bölgesinin ise operasyonel karlılığının iyileşeceği ancak artan yatırım zorunluluğu nedeniyle serbest nakit akışının bu yıl zayıflayacağını tahmin ediyoruz. Önümüzdeki yıl için ise hem Meram Elektrik dağıtım bölgesinin karlılığı ve nakit akışının, hem hidroların üretim hacimleri ve karlılığının hem de cazip seviyelerden sabitlenen ithal kömür maliyetleri sayesinde Karabiga termik santralının karlılığının ve nakit akışının güçlü olacağını ve borçluluğun azalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Borçluluğun düşmesi çarpanların genişlemesine yardım edecek: Hisse, Şirket'in 2021 öngörülerine göre 3,7x F/K çarpanı ile işlem görüyor. Her ne kadar 2021 F/K çarpanına göre cazip olduğunu düşünmekle birlikte yüksek döviz borçluluk nedeni ile karlılığın ciddi oynaklık gösterdiğini hatırlatmak isteriz. Ayrıca nakit karşılığı olmayan bazı kalemlerin net karı şişirmesi de çarpanın düşük çıkmasına neden oluyor. Bununla birlikte orta-uzun vadede FX borçluluğunun düşmesi ile birlikte karlılıktaki oynaklığın azalacağını ve çarpanların genişleyeceğini öngörüyoruz.

Riskler: TL'nin değer kaybı, enerji fiyatları (doğalgaz ve ithal kömür marjinal maliyetlerindeki makasın daralması) ve enerji sektörüne ilişkin potansiyel regülasyon değişiklikleri hisse ile ilgili en önemli risk unsurları olarak öne çıkıyor.

Enka İnşaat ve Sanayi (ENKAI.IS):

Enka 1Y21'de inşaat segmentinde tek seferlik dava gelirleri ve yüksek karlı proje karması sayesinde dolar bazında yıllık bazda %7 gelir büyümesi ve %31 FAVÖK marjı (yıllık 11 puan artış) kaydetti. Yılın geri kalanında marjlarda normalleşme göreceğimiz beklentisi ile segmentin 2021 yılı için 1426 milyon dolar ciro (yıllık %16 artış) ile %22.2 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. Şirket'in 2Ç21 sonu itibariye 3.58 milyar dolar bakiye sipariş büyüklüğü bulunmakta (2Ç20: 2.54 milyar dolar). Yılın geri kalanında Enka'nın portföyüne, Şirket'in yakın zamanda açıkladığı yaklaşık 250 milyon dolar tutarındaki İngiltere'de yapımı devam eden Hinkley Point Nükleer Enerji Santrali'nin HPC Borulama Prefabrikasyon ve Montaj İşleri projesi dâhil 750 milyon dolar büyüklüğünde yeni proje ekleyebileceğini düşünüyoruz. Şirket son bir yılda proje edinimi konusunda oldukça güçlü bir performans gösterdi. Salgının etkilerinin hafiflemeye başlamasıyla ekonomilerin açılması ve petrol fiyatlarındaki artış ile birlikte Şirket'in güçlü proje edinimine 2022'de de devam edeceğini düşünüyoruz.

Rusya'daki gayrimenkul operasyonları yılın ilk yarısında, salgın nedeniyle kira getirilerinde meydana gelen düşüş nedeniyle geçen seneye kıyasla zayıf bir performans sergiledi. Diğer yandan aşının yaygınlaşması ve düşük baz etkisi ile birlikte yılın ikinci yarısından itibaren kira getirilerinde iyileşme görüleceğini öngörüyoruz. Bu nedenle segmentin satış gelirlerinde 2021 ve 2022 yıllarında dolar bazında sırasıyla yaklaşık %8 ve %11 artış tahmin ediyoruz.

Şirket Türkiye'de bulunan ve 2019 yılında devletin alım garantisi bittikten sonra tamamen serbest piyasa koşullarında çalışmaya başlayan üç elektrik santralinde piyasa koşulları nedeniyle üretimin durdurulması kararını almıştı. Devlet'in elektrik üreticilerine kurulu kapasiteleri üzerinden belirlenen tutarlarda destek sağladığı mekanizmaya yap-işlet modeli ile kurulan ve belirli kriterleri sağlayan santralleri de dâhil etmesi sonucu, Şirket Adapazarı ve Gebze santrallerinde üretime başlama kararı aldı. İzmir santrali için de aynı kararın alınabileceğini düşünüyoruz. Piyasa koşullarının hala yeterli olmaması nedeniyle bu yıl için santrallerin düşük kapasite kullanım oranı ile çalışacaklarını ve konsolide finansallara belirgin bir etki bırakmayacağını düşünüyoruz.

Şirket inşaatı tamamlandıktan sonra devlet garantili fiyat anlaşmaları ile 15 yıl Enka tarafından işletilecek Gürcistan'da yer alan 433mw kapasiteli Namakhvani Cascade Hidroelektrik Santrali Projesi için Gürcistan Devleti ile 25 Nisan 2019 tarihinde imzalanan Yap-İşlet Sözleşmesini, uzun süredir devam eden sözleşme ihlalleri ve mücbir sebeplerden dolayı feshetmek için Gürcistan Devletine bildirimde bulunduğunu açıkladı. Şirket bir süredir çevreci protestolar nedeniyle projede sıkıntı yaşıyordu. Şirket fesih şartları ile ilgili detay açıklamadı.

Beklentilerimizde ve kur tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler ile hisse için hedef fiyatımızı hisse başı 11.83 TL'den 13.30 TL'ye yükseltiyoruz. Enka'nın, güçlü bilançosu, döviz bazlı gelirleri ve iyileşen yeni proje kazanımı görünümü ile defansif bir isim olarak öne çıktığını düşünüyoruz. Yeni hedef fiyatımız %30 ile çekici bir artış potansiyeli sunmakta. Hisse için tavsiyemizi AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Hisse 2022T 3.2x FD/FAVÖK çarpanı ile tarihsel ortalamalarına göre %30 iskonto ile işlem görüyor.

Tekfen Holding (TKFEN.IS):

Geçtiğimiz yıl, pandeminin etkisiyle, özellikle petrol zengini coğrafyalarda ekonominin zayıflaması sonucu altyapı ve sanayii yatırımlarındaki yavaşlama ve planlanan ihalelerde meydana gelen iptal veya ertelemeler, son yıllarda rekabetçi olmakta zorlanan Tekfen'in portföyüne yeni projeler eklemesini zorlaştırdı. Salgının olumsuz etkilerinin azalması, küresel ekonomideki toparlanma ve petrol fiyatlarındaki artış ile birlikte, 2022'de yeni proje edinimi konusunda iyileşme yaşanabileceğini düşünüyoruz. 2021 itibariyle Tekfen'in bakiye sipariş büyüklüğü 1,50 milyar dolar seviyesinde. Tekfen'in yılın geri kalanında portföyüne 200 milyon dolar büyüklüğünde yeni proje ekleyebileceğini düşünüyoruz. Bu da 2021 yıl sonunda bakiye sipariş büyüklüğünün 1 milyar doların altına inebileceğine işaret ediyor (ciro karşılama oranını 0.6x olarak hesaplıyoruz). Hatırlanacak olursa, Tekfen 2020'de inşaat segmentinde taahhüt projelerinde meydana gelen ek maliyet ve zararlar nedeniyle negatif FAVÖK kaydetmişti. 1Y21'de ise salgın nedeniyle ara verilen projelerde çalışmaların tekrar başlaması ve projelerden kaydedilmesi beklenen potansiyel zararlara karşılık herhangi bir karşılık ayırma ihtiyacı duyulmaması nedeniyle inşaat segmenti FAVÖK marjı, yönetimin 2021 yılı beklentisi %3.2'ye paralel %3.9 seviyesinde gerçekleşti. Biz 2021 yılında inşaat segmentinin Rusya ve Sudi Arabistan'da yer alan projelerden son çeyrekte zarar kaydedilme ihtimaline karşılık %2 oranında bir FAVÖK marjı tahmin ediyoruz.

Gübre fiyatlarında meydana gelen sert yükseliş sayesinde gübre segmenti 2021 yılına oldukça güçlü bir başlangıç yaptı. Diğer yandan, amonyak fiyatlarında meydana gelen artış ile birlikte üçüncü çeyrekte marjlarda bir normalleşme öngörüyoruz. 2022 yılının ise yüksek baz etkisi ve talep koşullarındaki zayıflama nedeniyle daha zayıf bir yıl olmasını bekliyoruz.

Taahhüt tarafındaki olumsuz görünüme rağmen Şirket'in sağlıklı bilançosu, döviz bazlı gelirleri ve stabil tarımsal-sanayi operasyonları nedeniyle değerlemesinin ucuz olduğunu düşünüyoruz. Hisse performansı için, büyük ölçekli yeni proje kazanımları ve zarar edilen projelerden alınabilecek potansiyel ek ödemelerin pozitif katalizör etkisi yaratacağını düşünüyoruz. Oluşan ek maliyetlerin karşılanması için işverenler ile görüşmeler sürüyor. Bu konuda 2021'de olumlu sonuçlar alınabileceğini düşünüyoruz. Salgının olumsuz etkilerinin azalması ve küresel ekonomideki toparlanma ile birlikte, 2022'de yeni proje edinimi konusunda iyileşme yaşanabileceğini düşünüyoruz. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 19,6TL ile %35 yukarı potansiyel sunmakta. Hisse 2022T 1.8x FD/FAVÖK çarpanı ile tarihsel ortalamalarına göre %60 iskonto ile işlem görüyor.

Sektör Açıklamaları - Perakende - Ticaret

49

Fiyat ve Oranlar																									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022		
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
BIMAS	61.90	37,586	90.00	90.00	45	AL	A	-8.1	-13	25	68	60	3%	72%	6%	13.1	11.5	5.6	5.0	7.1	6.0	41%	46%	11%	11%
BIZIM	12.62	757	14.00	14.18	11	TUT	A	5.3	0.2	2	44	1.6	1%	38%	3%	18.8	16.5	4.0	3.5	1.7	1.4	24%	23%	3%	2%
MGROS	33.50	6,065	50.00	50.00	49	AL	A	4.7	-0.3	5.9	51	41			0%	17.5	26.7	16.0	10.0	3.5	3.0	170%	46%	2%	1%
Ticari Mağazacılık															17.5	16.5	5.6	5.0	3.5	3.0	41%	46%	3%	2%	

Bim (BIMAS.IS)

Bim güçlü iş modeli ile rakiplerinden pozitif ayrışıyor: Bim'in, pazar lideri olarak, güçlü büyümesi, öngörülebilir karlılığı ve nakit akışı, güçlü bilançosu ve başarısı kanıtlanmış yönetim anlayışı ile sektörde en iyi konumda bulunan indirimli market zinciri olduğu görüşündeyiz. Pandemi döneminde sektörde en hızlı mağaza açan ve en yüksek benzer mağaza büyümelerine ulaşan BİM'in iş modelinin bir kez daha başarı ile test edildiğini düşünüyoruz. Gıda perakende sektöründe artan rekabete rağmen yalın ve güçlü iş modeli ile mağaza verimliliklerinde rakiplerinin oldukça önünde yer alıyor olması nedeniyle rekabetten en az etkilenecek oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca alım gücündeki zayıflamanın indirimli gıda marketlerine olan trafiği olumlu etkileyeceğini ve Bim'in de bu durumdan aslan payını alacağını düşünüyoruz. Son yıllarda ürün çeşitliliğinin artırılması, açık manav ve sıcak fırın ürünlerinin portföye eklenmesi ve mağazaların çevresel verimliliklerinin artırılması ve modernize edilmesinin müşteri memnuniyeti yaratacağını ve daha güçlü benzer mağaza büyümelerine katkı sağlayacağını düşünüyoruz. File markası ile indirimli supermarket konseptini tanıtan ve File çatısı altında on-line alışveriş platformunu devreye sokan Bim'in supermarket segmentinde de büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz. Ayrıca yurtdışı operasyonlarda yerel ortaklıklarla büyüme stratejisini de olumlu karşılıyoruz.

Normalleşmeye rağmen büyümenin 3Ç21'de hızlanmasını bekliyoruz: Geçtiğimiz yıl ev-tüketiminin artması ile Bim %38 satış büyümesi ve %9.1 FAVÖK marjı ile rakiplerinden olumlu anlamda ayrışırken tarihi yüksek büyüme ve karlılığa ulaşmıştı. Ancak yüksek baz etkisi nedeniyle yılın ilk yarısında bir miktar normalizasyon görülürken yılın ikinci yarısında da bu durumun devamını bekliyoruz. Ancak gıda enflasyonun yüksek seyri ve bu yıl okulların yeniden açılması ile birlikte yılın ilk yarısına göre benzer mağaza büyümelerinin 3. çeyrekte hızlanacağını öngörüyoruz. Ayrıca pandemi döneminde mağaza lokasyon alternatiflerinin artması ve cazip kira kontratları elde edilmesi sektörde mağaza açılışlarını hızlandırırken, Bim'im de %13 mağaza açılış hızı ile aslan payını almaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. 3Ç21'de %30 ciro büyümesi öngörürken yıl sonunda Şirket'in tüm yıl için %20-25 bandında olan büyüme öngörüsünün üst bandına ulaşılacağını tahmin ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Operasyonel kar marjlarının güçlü kalmaya devam etmesini bekliyoruz: Büyümede olduğu gibi operasyonel kar marjlarında da rekor yüksek baz etkisi nedeni ile bu yıl bir miktar normalizasyon beklemekle birlikte yılın ilk yarısındaki güçlü seyrin bu çeyrekte de devam edeceğini öngörüyoruz. 2021 yılında yıllık bazda 50 baz puanlık daralmaya işaret eden %8,6 FAVÖK marjı tahminimiz Şirket'in %7,5-8,5 olan operasyonel kar marjı öngörüsünün hafif üzerinde yer alıyor.

Tarihsel çarpanlarına yüksek iskonto ile işlem görüyor: Koruduğumuz hedef değerimiz 90TL'ye %45 getiri potansiyeline işaret eden hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 7.1x 2022T FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi) ve 11,5x 2022T F/K ile son 5 yıllık ortalamalarına %40'a yakın iskonto ile işlem görüyor. Cazip çarpanlar ile işlem gören hisse aynı zamanda en çok önerilenler listemizde bulunuyor. Ana hissedarların ve üst yönetimin devam eden hisse alımlarının da hisseyi destekleyeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, iskontonun artmasında son dönemde yeni perakende yasası ile ilgili tartışmaların yeniden gündeme gelmesi, fiyat denetimlerinin yapılması, soruşturma başlatılması ve ceza kesilebileceğine dair spekülasyonlar rol oynadı. Gıda-perakende yasası ile özellikle mağaza açılışlarına getirilebilecek sınırlamaların tahminlerimiz ve değerlememiz için en önemli risk faktörü olduğunu düşünüyoruz. Ancak geçmiş dönemlerde de perakende yasasının sık sık gündeme geldiğini ama yasalaşmadığını hatırlatmak isteriz.

Migros (MGROS.IS)

Güçlü pazar konumlanması, güçlü büyüme ve nakit akışı sağlıyor: Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri olan Migros, yaklaşık 18bin üründen oluşan portföyü ile daha az ürün çeşitliliği sunan indirimli gıda zincirlerine (BİM: 800, A101: 1000, Şok: 1.500) kıyasla önemli bir rekabet avantajına sahip. Zengin ürün çeşitliliği, yüksek markalı ürün ağırlığı, geniş taze ürün portföyü ve farklı mağaza formatları yüksek müşteri memnuniyeti yaratırken müşteri trafiğini de olumlu etkiliyor. Ayrıca bir çok platform ile online gıda perakende pazarının öncüsü ve en iyi konumlanmış oyuncusu olan Migros'un bu kanalın hızlı büyümesinden en çok yararlanan oyuncu olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu nedenlerle Migros'un benzer mağaza büyüme hızını, operasyonel karlılığını ve güçlü nakit akışını sürdürme anlamında sektördeki diğer oyunculara göre rekabet avantajları olduğunu düşünüyoruz.

Online satış kanalına artan talep büyümeye katkı sağlıyor: Uzun yıllardır online satış kanalına yatırım yapan Migros pandemi döneminde bu kanala artan talebin avantajlarını yaşıyor. Online satışların toplam satışlar içindeki payının 2021 yılında %15'e ulaşacağını tahmin ettiğimiz (2018: ~%3) Migros'un pandemi sonrası da büyümeden payını almaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle benzer mağaza büyümelerinin orta-uzun vadede rakiplerinin üzerinde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Tahminlerimiz 2021 büyüme öngörülerine yukarı yönlü riske işaret ediyor: Yılın 3. çeyreğinde yüksek baz etkisine rağmen güçlü devam eden on-line satış büyümesi, normalleşme ile birlikte AVM mağaza trafiğinde artış ve turizmin ve uzun bir aradan sonra okulların açılmasının katkısı ile güçlü benzer mağaza büyümesi öngörüyoruz. Rakiplerinden daha güçlü benzer mağaza büyümesine ulaşmasını beklediğimiz Migros'un %26 satış ve %27 FAVÖK büyümesi açıklayacağını tahmin ediyoruz. Online satışların payının artmasının marjlar üzerinde yarattığı baskıya rağmen güçlü büyümenin yarattığı operasyonel kaldıraç sayesinde operasyonel kar marjının yıllık bazda geçen seneye paralel olmasını beklerken çeyreklik bazda hafif iyileşme göstermesini ve Şirket'in öngörülerinin orta bandında kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Net karın hem güçlü operasyonel karlılık hem de düşen finansal giderler sayesinde yıllık bazda iyileşme göstereceğini öngörüyoruz. Büyüme tahminimiz Şirket'in 2021 yılı satış büyüme öngörüsü olan %18-20 bandına hafif yukarı yönlü riske işaret ediyor.

Borçluluğun azalması ile birlikte çarpanların genişlemeye devam etmesini öngörüyoruz: En önemli endişe kaynağı olan euro açık pozisyonu tamamen kapandı. Güçlü operasyonel nakit akışı ve varlık satışları ile net borç 2Ç21'de 379mn TL'ye, net borç/FAVÖK rasyosu 0,2x'e geriledi. Tahminlerimiz Şirket'in bu yıl içerisinde net nakit pozisyonuna geçeceğine işaret ediyor. Borcun azalması ve kur riskinin ortadan kalkması ile kendi tarihsel ortalamalarına göre primli işlem gören Migros, 5x 2022T FD/FAVÖK (IFRS15 ve IFRS16 ya göre düzeltilmiş) ile Bim'e göre 30% iskonto ile işlem görüyor. Değişmeyen hedef değerimiz 50TL'ye %49 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Beklentilerimizin aksine perakende yasası ile mağaza açılışlarına veya ürün gamına getirilebilecek sınırlamalar ve devam eden soruşturma sonucu yüksek bir ceza gelmesi hedef değerimiz için en önemli risk faktörleridir.

Bizim Toptan (BIZIM.IS)

Türkiye'nin en yaygın Cash & Carry toptancısı: Mağaza sayısı ve coğrafi yaygınlık bakımından Türkiye'nin 1 numaralı Cash & Carry toptancısı Bizim Toptan'ın, iş modeli yeniden yapılandırıldıktan sonra büyümenin güçlenmesi, karlılığın iyileşmesi ve en önemlisi bunun uzunca bir süredir sürdürülebiliyor olması nedeniyle iş modeline ilişkin soru işaretlerinin azaldığını düşünüyoruz. Ayrıca güçlü bilanço yapısı, yüksek net nakit pozisyonu ve kur riskinin olmaması ile cazip bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz.

Tahminlerimiz Şirket'in büyüme öngörülerinde yukarı yönlü riske işaret ediyor: Ana kategori büyümesinde bu yılın ilk yarısındaki güçlü trendin yılın 3. çeyreğinde hızlanarak devam edeceğini öngörüyoruz. Buna ek olarak sigara ve şeker satışlarının da çok güçlü olması bu çeyrek büyümeyi destekleyen bir başka unsur olarak öne çıkıyor. Ayrıca yasakların kalkması ile ev-dışı tüketimin canlanması HoReCa segmentinin satışlarının desteklerken, Franchise ve bireysel müşteri kategorilerinde de güçlü momentumun devam etmesi sayesinde bu çeyrek yıllık bazda %30 gibi oldukça güçlü satış büyümesine ulaşılacağını öngörüyoruz. Sigara ve şeker satışlarının payının artmasının marjlar üzerindeki olumsuz etkisinin güçlü büyümenin sağlayacağı operasyonel kaldıraç sayesinde telafi edileceğini ve marjların hem yıllık bazda hem de çeyreklik bazda iyileşme göstereceğini tahmin ediyoruz.

Güçlü ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz: Güçlü büyüme trendi ile gelirlerdeki ağırlığı sırasıyla %15'e ve %20'ye yükselen franchise operasyonları ve perakende müşteri segmentindeki büyümenin yılın geri kalanında ve 2022 yılında da güçlü seyrini sürdüreceğini öngörüyoruz. Ayrıca normalleşme ile birlikte HoReCa segmentinin de toparlanarak büyümeyi destekleyeceğini düşünüyoruz. 2021 yılında %25 ciro büyümesi ve geçen senenin hafif üzerinde %4,8 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Tahminlerimiz Şirket'in 2021 büyüme öngörüsüne ilişkin yukarı yönlü risk olabileceğine, marjların ise öngörülere paralel olacağına işaret ediyor. Diğer taraftan kısa vadeli faizlerin düşme trendinde olması nedeniyle net kar tarafında Şirket'in öngörülerinin hafif iyimser kalabileceğini öngörüyoruz.

TUT tavsiyemizi koruyoruz: Hatırlatmak gerekirse Haziran ayındaki raporumuz ile, önceki 1 yılda endeksin oldukça gerisinde kalan ve çarpanları daralan hisse için, SAT tavsiyemizi TUT olarak revize etmiştik. O tarihten beri hisse endekse paralel performans gösterirken, yeni perakende yasası ve 5 büyük zincir markete soruşturma başlatıldığı haberleri ile zayıf performans gösteren diğer gıda-perakende oyuncularından pozitif olarak ayrıştı. Mevcut durumda güncel hedef değerimiz 14,0TL'ye (önceki 14,18TL) sınırlı %11 getiri potansiyeli sunan hisse için tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz. Zayıf performansının ardından bir miktar çarpanlarında daralma olmasına rağmen hisse 16,5x 2022T F/K ile halen benzer şirketlere göre primli işlem görmeye devam ediyor.

Sektör Açıklamaları - Savunma

53

Fiyat ve Oranlar										2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022					
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
ASELS	16.27	37,096	18.50	17.50	14	TUT	A	9.5	9.6	41	26	35	1%	10%	4%	5.7	6.0	1.5	1.3	7.2	6.3	31%	24%	17%	13%
Savunma Teknolojisi															5.7	6.0	1.5	1.3	7.2	6.3	31%	24%	17%	13%	

Aselsan (ASELS.IS)

Güçlü büyüme, yüksek karlılık ve öngörülebilirlik sunuyor: Aselsan 9.2 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğü ve yaklaşık 4x ciro karşılama oranı ile (bakiye sipariş / 2020 ciro) uluslararası benzerlerine göre yüksek öngörülebilirlik sunuyor. Güçlü bakiye sipariş büyüklüğü sayesinde önümüzdeki 2-3 yıllık dönemde %8 YBBO göstereceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte benzer şirketlere göre daha yüksek, sürdürülebilir ve Türk lirasının değer kaybına karşı dirençli faaliyet karlılığı (bakiye siparişlerin %81'i, giderlerin %37'si döviz) ve güçlü bilançosu ile kısa vadeli şoklara karşı dirençli olduğunu düşünüyoruz.

Cironun geçen sene 3Ç'de dolar bazında %17 daralması nedeniyle zayıf bir baz olmasına rağmen bu çeyrek dolar bazında ilave %11 daralma öngörüyoruz. Zayıf büyümeye rağmen TL'nin değer kaybının etkisi ile operasyonel kar marjının güçlü olmasını bekliyoruz. Tahminlerimiz Şirket'in bu yıl için %40-50 satış büyüme öngörüsünde aşağı yönlü riske işaret ediyor. Ancak FAVÖK marjının Şirket'in öngörülerinden yüksek seyri nedeniyle nominal olarak FAVÖK'ün Şirket'in öngörülerine paralel olacağını tahmin ediyoruz.

Nakit akışı ile ilgili endişelerimiz devam ediyor ancak mevcut nakit dönüşüm rasyolarında daha fazla kötüleşme öngörmüyoruz: 2017-2020 döneminde kümülatif operasyonel nakit akışı marjı %3 ve serbest nakit akışı marjı eksi %11 olarak gerçekleşti. Güçlü büyüme sonucu artan işletme sermayesi ihtiyacı ve avanslardaki düşüş nakit akışının zayıf gerçekleşmesinin temel nedenleri olarak öne çıktı. Genel olarak önümüzdeki dönemlerde büyüme ile birlikte işletme sermayesi ihtiyacının nakit akışı üzerinde baskı yaratmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Ancak işletme sermayesi rasyolarının halihazırda olabildiğince sınırlarını zorlandığını dolayısıyla önümüzdeki dönemlerde daha da kötüleşmeyeceğini tahmin ediyoruz.

Zayıf nakit akışı nedeni ile benzerlerine ve kendi tarihsel iskontolarına yüksek iskonto ile işlem görüyor: Hisse %50-50 ağırlıklandırılmış düzeltilmiş 2022T F/K (6x) ve 2022T FD/FAVÖK (6,3x) çarpanlarına göre benzer şirketlere kıyasla son 3 yıllık ortalamalarının yaklaşık 15 baz puan üzerinde %55 iskonto ile işlem görüyor. Hisse kendi son 3 yıllık ortalama çarpanlarına göre de yaklaşık 15 baz puan iskontolu işlem görüyor. Emsal savunma şirketlerine göre daha hızlı büyümeye, daha yüksek öngörülebilirliğe ve daha yüksek karlılığa sahip olmasına rağmen daha düşük değerlendirme çarpanları ile işlem gören Aselsan'ın nakit akışında orta-uzun vadede yaşanabilecek olası kalıcı bir iyileşmenin hisse de hızlı bir toparlanmayı tetikleyebileceğini düşünüyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Dayanıklı Tüketim

54

Fiyat ve Oranlar										2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022							
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı					
ARCLK	33.56	22,677	45.21	43.42	35	AL	A	5.6	0.5	26	25	41	4%	42%	5%	7.3	6.1	1.5	1.3	5.5	4.5	21%	22%	6%	5%				
VESBE	49.40	9,386	69.55	63.55	41	AL	A	3.7	-1.3	6.2	15	9.3	9%	65%	11%	6.3	4.5	2.3	1.8	5.1	4.0	40%	46%	15%	16%				
VESTL	24.50	8,219	30.95	29.32	26	TUT	A	-3.2	-7.8	7.9	35	12	25%	133%	0%	10.1	4.7	1.5	1.1	3.8	3.0	13%	27%	3%	5%				
Beyaz Eşya															7.3	4.7	1.5	1.3	5.1	4.0	21%	27%	6%	5%					

Yılın ikinci yarısında yüksek baz etkisi devreye giriyor. 2020 Haziran ayında ertelenen talebin devreye girmesi ve düşük faiz oranları ile oluşan güçlü talep koşullarının yarattığı yüksek baz etkisi nedeniyle 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yurtiçi beyaz eşya talebinde zayıflama gözlenmeye başlandı. Yurtiçi talepte Temmuz ve Ağustos aylarında yıllık bazda sırasıyla %31 ve %8 düşüş gerçekleşirken, 8A21'de kümülatif iç satış hacmi yıllık bazda %12 büyüyerek 5.9 milyon adete ulaştı. Yılın son çeyreğinde yüksek bazın etkisinin devam etmesi nedeniyle talebin zayıf seyretmesi bekleniyor. 2021 yıl geneli için beyaz eşya iç satışlarında orta tek haneli büyüme tahmin ediyoruz.

Yüksek baz etkisi, aşılmanın yaygınlaşması ile birlikte normal hayata dönüş ve tüketicilerin harcama alışkanlıklarında meydana gelen değişiklikler (eğlence ve seyahat harcamalarına daha çok bütçe ayrılması) nedeniyle ihracat satış büyümesinde hafif bir yavaşlama meydana geldi. İhracat satış hacmi Temmuz ayında yıllık %16 düşüş, Ağustos ayında ise %16 artış gösterirken, 8 aylık dönemde yıllık bazda %31 artış ile 16.8 milyon adet olarak gerçekleşti. Yılın dördüncü çeyreğinde, mevsimsel faktörlerin (Kara Cuma, Noel) özellikle Avrupa pazarındaki talebi olumlu etkilemesi bekleniyor. Türkiye, pandeminin alım gücünü vurduğu Avrupa'da A segmenti ürünlerden B segmenti ürünlere kayma gerçekleşmesi ve navlun maliyetlerindeki ciddi artış göz önüne alındığında özellikle Çinli üreticiler karşısında Avrupa'ya olan coğrafi yakınlığı ile rekabet avantajını sürdürüyor. Ek olarak, Türkiye'deki beyaz eşya ihracatçılarının kapasitelerini esnek bir şekilde talebin geldiği pazarlara yönlendirebilme kabiliyetleri sayesinde büyümenin desteklenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. 2021 yılının için sanayiinin ihracat hacminde düşük çift haneli büyüme tahmin ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Hammadde fiyatlarındaki artış 3. çeyrek marjları üzerinde daha belirgin bir baskı kurdu. Üreticilerin 2020 yılının üçüncü çeyreğinde özellikle çelik gibi hammadde alımlarında yaptıkları düşük maliyetli kontratlar, girdi maliyetlerindeki sert artışlara rağmen 2020 yılı marjlarını olumlu etkilemişti. Kontratların 2021 yılının ilk çeyreğinde sona ermeye başlaması ile maliyet baskısı marjlar üzerinde hissedilmeye başlandı. Hammadde maliyetlerindeki artışın devam etmesi ile bu baskı 3. çeyrek marjları üzerinde daha belirgin bir hale geldi. Ortalama metal fiyatları arz sıkıntısı ve Çin'in çelik ihracatı teşviklerini iptal etmesi nedeniyle 3Ç21'de de artış göstermeye devam etti. Diğer yandan, yılın ikinci çeyreğinde tepe noktasına ulaşan ortalama plastik fiyatları normalleşme, arz fazlası ve fors majör uygulamalarının azalmasının etkisiyle 3Ç21'de düşüş gösterdi. Plastik fiyatlarındaki gevşemenin dördüncü çeyrek marjlarına olumlu etki yapmasını bekliyoruz.

Panel fiyatlarındaki sert düşüşün özellikle yılın son çeyreğinden başlayarak TV segmenti marjlarını olumlu etkilemesi bekleniyor. İç pazar TV satışları yüksek baz yılı etkisi, TV panellerinde yaşanan global arz sıkıntısı, artan fiyatlar ve Nisan ayında uygulanan 17 günlük kapanma süreci nedeniyle yılın ikinci yarısında da zayıf devam etti. Yılın ilk çeyreğindeki %10'luk bir daralmanın ardından, TV satışları Nisan-Mayıs döneminde yıllık bazda %20 oranında düşüş gösterdi. Satış hacimlerindeki düşüş fiyat artışları ile kısmen telafi edildi. Yılın üçüncü çeyreği için daha güçlü bir baz etkisinin devreye girmesi ve günlük hayatın normalleşmesi ile birlikte evde geçirilen zamanın azalması nedeniyle yurtiçi satış hacimlerinin zayıf seyretmeye devam edeceği öngörülüyor. Benzer şekilde, geçen sene Mayıs ayında başlayan güçlü talep koşullarının oluşturduğu yüksek bazın, TV fiyatlarındaki artışın ve normal hayata dönüş ile seyahat gibi harcamalara ayrılan bütçenin artması TV ihracat hacimlerinin düşmesi bekleniyor. Diğer yandan, panel fiyatları Haziran/Temmuz aylarında 2015 yılından beri en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra sert bir düşüş trendine girdi. Bu durumun özellikle yılın son çeyreğinden itibaren TV segmenti marjlarını olumlu etkilemeye başlaması bekleniyor.

(i) Beklentimizden daha zayıf Türkiye ve Avrupa TV ve beyaz eşya pazarları; (ii) kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış; (iii) Avro'nun ve TL'nin ABD Doları karşısında değer kaybetmesi; (iv) ulaşım sürelerinin kısılması durumunda Çinli rakiplerin rekabet avantajının artması sektör için önde gelen risk unsurlarıdır.

ARCLK.IS ve **VESBE.IS** cazip değerlemeleri ile dayanıklı tüketim sektör takip listemizdeki en beğendiğimiz hisseler olarak öne çıkıyor.

Arçelik (ARCLK.IS):

Arçelik yılın üçüncü çeyreğinde 716mn TL net kar açıkladı. Geçen yılın yüksek bazı ve zayıflayan operasyonel performansı nedeniyle, net kar yıllık bazda %31 düşüş gösterdi. Konsolide gelirler 3Ç21'de 18.15 milyar TL olarak gerçekleşti. Aşılmanın hızlanması ve ekonomilerin yeniden açılması ile tüm pazarlarda talepte gözlemlenen normalleşmeye rağmen, yapılan fiyat artışları, Hitachi ve Whirlpool Manisa Fabrikası satın almalarından kaynaklanan inorganik hacim büyümesi ve zayıf TL sayesinde net satışlar yıllık bazda %52 büyüme kaydetti. Satın almaların olumlu etkisi hariç tutulduğunda, organik gelir büyümesi yıllık %29 olarak gerçekleşti. 3Ç21'de FAVÖK 1,78 milyar TL olarak gerçekleşti ve yıllık bazda %3 artış gösterdi (satın almalar hariç %24 artış). FAVÖK marjı ise 3Ç20'de kaydedilen %14.5 seviyesinden %9,8 (satın almalar hariç %10,4) seviyesine geriledi. Satın almalar marjlar üzerinde azaltıcı etkide bulunurken, yüksek hammadde fiyatları ve düşük kapasite kullanım oranının yarattığı marj baskısı fiyat artışları ve sıkı faaliyet gideri kontrolüyle kısmen telafi edildi.

Arçelik, 2021 konsolide gelir büyümesi beklentisini bir önceki beklentisi + %30'dan (TL bazında) yaklaşık %55'e revize etti. Yönetim Türkiye operasyonlarında yıllık %35 büyüme (daha önce % 25) ve uluslararası operasyonlarda ise yıllık +%35 büyüme (önceki beklenti +%10) öngörüyor. Uluslararası gelir beklentilerinde meydana gelen değişiklik, Hitachi ve Whirlpool satın almalarının hesaplamaya dahil edilmesinden kaynaklanmıştır. 2021 FAVÖK marjı beklentisi ise, satın alınan şirketlerin marjlarının düşük olması nedeniyle önceki beklenti %12'ye kıyasla %11'e revize edildi. 2021 yatırım harcamaları ve işletme sermayesi / satış oranı beklentileri değiştirilmedi, sırasıyla 220 mn EUR ve %25 olarak tutuldu.

2021'de şirketin konsolide satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında sırasıyla %57 ve %33 artış öngörüyoruz. 2021'de hammadde maliyetlerindeki artış trendi ve güçlü baz yılı nedeniyle FAVÖK marjında 1.8 puan gerileme bekliyoruz.

Hitachi ve Whirlpool satın almalarının Şirket'in büyümesine katkı sunacağını düşünüyoruz. Hitachi satın alımı ile Şirket Hitachi'nin güçlü marka bilinirliği ve potansiyel sinerjilerden faydalanarak Asya Pasifik bölgesindeki varlığını arttırmayı ve küresel genişleme stratejisini desteklemeyi hedefliyor. Whirlpool satın alımı ile Şirket mevcut çamaşır makinası ve soğutucu kapasitesini %20 arttırmayı ve Whirlpool'un Avrupa'da faaliyet gösteren şirketlerine ürün satışı yaparak pazar payını genişletmeyi planlamaktadır.

ARCLK için 12 aylık hisse başı 45.21TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2022T 4.5x Firma Değ./FAVÖK ve 6.1x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 8.7x ve 13.5x medyan çarpanlarına göre iskontolu işlem görüyor. %40 kar dağıtım oranı tahminimizle, Arçelik'in 2021 karından 2022'de 1.24 milyar TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %5.5 temettü verimine işaret ediyor

Vestel Beyaz Eşya (VESBE.TI): Vestel Beyaz 3Ç21'de, geçtiğimiz yılın yüksek baz teşkil etmes ve zayıflayan operasyonel performansı nedeniyle %23 net kar düşüşü açıkladı. Ekonomilerin yeniden açılması, aşılmanın hızlanması ve tüketicilerin harcama alışkanlıklarında meydana gelen değişiklikler (eğlence ve seyahat harcamalarına daha çok bütçe ayrılması) ile beyaz eşya talebinde gözlemlenen normalleşmeye rağmen, maliyet bazlı fiyat artışları, pozitif kur etkisi ve ihracat hacimlerindeki artış sayesinde satış gelirleri yıllık bazda %55 büyümeye kaydetti. FAVÖK 3Ç21'de yıllık bazda %19 düşerek 428mn TL olarak gerçekleşti. Bu düşüşte, artan maliyet baskıları, EUR/USD paritesindeki aşağı yönlü seyir ve görece düşük ciro büyümesi karşısında operasyonel kaldıraç etkisinin zayıflaması etkili oldu. Böylece FAVÖK marjı 3Ç20'deki %20,9 ve 2Ç21'deki %15,7'ye karşılık 3Ç21'de %10,9 seviyesinde gerçekleşti.

Yönetim, yılın son çeyreğinde devam eden yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık yurt içi satış büyümesinin sınırlı kalmasını bekliyor. Öte yandan, Şirket, mevsimsel faktörlerin (Kara Cuma, Noel gibi) etkisiyle ihracat hacimlerinde artış öngörüyor. Ek olarak, üçüncü çeyrekte yapılan fiyat ayarlamalarının ihracat satışları üzerindeki tam etkisini yılın son çeyreğinde görmeyi bekliyorlar. Son olarak, marjların 3Ç21'e kıyasla düşüş göstermesi beklenen plastik maliyetleri, yeni maliyet düşürme projeleri ve EUR/USD paritesindeki yükseliş ile desteklenmesi bekleniyor. 2021'de Vestel Beyaz Eşya'nın yıllık %63 ciro artışı ve %13 FAVÖK artışı kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

VESBE için 12 aylık hisse başı 69.55TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2022T 4.0x Firma Değ./FAVÖK ve 4.5x F/K çarpanları ile yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 8.7x ve 13.5x olan medyan çarpanlarına göre oldukça iskonto işlem görüyor. %70 kar dağıtım oranı tahminimizle, Vestel Beyaz Eşya'nın 2021 karından 2022'de 1 milyar TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %11.2 temettü verimine işaret ediyor.

Vestel Elektronik (VESTL.TI): Vestel Elektronik 2Ç21'de, güçlü gerçekleşen beyaz eşya ihracatı, TV ihracat hacimlerindeki çift haneli artış, düşük baz, kurun ihracat gelirlerine olumlu etkisi ve ihracat pazarlarında maliyet artışlarını yansıtmak amacıyla yapılan fiyat artışları sayesinde kuvvetli net kar büyümesi elde etti. Yılın üçüncü çeyreği için yüksek baz etkisi, hammadde fiyatlarındaki artış ve televizyon segmentinde meydana gelen pazar payı kaybı nedeniyle Şirket'in zayıf sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Diğer yandan, panel fiyatlarındaki sert düşüşün 4. çeyrekte marjlar üzerinde olumlu etki yaratmasını bekliyoruz. Vestel Elektronik'in 2021'de yıllık %43 ciro artışı ve %5 FAVÖK artışı kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

VESTL için hedef fiyatımızı hisse başı 30.3TL'den 31.0TL'ye yükseltiyoruz. Hisse için; i) beyaz eşyaya kıyasla düşük marjlı TV segmentinin daha zayıf büyüme görünümü sunması, ii) yüksek borçlu ana şirketle doğrudan ilişkisi ve yüksek şirketler arası işlem büyüklüğü ve iii) sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin net borcu, Grup şirketlerinden toplam alacaklar, Grup şirketlerine verilen nakit avanslar ve kur artışının da etkisi ile 2020 sonundaki 6.2 milyar TL'den 2Ç21 sonu itibarıyla 7.4 milyar TL'ye ulaştı. VESTL 2022T 3.0x Firma Değ./FAVÖK ve 4.7x F/K çarpanları ile işlem görüyor. Şirket'in 2022 yılında temettü dağıtmayacağını öngörüyoruz.

Sektör Açıklamaları - İletişim

58

Fiyat ve Oranlar										2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022						
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı								
TCELL	15.87	34,914	20.43	20.22	29	AL	A	3.2	-1.8	17	54	88	6%	86%	7%	7.2	5.7	1.5	1.3	3.2	2.7	22%	24%	9%	11%			
TTKOM	7.47	26,145	10.44	10.19	40	AL	A	8.4	3.2	13	15	53	5%	59%	11%	4.7	4.7	2.2	1.7	2.8	2.4	46%	40%	13%	12%			
İletişim															5.9	5.2	1.8	1.5	3.0	2.6	34%	32%	11%	12%				

Turkcell (TCELL. IS):

2021 beklentileri üzerinde yukarı yönlü risk olduğunu düşünüyoruz: Turkcell 2Ç21 sonuçları sonrasında 2021 beklentilerini tekrar revize etti. Turkcell, gelir artışı hedefini %14-16'dan %18'e, FAVÖK tahminini 14 milyar TL'den 14,3 milyar TL'ye ve operasyonel yatırım harcamaları/satışlar beklentisini (lisans ücretleri hariç) %20'den %21-22'ye revize etti. Gelir ve FAVÖK beklentisindeki yukarı yönlü revizyonun arkasındaki neden 1Y21deki güçlü gerçekleşmeler ve abone bazında sağlıklı büyüme iken, yatırım harcamaları beklentisi i) TL'deki değer kaybı, ii) artan fiber bağlantı talebi (Turkcell sene başındaki 500 bin fiber bağlantısını 600 bine yükseltti), iii) umut verici bir pazar olan Ukrayna'da yatırımların artırılmak istenmesi ve iv) artan veri kullanımına cevap verebilmek için daha yüksek yatırım harcaması gereksinimi nedenleri ile yukarı revize edildi. Fiber yatırımlarına ayrılan yüksek bütçe, Şirketin yaklaşmakta olan 5G geçişine hazırlıklı olma istekleri ile de ilişkilendirilebilir. 2021 yılında Covid-19 dönemindeki maliyet tasarruflarının normalleşmesiyle FAVÖK marjında 0.3 puan daralma öngörüyoruz. Diğer yandan, yaz aylarında yapılan fiyat artışları ve TL'deki değer kaybının desteklediği yurtdışı gelirleri nedeniyle Şirketin gelir büyümesi üzerinde yukarı yönlü risk görüyoruz. TL'deki değer kaybının Şirket'in yatırım harcamaları beklentisi üzerinde de yukarı yönlü risk oluşturabileceğini düşünüyoruz. Şirket'in mevcut beklenti 3 yıllık hedeflerinin (%16-%18) üzerinde seyrediyor.

Turkcell'in içinde değer yaratabilecek birçok varlık mevcut: Turkcell bünyesinde, Super Online, Global Tower, Financell, Paycell gibi değerli birçok şirket mevcut. Bu şirketlerin halka arz veya stratejik ortaklık kapsamında değerlendirilmesinin, Turkcell'de önemli değer artışı yaratabileceğini düşünüyoruz. Anladığımız kadarıyla şirketin önceliği ilk olarak Superonline tarafında olası alternatifleri değerlendirmek.

Yeni hissedar yapılanmasında en büyük ikinci ortak olan IMTIS Holdings'in (Rus Alfa), 19,8'lik hisseleri 22 Ekim 2021'den sonra satışa konu edilebilecek: Hatırlanacağı üzere IMTIS Holding, 110 milyon adet Turkcell hissesinin (ödenmiş sermayenin %5'i) hızlandırılmış talep toplamaya yöntemiyle, 10.11.2020 tarihinde, 15,25 TL'den satışını gerçekleştirmişti. Geriye kalan %19,8lik pay'ın ise Turkcell'de yeni hissedar yapısının kurulduğu anlaşma tarihinden itibaren 1 yıl satışa konu edememesi üzerinde mutabık kalınmıştı. Sürenin sona ermesi hisse üzerinde baskı oluşturabilir.

AL tavsiyemizi koruyoruz. Makro tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu Turkcell hedef fiyatımızı 20,60 TL'den 20,43 TL'ye çekiyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre 5,7x F/K ve 2,7x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %52 ve %48 iskonto ile işlem görüyor. %50 kar dağıtım oranı tahminimizle, şirketin 2022 temettü verimini %7.0 olarak hesaplıyoruz.

Türk Telekom (TTKOM.IS):

Şirket yönetimi 2021 beklentilerini tekrar yukarı revize etti. Türk Telekom, güçlü 2Ç21 performansı sonrası 2021 FAVÖK beklentisini 15.4 milyar TL seviyesinden 15.8 milyar TL seviyesine, gelir büyümesi beklentisini %16'den %17'ye ve yatırım harcaması beklentisini 8.0 milyar TL'den 8.5 milyar TL'ye yükseltti. FAVÖK'teki değişim Şirket'in daha yüksek gelir büyümesi beklentisinden (özellikle mobil segmentte) ve faaliyet giderlerindeki ılımlı görünümünden kaynaklanırken, yatırım harcaması beklentisindeki artış, iletişim hizmetlerine ve teknoloji servislerine olan yüksek talep ve kur etkisinden kaynaklandı. 2021 FAVÖK beklentisi yıllık bazda %19.4 yıllık büyümeye işaret ediyor. Mevcut 2021 ciro büyümesi beklentimiz %18, FAVÖK beklentimiz 15,9 milyar TL ve yatırım harcamaları beklentimiz ise 8,6 milyar TL seviyesinde. Türk Telekom, son bir yılda 1,6 milyon net abone kazanımıyla 13.8 milyon toplam genişbant abone sayısına ulaştı (+%13). Ek olarak, üst paketlere geçiş, toplam satışlar içinde fiberin artan payı ve sene başında yapılan fiyat düzenlemeleri ile abone başına gelir artışı da yıllık bazda %14 oldu. Yeni müşteri kazanımınının 12-24 aylık kontratlar ile sağlandığı düşünüldüğünde, abone kazanımlarının ve ARPU artışının kalıcı olacağını düşünüyoruz. Diğer yandan, geçen yılın ikinci yarısında devreye giren yüksek baz ve talebin normalleşmesi ile abone artış hızında hafif bir yavaşlama öngörüyoruz.

Mobil tarafta fiyat artışları ve günlük hayatın normale dönmesi ile ivmelenme. Şirket'in mobil abone bazı yılın ilk yarısında toplam 537 bin net abone artışı ile 23.4 milyona ulaştı (+%2). Faturalı bazındaki 1 mn net abone kazanımı, ön ödemeli taraftaki düşüşün önüne geçti. Pandemi koşulları etkisiyle yılın ilk yarısında zayıf performans gösteren mobil segmentinin Temmuz ayından itibaren günlük hayatın büyük ölçüde normale dönmesi, uluslararası uçuşlardaki ve turizm aktivitesindeki artış ile yılın ikinci yarısında daha güçlü bir katkı sağlamasını bekliyoruz. Ek olarak, Haziran ayında yapılan fiyat ayarlamaları, rekabetçi ortamın nispeten rasyonelleşmesi, değişen abone karması ve premium paketlere geçiş ile ARPU büyümesinin desteklenmeye devam edileceğini öngörüyoruz.

Bilançodaki kısa vadeli kur riski temizlendi ve bunun sürdürülmesi öngörülüyor. Şirket, 4Q20'den itibaren hedge işlemlerini arttırarak 38mn dolar döviz uzun pozisyona geçti (2Ç20: 706 mn USD açık döviz pozisyonu). Şirket geçtiğimiz yıllarda döviz pozisyonunu kademeli olarak azaltsa da TL'deki yüksek oynaklık net kar üzerinde etki yapmaya devam etmişti. İleriye yönelik olarak şirket açık pozisyon taşımayan bilanço yapısını sürdürmeyi hedefliyor. Bu sayede, net kar öngörülebilirliğinin ve temettü potansiyelinin artacağını düşünüyoruz.

AL tavsiyemizi koruyoruz. Makro tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu Türk Telekom hedef fiyatımızı 10,55 TL'den 10,44 TL'ye çekiyoruz. Hedef fiyatımıza göre %40 artış potansiyeli sunan TTKOM için AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre 4,7x F/K ve 2,4x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %67 ve %59 iskonto ile işlem görüyor. %50 kar dağıtım oranı tahminimizle, şirketin 2021 temettü verimini ise %10.6 olarak hesaplıyoruz.

Sektör Açıklamaları - Sağlık ve İlaç

61

Fiyat ve Oranlar										2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022							
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
MPARK	25.46	5,297	32.44	29.26	27	AL	A	-4.5	-9.1	1.5	33	68				65.4	15.4	14.6	7.5	5.6	4.7	25%	64%	2%	7%				
SELEC	8.58	5,328	11.53	12.62	34	AL	Y	0.7	-4.1	3	15	23	2%	17%	3%	6.5	4.8	1.2	1.0	4.7	3.8	21%	23%	7%	8%				
Sağlık															35.9	10.1	7.9	4.3	5.2	4.2	23%	44%	5%	7%					

MLP Sağlık (MPARK.IS):

Mart ayından itibaren devreye giren düşük baz etkisi ve pandemi koşullarının hafiflemesi ile birlikte hastanelerin hasta trafiğinde iyileşme görülmeye başlandı (yılın ilk yarısında ayakta hasta ziyaretleri yıllık %14, yataklı hasta protokolleri ise yıllık %7 artış gösterdi) Ek olarak, bu süreçte yapılan SUT fiyat artışları (Mart 2020 ve Nisan 2021) ve kompleks tedavilerin büyükşehirliere ve özel hastanelere kayması neticesinde gelir kompozisyonunda meydana gelen iyileşme sayesinde Şirket'in yurt içi hasta gelirleri yıllık %50 artış gösterdi. Medikal turizm gelirleri ise TL'deki değer kaybı ve 2Ç21'in düşük baz etkisi sayesinde yıllık bazda %87 artış kaydetti. Öte yandan, Şirket'in ana faaliyete odaklanma stratejisi doğrultusunda laboratuvar ihalesinin gönüllü olarak yenilememesi nedeniyle ise diğer gelirler 1H21'de yıllık bazda %48 düşüş gösterdi. Gelir büyümesine ek olarak sıkı maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK 1H21'de yıllık %49 büyüdü. Aşılama faaliyetleri ile normalleşmenin hız kazanması, ertelenen talep, SUT fiyat artışları ve TL'deki değer kaybı nedeniyle medikal turizm gelirlerindeki iyileşmenin hızlanması ile birlikte 2021 için yıllık %35, 2022 için ise %20 ciro büyümesi tahmin ediyoruz.

Karlılık tarafında ise i) devam eden maliyet kontrolleri, ii) son iki yılda Şirket'in görece yüksek karlılık sunan işlere odaklanma stratejisi doğrultusunda hastane portföyünü ve operasyonlarını optimize etmesi ve iii) yeni devralınan hastanelerin karlılığının artırılması sayesinde Şirket'in operasyonel karlılığını korumaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda, MLP Care'in 2021'de %22.5 ve 2022'de %22.6 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz.

Şirket, 2022-2024 yılları için 46,5 milyon EUR tutarındaki sendikasyon kredisine ilişkin tüm borç servisini TL'ye çevirmesi sonucu 1Ç21 sonu itibari ile 6,2 milyon EUR döviz uzun pozisyona geçmiştir. İlerleyen dönemlerde Şirket'in güçlü operasyonel performans ve düşük yatırım harcaması borç azaltmaya odaklanmaya devam etmesini bekliyoruz. Şirket'in Net Borç / FAVÖK oranının 2020 yılsonundaki 2,0x seviyesinden 2023 yılsonunda 1x'in altına gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu nedenle, Şirket'in net kar büyümesi ve temettü ödeme potansiyelinin artacağına inanıyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Şirket, Mayıs ayının sonunda metropollerde büyük ve orta ölçekli hastanelerle büyüme stratejisi doğrultusunda Liv Hospital markasının altıncı hastanesini İstanbul Vadİstanbul'da hizmete açtı. Bu strateji doğrultusunda İstanbul'daki Fatih Hastanesi kapatılarak lisansı yeni hastaneye devredildi. Liv Hospital Vadİstanbul, 35 bin m2'ye yakın kapalı alana ve 100 yatak kapasitesine sahip. Talebe göre hastanenin yatak kapasitesinin ilerleyen tarihlerde 180'e çıkarılması planlanmaktadır. Yeni hastanenin sağladığı kompleks tedavi hizmetleri ile Ulus Liv Hastanesine benzer şekilde yüksek karlılık ve büyüme sunacağı öngörülmektedir. Yeni hastanenin 1 sene içinde pozitif FAVÖK'e ulaşacağı tahmin ediliyor. Şirket yılın geri kalanında portföyüne yeni hastane eklemeyi planlamıyor. Yapılan SUT fiyat artışlarından özel ve kompleks tedaviler sunan büyük hastaneler, küçük hastanelere kıyasla daha pozitif etkilenmekte. Bu nedenle, ilerleyen dönemlerde, Şirket'in karlılık potansiyeli yüksek hastanelere odaklanmasını bekliyoruz.

AL tavsiyemiz devam ediyor: Güçlü 2Ç21 finansalları ve yeni makro tahminlerimiz ışığında MPARK için hedef fiyatımızı 29.3TL'den 32,4TL'ye revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımıza göre %27 artış potansiyeli sunan MPARK için AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Şirket'in hızlı büyüyen tamamlayıcı sigorta sektöründeki lider konumu, düşük maliyetli yüksek karlılık sunan yeni hastanelere yatırım yapma stratejisi ve döviz açık pozisyonun kapatılması ile borçluluğun azaltılması konusunda atılan adımlar nedeniyle uzun vadeli büyüme potansiyeline inanmaya devam ediyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre 15,4x F/K ve 4,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Riskler: Vaka sayılarının artması sonucu günlük hayatın kısıtlanması ve hastane ziyaretlerinde azalma meydana gelmesi ve sağlık turizmi gelirlerindeki iyileşmenin beklenenden uzun sürmesi, yeni devralınan hastanelerin beklenen performansı gösterememesi Şirket'in karlılığı ve açık pozisyonu üzerindeki en önemli risk unsurları.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Selçuk Ecza Deposu (SELEC.IS):

Düşük baz etkisi ve normalleşme ile yılın ikinci çeyreğinde ilaç satışları kutu bazında iyileşme gösterdi. IMS'nin sunduğu verilere göre Türkiye'de 2021'in ilk yarısında ilaç satışları kutu bazında yıllık yaklaşık %3 düşüş gösterdi. Bu dönemde Selçuk Ecza, pazarda meydana gelen daralma ve Şirket'in pazar payı kaybına rağmen (kutulu bazında pazar payı %42,35'ten %41.35'e geriledi), 19 Şubat tarihinde devreye giren %20 ilaç zammı sayesinde cirosunu yıllık bazda %13 arttırdı. İkinci çeyrekte ise Şirket ilaç satışlarında kutu bazında meydana gelen iyileşme, düşük baz etkisi ve ilaç fiyatlarına yapılan zam sayesinde %23 ciro büyümesi kaydetti. Yılın ilk yarısında FAVÖK yıllık bazda %55 artış göstererek 724 mın TL gerçekleşti. Bu büyüme, stok kazançlarının olumlu etkisi (ilaç zammı geçtiğimiz sene %12,1'di) ve artan operasyonel kaldıraç ile desteklendi. Böylece FAVÖK marjı yıllık bazda 1.7 puan artarak % 6,2'ye yükseldi. Normalleşmenin hızlanması (okulların açılması, sosyal mesafenin azalması, maske kullanımının düşmesi) ile birlikte doktor ziyaretlerinin artması, düşük baz etkisi ve ürün kompozisyonunda meydana gelmesini beklediğimiz olumlu değişiklik ile yılın geri kalanında Şirket'in daha güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz.

TL'nin EUR karşısındaki değer kaybı 2022 yılı için güçlü ilaç fiyat artışına işaret ediyor. Beklentilerin üzerinde gelen güçlü 2Q21 sonuçları ardından 2021 yılı için ciro tahminimizde değişiklik yapmazken, FAVÖK büyümesi beklentimizi %45 olarak revize ediyoruz (önceki %34). Diğer yandan TL'nin EUR karşısındaki değer kaybı 2022 yılı güçlü ilaç fiyat artışına işaret ediyor. Geçmişte, özellikle TL'de değer kaybının yüksek olduğu yıllarda, ilaç fiyat artışlarına getirilen sınırlamalar düşünüldüğünde, 2022 yılında devreye girecek ilaç fiyat artışının 2021 yılına benzer seviyelerde olmasını bekliyoruz. Fiyat artışı ve kutu büyümelerinde meydana gelmesini beklediğimiz iyileşme ile birlikte Şirket'in 2022'de %28 ciro ve %26 FAVÖK büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Selçuk Ecza için 11,5 TL yeni hedef fiyatımız %34 artış potansiyeline işaret ediyor. AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre 4,8x F/K ve 3,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Riskler: i) İlaç fiyat artışlarına uygulanacak ek iskonto, ii) doktor ziyaretlerinin ertelenmesi nedeniyle kutu büyümelerinin zayıf seyretmeye devam etmesi, iii) sektörün kar marjlarını azaltacak regülasyon değişiklikleri, vi) SGK'nın eczanelere ödeme yaptığı vadeyi uzatması, v) beklentilerimizin üzerinde gerçekleşecek işletme sermayesi ihtiyacı ve EUR/TL kurunun veya ilaç zamlarının projeksiyon döneminde beklentilerimizin altında kalması hedef fiyatımız için temel risk faktörleri. Özellikle TL'de değer kaybının yüksek olduğu yıllarda, ilaç fiyat artışlarına sınırlama geldiği veya EUR kuruna uygulanan iskontonun artırıldığına gözlemlendiğini hatırlatmak isteriz. Bu oranın yukarı çekilmesi büyüme tahminlerimiz üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilir.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Mobilya

64

Fiyat ve Oranlar																										
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
															Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı						
YATAS	12.50	1,872	19.45	20.00	56	AL	A	-6.2	-11	2.1	59	17	2%	25%	3%	10.5	7.5	2.8	2.2	5.6	4.0	30%	33%	12%	14%	
Mobilya																10.5	7.5	2.8	2.2	5.6	4.0	30%	33%	12%	14%	

Yataş (YATAS.IS):

2Ç21 rakamları oldukça güçlü gerçekleşti. Yataş 2Ç21'de, piyasa beklentisinin biraz altında 47mn TL net kar açıkladı. Net finansal gider ve efektif vergi oranındaki artışa rağmen, üstün operasyonel performans ve düşük baz etkisi sayesinde net kar yıllık bazda üç katından fazla artarak oldukça güçlü bir büyüme gösterdi. Net satışlar, beklentilere büyük ölçüde paralel yıllık %125 artış ile 618mn TL olarak gerçekleşti. Güçlü iç talep koşulları, yeni Divanev formatının artan katkısı, fiyat artışları, düşük baz etkisi ve güçlü ihracat gelirleri satış büyümesini destekledi. 2Ç21 FAVÖK beklentilerin üzerinde yıllık %148 artışla 108mn TL gerçekleşti. FAVÖK marjı ise ham madde fiyatlarındaki artışa rağmen yıllık 1.7 puan artışla (çeyrek bazda 3.3 puan) %17.5'e yükseldi. Şirketin net borcu (kira yükümlükleri dahil) işletme sermayesindeki ve yatırım harcamalarındaki artışın etkisiyle 216mn TL'den 327mn TL'ye yükseldi.

Yüksek baz etkisi ve maliyet artışlarının negatif etkisi marjlar üzerinde baskı kurmaya başlıyor. Divanev mağazalarının artan katkısı ve TL'deki değer kaybı ile birlikte artan ihracat gelirlerinin yılın geri kalanında satış büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Diğer yandan geçtiğimiz yılın 2. yarısında oluşan güçlü talep koşullarının ve yapılan fiyat artışlarının yılın geri kalanı için yüksek bir baz oluşturmakta. Bu beklentiler doğrultusunda Yataş'ın 2021 yılında %46 ciro büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Diğer yandan, yüksek baz ve bazı ham maddelerin arz sıkıntısı nedeni ile maliyetlerinin artması sonucu FAVÖK marjının geçen seneye kıyasla 3 puan gerileyerek %15.4 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. TL'nin son zamanlardaki değer kaybı nedeniyle maliyet baskısının yılın dördüncü çeyreğinde daha belirgin bir şekilde hissedileceğini öngörüyoruz. 2022 yılında ise Şirket'in mağaza açılışlarına devam ederek %36/%41 ciro/FAVÖK kaydetmesini bekliyoruz.

AL tavsiyemizi koruyoruz. Yataş'ın, tüketicinin beğenisine uygun kanıtlanmış ürün portföyü, iii) uluslararası pazarda artan etkinliği, iii) Türkiye'deki olumlu demografik dinamikler (küçülen hane halkı sayısı ve kısalan mobilya yenileme süresi) ve iv) gelenekselden modern kanala kayan mobilya talebi nedenleriyle iyi bir büyüme hikâyesi sunduğunu düşünüyoruz. YATAS için 19.4 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2022T FD/ FAVÖK 5.8x ve F/K 10.9x cazip değerlendirilebilir.

Riskler: i) Hammadde fiyatlarının beklentilerin üzerinde artış göstermesi, ii) Arz sıkıntısı ve kur kaynaklı ham madde maliyet artışlarının rekabet ortamı nedeni ile fiyatlara yansıtılamaması. iii) Mağaza açılışlarının yavaşlaması.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Teknoloji

65

Fiyat ve Oranlar										2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022					
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
LOGO	41.82	4,182	52.01	47.10	24	AL	A	1.7	-3.2	3.3	66	52	1%	26%	2%	19.9	15.2	6.3	4.8	15.0	11.2	36%	36%	17%	18%
Teknoloji																19.9	15.2	6.3	4.8	15.0	11.2	36%	36%	17%	8%

Logo Yazılım (LOGO.IS):

Güçlü 2021 beklentileri üzerinde yukarı yönlü risk görüyoruz. Şirket yönetimi, yıl başında paylaştığı beklentilere göre, 2021 yılında 728mn TL satış geliri, (+%34), 260mn TL FAVÖK (+%47) ve 196mn TL vergi öncesi kar (+66%) öngörüyor. FAVÖK marjının ise %33'ten %36'ya yükselmesi bekleniyor. Yılın ikinci çeyreğinde güçlü performansını devam ettiren Türkiye operasyonları ve Romanya faaliyetlerindeki önemli iyileşme sayesinde oldukça dikkat çekici sonuçlar açıkladı. Şirket'in bu güçlü performansını özellikle güçlü ivmesini sürdüren coin gelirleri ve TL'deki değer kaybı nedeniyle yılın ikici yarısında da devam ettirmesini bekliyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda 2021'de Şirket'in %38 ciro ve %52 FAVÖK büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. Net karda ise FAVÖK'teki pozitif sapma beklentimize ek olarak, kur farkı gelirlerindeki artış ve yılın ilk yarısında kaydedilen tek seferlik gelirler ile birlikte yıllık bazda %84 artış öngörüyoruz. Hızlanan dijitalleşme süreci, ekonomik aktivitedeki toparlanma ile birlikte Romanya'daki proje edinimlerinde meydana gelmesi beklenen artış, TL'nin değer kaybı, yüksek görünülük sunan tekrar eden gelir modeli ve güçlü bilanço yapısı ile Şirket'in 2022 yılında da güçlü sonuçlar açıklamaya devam etmesini bekliyoruz.

Yazılım sektörünün büyüme dinamiklerinden faydalanan kaliteli bir şirket. Yazılım sektörünün büyüme dinamiklerinden faydalanan Logo'nun, benzerlerine göre oldukça düşük yazılım penetrasyonuna sahip olan Türkiye'deki güçlü pazar konumunun iyi bir büyüme hikayesi sunduğuna inanıyoruz. Çoğunlukla büyük ölçekli şirketlere hizmet veren SAP ve Microsoft hariç bakıldığında, Logo kendi müşteri segmentinde yaklaşık %50 pazar payına sahip. Logo'nun standartlaştırılmış ve uygulaması kolay ürün portföyü, uluslararası firmalara göre oldukça rekabetçi fiyatları ve 800'den fazla iş ortağından oluşan kapsamlı dağıtım ağının önemli rekabet avantajları oluşturduğunu düşünüyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre, 15.2x F/K ve 11.2x FD /FAVÖK çarpanları ile yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %37 ve %44 iskonto ile işlem görüyor. LOGO için hisse başına 52.0 TL hedef fiyatımız %24 artış potansiyeline işaret ediyor.

Riskler: Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını, i) e-devlet hizmetlerinde yüksek fiyat rekabeti nedeniyle şirketin pazar payında azalma, ii) Türkiye ekonomisinde 2021 yılında beklentilerimizin altında büyüme iii) Romanya'daki proje işlerinin beklentilerimizden daha uzun süre ertelenmesi olarak sıralayabiliriz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Demir-Çelik

66

Fiyat ve Oranlar										2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022							
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
EREGL	18.85	65,975	22.65	25.01	20	AL	A	17	12	70	48	59	8%	95%	20%	4.4	5.4	1.1	1.1	2.8	3.2	31%	21%	21%	14%				
KRDM	7.25	5,657	11.20	9.77	54	AL	A	15	9.4	76	91	22	11%	37%	15%	2.1	2.3	0.9	0.7	1.3	1.4	59%	33%	22%	13%				
Demir Çelik															3.2	3.8	1.0	0.9	2.1	2.3	45%	27%	21%	13%					

Sektörel talep güçlü gerçekleşmeye devam ediyor Pandemiye rağmen üretimde hız kesmeyen Türk çelik sektörü, 2020 yılında Avrupa'nın en büyük çelik üreticisi konumuna geldi. 1Y21'de Türkiye'nin çelik tüketimi yıllık bazda %29'luk artış ile 17.4 milyon ton olurken, çelik üretimi yıllık bazda %20 artarak 19,7 milyon ton oldu. Böylece sektör, pandemi etkisi ve AB gibi ihrac pazarlarının korumacı politikalarına rağmen 2021 yılının ilk çeyreğinde üretimi bir önceki seneye göre arttırmayı başardı. Avrupa Birliği'nin korumacı politikalarının devam etmesi durumunda, sektörün ihracat payının düşeceğini öngörüyoruz.

Çelik fiyatları yüksek seyretmeye devam ediyor 2020 yılında Çin'in politika değişikliğine giderek ürettiği çeliği öncelikle iç piyasada tüketmeye karar vermesi de global piyasada yılın ortasına kadar çelik fiyatlarının artmasına neden oldu. 2021 Ekim ayında sıcak haddelenmiş rulo (HRC) fiyatları ton başına yaklaşık 890 dolar seviyelerini görerek yıllık bazda %69 artış gösterdi. Soğuk haddelenmiş rulo (CRC) fiyatları ise yıllık bazda %66 artışla ton başına yaklaşık 995 dolar seviyelerini görürken, uzun çelik fiyatları %52 artışla ton başına yaklaşık 681 dolar olarak gerçekleşti. Demir çelik fiyatlarının en yüksek seviyeyi gördüğü Haziran 2021'den itibaren ise ortalama çelik fiyatı (HRC, %23, CRC, %26 , uzun çelik %8 düşüş gösterdi) %21, demir cevheri fiyatı %39 düştü.

Demir cevheri fiyatları Mayıs'ta en tepe noktasını gördükten sonra geri geldi Maliyet tarafına bakıldığında ise, demir cevheri fiyat ortalamasının 1Y21'de 178 dolar/ton olduğunu gözlemliyoruz (1Y20:87 dolar/ton, yıllık bazda %104 artış). Kömür fiyatı ise 176\$/ton civarlarında seyretmeye devam ediyor. Haziran ayından itibaren kömür fiyatları %134 artarken demir cevheri fiyatları %40, hurda ise %10 düştü. Her ne kadar yüksek hammadde maliyetlerinin marjları baskılamaya devam edeceğini düşünsek de, hammadde maliyetlerindeki artışlar şimdilik güçlü çelik fiyatlarının gölgesinde kalıyor. Sektör genelinde 2021 yılında karlılık anlamında güçlü bir performans bekliyoruz.

Riskler Türkiye aleyhine ilave kota uygulamaları ve demir cevheri başta olmak üzere hammadde fiyatlarındaki artış demir çelik sektörü için ana risk unsurlarını oluşturuyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Erdemir (EREGL.IS)

Satış hacmini güçlü iç talep destekliyor Erdemir, genel imalat, otomotiv ve beyaz eşya sektörlerinin yanı sıra dağıtım zincirlerinden gelen güçlü iç talep sayesinde 2021 yılının ilk altı ayında yıllık bazda %2 artışla 4.023 milyon ton satış hacmi elde etti. Erdemir'in yurt içi müşterilerinin çoğunun küresel iyileşmeden yararlanan ihracatçılar olduğunu hatırlatmak isteriz. Şirket, 3-4 aylık bakiye siparişlerinin şimdiden dolduğunu ve satış hacimlerinin güçlü seyrettiğini belirtti. Ek olarak, firmanın döviz cinsinden gelirleri zayıf TL'ye karşı avantaj yaratıyor.

Yüksek çelik fiyatları karlılığı olumlu etkiliyor Yüksek seyreden çelik fiyatları önümüzdeki çeyreklerde Erdemir'i olumlu etkilemeye devam edecek. Erdemir'in sözleşmeli satış fiyatları ile spot fiyatlar arasında 3 aylık bir gecikme olduğunu hatırlatmak isteriz. Erdemir'in ortalama satış fiyatının %55 artarak 2020'de gerçekleşen 542 dolar/ton'dan 2021'de 842 dolar/ton'a çıkmasını öngörüyoruz. Haziran ayına kadar artarak devam eden ve Haziran'da en yüksek seviyesini gören çelik fiyatları ile her çeyrek rekor bir bilanço açıklayan Erdemir'in 2022 yılında cazip bir temettü ödemesini bekliyoruz. 2022 yılı temettü verimi tahminimiz ise %21'e işaret ediyor.

3Ç21'de ton başına FAVÖK önceki çeyrekte ulaşılan rekor marjın da üzerinde gerçekleşecek Erdemir'in ana maliyet kalemi olan demir cevheri, Mayıs ayı içerisinde 230\$/ton seviyelerine ulaşmış olsa da şu an 125\$/ton seviyelerinde seyrediyor. Erdemir'in hammadde dağılımının %47 demir cevheri, %24 kömür olduğunu belirtmek gerekirse ; kömür fiyatlarındaki artış demir cevheri fiyatlarındaki düşüş tarafından kısmen dengeleniyor. Satış fiyatlarının 3 ay, maliyetlerin ise 4-5 ay geriden gelmesi sebebiyle rekor fiyat seviyelerinin yansımalarını önümüzdeki dönemlerde görmek mümkün. Bu sebeple 3Ç21'de ton başına FAVÖK'ün önceki çeyrekte ulaşılan rekor marjı da geçerek 383 dolara yükselmesini bekliyoruz. (Bir önceki çeyreğe göre %14 artış). Çin'in çelik sektörüne üretim ve ihracat kısıtlamaları getirmesi sonucu demir cevheri fiyatlarındaki düşüş marjları destekliyor. Çin'in üretim ve ihracat kısıtlamalarının Türk çelik üreticilerine ihracat pazarlarında alan açabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan uluslararası pazarlarda arzı azaltacak bu durum fiyatları da destekleyebilir.

AL tavsiyemizi yineliyoruz Erdemir için önceki 24.10TL hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki güncelleme ile 22.55 TL'ye güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız %20'lik yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2022 tahminlerimize göre Erdemir hisseleri 5,36x F/K ve 3,25x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu çarpanlar şirketin uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %5 ve %17'lik iskonto oranlarına işaret ediyor. Hisse için en önemli risk faktörleri, çelik fiyatlarında beklentimizden önce hızlı bir düşüş ve/veya hammadde fiyatlarında beklentilerimiz üzerinde artışlar.

Kardemir (KRDMD.IS)

Tepe noktasını gören çelik fiyatları karlılığı destekledi Haziran ayında yıl içindeki en yüksek noktasını gören çelik fiyatlarının hızlı yükselişi ile Kardemir'in karlılığında önemli iyileşme sağlandı. 2021'in ilk yarısında yüksek seyreden operasyonel karlılık, 2Ç21 itibariyle net borcun kapanması, riskten korunma muhasebesine geçişle birlikte 2021 yılı için yüksek gelmesi beklenen karlılık ; 2019'dan beri temettü dağıtmayan şirkete temettü için iyi bir zemin oluşturuyor. 2022 yılı için temettü verimi tahminimiz ise %10'a işaret ediyor. Alınan siparişlerin 1.5 ay kadar teslimat süresi olması sebebiyle Haziran ayından itibaren düşen çelik fiyatlarının etkisinin ağırlıklı olarak önümüzdeki dönemlerde görülmesini, 3. çeyreğe ise kısmen yansımalarını bekliyoruz. Kardemir'in hammadde dağılımı %44 demir cevheri, %31 kömür olarak gerçekleşiyor. Hızla yükselen kömür fiyatlarının etkisinin firmanın stoklu çalışması ve daha önceden yapılan kontratlar sayesinde 3. çeyrekte sınırlı olmasını, 4. çeyrekte hissedilmesini bekliyoruz. Demir cevheri fiyatlarındaki düşüşün ise daha çok yıllık kontratla çalışılması ve daha az oranda spot alım yapılması sebebiyle sene başında hissedilmeye başlayacağını düşünüyoruz. Kardemir için 2021 ortalama çelik satış fiyatı tahminimizi önceki 573\$/ton'dan 721\$/ton'a yükseltiyoruz. Çelik fiyatlarında başlayan düşüş ve kömür fiyatlarındaki artışın kısmi etkisi ile 3Ç21 için ton başına FAVÖK tahminimiz 228 dolar olup, bir önceki çeyreğin %7 altında.

Satış hacminin 2020 yılına paralel olacağını öngörüyoruz 1Y21'de 1Y20'ye büyük ölçüde paralel 1.182 bin ton satış gerçekleşti. Mevcut talebin devam etmesinin etkisiyle 2021 yılı için geçen yıla paralel 2,3 milyon tonluk satış hacmi öngörüyoruz.

AL tavsiyemizi koruyoruz Kardemir için çelik/demir cevheri fiyat tahminlerimizdeki revizyon ve güncellenen makro projeksiyonlarımız ile hedef fiyatımızı hisse başına 9,77TL'den 11,20TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %55 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Hisse 2022 tahminlerimize göre yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %28 ve %39'luk iskontoya işaret eden 4.0x F/K ve 2.4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Çelik fiyatlarında beklenenden hızlı gerçekleşebilecek bir gevşeme ve /veya hammadde fiyatlarında beklentimizin üzerinde artışlar en önemli risk unsurları.

Sektör Açıklamaları - GYO

69

Fiyat ve Oranlar														2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V.Tah.	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
EKGYO	1.94	7,372	2.51	2.53	29	AL	A	9.6	4.3	27	51	33	3%	21%	2%	4.8	3.9	0.5	0.5	6.6	6.0	10%	12%	6%	8%
ISGYO	1.88	1,802	2.06	2.07	10	TUT	A	-1.1	-5.8	4.8	41	14	5%	21%	8%	3.0	2.7	0.4	0.3	8.3	10.2	14%	14%	12%	13%
TRGYO	3.73	3,730	4.23	4.00	13	TUT	A	2.8	-2.2	13	21	6	2%	7%	0%	14.5	7.4	0.4	0.4	42.6	23.0	3%	5%	2%	3%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları															4.8	3.9	0.4	0.4	8.3	10.2	10%	12%	6%	8%	

Haziran-Ağustos 2020 dönemindeki düşük faiz ve düzenlenen satış kampanyalarının yarattığı canlanmaların etkisiyle 2020 yılında toplam 1.5 milyon konut satışı gerçekleşti. Fakat, konut kredisi faizlerinin tekrar aylık %1.37 seviyelerine kadar yükselmesi nedeniyle konut satışlarında kademeli bir ivme kaybı yaşandı. Haziran ve Temmuz aylarında geçen yılki rakamların oldukça altında kalan konut satışları , Ağustos ve Eylül aylarında bir önceki aya göre artış eğilimi gösterdi. Türkiye’de konut satışları Eylül 2021’de geçen yılın aynı dönemine göre %7 artarken aylık bazda ise %4 artarak 147.143 adet gerçekleşti. İpotekli satışlar ise geçen yılın aynı dönemine göre %16 azalırken aylık bazda %9 artış göstererek 29.759 olarak gerçekleşti. Azalan faiz ortamında konut satışlarında yukarı yönlü bir ivmenin önümüzdeki dönemlerde yakalanabileceğini tahmin ediyoruz. Konut talebi, piyasalardaki dalgalanmalara ve döviz hareketlerine karşı oldukça hassas kalmaya devam ediyor.

Salgın tedbirleri kapsamında evden çalışma modelinin benimsenmesiyle ofis kira gelirleri olumsuz etkilenmişti. Evden çalışmayı benimseyen çoğu şirket hibrit bir modelle ofise dönmeyi planlarken Delta varyantının salgında yeni bir dalga yaratması şirketlerin planlamalarını ertelemelerine sebep oldu.

Koronavirüs salgını kapsamında aşılama hız kazanmasının, AVM’lerdeki ziyaretçi sayısının olumlu etkisi oldu. Bu durum mağaza ciroları üzerinden kira alınması uygulamaları nedeniyle kira gelirleri üzerindeki baskıyı azaltıyor. Aşılama hızındaki artışla ve normalleşme uygulamalarıyla birlikte GYO’ların kayıplarının bir kısmının telafi edileceğini düşünüyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Emlak GYO (EKGYO.IS):

Emlak Konut, tarihi düşük seviyeye düşen konut kredisi faiz oranları ve uzun ödeme vadeleri ile Haziran ayında başlattığı cazip satış kampanyası ile 2020 yılında 10,908 adet satıştan 15.1 milyar TL ön satış gelirine ulaşmıştı. Kampanyanın finansmanının büyük bir oranda bankalar tarafından yapılması nedeniyle Şirket nakit satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı geçen seneki %25-30 seviyelerinden %42'ye yükselmişti. 2021 yılı hedefi olarak 11 milyar TL ön satış hedefi açıklayan Şirket, 3Ç21'de 3829 bağımsız ünite satışından 9.36 milyar TL ön satış geliri elde etti. Bu satışla firma çeyrek bazlı yıllık hedefini %15 oranında aştı. İlk yarıyı şirket yıllık hedefinin ise %18 üzerinde kapattığını hatırlatmak isteriz. Faiz indirimi uygulamalarının devam etmesi beklentisiyle yılın 4. çeyreğinde de konut talebinin canlanmasını bekliyor ve şirketin 11 milyarlık ön satış hedefinin üzerinde sonuç açıklayacağını düşünüyoruz.

Pandeminin etkisiyle günlük yaşam merkezinin konut bünyesinde toplanması bu dönemde sektörün hareketli kalmasını desteklemekle beraber konut tercihlerinde belirgin değişimlere neden oldu. Şehrin dışında yeşillik alanlarda kalan, sosyal tesisleri içerisinde barındıran daha geniş evler daha çok tercih edilirken Emlak Konut'un bu tarz projeler üzerinde yoğunlaşması satışlarının güçlü seyretmesine katkı sağlıyor.

Konut kredisi faizlerinin aylık %1.37 seviyelerine kadar yükselmesi Şirket'in ön satış performansı ve nakit üretimi üzerinde baskı oluşturuyor. Bu durumun, Şirket'in ön-satışları desteklemek adına vadeli satış yöntemlerine ağırlık vermeye devam ediyor. Diğer yandan, geçmiş yıllarda yapılan vadeli satışlardan kaynaklanan ticari ve bilanço dışı alacakların tahsili ve faiz giderlerindeki düşüşün nakit akışını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

Şu anki piyasa değerine göre hisse, tarihi ortalaması %46'nın üzerinde, %64 NAD iskontosu ile işlem görüyor. Yeni 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 2.51 TL ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Torunlar GYO (TRGYO.IS):

Torunlar GYO ofis, alışveriş ve konut projesi yatırımlarıyla ve çeşitlendirilmiş portföyü ile öne çıkıyor. 2021 yılının ilk 6 aylık döneminde Torunlar GYO satış gelirlerinin %47'ini kira gelirleri, %43'ünü ise konut satış gelirleri oluşturuyor. 2021 yılının ilk yarısında kademeli normalleşmeye geçilmesiyle birlikte AVM ve ofis kira gelirlerinde geçen yılın aynı dönemine göre %26 artış oldu. Net borç ise 2Ç21'de yıllık %4 artışla 4,6 milyar TL olarak gerçekleşti. Özellikle Torun Center ağırlıklı olan satışlar marjları destekliyor. 2021'in ilk yarısında devam eden kira desteklerinin kısıtlamaların azalmasıyla beraber AVM'lerde oluşabilecek canlanmaların etkisiyle azalacağını öngörüyoruz. 2021 yılı kira gelirleri tahminimiz 670 mn TL yıllık %29 artışa işaret ediyor. Ayrıca şirketin borçlarını düşürme sürecinde olması, finansman giderlerinde düşüş beklentisi ve artan kira fiyatlarını önümüzdeki dönemler için olumlu olarak değerlendiriyoruz. Azalan faiz ortamında konut satışlarında yukarı yönlü bir ivmenin önümüzdeki dönemlerde yakalanabileceğini tahmin ediyoruz. Makro tahminlerimizdeki güncellemeler ile revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 4,23 TL ile %13 yukarı potansiyel sunmakta. Yüksek borçluluk ve sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TRGYO için TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %57 iskonto ile işlem görmekte (tarihi ortalama iskonto: %58).

İş GYO (ISGYO.IS):

Gayrimenkul portföyünün %58'i ofis, %25'i AVM, %9'u Projeler olan şirket için ;COVID tedbirleri kapsamında çalışma modeli ve ofis kullanım şekillerindeki belirsizliklerin devam etmesi öngörülüyor. Kira portföyünün büyük bir kısmının ofislerden oluşması nedeniyle İş GYO'nun kira gelirleri, salgından sonra evden çalışmaya geçilmesiyle birlikte negatif etkilendi. Finansal anlamda güçlü kiracılar ve uzun vadeli kira sözleşmeleri ile avantaj sağlayan şirketin 2021 yılı kira geliri beklentisi 2020 yılına paralel olarak gerçekleşiyor. 2021'in ikinci yarısında da alışveriş merkezleri ve ticari ünitelere verilen kira desteklerinin devam etmesi bekleniyor ancak aşılamların hız kazanmasının, AVM'lerdeki ziyaretçi sayısının olumlu etkisi oldu ve bu durum mağaza ciroları üzerinden kira alınması uygulamaları nedeniyle kira gelirleri üzerindeki baskıyı azaltıyor. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 2,06 TL ile %10 yukarı potansiyel sunmakta. Sınırlı artış potansiyeli sebebiyle TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %60 iskonto ile işlem görmekte. Geçmiş yıllar ortalama iskontosu ise %58 seviyesinde.

Sektör Açıklamaları - Petrol

72

Fiyat ve Oranlar										2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022							
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
TUPRS	136.30	34,132	169.00	144.00	24	AL	A	24	18	69	49	48	9%	86%	8%	11.5	11.2	2.1	2.0	6.7	6.7	21%	18%	4%	3%				
PETKM	6.28	15,916	8.30	8.21	32	AL	A	2.5	-2.5	54	37	26	7%	66%	12%	4.3	6.6	1.5	1.4	3.8	5.5	40%	22%	15%	8%				
Petrol															7.9	8.9	1.8	1.7	5.2	6.1	31%	20%	10%	6%					

Tüpraş (TUPRS.IS):

Ürün karlılıklarında toparlanma devam ediyor: Kısıtlamaların kalkmasıyla mobilite artışı ve ekonomilerin toparlanmasıyla özellikle orta distilat ürün karlılıklarında iyileşme trendi devam ediyor. ABD’de meydana gelen kasırgaların arz tarafında yarattığı sıkıntı ürün karlılıklarını destekleyen bir başka unsur olarak öne çıkıyor. İkinci çeyrekte ortalama 4,9 \$/v olan dizel ürün karlılığı üçüncü çeyrekte 7,1 \$/v seviyesine yükselirken Eylül ayında aylık bazda 2,7 \$/v artarak 9,5 \$/v’e yükseldi. İkinci çeyrekte 2,3 \$/v olan jet yakıtı ürün karlılığı üçüncü çeyrekte 4,4 \$/v’e, Eylül ayında 6,6 \$/v’e yükseldi. İkinci çeyrekte 11 \$/v olan benzin ürün karlılığı üçüncü çeyrekte 14,8 \$/v seviyesine ulaştı. Daha iyi ürün marjları ile birlikte rafinaj karlılığında ikinci çeyrekte gözlemediğimiz artışın, orta distilat ürün marjlarındaki yükselişle birlikte yılsonuna kadar artarak devam edeceğini düşünüyoruz.

Ağır-hafif petrol fiyat makasları yılın ikinci yarısında açılmaya devam ediyor: OPEC+ ülkelerinin üretim artırımını konusunda muhafazakâr davranmaları nedeniyle ilk öngörülerimiz kadar yüksek olmasa da ağır-hafif petrol fiyat makasları yılın 3. çeyreğinde yıllık bazda ortalama 2 \$/v ve çeyreklik bazda ise hafif yükseliş ile yaklaşık 3 \$/v seviyesine genişledi. OPEC+ ülkelerinin üretim artışlarının etkisi ile yılın son çeyreğinde de makasın Tüpraş’ın lehine açılmaya devam etmesini bekliyoruz. Ek olarak brent petrol fiyatlarındaki artış ve Türk Lirasında yaşanan değer kaybı ile stok etkisinin yılın geri kalanında karlılığı olumlu etkilemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Makro tahminlerimizde ve projeksiyonlarımızdaki değişiklikler sonrası güncellediğimiz hedef değerimiz 169 TL’ye (önceki: 144 TL) %24 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Artan talep ve mobiliteyle ürün karlılıklarının güçlenmesi ve ağır-hafif petrol makaslarının şirket lehine açılması hisse performansı için en önemli katalizörler olarak öne çıkıyor. Değerlememize yönelik en önemli risk unsurlarını ise, küresel ekonominin zayıflamasına yönelik endişeler, pandemi sebebiyle meydana gelebilecek yeni kısıtlamalar ve ağır-hafif petrol fiyat makaslarının daralması olarak sayabiliriz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Petkim (PETKM.IS):

Talep ve ürün fiyatları güçlü seyrine devam ediyor: Artan talep ve arz sıkışıklıkları kaynaklı olarak petrokimya ürün fiyatları özellikle de Petkim için önemli olan polimer fiyatları yılın ikinci yarısında güçlü seyrine devam ediyor. Ürün fiyatları için gösterge niteliğindeki etilen fiyatı yıllık bazda %74 artarken çeyreklik bazda sadece %3 azalarak üçüncü çeyrekte ortalama 1203\$/ton olarak gerçekleşti. Ekonomilerin toparlanması, arz sıkışıklıkları, yüksek ulaştırma maliyetleri, tedarik zincirindeki kırılmalar ve genel olarak enerji fiyatlarındaki artış ile petrokimya ürün fiyatlarının yüksek seyrinin yılın son çeyreğinde de korunacağını düşünüyoruz.

Maliyet tarafında artan baskıya rağmen ürün karlılıkları güçlü seyrini koruyor: Petrol fiyatlarındaki artış ile nafta fiyatları da yükselmeye devam ediyor. Petkim'in faaliyetlerine olumsuz yansıyan bu etkinin yükselen ürün fiyatları sayesinde kısmen telafi edileceğini öngörüyoruz. İkinci çeyrekte rekor seviyeye ulaşan operasyonel karlılığın artan maliyetler nedeniyle yılın 3. çeyreğinden itibaren daralmaya başlayacağını ancak maliyet tarafındaki baskıya rağmen ürün fiyatlarının güçlü seyri nedeniyle operasyonel karın ilk beklentilerimizin üzerinde olacağını öngörüyoruz. Güncel tahminlerimiz Şirket'in 2021 yılına ilişkin FAVÖK öngörüsüne yukarı yönlü risk olduğuna işaret ediyor.

AL tavsiyemizi koruyoruz: Petkim'in ikinci çeyrekte yakaladığı pozitif seyri üçüncü çeyreğe de taşıyarak, bu çeyrekte de güçlü bir operasyonel performans yakalayacağını düşünüyoruz. Petrokimya sektöründe küresel ölçekte yaşanan olumlu ortamın ürün karlılıkları ve dolayısıyla da hisse performansı için önemli bir katalizör olduğunu düşünüyoruz. Petkim için hedef fiyatımızı hisse başına 8,30 TL olarak güncelliyor (önceki: 8,21 TL) ve hedef değerimize %32 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre 5,4 FD/FAVÖK rasyosu ile benzerlerine 35% iskontolu işlem görüyor.

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

■ **En Çok Önerilen Hisseler**

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

En Çok Önerilenler Listesi

75

En Çok Önerilenler Listesi						2021T			Ağırlık(%)	Girişten İtibaren Rel.%
Hisse	Giriş	Fiyat(TRY)	Hedef Fiyat(TRY)	Piyasa Değeri(TRY)	Get.Pot.(%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK		
AKBNK	06/04/2020	5.32	8.40	27,664	58%	3.01	0.40		7	-38.4%
BIMAS	09/03/2021	61.9	90.00	37,586	45%	13.09	5.60	7.10	11	-2.7%
ENKAI	04/06/2021	10.5	13.65	58,800	30%	17.26	1.17	4.31	12	13.0%
GARAN	31/05/2019	8.99	12.50	37,758	39%	3.25	0.52		7	-27.2%
KRDMD	22/10/2021	7.25	11.20	5,657	54%	2.06	0.85	1.29	12	
LOGO	07/05/2021	41.82	52.01	4,182	24%	19.86	6.31	15.00	10	-0.6%
SISE	09/02/2021	8.36	12.90	25,608	54%	4.77	0.89	4.28	12	14.7%
TAVHL	22/02/2021	25.16	35.05	9,140	39%	22.87	0.85	10.78	12	12.6%
TURSG	28/01/2021	5.11	9.00	5,935	76%	4.45	1.41		5	-22.7%
VESBE	21/01/2021	49.4	69.55	9,386	41%	6.28	2.31	5.09	12	24.1%

AKBNK		AL	
Fiyat ₺	5.32	3A Hac.mn ₺	46.4
Hedef Fiyat ₺	8.40	Yılıçi Rel.	-20%
Getiri Pot.	58%	Yabancı	53%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	6,260	9,204	11,114
Net Faiz Geliri	19,531	21,091	25,230
Mevduat	268,570	329,344	388,357
Özsermaye	62,924	69,227	78,960
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	4.4	3.0	2.5
PD/DD	0.4	0.4	0.4
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.4	1.3	1.1
Özserm. Karlılık	11%	14%	15%
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	47%	21%	29%
Özsermaye	10%	14%	13%
Net Faiz Geliri	8%	20%	14%
Mevduat	23%	18%	18%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-68%	-71%	
PD/DD	n.m	n.m	

Akbank

Yatırım Teması

Yılın ilk yarısında fonlama maliyet baskısının marjlar üzerindeki olumsuz etkilerini gördük. Swaplara göre düzeltilmiş 2021 marj tahmini banka yönetimi tarafından sene başında verilen 20-30 baz puan daralmadan 70-80 baz puana revize edildi. Yılın ilk yarısında %14 enflasyon varsayımı üzerinden değerlendirilen TÜFEX portföyü özellikle son çeyrekte gerçek rakamları yansıtınca çok daha önemli bir gelir katkısı verecek. 2020 yılında uygulanan çok muhafazakar karşılık politikası sonucunda karşılık giderleri 100baz puanın altına gerileyerek bu seneki kar momentumunun en önemli ateşleyici faktörü olduğunu gösterdi. Bunun yanında özellikle ücret ve komisyon gelirleri beklentilerin üzerinde olumlu performans göstermeye devam ediyor. Akbank için 2021 net kar tahminimizi TL 8.4 milyardan TL 9.2 milyar olarak revize ettik.

Yüksek karşılık politikasının sürdürülmesi, ikinci grupta izlenen büyük bir dosyanın 3. çeyrekte standard kredi olarak sınıflandırılması, TTKOM kredisinin hedge edilerek kurlardan etkilenmemesinin sağlanması, ertelenen kredilerin performansının son derece yüksek olması ve mevzuata göre esnetilen takip gün sayısı kapsamına giren kredilerin düşük seviyede bulunması bankanın yüksek aktif kalitesini ortaya koyuyor. Sene başında öngördüğümüz 200 baz puana yakın risk maliyetini 40 baz puan aşağıya çekerek bankanın 2021 net kar beklentimizi arttırdık.

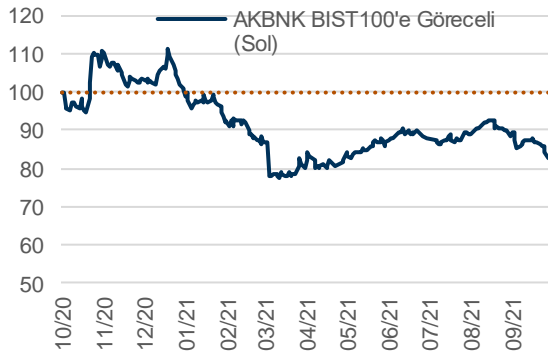
Vade uyumsuzluğunun rekabete göre daha düşük olması bankayı kar marjı anlamında daha iyi konumlandırıyor. Sürdürülebilir öz kaynak karlılık varsayımımız arttırdığımız için hedef değerimiz %8 artarak TL 8.4 oldu.

Değerleme

2021 tahminlerine göre Akbank, 3,0x F/K ve 0,4x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan ülke emsallerine göre %68 iskontoya işaret ediyor.

Riskler

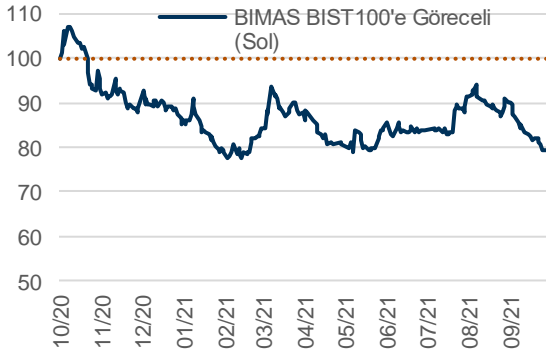
Banka ekonomik yavaşlama kanalından aktif kalitesi bozulması ve karlılık oynaklığı risklerine maruz.



En Çok Önerilenler Listesi

77

BIMAS		AL	
Fiyat ₺	61.90	3A Hac.mn ₺	24.7
Hedef Fiyat ₺	90.00	Yılıçi Rel.	-12%
Getiri Pot.	45%	Yabancı	60%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	2,607	2,871	3,269
Satışlar	55,495	69,141	88,067
FAVÖK	5,067	5,906	7,024
Net Borç	2,317	-2,658	-3,230
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	14.4	13.1	11.5
FD/FAVÖK	8.3	7.1	6.0
FD/Satışlar	0.76	0.61	0.48
Aktif Karlılık	14%	11%	11%
Özserm. Karlılık	46%	41%	46%
Net Borç/FAVÖK	0.46	-0.45	-0.46
Net Borç/Özserm.	0.32	-0.40	-0.43
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	10%	14%	14%
FAVÖK	17%	19%	19%
Satışlar	25%	27%	25%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-27%	-25%	
FD/FAVÖK	-14%	-24%	



BİM

Yatırım Teması

Bim'in, pazar lideri olarak, güçlü büyümesi, öngörülebilir karlılığı ve nakit akışı, güçlü bilançosu ve başarısı kanıtlanmış yönetim anlayışı ile sektörde en iyi konumda bulunan indirimli market zinciri olduğu görüşündeyiz. Gıda perakende sektöründe artan rekabete rağmen yalın ve güçlü iş modeli ile mağaza verimliliklerinde rakiplerinin oldukça önünde yer alıyor olması nedeniyle rekabetten en az etkilenecek oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca alım gücündeki zayıflamanın indirimli gıda marketlerine olan trafiği olumlu etkileyeceğini ve Bim'in de bu durumdan aslan payını alacağını düşünüyoruz. Son yıllarda ürün çeşitliliğinin artırılması, açık manav ve sıcak fırın ürünlerinin portföye eklenmesi ve mağazaların çevresel verimliliklerinin artırılması ve modernize edilmesinin müşteri memnuniyeti yaratacağını ve daha güçlü benzer mağaza büyümelerine katkı sağlayacağını düşünüyoruz. File markası ile indirimli supermarket konseptini tanıtan ve File çatısı altında on-line alışveriş platformunu devreye sokan Bim'in süpermarket segmentinde de büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz. Yurtdışı operasyonlarda yerel ortaklıklarla büyüme stratejisini de olumlu karşılıyoruz.

Değerleme

Revizyonlarımız sonrası koruduğumuz hedef değerimiz olan 90TL'ye göre %45 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 7,1x 2022T FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi) ve 11,5x 2022T F/K ile son 5 yıllık ortalamalarına %40'a yakın iskonto ile işlem görüyor. Ana hissedarların ve üst yönetimin devam eden hisse alımlarının da hisseyi destekleyeceğini düşünüyoruz.

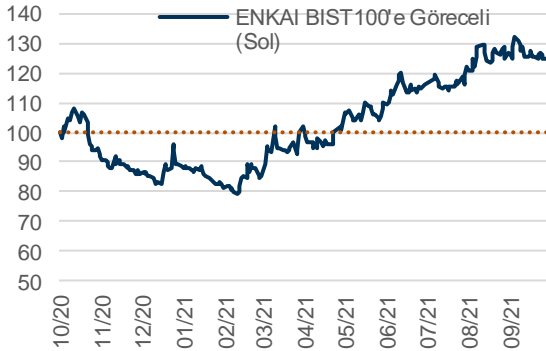
Riskler

Bim hisselerinde iskontonun artmasında son dönemde yeni perakende yasası ile ilgili tartışmaların yeniden gündeme gelmesi, fiyat denetimlerinin yapılması, soruşturma başlatılması ve ceza kesilebileceğine dair spekülasyonlar rol oynadı. Gıda-perakende yasası ile özellikle mağaza açılışlarına getirilebilecek sınırlamaların tahminlerimiz ve değerlememiz için en önemli risk faktörü olduğunu düşünüyoruz. Ancak geçmiş dönemlerde de perakende yasasının sık sık gündeme geldiğini ama yasalasmadığını hatırlatmak isteriz.

<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=BIMAS>

Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-onerileri.aspx>

ENKAI	3A Hac.mn ₺		AL
Fiyat ₺	10.50		3.4
Hedef Fiyat ₺	13.65	Yılıçi Rel.	51%
Getiri Pot.	30%	Yabancı	54%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	4,505	3,407	3,353
Satışlar	11,617	17,591	27,641
FAVÖK	2,824	4,506	5,661
Net Borç	-19,364	18,137	16,553
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	13.1	17.3	17.5
FD/FAVÖK	6.9	4.3	3.4
FD/Satışlar	1.67	1.10	0.70
Aktif Karlılık	8%	5%	5%
Özserm. Karlılık	10%	7%	7%
Net Borç/FAVÖK	-6.86	4.03	2.92
Net Borç/Özserm.	-0.39	0.36	0.32
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	-24%	-2%	-2%
FAVÖK	60%	26%	42%
Satışlar	51%	57%	55%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	21%	45%	
FD/FAVÖK	-44%	-46%	



Enka İnşaat

Yatırım Teması

Enka İnşaat'ın 4.6 milyar USD seviyesindeki güçlü nakit pozisyonu, gelirlerinin tamamına yakını dolar bazlı olmasından dolayı TL'nin değer kaybından olumlu etkileniyor olması, çeşitlendirilmiş portföyü ve iyileşen yeni proje kazanımı görünümü ile defansif bir isim olarak öne çıktığını ve çekici bir yatırım teması sunduğunu düşünüyoruz. Salgının etkilerinin hafiflemeye başlaması, ekonomilerin tekrar açılması ve petrol fiyatlarındaki artış ile birlikte Şirket'in proje edinimi konusunda son bir yılda gösterdiği güçlü performansı 2022 yılında da devam ettirmesini bekliyoruz. Şirket'in 2Ç21 sonu itibariye 3.58 milyar \$ bakiye sipariş büyüklüğü bulunmakta. Ayrıca düşük baz etkisi, hayatın normale dönmeye başlaması ve Şirket'in 2020'de satın aldığı 23.900 metrekare alana sahip yeni ofis binasının yenileme sonrası portföye katılacak olmasının kira geliri büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Elektrik santrallerinin kapasite destek mekanizmasının genişletilmesi sonrasında tekrar devreye girmesini orta ve uzun vadede büyümeye katkı sunacağını düşünüyoruz. Enerji segmenti santrallerin kapalı olduğu 2020 yılında 17 mn dolar negatif EBITDA yaratmıştı. Ek olarak, artan nakit pozisyonu nedeni ile önümüzdeki dönemlerde temettü dağıtımının artarak devam etmesini bekliyoruz.

Değerleme

Güncel hedef fiyatımız, 13.65 TL, (önceki: 11.83 TL) %30 oranında bir artış potansiyeline işaret etmekte. Hisse için tavsiyemizi AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. ENKAI 2022T 3.2x FD/FAVÖK çarpanı ile tarihsel ortalamalarına göre %30 iskonto ile işlem görüyor.

Riskler

Taahhüt tarafında beklentilerin altında proje edinimi ve karlılık, projelerde gecikme gerçekleşmesi, Salgının etkilerinin beklenenden uzun sürmesi ve alışveriş merkezlerinde ziyaretçi sayılarında ve kira gelirlerinde iyileşmenin gecikmesi, ofis doluluk oranlarında düşüş meydana gelmesi ana risk unsurları.

GARAN		AL	
Fiyat ₺	8.99	3A Hac.mn ₺	190.0
Hedef Fiyat ₺	12.50	Yılıçi Rel.	-10%
Getiri Pot.	39%	Yabancı	58%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	6,385	11,609	14,094
Net Faiz Geliri	23,768	30,267	35,110
Mevduat	321,512	404,510	461,710
Özsermaye	62,409	72,069	82,913
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	5.9	3.3	2.7
PD/DD	0.6	0.5	0.5
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.6	1.2	1.1
Özserm. Karlılık	11%	17%	18%
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	82%	21%	37%
Özsermaye	15%	15%	15%
Net Faiz Geliri	27%	16%	16%
Mevduat	26%	14%	19%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-65%	-68%	
PD/DD	-50%	n.m	

Garanti Bankası

Yatırım Teması

Her ne kadar çekirdek spredler ilk yarıda rekabete göre daha az daralsa da swap kullanımının artması nedeniyle özellikle swaplara göre düzeltilmiş net faiz marjı ilk yarıda önemli biçimde baskılanmış gözüküyor. Burada TÜFEX gelirlerinin olumlu katkısı daha fazla marj daralmasını engelledi. İlk yarı sonuçları marj daralmasına rağmen beklentilerimizin yaklaşık %15 üzerinde gerçekleşti. Bunda karşılık giderlerinin çok makul bir düzeyde ilerlemesinin yanında diğer faiz dışı gelirlerdeki olumlu tablonun da çok önemli bir rolü bulunuyor. Banka, 2021 için 100 baz puanlık bir marj daralması bekliyor ki bu bizim beklentimize yakın bir tahmin. Sene başında açıklanan risk maliyetinin 200 baz puanın altında kalacağı tahmini ise 150 baz puanın altında kalır olarak revize edildi. Bu da bizim tahminlerimize uygun. Garanti Bankası için 2021 net kar tahminimizi 9.5 milyar TL'den TL 11.6 milyar TL'ye yükselttik.

Ücret ve komisyon gelirlerinde beklentilerin üzerinde gösterilen performans, tahsilatlarda güçlü seyir ve takibe intikal eden kredilerde görülen yavaşlama nedeniyle ek karşılık ayırma ihtiyacının düşüşü nedeniyle 2021 kar beklentilerimizi yukarı yönlü revize ettik.

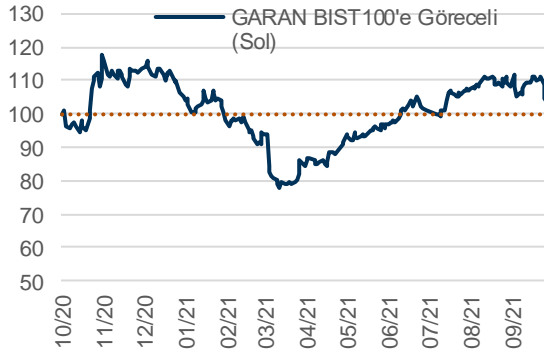
Garanti Bankası'nın kur ve faiz oranı risklerine karşı elinde bulundurduğu araçlar ve bilançosunun oldukça esnek oluşu nedeniyle korunaklı olduğunu düşünüyoruz. Bu anlamda, Garanti özellikle güçlü sermaye ve likiditesi ile ekonomide ki bir toparlanmadan en fazla yararlanacak bankalardan bir tanesi. Garanti için hedef piyasa değerimizi 11 TL'den 12,5 TL'ye çekiyoruz. Sürdürülebilir öz kaynak karlılığını yukarı çekmemiz ve önümüzdeki yılların net kar tahminlerini yukarı revize etmemiz hedef piyasa değerimizi olumlu etkiledi.

Değerleme

2021 tahminlerine göre Garanti Bankası hisseleri 3,3x F/K ve 0,5x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülke emsallerine göre %65 iskontoya işaret ediyor.

Riskler

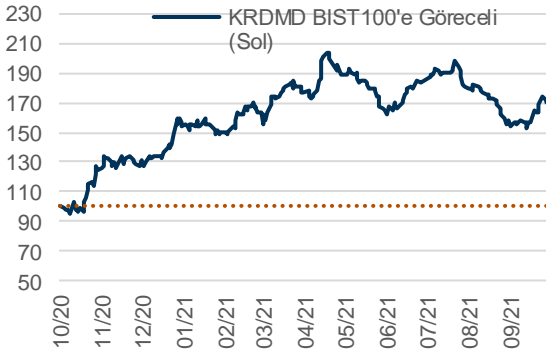
Banka ekonomik yavaşlama kanalından aktif kalitesi bozulması ve karlılık oynaklığı risklerine maruz.



En Çok Önerilenler Listesi

80

KRDMD	AL		
Fiyat ₺	7.25	3A Hac.mn ₺	75.7
Hedef Fiyat ₺	11.20	Yılıçi Rel.	27%
Getiri Pot.	54%	Yabancı	22%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	42	2,744	2,422
Satışlar	5,146	13,257	13,499
FAVÖK	853	4,012	3,583
Net Borç	554	-1,112	-2,022
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	136.3	2.1	2.3
FD/FAVÖK	6.1	1.3	1.4
FD/Satışlar	1.01	0.39	0.38
Aktif Karlılık	1%	22%	13%
Özserm. Karlılık	2%	59%	33%
Net Borç/FAVÖK	0.65	-0.28	-0.56
Net Borç/Özserm.	0.21	-0.17	-0.25
Büyüme	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	6511%	-12%	274%
FAVÖK	371%	-11%	62%
Satışlar	158%	2%	36%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-63%	-59%	
FD/FAVÖK	-72%	-63%	



Kardemir

Yatırım Teması

Çin'in emisyon hedefine yönelik çelik üretim kısıntıları, 1Y21'de çelik fiyatlarının yükselmesine ve demir cevheri fiyatlarının düşmesine neden oldu. Kömür fiyatlarındaki artış, büyük ölçüde demir cevheri fiyatlarındaki düşüşle dengeleniyor. Ayrıca, Çin'in düşük çelik ihracat politikasının 2021'in geri kalanında istikrarlı çelik fiyatları sağlaması bekleniyor.

Değerleme

Şirketin güçlü operasyonel performansının yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. 3Ç21 için şirketin 228 dolar FAVÖK/ton açıklayacağını tahmin ediyoruz. (çeyreklik %7 düşüş ve yıllık %208 artış) açıklayacağını tahmin ediyoruz. Çelik fiyatı varsayımlarındaki yukarı yönlü revizyon ve makro tahminlerimizde yapılan değişiklikler ile birlikte KRDMMD için hedef fiyatımızı 9,77 TL'den 11,20 TL'ye revize ettik. Yeni hedef fiyatımızın %56'lık getiri potansiyeline işaret ediyor. KRDMMD'nin , 4x ve 2.4x olarak hesapladığımız 2022T F/K ve 2022T FD/FAVÖK rasyoları yurtdışı benzer şirket çarpanlarına göre önemli bir iskontoya işaret ediyor. 2022 için tahmin ettiğimiz %10 temettü verimi, şirketin dolar muhasebesine geçmesi ve borçlarını kapatması da hisse senedi performansını desteklemeye devam edebilir.

Riskler

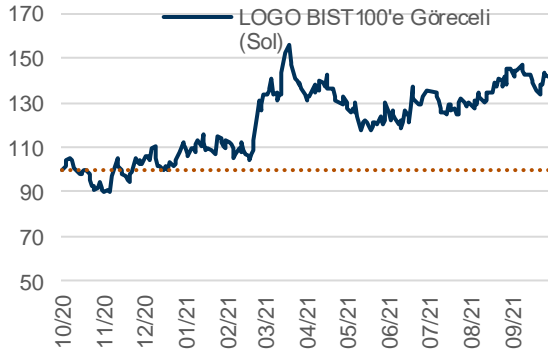
Çelik fiyatlarında gerileme ve /veya hammadde fiyatlarındaki artış tahminlerimiz için temel risk faktörleri .



En Çok Önerilenler Listesi

81

LOGO			AL
Fiyat ₺	41.82	3A Hac.mn ₺	3.3
Hedef Fiyat ₺	52.01	Yılıçi Rel.	36%
Getiri Pot.	24%	Yabancı	52%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	115	211	274
Satışlar	545	751	995
FAVÖK	177	270	362
Net Borç	-141	-250	-457
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	36.5	19.9	15.2
FD/FAVÖK	22.8	15.0	11.2
FD/Satışlar	7.42	5.39	4.07
Aktif Karlılık	12%	17%	18%
Özserm. Karlılık	26%	36%	36%
Net Borç/FAVÖK	-0.80	-0.93	-1.26
Net Borç/Özserm.	-0.28	-0.38	-0.53
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	84%	30%	43%
FAVÖK	52%	34%	37%
Satışlar	38%	32%	31%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-7%	-42%	
FD/FAVÖK	-9%	-43%	



Logo Yazılım

Yatırım Teması

Pazardaki güçlü konumu, büyüme potansiyeli ve tekrar eden gelirlerin toplam gelirler içerisindeki yüksek payı (%64) nedeniyle Logo'yu beğenmeye devam ediyoruz. İlk çeyrekte de güçlü ivmesini sürdüren coin gelirlerindeki artışın, ileriye dönük olarak Şirket'in yüksek görünürlük sunan tekrar eden gelirlerinin büyüme potansiyelini arttıracaklarını düşünüyoruz. Yazılım sektörünün büyüme dinamiklerinden faydalanan Logo'nun, benzerlerine göre oldukça düşük yazılım penetrasyonuna sahip olan Türkiye'deki güçlü pazar konumunun Şirket için iyi bir büyüme hikâyesi sunduğuna inanıyoruz.

Değerleme

Hisse 2022 tahminlerimize göre, 15.2x F/K ve 11.2x FD /FAVÖK çarpanları ile yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %37 ve %44 iskonto ile işlem görüyor. LOGO için hisse başına 52.0 TL hedef fiyatımız %24 artış potansiyeline işaret ediyor.

Riskler

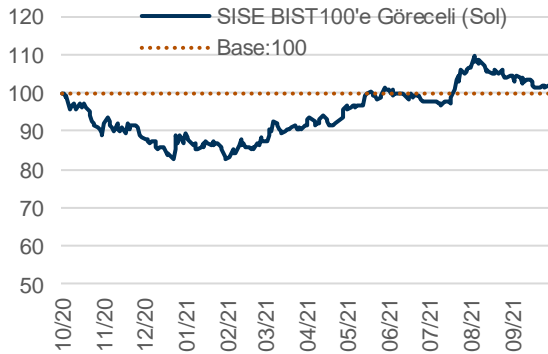
Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını, i) e-devlet hizmetlerinde yüksek fiyat rekabeti nedeniyle şirketin pazar payında azalma, ii) Türkiye ekonomisinde 2021 yılında beklentilerimizin altında büyüme iii) Romanya'daki proje işlerinin beklentilerimizden daha uzun süre ertelenmesi, olarak sıralayabiliriz.



En Çok Önerilenler Listesi

82

SISE	3A Hac.mn ₺		AL
Fiyat ₺	8.36		67.6
Hedef Fiyat ₺	12.90	Yılıçi Rel.	18%
Getiri Pot.	54%	Yabancı	30%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	2,138	5,373	5,027
Satışlar	21,341	29,688	36,965
FAVÖK	4,405	7,044	8,376
Net Borç	5,627	3,116	3,356
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	12.0	4.8	5.1
FD/FAVÖK	6.8	4.3	3.6
FD/Satışlar	1.41	1.02	0.82
Aktif Karlılık	5%	11%	9%
Özserm. Karlılık	12%	21%	16%
Net Borç/FAVÖK	1.28	0.44	0.40
Net Borç/Özserm.	0.25	0.11	0.10
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	151%	-6%	44%
FAVÖK	60%	19%	33%
Satışlar	39%	25%	27%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-69%	-65%	
FD/FAVÖK	-56%	-58%	



Şişecam Yatırım Teması

Şişecam'ın defansif iş modelini, döviz bazlı gelir akışını, düşük kaldıraçlı güçlü bilançosunu, uzun döviz pozisyonunu ve sürdürülebilir temettü dağıtım politikasını beğeniyoruz. Bunların yanı sıra, cazip değerlendirilmesi ve 2Y23'te faaliyete geçecek olan Türkiye'deki düz cam bölümüne yeni kapasite yatırımı, Macaristan'da 2024'te faaliyete geçecek cam ambalaj segmentindeki yeni yatırımı ve ABD'de de 2026'da faaliyete geçmesi beklenen doğal soda külü yatırımıyla ivmelenecek büyüme hikayesi de hisseye yönelik olumlu görüşümüzün diğer nedenleri olarak öne çıkıyor. Şişecam'ın konsolide satış gelirlerinde döviz bazlı gelirlerin payı %55 olmasına karşın konsolide SMM'deki döviz bazlı maliyetlerin payının %43 olduğu göz önüne bulundurulduğunda, TL'deki değer kaybının şirketin karlılığını olumlu etkilemesi bekliyoruz.

Yılbaşından bu yana Türkiye'de doğalgaz fiyatında kümülatif %68'lik artışa kıyasla, Şişecam Türkiye'de mimari cam ürünleri satış fiyatında %61 artış gerçekleştirdi. Buna ek olarak uluslararası operasyonlarında ise şirket düz cam satış fiyatlarında dolar bazında %10-%15 artış gerçekleştirdi. Talep izin verdiği sürece Şişecam artan enerji maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtılabildiğini söyleyebiliriz.

Değerleme

Hisse 2022T 3.5x Firma Değ./FAVÖK ve 4.9x F/K çarpanları ile 6.8x ve 11.9x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Şişecam Şubat 2020'de 150 milyon TL nominal hisseye kadar 1.2 milyar TL değerinde hisse geri alım programı açıkladığını hatırlatmak isteriz. Şirket bu zamana kadar 273 milyon TL değerinde 34.4 milyon hissesini geri aldı.

Riskler

(i) Türkiye, Avrupa ve Rusya'da beklentimizden daha yavaş toparlanma ii) girdi maliyetlerinde beklentimizin üzerinde artışlar iii) Şişecam'ın SMM'de %10 paya sahip Türkiye doğal gaz fiyatında beklentimiz üzeri artış iv) düz cam ve soda külü fiyatlarında kalıcı düşüş v) beklentimizden daha güçlü TL ve beklentimizden daha zayıf US\$/Ruble kuru SISE tavsiyemiz için önemli riskleri olarak öne çıkmaktadır.

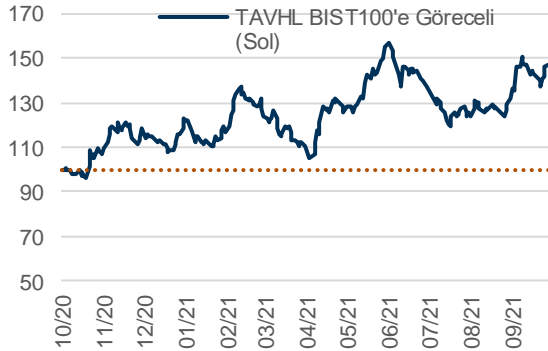
<https://www.isyatiirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=SISE>

Hisse Önerileri Sayfası: <https://www.isyatiirim.com.tr/tr-tr/analiz/Sayfalar/is-yatirim-in-onerileri.aspx>

En Çok Önerilenler Listesi

83

TAVHL	3A Hac.mn ₺		AL
Fiyat ₺	25.16		16.9
Hedef Fiyat ₺	35.05	Yılıçi Rel.	20%
Getiri Pot.	39%	Yabancı	72%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	-2,283	400	847
Satışlar	2,415	4,902	8,712
FAVÖK	204	1,650	2,999
Net Borç	5,889	11,292	15,003
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	-4.0	22.9	10.8
FD/FAVÖK	87.3	10.8	5.9
FD/Satışlar	7.37	3.63	2.04
Aktif Karlılık	-8%	1%	2%
Özserm. Karlılık	-27%	4%	7%
Net Borç/FAVÖK	28.89	6.84	5.00
Net Borç/Özserm.	0.71	1.05	1.16
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	n.m	112%	n.m
FAVÖK	710%	82%	179%
Satışlar	103%	78%	70%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	1%	-48%	
FD/FAVÖK	-51%	-55%	



TAV Havalimanları

Yatırım Teması

TAVHL'nın, pandemi sonrası dönemdeki toparlanmadan en fazla faydayı sağlarken, petrol fiyatlarındaki artıştan ve rekabetin uçak bilet ücretlerindeki baskısından havayolları kadar etkilenmeyecek olması, havacılık sektörü hisseleri arasında ilk tercihimiz olmasının sebepleri. Seyahat sınırlamaları kaldırıldığında çoğunlukla kısa mesafeli ve keyfi (leisure) destinasyon uçuşlarına ev sahipliği yapan TAV Havaalanları'nın pandemi sonrasındaki toparlanmaya hızlı tepki vereceğini düşünüyoruz. Kazakistan Almatı Havaalanı'nın şirket finansallarını olumlu etkilemeye devam edecek.

Değerleme

TAVHL değerlememiz Türkiye Havaalanlarına ilişkin iki yıl süre uzatımını, Tunus Havaalanı borç yapılandırması ve Kazakistan Almatı Havaalanı satın alımını içermektedir. TAVHL için parçaların toplamı değerlendirilerek hesapladığımız hisse başına 35.05 TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

Riskler

Turizm ve yolcu trafiğindeki toparlanmayı geciktirecek aşılama hızında yavaşlama, aşı tedarikinde aksamalar, virüs varyantlarındaki artışın vaka sayılarını artırması ve ülkeler arası seyahat yasaklarının uzaması sektör ve TAVHL için önemli riskler olarak öne çıkıyor.



TURSG		AL	
Fiyat ₺	5.11	3A Hac.mn ₺	5.7
Hedef Fiyat ₺	9.00	Yılıçi Rel.	-16%
Getiri Pot.	76%	Yabancı	2%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	1,161	1,334	1,610
Kazanılmış Prim	3,686	5,252	6,871
Özsermaye	3,468	4,204	5,142
Aktif Toplamı	10,747	14,164	17,136
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	5.1	4.4	3.7
PD/DD	1.7	1.4	1.2
Özserm. Karlılık	39%	35%	34%
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	15%	21%	15%
Özsermaye	21%	22%	21%
Kazanılmış Prim	42%	31%	32%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-61%	-64%	
PD/DD	-4%	-21%	

Türkiye Sigorta

Yatırım Teması

Türkiye Sigorta, üç kamu banka şubelerini de içeren çok güçlü dağıtım ağı ve karlı branşlarda rakipsiz oluşu nedeniyle sektördeki emsallerinden çok değişik ve kuvvetli bir ana faaliyet gelir yapısına sahip bulunuyor. Tarım ve mühendisliğin tetiklediği genel zarar branşı şirket için bir prim ve kar deposu olma niteliği taşıyor. Bunun yanında görece geri kalan trafik ve sağlık branşlarındaki son dönemde yapılan ataklar sonucunda bu segmentlerde de şirket sektöre göre daha hızlı bir büyüme performansı yakaladı. 2021 yılı ilk dört ay prim büyümesi bizim tüm yıl için 9,8 milyar TL'lik tahminimizin üzerinde bir prim üretimi gerçekleşeceğini gösteriyor. Özellikle ikinci çeyrekte başlayarak daha kuvvetli mali gelir yazılmasını bekliyoruz.

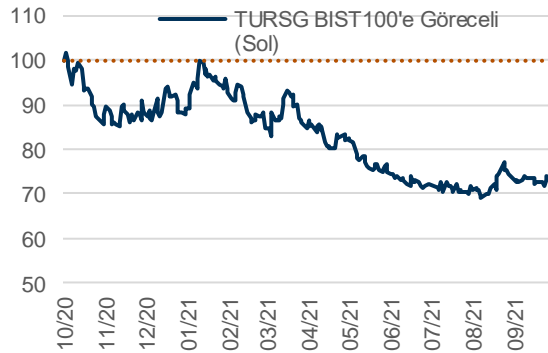
Şirket için değerlememizi bir önceki raporumuzda 10 TL seviyesinden 9 TL'ye indirmiştik. Şirket için şu aşamada bir kar revizyonu yapmıyoruz ancak ilk yarı rakamlarının gerek prim üretimi gerekse karlılık anlamında iyi gelmesi kısa bir süre sonra yukarı yönlü bir güncellemeye neden olabilir. Son dönemde görülen fiyat performansındaki zayıflığı orta ve uzun vade için önemli bir yatırım fırsatı olarak görmeye devam ediyoruz. Benzer karlılık yapısındaki şirketlere göre Türkiye Sigorta hak etmediği bir iskontoda işlem görmeye devam ediyor. Şirketin 2021 tahmini net karına göre hesapladığımız temettü verimi %10-12 gibi oldukça yüksek bir rakama karşılık geliyor.

Değerleme

Şirket 2021 tahminelleine göre 4,4x F/K, 1,4 PD/DD değerlerinden işlem görürken, yurtdışı benzer ülke çarpanlarına göre iskontosu %61 düzeyinde bulunuyor.

Riskler

Ekonomide ani yavaşlama ve/veya TL'de ani ve keskin değer kaybı şirketlerin prim üretimlerini düşürebilir ve hasar oranlarını olumsuz etkileyebilir. Bunun yanında doğal afetler ve hasar frekanslarının yükselmesi şirketin teknik karlılığını olumsuz etkileyebilir.



VESBE		AL	
Fiyat ₺	49.40	3A Hac.mn ₺	6.2
Hedef Fiyat ₺	69.55	Yılıçi Rel.	34%
Getiri Pot.	41%	Yabancı	9%
Mutlak Değer ₺	2020G	2021T	2022T
Net Kar	1,331	1,495	2,097
Satışlar	9,409	15,322	19,363
FAVÖK	1,829	2,071	2,611
Net Borç	1,225	1,149	1,262
Oranlar	2020G	2021T	2022T
F/K	7.1	6.3	4.5
FD/FAVÖK	5.8	5.1	4.0
FD/Satışlar	1.12	0.69	0.54
Aktif Karlılık	20%	15%	16%
Özserm. Karlılık	52%	40%	46%
Net Borç/FAVÖK	0.67	0.55	0.48
Net Borç/Özserm.	0.36	0.28	0.25
Büyümler	21/20%	22/21%	20/23 CAGR%
Net Kar	12%	40%	21%
FAVÖK	13%	26%	18%
Satışlar	63%	26%	35%
Yurtdışı İskonto	2021	2022	
F/K	-56%	-61%	
FD/FAVÖK	-34%	-41%	

Vestel Beyaz

Yatırım Teması

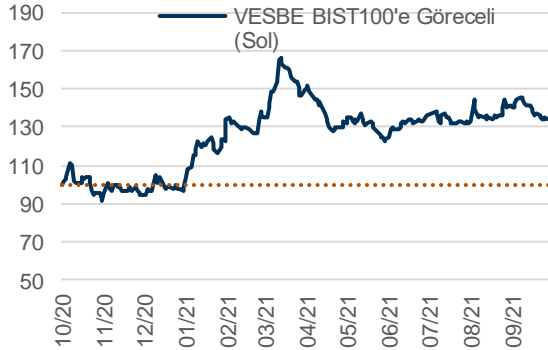
Vestel Beyaz Eşya'nın i) A markalı müşteri sipariş portföyünün genişletilmesiyle karlı büyüme sağlayan ihracata dayalı iş modeli, ii) Türkiye'deki rekabetçi üretim kapasitesinin sunduğu ölçek ve lojistik avantajları, ve iii) sürdürülebilir yüksek temettü getirisi potansiyeli sayesinde cazip bir yatırım teması sunduğuna inanıyoruz. Vestel Beyaz Eşya yakın zamanda kapasitenin yaklaşık %50 oranında artırılması için adımlar atmaya başladı. Yeni kapasite ihtiyacı, i) A markalı müşterilerin üretim ihtiyaçlarını dış kaynaklardan temin etme eğilimlerindeki artış, ii) mevcut müşterilerin talep atışı, iii) beklenen yeni müşteri kazanımları ve iv) yeni pazarlara giriş planlarından kaynaklanmaktadır. Vestel Beyaz'ın düşük maliyetli üretim avantajları ve köklü küresel iş ağından yararlanarak ihracat hacmini önümüzdeki beş yılda %10 YBBO büyütmesini bekliyoruz.

Değerleme

VESBE için 12 aylık 69.55 TL hisse başı hedef fiyatımız %41 artış potansiyeline işaret ediyor. Hisse 2022T 4.0x Firma Değ./FAVÖK ve 4.5x F/K çarpanları ile yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 8.7x ve 13.5x olan medyan çarpanlarına göre belirgin bir iskonto ile işlem görüyor.

Riskler

Ana risk faktörleri; i) Beklentimizden daha zayıf Türkiye ve Avrupa beyaz eşya pazarları, ii) kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış, iii) Avro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi, iv) özellikle Çinli üreticiler tarafından gelebilecek rekabet baskısı, v) Vestel Elektronik'in piyasada yüksek miktarda hisse satışı gerçekleştirmesi halinde hisse fiyatı üzerinde oluşabilecek baskı olarak sıralanabilir. Vestel Beyaz'ın, 1Ç21 sonu itibarıyla ana ortağı, Vestel Elektronik'ten, 976 milyon TL net ticari olmayan alacağı bulunmaktadır. Şirketler arası işlemlerdeki artışı hedef fiyatımız üzerindeki bir diğer risk faktörü olarak görüyoruz. Diğer yandan, bu alacakların bir kısmının 2021 yılı temettü ödemesi ile mahsuplaştırılması ihtimaller dâhilinde. Gerçekleşmesi halinde hisse senedi performansı için olumlu bir katalizör olacağını düşünüyoruz.



***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

■ **Takip Listesi**

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

BIST Grafikler – İş Yatırım Takip Listesi

87

Fiyat ve Oranlar		Piyasa Değ		Hedef Fiyat	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durum	1A TL Perf.	1A Rel. Per	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Terr	5Y Ort.Dağ	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ	Hedef Fiyat	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durum	1A TL Perf.	1A Rel. Per	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Terr	5Y Ort.Dağ	Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
PGSUS	78.60	8,041	121.80	98.60	55	AL	A	13	7.5	19	36	39			0%	-1,971	-443	9,387	15,790	1,873	3,997	4,545	4,102	-4.1	-18	1.8	2.0	14.9	7.0	-40%	-10%	-6%	-1%					
TAVHL	25.16	9,140	35.05	32.30	39	AL	A	4.8	-0.3	17	48	72	6%	48%	0%	400	847	4,902	8,712	1,650	2,999	10,759	12,926	22.9	10.8	0.8	0.7	10.8	5.9	4%	7%	1%	2%					
THYAO	13.97	19,279	20.80	17.40	49	AL	A	7.1	1.9	116	51	34			0%	4,186	5,629	84,085	121,839	20,788	24,909	55,907	63,870	4.6	3.4	0.3	0.3	6.8	5.7	9%	9%	2%	2%					
Havayolu Hizmetleri																																						
DOAS	31.94	7,027	38.20	38.10	20	TUT	D	-7.3	-12	7	15	22	9%	84%	11%	1,345	1,350	23,586	29,047	2,122	2,125	3,032	3,576	4.6	3.4	0.8	0.7	10.8	5.9	4%	7%	1%	2%					
FROTO	188.60	66,182	244.50	240.65	30	AL	A	18	12	31	18	67	6%	77%	5%	6,681	8,167	69,256	90,715	7,370	9,263	10,149	15,309	9.9	8.1	6.5	4.3	9.5	7.6	78%	64%	24%	22%					
OTKAR	331.30	7,951	351.00	335.00	6	SAT	D	9.3	4.1	12	28	14	4%	69%	5%	770	595	3,924	4,509	740	630	1,378	1,587	10.3	13.4	5.8	5.0	12.9	15.2	65%	40%	16%	11%					
TOASO	57.15	28,575	62.90	45.25	10	TUT	D	21	15	17	24	63	7%	62%	8%	2,684	3,463	28,685	39,845	3,955	5,332	5,652	6,700	10.6	8.3	5.1	4.3	8.5	6.3	53%	56%	13%	12%					
Otomotiv																																						
TTAK	172.00	9,179	240.45	211.10	40	AL	Y	14	8.1	3.6	25	56	6%	95%	10%	1,062	1,124	10,872	13,054	1,590	1,707	1,653	1,826	8.6	8.2	5.6	5.0	5.6	5.2	69%	65%	22%	21%					
Traktör																																						
AEFES	21.40	12,671	30.00	31.00	40	AL	A	5.2	0.2	2.7	33	68	4%	n.a	7%	1,263	1,465	35,821	43,608	6,413	7,484	13,060	13,700	10.0	8.6	1.0	0.9	4.8	4.1	10%	11%	2%	3%					
CCOLA	80.00	20,350	102.00	102.00	28	AL	A	-4.1	-8.7	3.9	28	85	2%	18%	3%	2,006	2,365	20,212	24,534	4,350	5,066	8,956	10,671	10.1	8.6	2.3	1.9	5.7	4.9	24%	24%	10%	10%					
ULKER	19.80	6,772	25.50	29.50	29	AL	A	3.3	-1.6	3.4	42	90	2%	26%	5%	1,119	1,138	11,097	13,408	1,778	2,154	6,409	7,211	6.1	5.9	1.1	0.9	6.7	5.6	18%	17%	6%	6%					
Gıda & İçecek																																						
AKCNS	15.04	2,879	20.63	14.81	37	TUT	A	9.6	4.4	1.1	20	13	7%	83%	8%	300	398	2,375	2,591	541	607	1,424	1,597	9.6	7.2	2.0	1.8	6.1	5.5	23%	26%	13%	17%					
OYAKC	6.60	7,655	8.25	4.55	25	TUT	Y	3.1	-1.8	2.1	27	1.6	10%	114%	3%	577	718	3,616	4,164	548	690	2,222	2,385	13.3	10.7	3.4	3.2	14.0	11.1	26%	31%	15%	18%					
Çimento																																						
TCELL	15.87	34,914	20.43	20.22	29	AL	A	3.2	-1.8	17	54	88	6%	86%	7%	4,880	6,105	34,698	40,751	14,521	16,973	23,231	26,896	7.2	5.7	1.5	1.3	3.2	2.7	22%	24%	9%	11%					
TTKOM	7.47	26,145	10.44	10.19	40	AL	A	8.4	3.2	13	15	53	5%	59%	11%	5,543	5,543	32,875	38,420	15,785	18,315	11,989	15,659	4.7	4.7	2.2	1.7	2.8	2.4	46%	40%	13%	12%					
İletişim																																						
ARCLK	33.56	22,677	45.21	43.42	35	AL	A	5.6	0.5	26	25	41	4%	42%	5%	3,104	3,723	63,996	77,992	6,754	8,166	15,424	17,906	7.3	6.1	1.5	1.3	5.5	4.5	21%	22%	6%	5%					
VESBE	49.40	9,386	69.55	63.55	41	AL	A	3.7	-1.3	6.2	15	9.3	9%	65%	11%	1,495	2,097	15,322	19,363	2,071	2,611	4,057	5,108	6.3	4.5	2.3	1.8	5.1	4.0	40%	46%	15%	16%					
VESTL	24.50	8,219	30.95	29.32	26	TUT	A	-3.2	-7.8	7.9	35	12	25%	133%	0%	815	1,754	30,887	38,327	3,782	4,831	5,526	7,280	10.1	4.7	1.5	1.1	3.8	3.0	13%	27%	3%	5%					
Beyaz Eşya																																						
SISE	8.36	25,608	12.90	12.40	54	AL	A	2.3	-2.6	68	49	30	3%	25%	4%	5,373	5,027	29,688	36,965	7,044	8,376	28,895	34,166	4.8	5.1	0.9	0.7	4.3	3.6	21%	16%	11%	9%					
Cam																																						
EREGL	18.85	65,975	22.65	25.01	20	AL	A	17	12	70	48	59	8%	95%	20%	14,934	12,309	60,196	63,756	22,831	20,143	57,824	59,022	4.4	5.4	1.1	1.1	2.8	3.2	31%	21%	21%	14%					
KRDMD	7.25	5,657	11.20	9.77	54	AL	A	15	9.4	76	91	22	11%	37%	15%	2,744	2,422	13,257	13,499	4,012	3,583	6,647	8,246	2.1	2.3	0.9	0.7	1.3	1.4	59%	33%	22%	13%					
Demir Çelik																																						
TUPRS	136.30	34,132	169.00	144.00	24	AL	A	24	18	69	49	48	9%	86%	8%	2,975	3,039	139,429	164,076	6,773	6,813	16,615	17,036	11.5	11.2	2.1	2.0	6.7	6.7	21%	18%	4%	3%					
PETKM	6.28	15,916	8.30	8.21	32	AL	A	2.5	-2.5	54	37	26	7%	66%	12%	3,726	2,417	26,946	30,875	5,529	3,788	10,842	11,395	4.3	6.6	1.5	1.4	3.8	5.5	40%	22%	15%	8%					
Petrol																																						

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

88

Fiyat ve Oranlar																																		
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022									
															Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı										
BIZIM	12.62	757	14.00	14.18	11	TUT	A	5.3	0.2	2	44	1.6	1%	38%	3%	40	46	6,688	8,161	324	383	188	213	18.8	16.5	4.0	3.5	1.7	1.4	24%	23%	3%	2%	
MGROS	33.50	6,065	50.00	50.00	49	AL	A	4.7	-0.3	5.9	51	41			0%	347	227	34,697	41,645	2,699	3,090	378	606	17.5	26.7	16.0	10.0	3.5	3.0	170%	46%	2%	1%	
Ticari Mağazacılık																																		
ASELS	16.61	37,871	18.50	17.50	11	TUT	A	13	7.4	42	26	35	1%	10%	3%	6,527	6,212	20,777	27,378	5,411	6,164	23,958	28,865	5.8	6.1	1.6	1.3	7.4	6.5	31%	24%	17%	13%	
Savunma Teknolojisi																																		
MPARK	25.46	5,297	32.44	29.26	27	AL	A	-4.5	-9.1	1.5	33	68				81	343	5,440	6,510	1,224	1,474	363	706	65.4	15.4	14.6	7.5	5.6	4.7	25%	64%	2%	7%	
SELEC	8.58	5,328	11.53	12.62	34	AL	Y	0.7	-4.1	3	15	23	2%	17%	3%	821	1,116	25,256	32,213	1,038	1,307	4,283	5,235	6.5	4.8	1.2	1.0	4.7	3.8	21%	23%	7%	8%	
Sağlık																																		
LOGO	41.82	4,182	52.01	47.10	24	AL	A	1.7	-3.2	3.3	66	52	1%	26%	2%	211	274	751	995	270	362	663	869	19.9	15.2	6.3	4.8	15.0	11.2	36%	36%	17%	18%	
Teknoloji																																		
YATAS	12.50	1,872	19.45	20.00	56	AL	A	-6.2	-11	2.1	59	17	2%	25%	3%	179	251	2,530	3,441	390	551	667	864	10.5	7.5	2.8	2.2	5.6	4.0	30%	33%	12%	14%	
Mobilya																																		
MAVI	70.35	3,493	88.00	62.88	25	AL	A	14	8.5	3.6	73	68	1%	346%	2%	269	301	4,206	5,450	864	1,083	779	999	13.0	11.6	4.5	3.5	4.4	3.5	42%	34%	9%	8%	
Tekstil Entegre																																		
IPEKE	12.97	3,369		11.44		G.G	Y	14	8.8	7.7	38	14			0%	707	762	4,290	4,697	2,503	2,903	2,093	2,646	4.8	4.4	1.6	1.3	-1.6	-1.4	40%	32%	7%	6%	
Elektrik																																		
KOZAL	99.95	15,242	130.60			G.G	D	7.8	2.7	44	30	24			0%	2,838	3,068	4,090	4,478	2,564	2,946	10,392	13,462	5.4	5.0	1.5	1.1	3.1	2.7	32%	26%	29%	24%	
Madencilik																																		
KOZAA	15.89	6,167		15.37		G.G	D	13	7.7	27	45	26			0%	1,325	1,427	4,281	4,687	2,506	2,903	4,889	6,302	4.7	4.3	1.3	1.0	-0.5	-0.5	31%	25%	13%	11%	
Diğer																																		
																									4.7	4.3	1.3	1.0	-0.5	-0.5	31%	25%	13%	11%

Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V.Tah.	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı											
EKGYO	1.94	7,372	2.51	2.53	29	AL	A	9.6	4.3	27	51	33	3%	21%	2%	1,538	1,885	5,799	6,042	1,502	1,636	15,201	15,547	4.8	3.9	0.5	0.5	6.6	6.0	10%	12%	6%	8%		
ISGYO	1.88	1,802	2.06	2.07	10	TUT	A	-1.1	-5.8	4.8	41	14	5%	21%	8%	602	679	611	687	338	275	4,750	5,299	3.0	2.7	0.4	0.3	8.3	10.2	14%	14%	12%	13%		
TRGYO	3.73	3,730	4.23	4.00	13	TUT	A	2.8	-2.2	13	21	6	2%	7%	0%	258	506	1,426	1,931	196	363	9,039	9,555	14.5	7.4	0.4	0.4	42.6	23.0	3%	5%	2%	3%		
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları																																			
																										4.8	3.9	0.4	0.4	8.3	10.2	10%	12%	6%	8%

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

89

Fiyat ve Oranlar															2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V.Tah.	Kar ₺	Mevduat ₺	Net Faiz G. ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	PD/Net Faiz Geliri	ROE	Aktif Karlılığı																								
AKBNK	5.32	27,664	8.40	7.80	58	AL	A	-1.1	-5.9	46	51	53	3%	19%	5%	9,204	11,114	329,344	388,357	21,091	25,230	69,227	78,960	3.0	2.5	0.4	0.4	1.3	1.1	14%	15%	1.8%	1.8%															
ALBRK	1.81	2,444	1.78	2.00	-2	TUT	A	21	16	3.4	33	7	3%	14%	0%	302	348					4,238	4,570	8.1	7.0	0.6	0.5			7%	8%	0.4%	0.4%															
GARAN	8.99	37,758	12.50	11.00	39	AL	A	-2.1	-6.8	190	50	58	3%	20%		11,609	14,094	404,510	461,710	30,267	35,110	72,069	82,913	3.3	2.7	0.5	0.5	1.2	1.1	17%	18%	2.1%	2.1%															
HALKB	4.40	10,885	5.21	6.00	18	TUT	D	-3.3	-7.9	20	25	6.4	2%	8%	0%	692	3,044	506,640	564,815	8,598	11,176	42,180	49,773	15.7	3.6	0.3	0.2	1.3	1.0	2%	7%	0.1%	0.4%															
ISCTR	5.34	24,030				Ö.Y		3.7	-1.3	30	34	34	4%	20%																																		
TSKB	1.25	3,500	1.80	1.55	44	AL	Y	4.2	-0.8	9.1	39	15	2%	14%	5%	1,022	1,493			2,149	3,075	7,039	8,409	3.4	2.3	0.5	0.4			16%	19%	1.8%	2.1%															
VAKBN	3.38	13,201	4.80	5.50	42	AL	A	0	-4.8	16	16	4.3	1%	4%	0%	3,616	4,645	467,874	538,057	15,634	18,446	49,750	53,961	3.7	2.8	0.3	0.2	0.8	0.7	7%	9%	0.5%	0.6%															
YKBNK	2.49	21,033	3.80	3.30	53	AL	A	4.6	-0.4	62	30	60	3%	10%	10%	8,959	10,308	332,342	377,975	20,049	23,424	56,523	65,039	2.3	2.0	0.4	0.3	1.0	0.9	17%	17%	1.6%	1.5%															
Bankacılık																																																
AKGRT	7.21	2,206	10.28	9.34	43	AL	A	6.7	1.5	1	28	35	11%	75%	11%	415	473																															
ANHYS	9.22	3,965	13.00	10.16	41	AL	A	-2.7	-7.4	0.6	15	57	7%	70%	9%	553	579					1,624	1,866	7.2	6.8	2.4	2.1			34%	33%																	
ANSGR	5.93	2,965	7.86	8.18	33	TUT	A	-1.2	-5.9	0.3	35	11	4%	33%	5%	539	622																															
Sigorta																																																

Fiyat ve Oranlar															2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022		2021		2022											
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V.Tah.	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	ROE	Aktif Karlılığı																							
ALARK	8.93	3,885		7.30		G.G	D	0.8	-4.1	5	30	10	4%	3%	3%	572	734	2,806	3,050	407	440	2,405	3,004	6.8	5.3	1.6	1.3			24%	27%	13%	14%													
ENKAI	10.50	58,800	13.65	11.83	30	AL	A	4.4	-0.6	3.4	8.9	54	4%	46%	3%	3,407	3,353	17,591	27,641	4,506	5,661	50,390	52,360	17.3	17.5	1.2	1.1			7%	7%	5%	5%													
KHOL	21.24	53,862	33.00	30.00	55	AL	A	-6.3	-11	30	26	73	2%	18%	5%	11,354	12,824	236,627	280,153	33,013	36,229	55,775	66,034	4.7	4.2	1.0	0.8			22%	21%	2%	1%													
SAHOL	10.29	20,996	14.30	13.50	39	AL	A	5.5	0.5	20	49	61	3%	16%	4%	6,215	7,914	74,023	91,691	15,014	18,854	43,296	50,293	3.4	2.7	0.5	0.4			15%	17%	1%	1%													
SISE	8.36	25,608	12.90	12.40	54	AL	A	2.3	-2.6	68	49	30	3%	25%	4%	5,373	5,027	29,688	36,965	7,044	8,376	28,895	34,166	4.8	5.1	0.9	0.7			21%	16%	11%	9%													
TKFEN	14.53	5,376	19.58	20.80	35	AL	A	5.2	0.2	9.5	51	21	4%	6%	6.9%	1,228	1,160	16,590	15,588	1,308	1,413	6,005	6,797	4.4	4.6	0.9	0.8			21%	18%	9%	9%													
AGHOL	24.54	5,976	30.00	30.00	22	AL	A	10	5.1	2.4	34	17	1%	n.a	1%	930	1,167	78,138	93,525	10,185	11,734	6,716	7,838	6.4	5	0.9	0.8			15%	16%	1%	1%													
Holding																																														

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

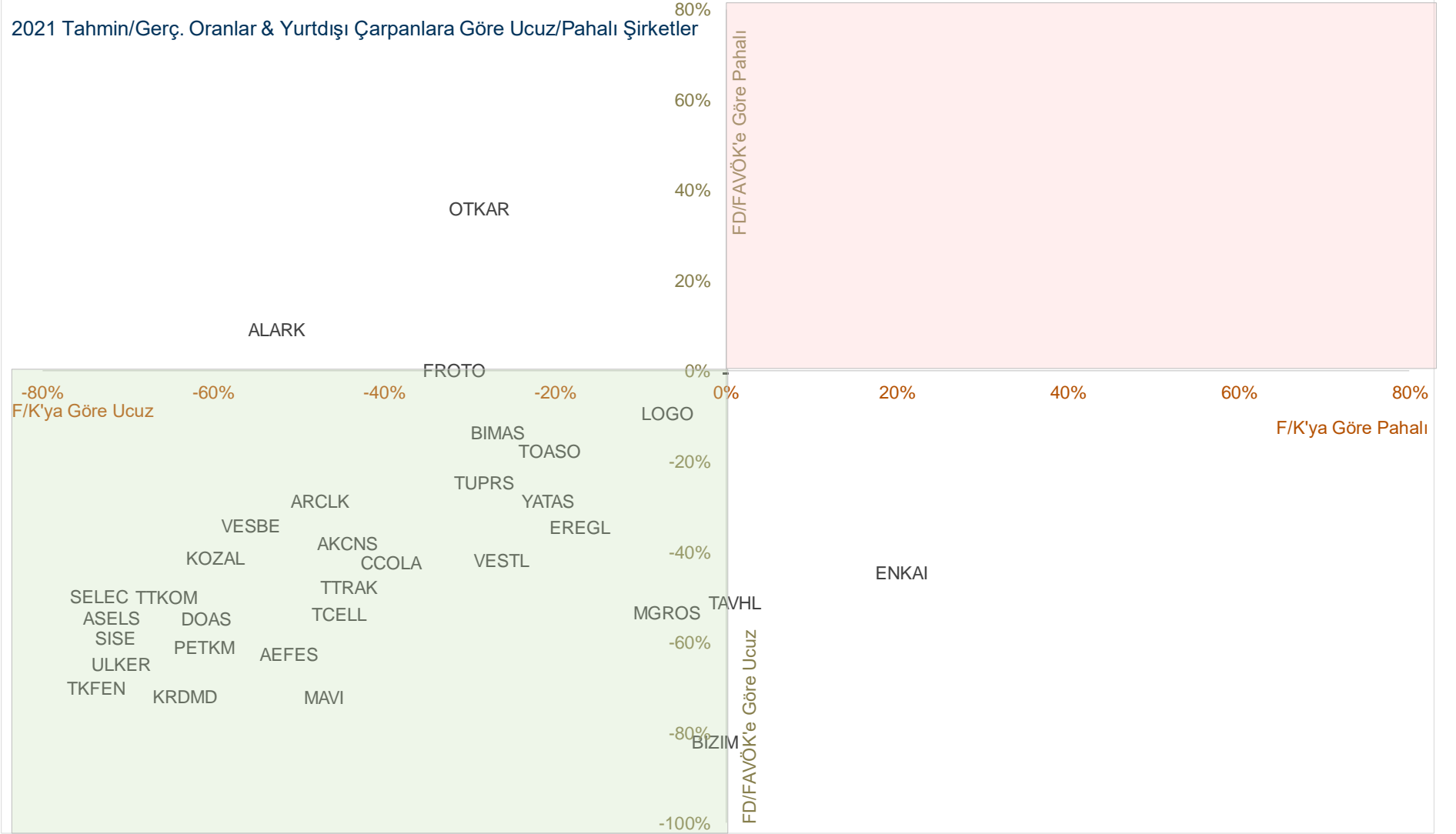
Takip Listesi

► **BIST Grafik & Veriler**

Portföy Getirileri

BIST Grafikler – Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2021 T/G)

91

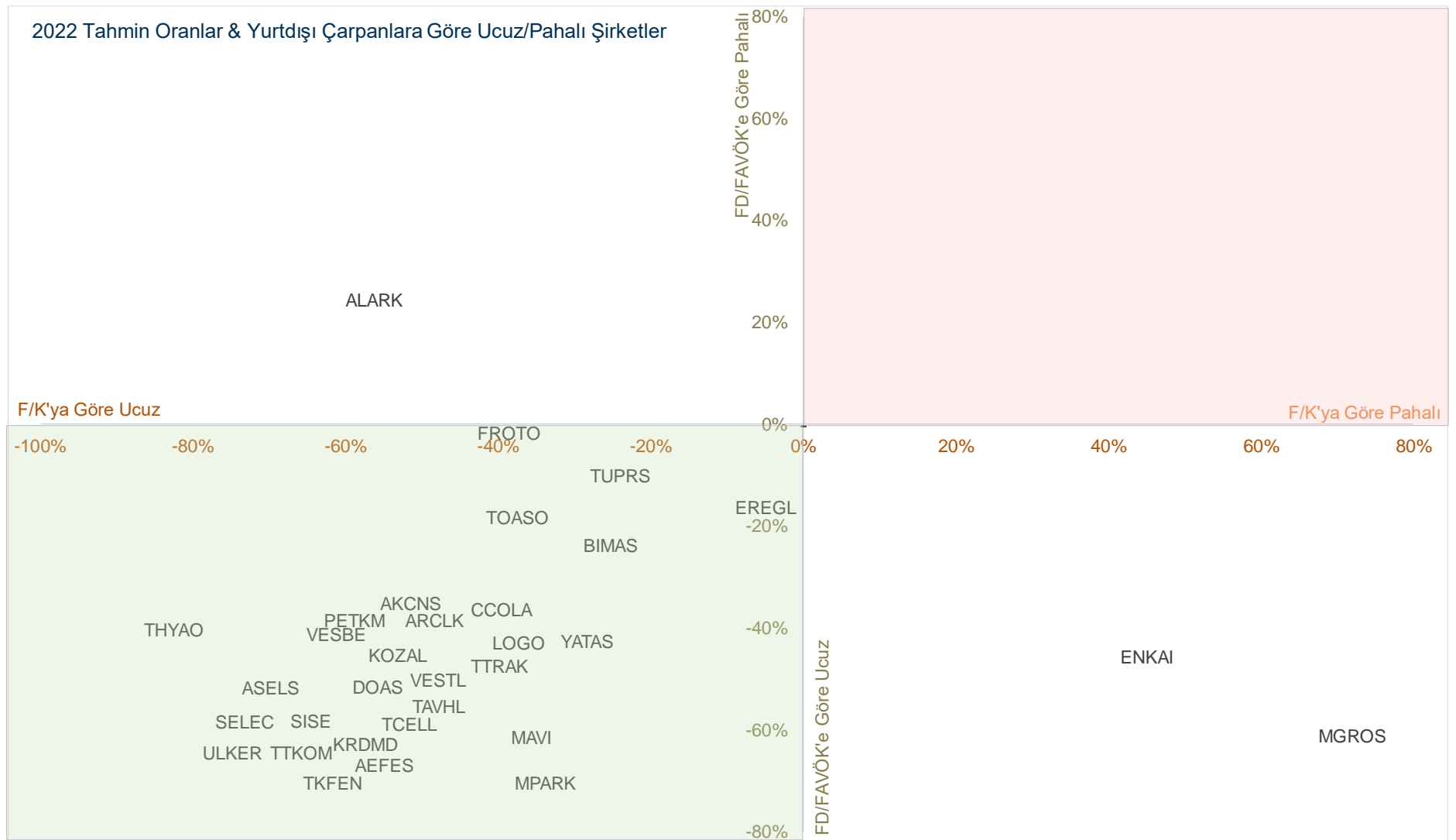


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx>

BIST Grafikler - Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2022)

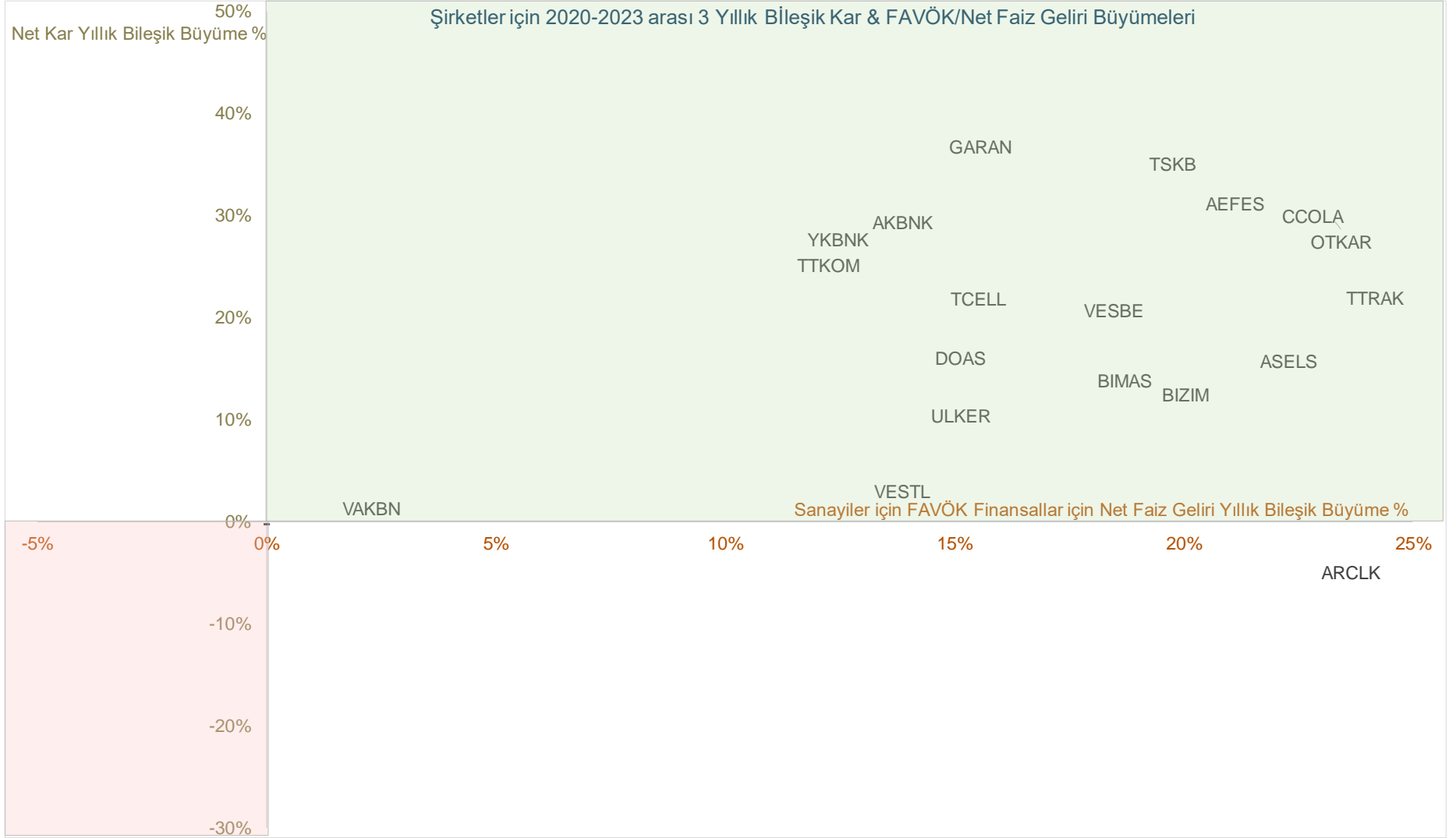
92



Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx>

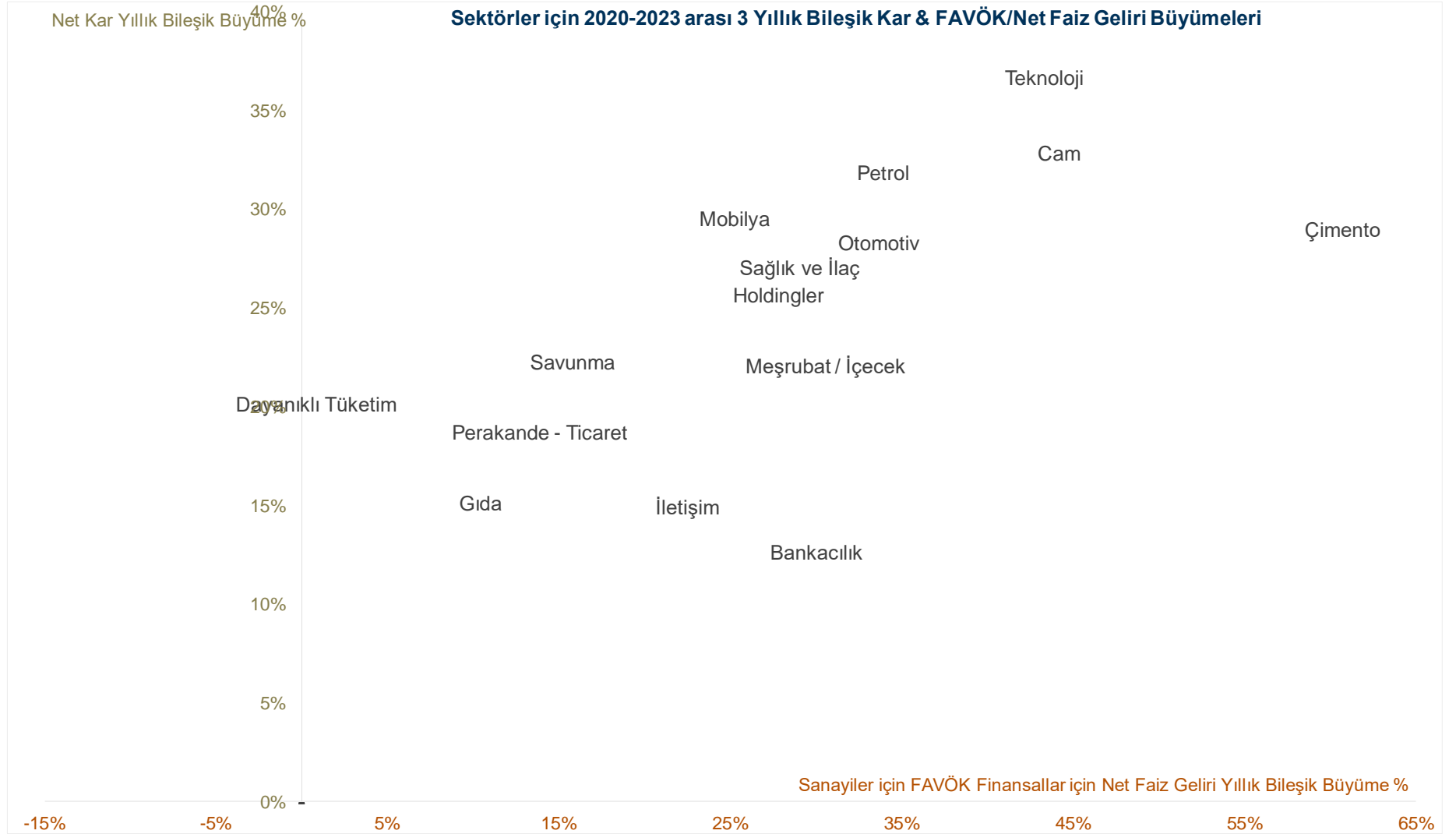
BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2020G-2023T) 93



Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx>

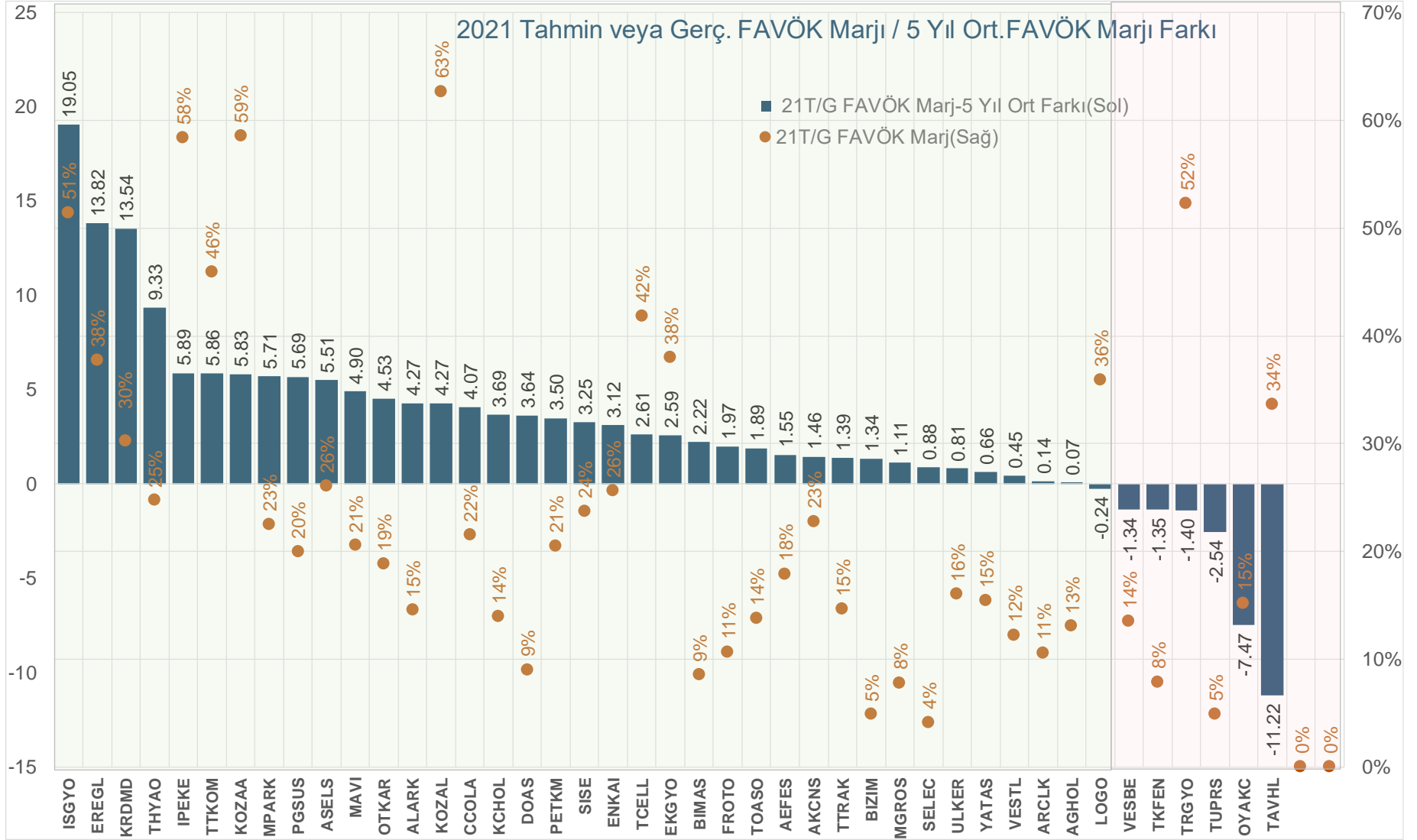
BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2020G-2023T) 94



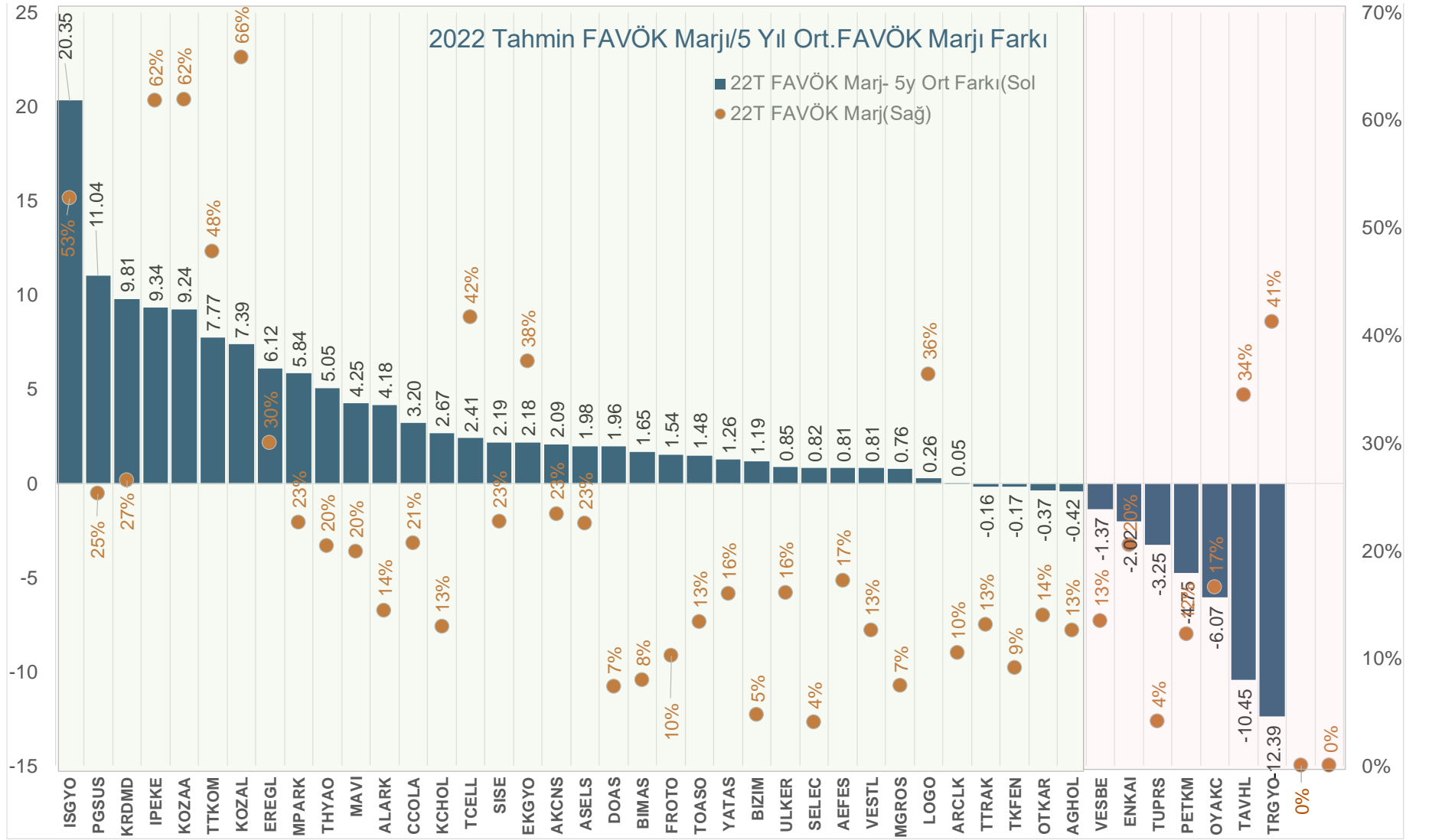
Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx>

BIST Grafikler – 2021T/G Marjları ve Tarihsel Ortalamalar



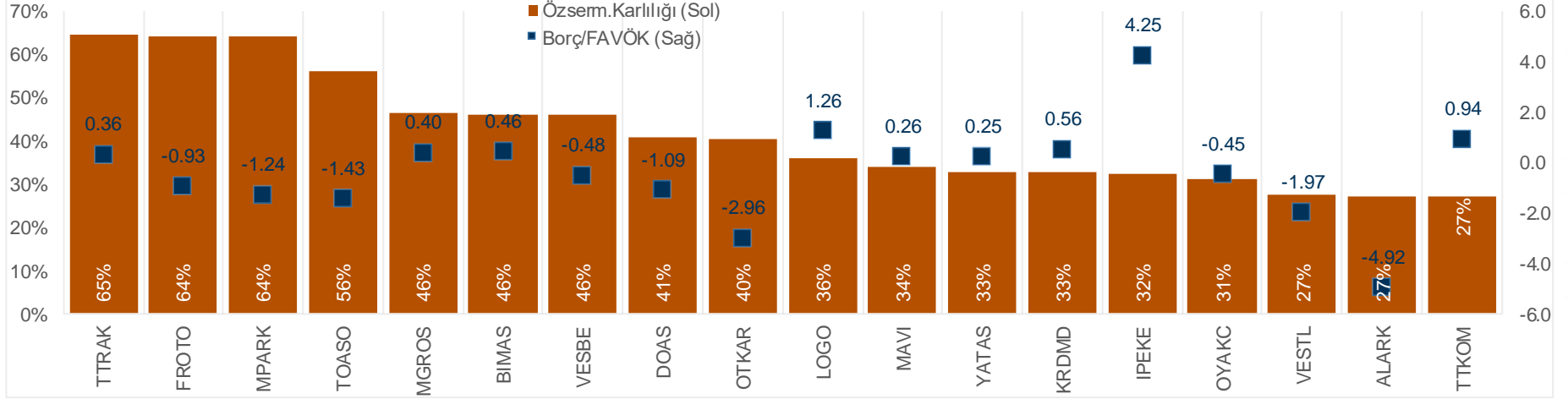
BIST Grafikler - 2022T Marjları ve Tarihsel Ortalamalar



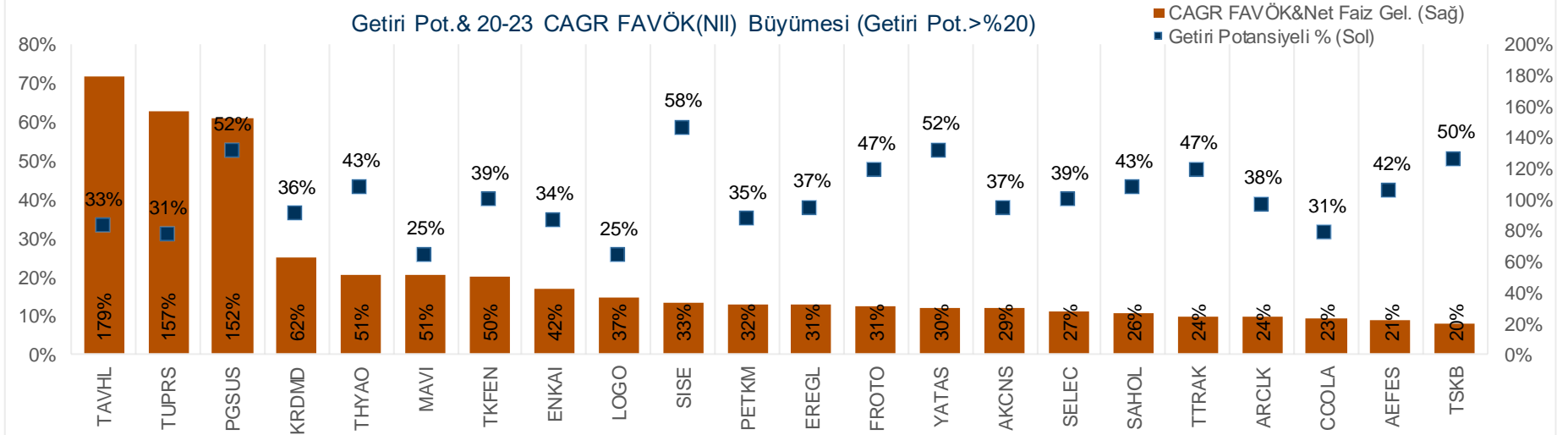
BIST Grafikler – Borçluluk Rasyosu ve Karlılık Momentumu

97

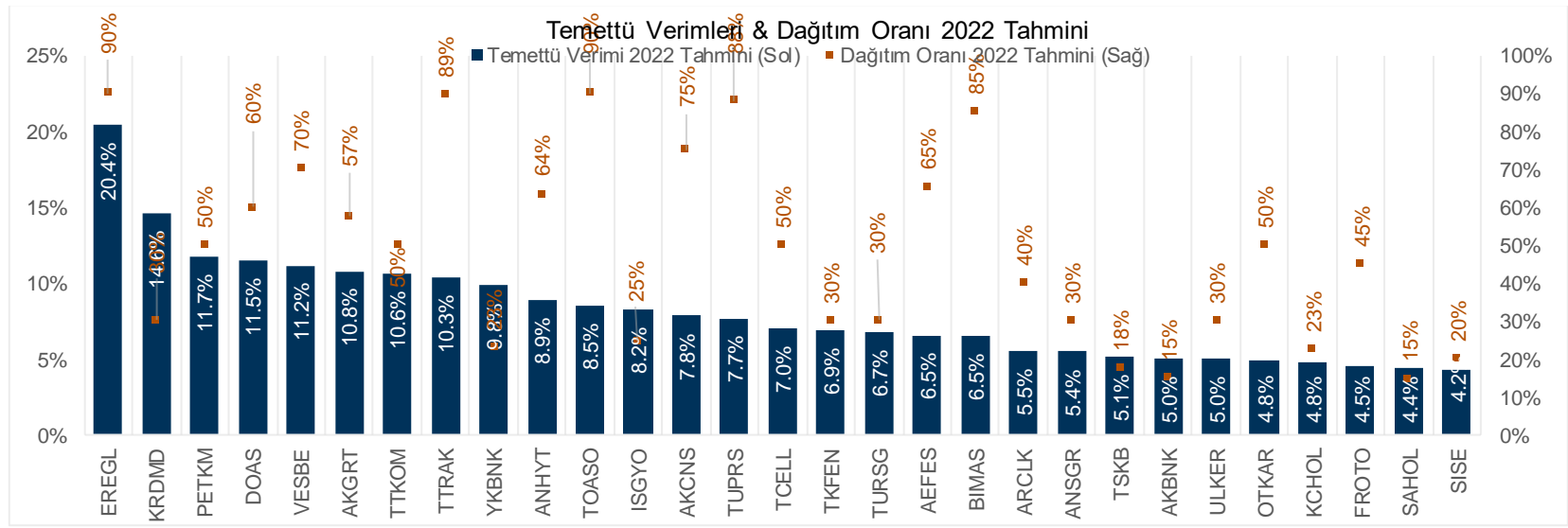
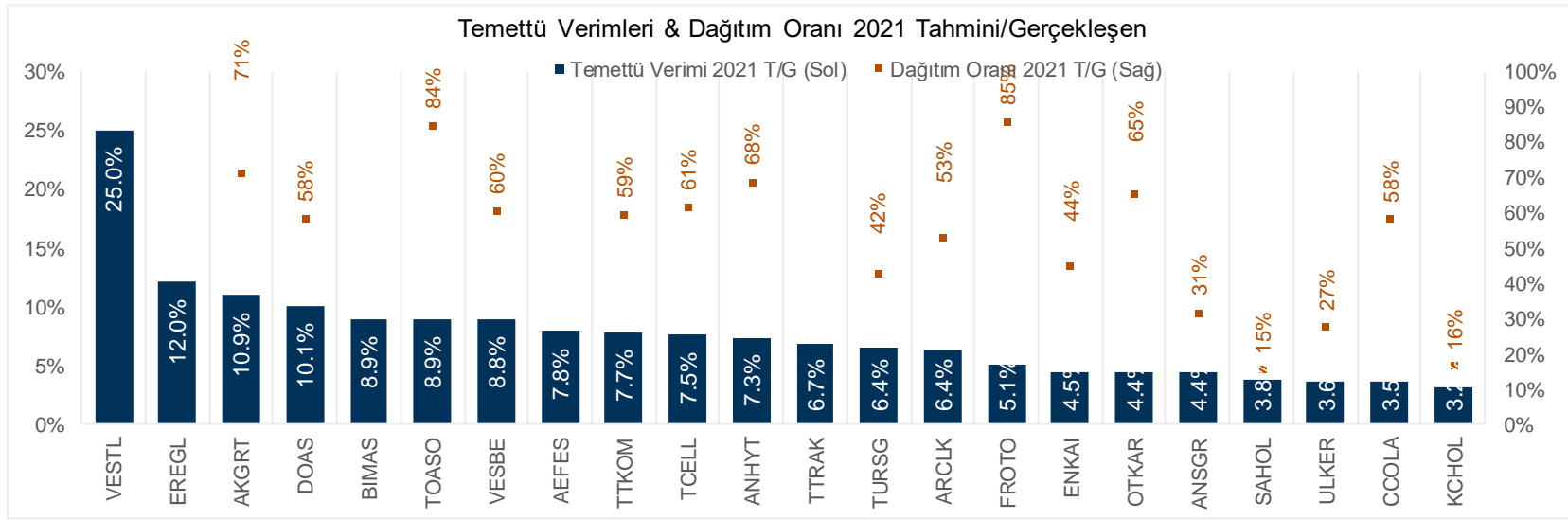
2022 Tahmin Sanayiler için Borçluluk&Özserm.Karlılığı (>%15)



Getiri Pot.& 20-23 CAGR FAVÖK(NII) Büyümesi (Getiri Pot.>%20)



BIST Grafikler – Temettü Verimi & Temettü Dağıtım Oranları



BIST Grafikler – F/K ve FD/FAVÖK için Tarihsel Ortalamalara Göre Prim/İşk.

99

2021 Tahmin/Geç. ve Tarihsel Ort.F/K Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. Geç.F/K Ort.	21T/G F/K	21T/G F/K & Tar.F/K Ort.Karş.
KRDMD	10.70	2.06	-81%
ULKER	16.37	6.05	-63%
TTKOM	12.73	4.72	-63%
ASELS	15.40	5.80	-62%
YKBNK	5.81	2.35	-60%
PETKM	10.53	4.27	-59%
AKBNK	7.14	3.01	-58%
TURSG	10.48	4.45	-58%
EREGL	9.88	4.42	-55%
TKFEN	9.62	4.38	-54%
GARAN	7.06	3.25	-54%
İPEKE	9.36	4.76	-49%
CCOLA	19.86	10.15	-49%
THYAO	8.96	4.61	-49%
SAHOL	6.50	3.38	-48%
BIMAS	24.42	13.09	-46%
MAVI	23.60	12.98	-45%
OTKAR	18.34	10.32	-44%
EKGYO	8.46	4.79	-43%
KCHOL	8.37	4.74	-43%
TCELL	12.40	7.15	-42%
SISE	8.17	4.77	-42%
ARCLK	12.30	7.31	-41%
ANHYT	12.03	7.17	-40%
DOAS	8.75	5.22	-40%
AEFES	16.23	10.03	-38%
AGHOL	10.36	6.43	-38%
ANSGR	8.71	5.50	-37%
TSKB	5.42	3.42	-37%
ISGYO	4.69	3.00	-36%
KOZAA	7.15	4.65	-35%
KOZAL	8.08	5.37	-34%
AKGRT	8.00	5.32	-34%

2021 Tahmin/Geç. Tarihsel FD/FAVÖK Ort. Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. Geç. FD/FAVÖK Ort.	21T FD/FAVÖK	21T/G FD/FAVÖK & Tar.FD/FAVÖK Ort.Karş.
KOZAA	1.30	-0.52	-140%
AGHOL	10.24	1.91	-81%
KRDMD	6.83	1.29	-81%
BİZİM	6.58	1.65	-75%
TKFEN	5.53	2.03	-63%
PETKM	9.12	3.78	-59%
MGROS	7.43	3.48	-53%
BIMAS	14.88	7.10	-52%
ASELS	14.58	7.36	-49%
DOAS	7.80	4.11	-47%
EREGL	5.37	2.85	-47%
TTKOM	4.85	2.80	-42%
ULKER	11.31	6.73	-41%
TTRAK	9.33	5.57	-40%
ISGYO	13.92	8.32	-40%
TUPRS	11.18	6.70	-40%
TCELL	5.18	3.16	-39%
ENKAI	6.97	4.31	-38%
CCOLA	9.10	5.71	-37%
AEFES	7.54	4.81	-36%
ARCLK	8.22	5.46	-34%
MAVI	6.45	4.37	-32%
EKGYO	9.51	6.57	-31%
THYAO	9.21	6.79	-26%
MPARK	7.60	5.62	-26%
SELEC	6.31	4.74	-25%
KOZAL	4.03	3.13	-22%
SISE	5.37	4.28	-20%
AKCNS	7.56	6.14	-19%
SAHOL	32.20	26.21	-19%
OTKAR	15.12	12.91	-15%
ALARK	9.73	8.48	-13%
VESTL	4.28	3.85	-10%

BIST Grafikler – Yabancı Payı Değişimleri

100

Yabancı Payı Değişimi						
Hisse	Cari Oran(%)	1 Ay Yabancı Δ >0 (baz puan)	Getiri Potansiyeli % >5	2021 Tahmini Kar Δ >0	1 Ay Göreceli Getiri %	
MAVI	67.9	5.11	25%	5774%	8.46	
EKGYO	32.9	2.58	29%	79%	4.34	
MPARK	68.2	2.34	27%	25%	-9.08	
OTKAR	14.4	1.91	6%	25%	4.06	
TSKB	14.7	1.79	44%	44%	-0.83	
ASELS	35.0	1.76	11%	47%	7.35	
TOASO	62.9	1.53	10%	50%	14.98	
ISGYO	14.0	1.33	10%	126%	-5.80	
YKBNK	59.8	1.15	53%	76%	-0.40	
DOAS	22.0	0.97	20%	30%	-11.76	
ANHYT	56.9	0.80	41%	5%	-7.41	
AKCNS	12.6	0.75	37%	161%	4.36	
ULKER	90.2	0.71	29%	10%	-1.62	
CCOLA	84.8	0.64	28%	63%	-8.68	
TURSG	2.0	0.28	76%	15%	1.35	
TTKOM	52.7	0.05	40%	74%	3.22	
TCELL	87.7	0.03	29%	15%	-1.76	
OYAKC	1.6	0.02	25%	61%	-1.82	

2021T/G Temettü Verimi (%) >%5

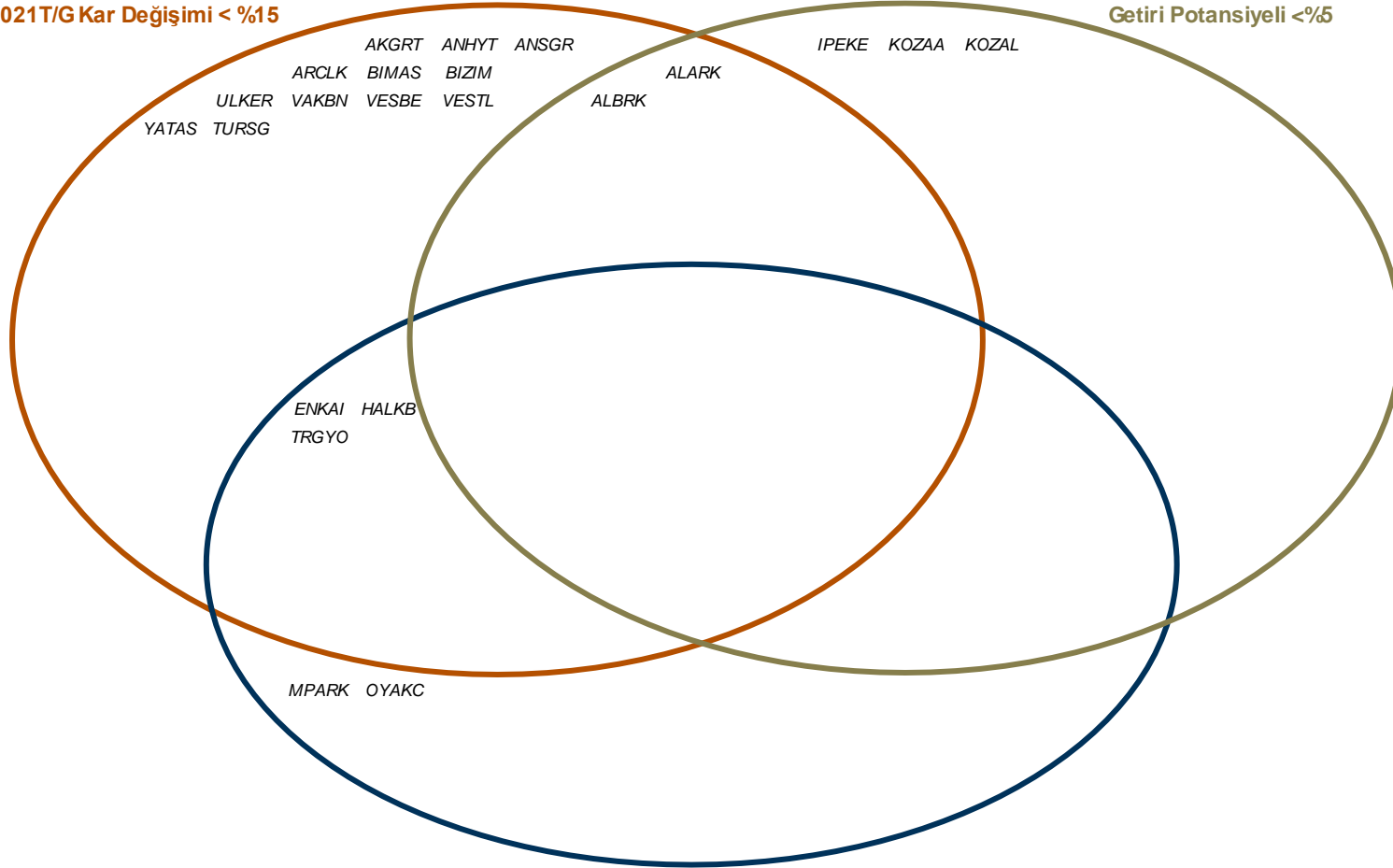
Getiri Potansiyeli >%15



2021T & Tar. F/K Ort. Karş. Göre Ucuz >%15

2021T/G Kar Değişimi < %15

Getiri Potansiyeli < %5



2021T & Tar. F/K Ort. Karş. Göre Pahalı > %5

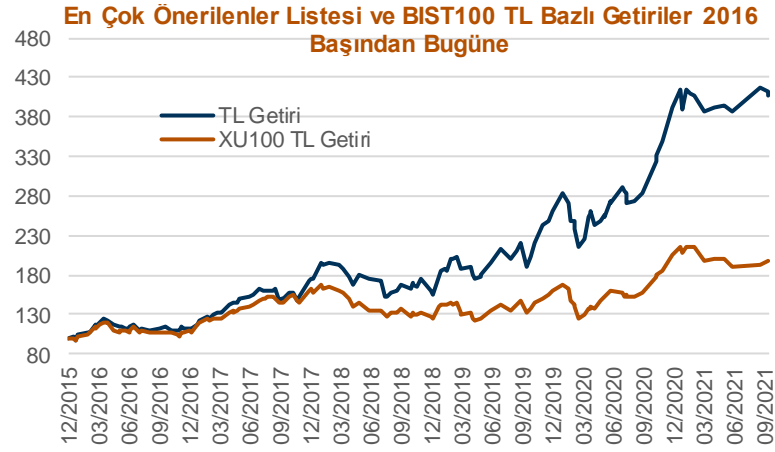
***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

- Yatırım Özeti
- Hedef Fiyat Değişiklikleri
- Sektör Açıklamaları
- En Çok Önerilen Hisseler
- Takip Listesi
- BIST Grafik & Veriler
- Portföy Getirileri**

Orta ve Uzun Vadeli İşlemler

Orta ve uzun vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için uygun olan model portföy getirimizin yıllara göre dağılımını aşağıdaki tabloda görebilirsiniz.

En Çok Önerilenler Listesi Getiri Tablosu		
Yıllar	TL Performans	Göreceli Performans
2006	27.0%	29.0%
2007	48.0%	4.0%
2008	-49.0%	5.8%
2009	211.0%	59.0%
2010	50.0%	20.0%
2011	-18.7%	4.6%
2012	84.7%	21.1%
2013	-4.7%	9.2%
2014	47.5%	17.6%
2015	-14%	4.4%
2016	18%	7.7%
2017	65%	11.4%
2018	-5.8%	19.0%
2019	62.9%	27.1%
2020	60%	22.0%
2021	6.1%	7.6%



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

İŞ Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %25 : AL
%10< Artış Potansiyeli < %25 :TUT
Artış Potansiyeli < %10 : SAT

Her sınır değeri için analist +/- %5 kanaat kullanabilmektedir.