



# Hisse Senedi Stratejisi

Nisan 2020

**Pandemi Zamanlarında Yatırım**

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

**Yatırım Özeti**

Covid-19 Sektörel Etkileri  
2008 Benzeri Şok Senaryosu  
En Çok Önerilen Hisseler  
BIST 30 Şirketleri  
Takip Listesi  
BIST Grafik & Veriler  
Portföy Getirileri

Dünya bir asır önce karşılaştığı İspanyol Gribine benzer bir pandemi ile savaşıyor. Covid-19 üç ay içinde tüm dünyaya yayılacak kadar bulaşıcı ve özellikle 65 yaşının üzerinde ve kronik hastalığı olanlar için öldürücü bir virüs. Kısa vadede aşısı veya ilacı bulunma ihtimali düşük olan bu salgına karşı "sosyal mesafenin artırılması, izolasyon ve kısmi olarak ekonominin kapatılması yolu" ile mücadele etmek zorundayız. İyi haber, matematiksel modelimiz Avrupa ve Türkiye'de hastalığın Mayıs ayında kontrol altına alınacağını ve Haziran başından itibaren hayatın normalleşeceğini söylüyor.

## **Dünya ekonomisi durgunluğa giriyor**

Kötü haber, salgına karşı alınan önlemlerin dünya ekonomisini durgunluğa sokması bekleniyor. Durgunluğun şiddeti ve süresi salgınlıkla mücadelede sağlanacak başarıya ve ülkelerin durgunluğa karşı ne derece radikal programlar uygulayacağına bağlı olarak belirlenecek. OECD tahminine göre önlemlerin sıkı bir şekilde uygulandığı her ay ekonomiyi %25 küçülterek yıllık büyümeyi 2,0 yp aşağı çekiyor. Salgının yayılmasını kontrol altına almak için üç ay boyunca ekonomilerin kısmi olarak kapatıldığı baz senaryoda küresel büyüme 6 yp geriliyor. Bu hesaba göre, sene başında %3 büyüyeceği öngörülen dünya ekonomisi 2020 yılında %3 daralacak.

## **Piyasalar U hatta L şeklinde kötümser bir senaryoyu fiyatlıyor**

Hastalığın kontrol altına alındığı ve hayatın normale döndüğü baz senaryoda 2021 yılında küresel ekonomide V şeklinde (%3-%3,5) bir canlanma öngörülmüyor. Salgının üç ayda kontrol altına alınmadığı ve/veya sonbaharda geri geldiği kötümser senaryoda dünya ekonomisi %4-%5 geriliyor. İflasların ve işsizliğin arttığı, öngörülebilirliğin azaldığı bu senaryoda 2021 yılında ekonomide U şeklinde (%1- %2) sınırlı bir toparlanma görülüyor. Mevcut piyasa değerlemeleri küresel büyümenin 2021 yılında U şeklinde hatta L şeklinde seyrettiği kötümser bir senaryoyu fiyatlıyor.

## **Salgın Türkiye ekonomisini hassas bir dönemde vurdu**

Türkiye küresel salgın ile 2018 döviz şokunun açtığı yaraların yeni yeni iyileştiği ve ekonominin yeniden büyüme patikasına girdiği hassas bir dönemde karşılaştı. •Sosyal mesafenin artırılması, seyahatin engellenmesi ve izolasyon önlemleri hizmet sektöründe ve özellikle turizm alanında sert bir daralmayı tetikledi. İç, dış turizm ve dolaylı etkiler birlikte alındığında bu sektörün Türkiye ekonomisine katkısı %12'yi, istihdama katkısı %7'yi geçiyor. Turizm 2009 küresel şokunu az hasarla atlattığımızda önemli rol oynayan bir sektördü.

## **Türkiye salgına karşı ekonomiyi tam olarak kapatma yoluna gitmedi**

Gıda, sağlık, lojistik, perakende gibi zorunlu alanlar dışında, ihracata yönelik çalışan çoğu şirket üretimini düşük kapasite ile de olsa sürdürmeye devam ediyor. Ancak en büyük iki dış ticaret ortağımız Avrupa (%49) ve Orta Doğu'nun (%19) derin bir durgunluk içinde olması Türkiye'nin iç talepteki kaybını ihracat ile dengelemesi şansını ortadan kaldırıyor.

## **Baz senaryoda 2020 yılında ekonomi %2.5 küçülüyor**

Baz senaryomuzda, büyüme tahminimizi, ekonominin Mart-Nisan-Mayıs döneminde kısmi olarak kapanması nedeniyle, 5,5yp düşürüp -%2,5'e çekiyoruz. Salgının kontrol alınması sayesinde 2021 yılında V şeklinde (%5,0) bir büyüme patikası öngörüyoruz. Salgının geri geldiği kötü senaryoda 2020 yılında %4,5 küçülmenin arkasından 2021 yılında U şeklinde kademeli bir büyüme (%2,0) öngörüyoruz. Türkiye bu çaplı bir durgunluk ile rahatlıkla başa çıkabilir. Ancak salgının kontrol altına alınmasının gecikebileceği ve finansal istikrarsızlık riskinin artabileceği bir senaryoya karşı B planlarının oluşturulması gerekiyor. Bu süreçte istihdam kaybının sınırlanması, iflas mekanizmasının çalıştırılmaması, karşılıklı yükümlülüklerin yerine getirilmesi için kamu kaynaklarının kullanılması ve piyasalarla iyi iletişim kurulması gerekiyor.

## **Maliye politikasında ekonomiyi desteklemek için yer var mı?**

Ekonomi yönetimi salgının ekonomi üzerindeki etkilerini hafifletmek için şirketlere vergi indirimleri sağlayan 100 milyar liralık bir paket açıkladı. Milli gelirin %2,3'ü düzeyindeki paket önden yüklemeli nakit teşviklerden çok vergi muafiyeti ve/veya ötelemesinden oluşuyor. Ekonomik İstikrar Kalkanı adı verilen paketle havacılık başta olmak üzere, otelcilik, alışveriş merkezleri, otomotiv, lojistik, perakende gibi sektörlerde vergi indirimi sağlanıyor. İşten eleman çıkarmak zorunda olan şirketlere kısa çalışma ödeneği imkanı getiriliyor. Ekonomide durgunluğun boyutunun artması durumunda Ankara nakit harcama kısmı daha yüksek olan ilave paketler açıklayabilir. Türkiye'nin milli gelirin %34'ü civarındaki kamu borcu ekonomik durgunlukla savaşmak için maliye politikasının gevşetilmesine izin veriyor.

## **Finansal koşullar yeterince gevşek**

Temmuz 2019'dan bugüne 1.425bp faiz indirimi yapan Türkiye en düşük reel faiz veren gelişmekte olan ülkeler arasında yer alıyor. Kredi büyümesine bağlanan zorunlu karşılık oranları yoluyla da para politikası büyümeye destek veriyor. Salgınla mücadelenin uzadığı senaryoda 2001 yılında kamu bankalarına Hazine'nin verdiği DİBS'lerin Merkez Bankası tarafından paraya çevrilmesi gibi çözümlere baş vurulabilir.

## **Dış dengede düzelmeye rağmen yabancı para borcumuz yüksek**

Türkiye 2018 döviz krizinden özel sektörün dış borcunu azaltarak (milli gelirin %7'si), cari açığı düşürerek (milli gelirin %5'i) çıktı. Üstelik dış dengedeki bu düzeltme ekonomiyi durdurarak yapılmadı (2019 büyümesi %0,9). Buna rağmen, küresel risk iştahının bozulduğu bir konjunktürde dış borcunun (milli gelirin %58'i) ve kısa vadeli finansman ihtiyacının (milli gelirin %20'si) yüksekliği mevcut ortamda risk primini arttırıyor.

## Pandemi Döneminde Hisse Senedi Yatırım Temaları

4

İçinde bulunduğumuz ortam gibi oynaklığın ve belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde dip seviyeleri yakalamak çok zor, dolayısıyla orta vadeli bir portföy oluştururken kademeli olarak alım yapılmasını olası düşümlere karşı yeterli miktarda nakit tutulması gerektiğini düşünüyoruz.

Bu dönemde hisse seçimi her zamankinden daha önemli. Model Portföyümüze mevcut durumu asgari hasarla atlabilecek sağlam iş modeli ve güçlü mali tablosu olan şirketlerin yanı sıra fazla cezalandırıldığını düşündüğümüz durgunluktan etkilenecek isimleri de koyduk. Covid-19 krizinin takip listemizdeki şirketleri ne ölçüde etkileyeceğine yönelik analizi 9. sayfada bulabilirsiniz.

Ekonomideki ani duruş riskine ek olarak GOÜ'lerden sermaye çıkışları ve artan risk primlerine karşın, sermaye yeterlilik oranı ve likiditesi güçlü bankaları borsa endeksiyle eşit ağırlıkla model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Tercih ettiğimiz isimler Garanti Bankası (**GARAN.IS**) ve Akbank (**AKBNK.IS**). Listemizde bulunan şirketlerden Turkcell (**TCELL.IS**), Ulker (**ULKER.IS**), Koza Altın (**KOZAL.IS**) ve Logo (**LOGO.IS**), mevcut krizden nispeten az etkileneceğini düşündüğümüz isimler. Buna karşın Tofas (**TOASO.IS**), yurtiçi ve yurtdışı talep düşüşünden doğası gereği etkilenecek fakat aşırı cezalandırıldığını düşündüğümüz bir hisse.

Baz senaryomuzu Türkiye ekonomisinin 2020 yılında %2,5 küçülme sonrasında 2021 yılında %5 büyüdüğü V şeklinde bir toparlanma üzerine kurduk. Ancak şirket seçimimizde doların güçlenmeye devam ettiği ve gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışının hızlandığı bir uç senaryoyu da dikkate aldık. Bu amaçla, 2008 Global Finansal Krizinin BIST şirketlerinin finansalları nda yarattığı hasarı kullanarak bir simülasyon yaptık.

Takip listemizde yer alan şirketlerin 2008 ve 2009 yıllarında Defter Değeri, Net Kar ve FAVÖK rakamlarında yaşadıkları daralmayı 2019 yıl sonu rakamlarına uygulayıp her şirket için mevcut fiyatlarla FD/DD, F/K, ve FD/FAVÖK rasyoları hesapladık. Stres testi sonrası oluşan oranları şirketlerin geçmiş uzun dönemli ortalama çarpanları ile kıyasladık (Sayfa:10). Bu bize mevcut değerlemelerin 2008 krizi benzeri bir şoku ne ölçüde fiyatladığına dair bir fikir veriyor. Yine de bu analizin sonuçlarını, mevcut şokun 2008 krizinden çok farklı olduğunu, şirketlerin faaliyet karlılığının ve finansal gücünün aradan geçen uzun sürede değişebileceğini hesaba katarak, okumak da fayda var.

# BIST 100 Endeksi Dolar bazında 2009 dip seviyesinden destek buldu

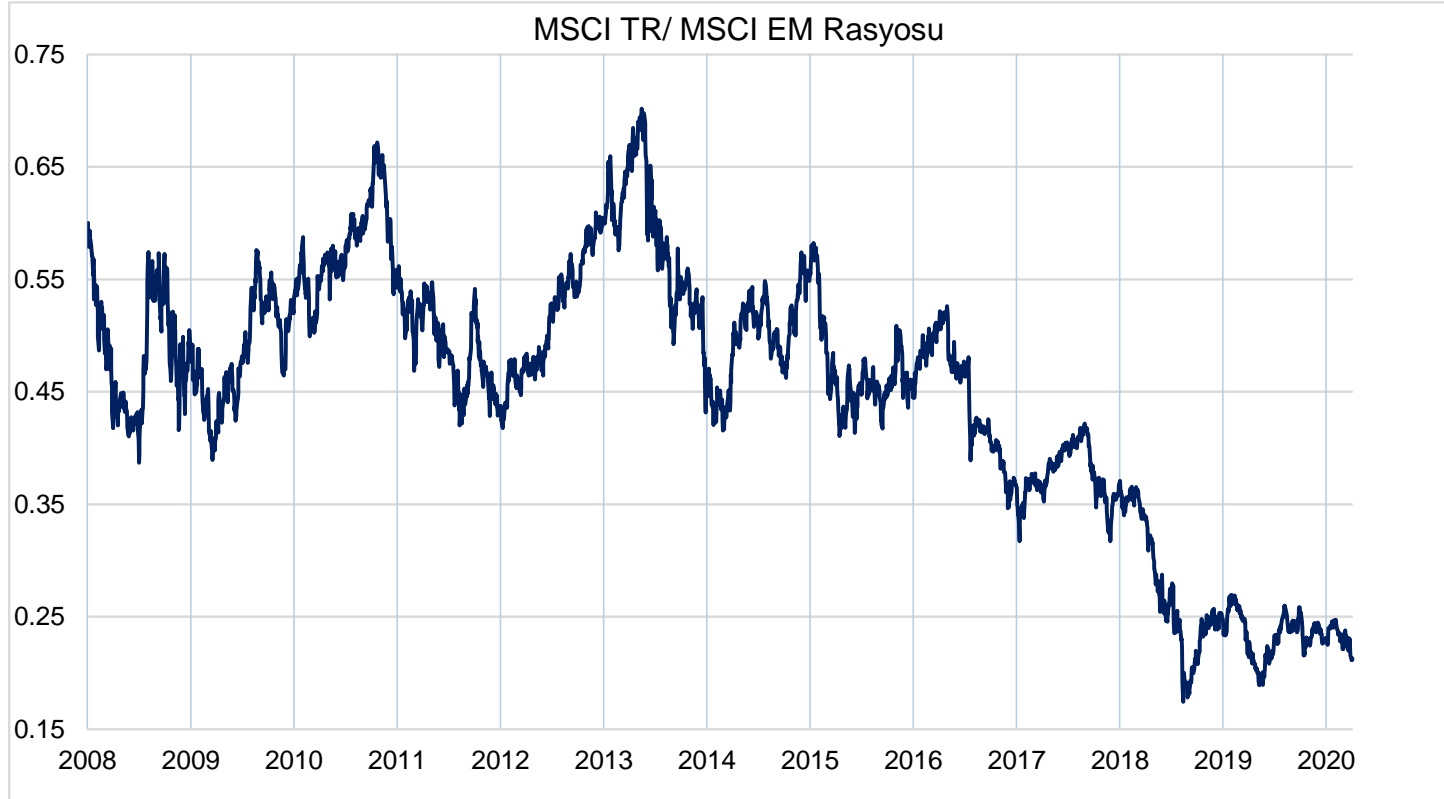
5

## BIST 100 Endeksi (ABD\$)



# MSCI Türkiye endeksi COVID-19 sürecinde GOÜ endeksinin gerisinde kaldı <sup>6</sup>

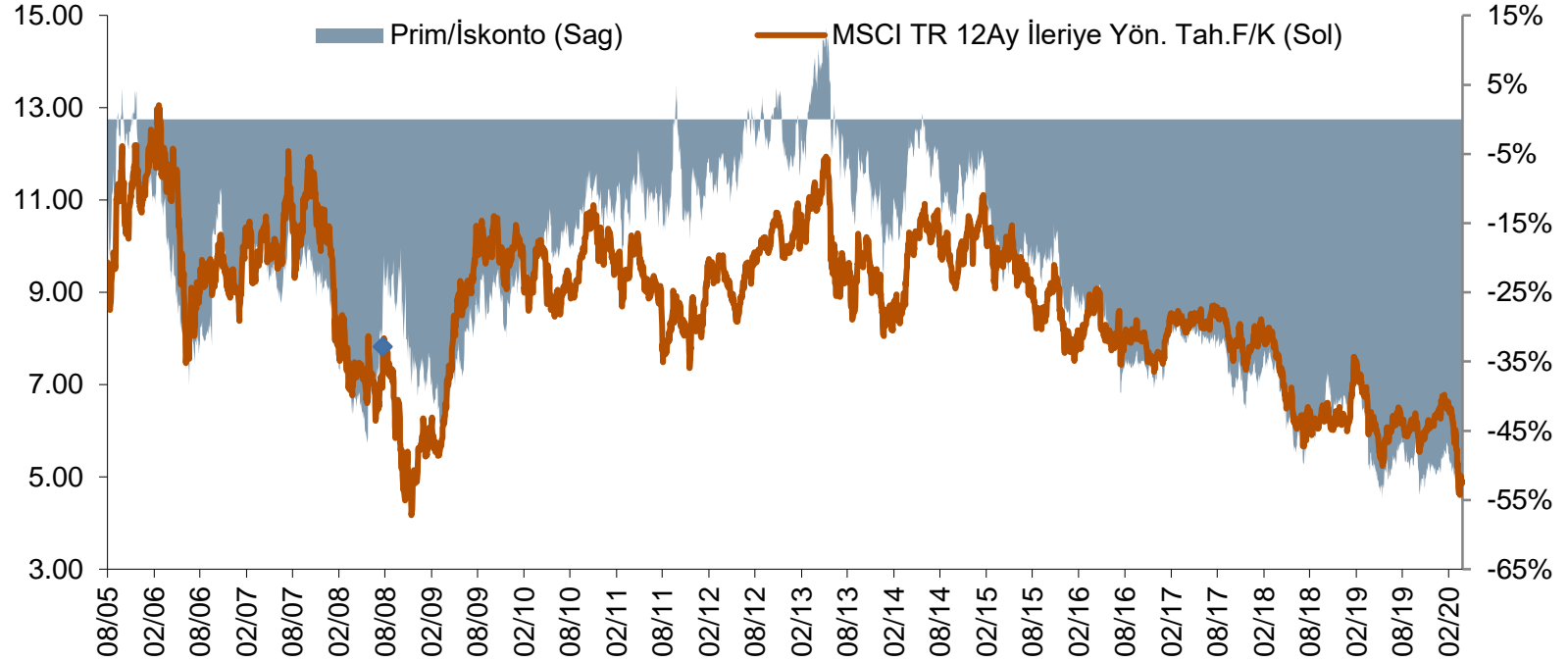
## MSCI TR / MSCI EM



# MSCI Türkiye F/K oranı GOÜ endeksine göre %55 iskonto

7

## MSCI TR F/K & MSCI GOÜ endeksine göre iskonto

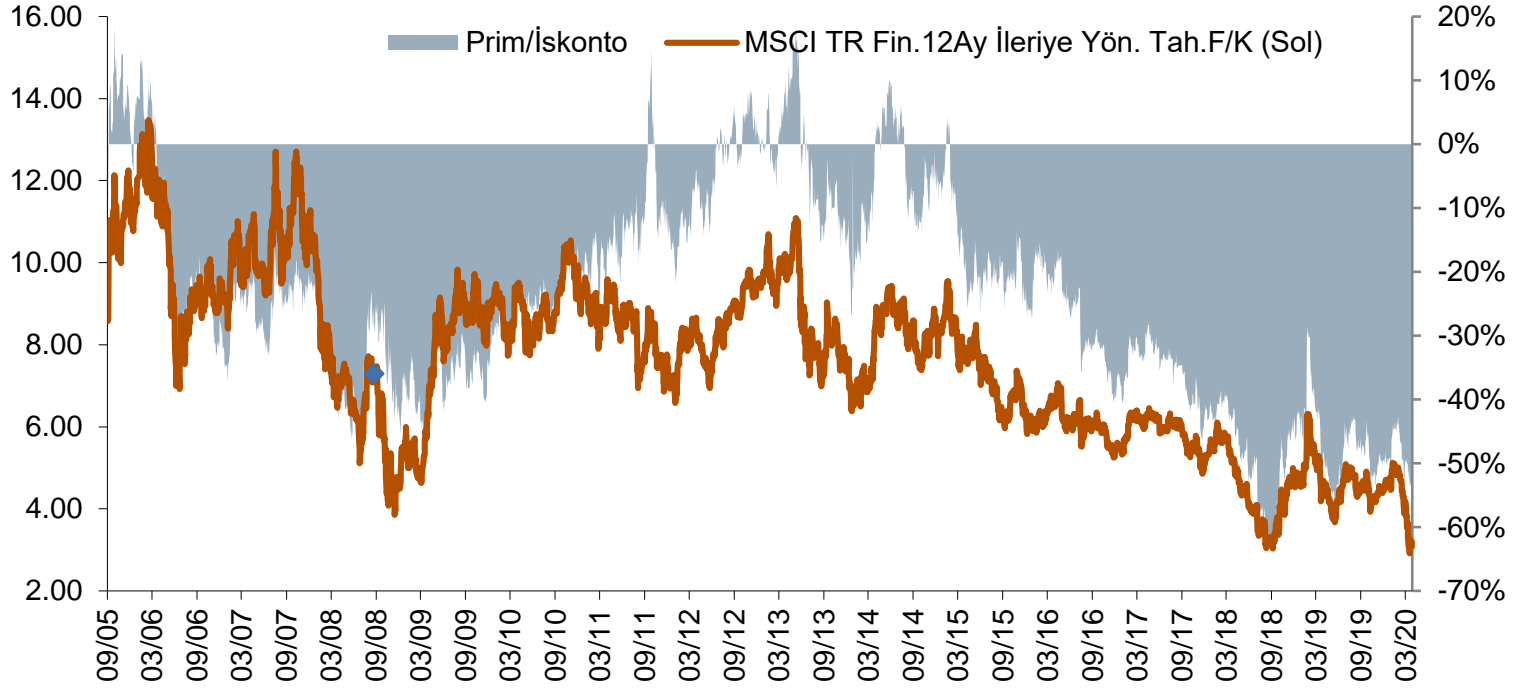




# MSCI Türkiye Finansallar F/K oranı MSCI GOÜ Finansallar endeksine göre %54 ıskontolu

8

## MSCI TR Finansallar F/K & MSCI GOÜ Finansallar endeksine göre ıskonto



# İş Yatırım Makro Tahminler

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
GSYH büyüme, %	0.9	-2.5	5.0	3.5	4.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Tüketim büyümesi, %	0.7	-2.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
İhracat Büyümesi	6,4	-5.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
TÜFE (yıl sonu), %	11.8	10.0	9.5	9.5	9.0	9.0	8.5	8.5	8.0	8.0	8.0	8.0
TÜFE (ortalama), %	15.2	11.0	9.8	9.5	9.3	9.0	8.8	8.5	8.3	8.0	8.0	8.0
Cari Denge / GSYH (%)	0.9	0.0	-1.0	-1.5	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.3	-2.3	-2.3
Para Piyasası Faizi, %	12.0	9.8	9.8	9.8	9.5	9.5	9.0	9.0	8.5	8.5	8.0	9.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	12.2	14.0	13.0	12.0	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	6.7	8.5	8.0	7.5	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
TL/Dolar (ortalama)	5.7	6.6	7.1	7.6	8.1	8.6	9.2	9.8	10.4	11.1	11.8	12.6
TL/Dolar (yıl sonu)	5.9	6.9	7.3	7.9	8.4	8.9	9.5	10.1	10.7	11.4	12.2	12.9
TL/Euro (ortalama)	6.3	7.2	7.8	8.3	8.9	9.5	10.1	10.8	11.5	12.3	13.1	13.9
TL/Euro (yıl sonu)	6.7	7.5	8.0	8.6	9.1	9.8	10.4	11.2	11.9	12.7	13.5	14.4
Avro/Dolar (ortalama)	1.12	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.12	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

■ **Covid-19 Sektörel Etkileri**

2008-2009 Benzeri Şok Senaryosu

En Çok Önerilen Hisseler

BIST 30 Şirketleri

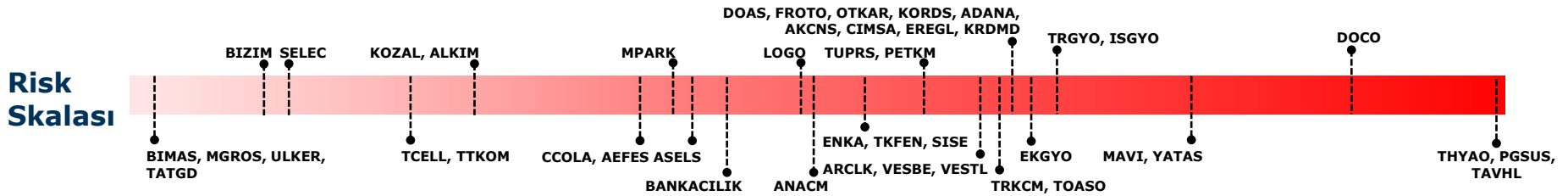
Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

Şirketler	Sektör	Yorum
AKBNK, ALBRK, GARAN, HALKB, ISCTR, TSKB, VAKBN, YKBNK	Bankacılık	<p>Bazen bir kartopu çığa dönüşebilir. Kasvetli bir yılın ardından 2020 yılına başlarken Türk Bankacılık Sektörü için bu senenin normale dönüş aşamasında önemli bir dönüm noktası olacağını ve banka karlıklarının bu sene çok kuvvetli bir biçimde artacağını vurgulamıştık. Yılın başında tahminlerimiz ortalama %62 kar artışı gösteriyordu. Ancak virüsün ortaya çıkmasından sonra ekonomideki ani yavaşlama ve makro göstergelerdeki hızlı bozulma bu tahminlerimizi gözden geçirmemize neden oldu. Görünen o ki öngörülemez ve bir çığ gibi büyüyen virüs riski olağanüstü bir belirsizlik yaratarak tüm aktiflerde olduğu gibi bankacılık hisselerinde de önemli bir baskı yaratıyor.</p> <p>Baz senaryomuza en az iki çeyrek sürecek büyüme şoku verdik. Yaptığımız son makro revizyonlardan sonra araştırma kapsamımızdaki bankalar için yıllık kar artış beklentimizi %62'den %38'e çektik. Hedef piyasa değerlerimiz ise %19 oranında aşağıya çekildi. Bugünkü değerlemeler yakın zamanda görülen dip seviye olan 2018 son çeyreğin altına sarkarken, 2008 krizinde görülen değerleme seviyelerinden de düşük noktalara gelmiş durumda. Çok önemli bir ekonomik şoka rağmen bankalarımız bu sene %38 kar büyümesi gerçekleştirebilecekler. Değerlemeler ise tarihi en düşüklerde bulunuyor.</p> <p>Kuvvetli kar büyümeleri aşağı yönlü revize edildi. Sene başında bankaların kar büyümesinin arkasında marj genişlemesi ve karşılık giderlerinde beklediğimiz önemli düşüşler bulunuyordu. Virüs şokundan sonra marjlarda beklediğimiz 30 baz puanlık artışı 10 baz düşüş olarak revize ediyoruz. Karşılık giderlerinde ise ani yavaşlamanın iki çeyrek boyunca güçlü hissedilecek olması nedeniyle hem UFRS 9 gereği ayrılması gerekli karşılık yükünün artması hem de beklenen tahsilatların çok altında kalınacak olması beklenen düşüşün olmayacağını bize gösteriyor. Karşılık giderlerinin kredilere oranında 50 baz puan düşüş beklerken, revizyonlardan sonra artık bu düşüşü beklemiyoruz. Getirilen yardımcı düzenlemeler ile takip oranları ve SYR'ler etkilenmeyecek gözüküyor ama özellikle aktif kalite problemlerinin 2021'e ötelendiğini düşünüyoruz. Bu nedenle 2021 kar artış beklentimizi de aşağı yönlü revize ettik.</p> <p>Garanti Bankası'nı model portföyde tutmaya devam ediyoruz. Vakıfbank'ı model portföyden çıkarıp Akbank'ı ekliyoruz. Vakıfbank'ın tahsilat gelirleri karın önemli bir bileşeni. Bu kalem bu sene güçlü seyretmeyecek. Akbank'ın ise karşılık ve sermaye tamponları kuvvetli ve geçtiğimiz yıl muhafazakar bir şekilde karşılıklarını ayırmış durumda.</p>

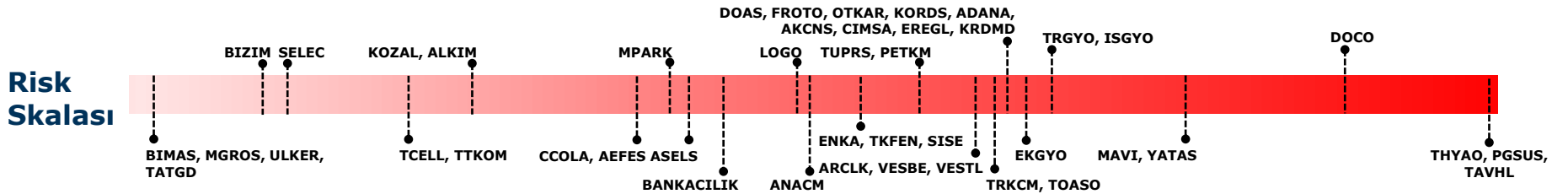
ARCLK, VESBE, VESTL	Beyaz Eşya	<p>Beyaz Eşya sektörü 2019 yılındaki %6.4'lük iç satış daralmasının ve %1 ihracat hacim düşüşünün ardından 2020 yılının ilk iki ayında yıllık bazda iç satışlarda 10% ve ihracat hacminde ise %7 artış gösterdi. Corona virüsünün beyaz eşya talebine de olumsuz etkisinin Mart ayında başlayacağını düşünüyor, karantina uygulamaları nedeniyle 2Ç20'de en kötü çeyreğini yaşayacağını, 3Ç20 ve 4Ç20 ise otomotiv gibi diğer dayanıklı tüketim sektörlerine kıyasla toparlanmanın daha hızlı olacağını düşünüyoruz. Bu anlamda, beyaz eşya iç satışlarında yıllık bazda 1Ç20'de %8 artış, 2Ç20'de %65 düşüş, 3Ç20 ve 4Ç20 ise sırasıyla %18 ve %11 artış öngörüyoruz bizi 2020 yılı için %10 daralma tahminine ulaştırıyor. Sektörün ihracat hacminde ise yine 2Ç20'de ciddi daralma öngörürken, 3Ç20 ve 4Ç20 toparlanmayla yılı 2019'a kıyasla %15 düşüşle kapatacağını tahmin ediyoruz. Hem iç hem de ihracat talebinin daha uygun fiyatlı ürünlere yöneleceğini düşünüyoruz. İç talepteki ve ihracattaki düşüş tahmininin ışığında sektörün üretim adetlerinde 2020'de %14 daralma öngörüyoruz.</p> <p>İç ve dış talepte öngörülen ciddi talep daralması, üretimde yaşanan verimlilik kayıpları, daralan talep koşullarında sınırlı fiyatlama kabiliyeti, talebin karlılığı daha düşük ucuz ürünlere kayması, üretim duruşlarına rağmen sabit giderler, €/€ paritesindeki gerileme ve dünyada salgınla ilgili alınan önlemler neticesinde ülkeler arasında seyahat kısıtlamalarının yol açtığı navlun maliyetlerindeki artışlar sektörün karlılığını 2020'de olumsuz etkileyecek faktörler. Olumlu gelişmeler olarak ise hammadde fiyatlarındaki (petrol ve çelik) sert düşüşler ve devlet tarafından 3 aylık süre için sağlanan kısa çalışma ödeneği öne çıkmaktadır.</p> <p>Beklentimizden daha zayıf Avrupa ve Türkiye beyaz eşya pazarı, kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış, €'nun TL ve \$ karşısında değer kaybı, ulaşım sürelerinin kısalması sonucunda Çinli rakiplerin rekabet avantajının artması sektör için genel risk unsurlarıdır.</p>
---------------------	------------	--



# COVID-19 Sektörel Etkileri

12

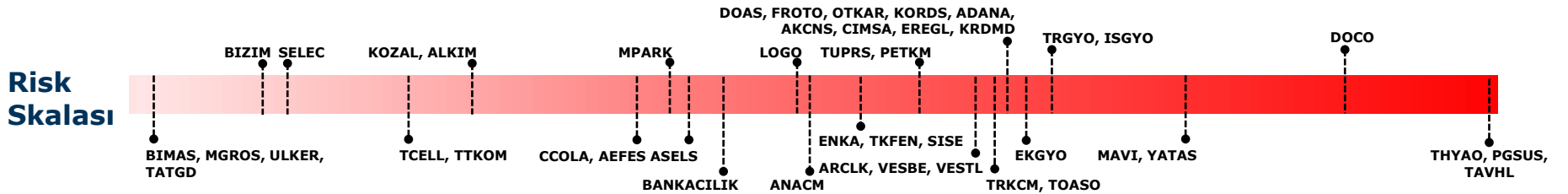
Şirketler	Sektör	Yorum
ANACM, SISE, TRKCAM	Cam	Anadolu Cam'ın gıda, içecek ve ilaç sektörünün tedarikçisi olmasının talep tarafında aşağı yönlü riskleri görece sınırladığını düşünüyoruz. Bu söylemekle beraber, turizm aktivitesinin yıl boyunca zayıf olması ve/veya kafe, bar ve restoranların beklenenden uzun süre kapalı kalması, şirketin üretim yaptığı içecek firmalarının (Efes, Coca-Cola vs.), özellikle cam ambalajlı ürünlerinin satışını olumsuz etkileyecektir. 4Ç19 rakamlarına göre, maden suyu (%27), bira (%13) ve gıda (%14) şirketin Türkiye satış portföyünün %54'ünü oluşturuyor. Türkiye satış gelirlerinin %25'i ise ihracattan elde ediliyor. Coğrafi yapı düşünüldüğünde grubun ihracatının büyük çoğunluğunun Avrupa'ya yapıldığını tahmin ediyoruz. Şirketin bölgeye yaptığı ihracatında henüz bir sorunla karşılaşmış değil ancak, bölgedeki karantina ve sosyal izolasyon tedbirlerinin şirketin satışlarını kısa vadede olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz. Şirketin FAVÖK'ünün %47'sini oluşturan Rusya operasyonlarında ise, bira (%48), yüksek alkollü içecekler (%17) ve şarap (%13), ürün kategorileri satış portföyünün %78'ini oluşturuyor. Rusya'da satışların sektör konsantrasyonu daha yüksek ve salgın süresince alkollü içki satışlarının negatif etkilenmesinin oldukça muhtemel olduğunu düşünüyoruz. Rusya için yaz döneminin yüksek sezon olması ve virüsün etkisinin bu dönemde azalacağı beklentimiz ise görece olumlu. Beklentilerimiz doğrultusunda şirketin Türkiye ve Rusya'da satış hacimlerinde sırası ile %5 ve %10 daralma öngördük. Ek olarak, Türkiye'den yapılan ihracatın da yıllık bazda %10 daralmasını bekliyoruz. Şirketin Rusya operasyonları için asıl risk unsuru ise Ruble'nin sene başından bu yana dolar karşısında %20, TL karşısında %9 değer kaybetmiş olması. Anadolu Cam'ın, Ruble'deki değer kaybını, özellikle zayıf talep koşullarını göz önünde bulundurduğumuzda, ürün fiyatlara yansıtmasının zor olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle Rusya operasyonlarında ürün fiyatlarında dolar bazında %10 gerileme öngördük. Zayıf 2020 görünümüne rağmen, gıda ve içecek sektöründe talebin hızlı şekilde normalleşeceği beklentimiz ile Anadolu Cam için 2021 yılında hızlı bir toparlanma öngörüyoruz. Yaptığımız revizyonlar neticesinde Anadolu Cam için hedef fiyatımızı 4,8 TL'den, 4,0TL'ye revize ettik ve tavsiyemizi AL'dan TUT'a revize ettik. Tahminlerimizdeki temel risk unsurları i) Ruble'nin beklentilerimiz üzerinde değer kaybetmesi, ii) turizm aktivitesinin yıl boyunca zayıf kalması ve iii) kafe, bar ve restoranların beklenenden uzun süre kapalı kalması. Diğer cam şirketleri için detaylı değerlendirmeyi BIST30 şirketleri bölümünde bulabilirsiniz.
ADANA, AKCNS, CIMSA	Çimento	Çimento sektöründe, virüs salgının tetikleyeceği ekonomik daralma ve inşaat aktivitesindeki durgunluk beklentisi ile talep ve fiyatlama konusunda yaşanan sıkıntıların devam edeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle 2020 yılı için yurtiçi çimento talebinde %10-15 daralma öngörüyoruz. İhracat tarafında ise devlet bütçelerinin inşaat dışındaki sektörlerle yönlendirilmesi sonucu satışların olumsuz etkilenmesini bekliyoruz. İhracat hacimlerindeki düşüşün zaten düşük seviyede olan kapasite kullanım oranlarını daha da aşağı çekerek marjların üzerinde ek yük yaratması olası.
EREGL, KRDM	Demir Çelik	2019 yılında Türkiye çelik tüketimi %15.3 düşüşle 26 milyon tona, ihracat ise %1'lik düşüşle 17.6 milyon tona geriledi. Türkiye çelik sanayiinin üretimi ise 2019'de yıllık bazda %12.7 düşüşle 33.7 milyon tona geriledi. 2019 yılında dünya çelik fiyatlarında %16'lık bir düşüş yaşanırken sektörün en önemli hammadresi olan demir cevheri fiyatlarının %36'lık artışla ortalama \$90/ton seviyesine artışı çelik üretim şirketlerinde kar marjlarında ciddi erozyona neden oldu. 2020 yılında corona virüsü salgını önlemek için yapılan tedbirler sonucu dünyada sokağa çıkma yasakları ve üretimi durdurma kararlarının neticesinde ekonomik aktivitenin yavaşlaması sonucu çelik talebinde ve fiyatlarında düşüş beklenmektedir. Demir cevheri fiyatlarının ise 2020'de \$85/ton seviyelerinde olması beklenirken, hurda fiyatındaki düşüşün çelikteki talep düşüş kaynaklı daha hissedilir olması beklenmektedir. Türkiye'de 2020'de başlıca otomotiv, beyaz eşya ve inşaat sektörlerindeki daralma kaynaklı çelik talebinde %10 daralma, çelik fiyatlarında ise dolar bazında %15 düşüş öngörüyoruz.



# COVID-19 Sektörel Etkileri

13

Şirketler	Sektör	Yorum
ULKER	Gıda	Ülker'in Covid-19'un ekonomik etkilerinden görece az etkilenen şirketlerden biri olacağını düşünüyoruz. Şirketin satışlarının yaklaşık %85'i fabrikalarının bulunduğu ülkelerde yapılıyor, satışların yaklaşık %15'i ise ihracata yönlendiriliyor. Ülker'in ihracatında henüz herhangi bir aksama yok. Şirketin defansif iş modeline rağmen, Türkiye'de hacim büyümesi beklentimizi %2 büyümeden, %1 daralmaya revize ettik. Uluslararası operasyonlar tarafında, Ülker'in Suudi Arabistan'da iki, Mısır ve Kazakistan'da ise birer üretim tesisi var. 2019 itibarıyla Ülker'in gelir ve FAVÖK'ün yaklaşık %17'si Suudi Arabistan operasyonlarından geliyor. Suudi Operasyonlarına ek olarak BAE, Lübnan, Katar, Irak Kuveyt, Ürdün, Mısır, Ülker'in başlıca uluslararası pazarları. Petrol fiyatındaki düşüşün bölge ekonomilerinde yaratacağı problemleri ve Covid-19 etkisinin ihracat tarafında yaratacağı zayıflığı göz önünde bulundurarak uluslararası faaliyetlerin hacim büyümesinde %5 daralama öngördük. Diğer yandan TL'deki zayıflık, uluslararası operasyonlarda beklediğimiz hacim daralmasının ciro üzerindeki etkisini büyük ölçüde telafi etti. Uluslararası operasyonlar için tahminlerimizin muhafazakâr olduğunu ve kısa vadede, Ülker'in satışlarının bölgedeki petrol fiyatı şokundan az etkileneceğini düşünüyoruz. Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını, i) uzun süreli düşük petrol fiyatlarının, Sudi Arabistan başta olmak üzere Ülker'in faaliyetlerinin bulunduğu bölge ekonomileri ve para birimlerini olumsuz etkilemesi, ii) bu süreçte USD/SAR peg'inin kırılması, iii) başta Sudi Arabistan olmak üzere bölge ülkelerinin, bütçelerini dengeleme amaçlı atıştırmalık kategorisindeki ürünlere ek vergi getirmesi, iv) üretim problemleri kaynaklı şirketin temel girdi maliyetlerinde olası sert yükseliş ve v) net işletme sermayesinde 2018 yılı benzeri bir bozulma ve dolayısıyla beklentilerimizin altında gerçekleşecek operasyonel nakit akımı, olarak sıralayabiliriz. Modelimizi şirketin yıl sonu nakit pozisyonu, yeni makro tahminlerimizle güncelledik. Ülker için hedef fiyatımızı 29'1TL'den, 28,1 TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

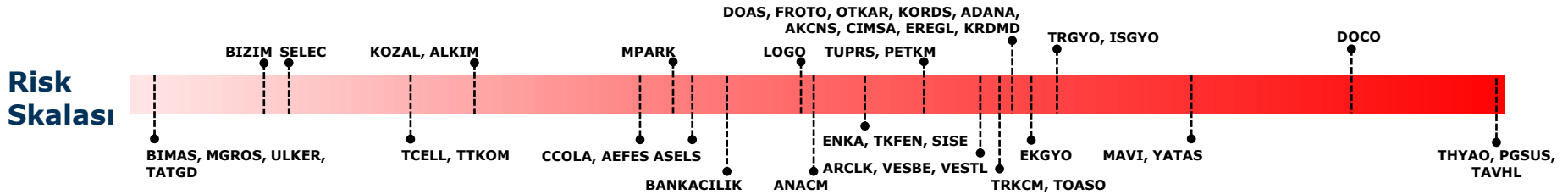


# COVID-19 Sektörel Etkileri

14

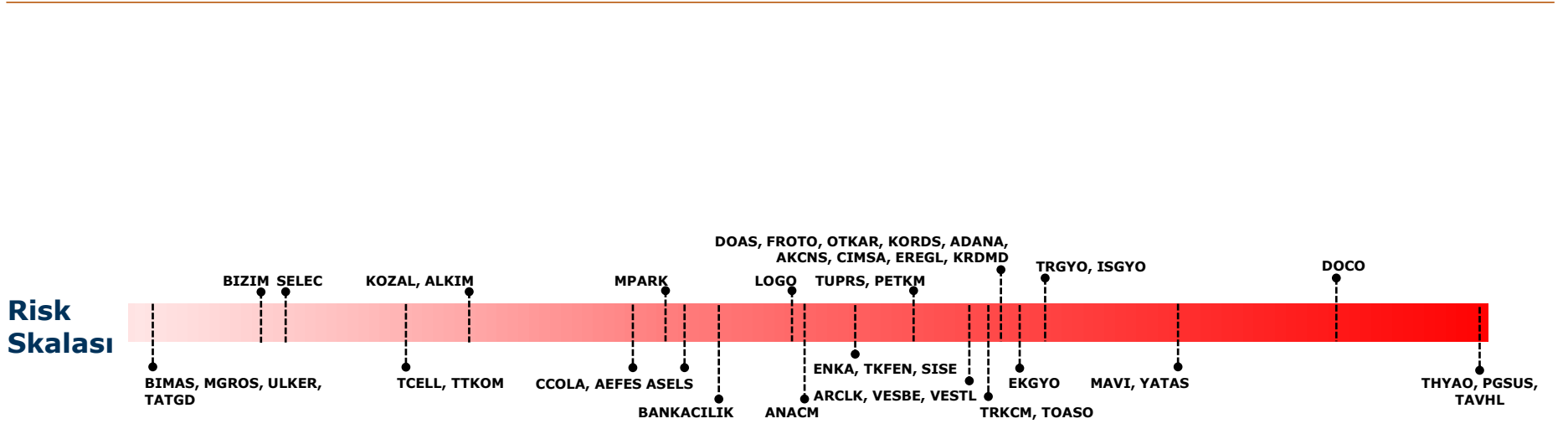
Şirketler	Sektör	Yorum
BIMAS, MGROS, BIZIM, SOKM	Gıda Perakende	<p>Defansif doğası gereği gıda perakende sektörünün salgın nedeniyle alınan tedbirlerden olumsuz etkilenmesini beklemiyoruz. Genel olarak yıla güçlü başlayan gıda perakende sektöründe salgın sonrası ciro büyümesinin daha da güçleneceğini düşünüyoruz. Her ne kadar fiziki mağaza trafik verilerinde alınan önlemler nedeniyle daralma söz konusu olsa da ortalama sepet büyüklüğündeki güçlü artış sayesinde benzer mağaza büyümelerinin olumlu etkilenmesini bekliyoruz.</p> <p>Bunun yanı sıra yılın ilk çeyreğinde tüm oyuncularda yeni mağaza açılışlarının hızlı seyrinin devam ettiğini ve yılın geri kalanına ilişkin de güçlü hedeflerde herhangi bir değişiklik olmadığı anlıyoruz. Dolayısıyla hem güçlü benzer mağaza büyümeleri hem de yeni m2 artışı sayesinde gelir büyümesinin güçlü seyrinin devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte salgın nedeniyle değişen tüketici alışkanlıkları ile birlikte organize gıda perakendenin ve özellikle online satış kanallarının büyümeden daha fazla pay alacağını düşünüyoruz. Her ne kadar toplam gıda perakende pazarında payı halen düşük olsa da, daha fazla şehirde hizmet sunulmaya başlanması ve sektöre yeni oyuncuların girmesi ile birlikte e-ticaretin gıda perakende sektöründen 2-3 kat daha hızlı büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz. Uzun yıllardır bu alana yatırım yapan ve bir çok platform ile online gıda perakende pazarının öncüsü olan Migros'un bu büyümeden en çok yararlanacak oyuncu olduğunu düşünüyoruz.</p> <p>Salgın öncesi dönemde Migros'un satışları içerisinde online'in payının 2020 yılında %6 seviyesine ulaşmasını bekliyorduk. Ancak Covid-19 sonrası bu kanalın payının bu yıl %8'i geçeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan yüksek indirim mağazalarının (BIMAS, SOKM) geniş mağaza ağı nedeniyle müşteriye daha yakın olduklarını ve fiziki mağaza satışlarında öne çıkacaklarını düşünüyoruz. Son olarak turizmin zayıf etkisinin özellikle yılın 3. çeyreğinde büyüme ve karlılık anlamında geçen senenin aynı dönemine göre baskı yaratabileceğini bundan da en çok Migros'un olumsuz etkileneceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte Bizim Toptan özelinde ise salgın nedeniyle alınan önlemlerden HORECA, kurumsal müşteriler, toptancılar gibi kanalların olumsuz etkileneceğini dolayısıyla diğer oyunculara göre kısmen de olsa dezavantajlı olduğunu düşünüyoruz.</p> <p>Sektörde COVID-19 sonrası güçlü büyümesinin yanı sıra kar marjlarının da olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Her ne kadar sepet ağırlığı içerisinde artan sebze-meyve ve temel gıda tüketim ürünlerinin marjları daha düşük olsa da bunun kısmen daha yüksek karlı hijyen ürünleri satışı ile telafi edileceğini ve operasyonel kaldıraç sayesinde genel olarak marjların olumlu etkileneceğini tahmin ediyoruz. Özellikle yılın ilk yarısının güçlü seyredeceğini, yılın ikinci yarısında ise öne çekilen talep, turizmin zayıf etkisi ve alım gücündeki zayıflama nedeni ile ilk yarıya kıyasla görece daha zayıf olabileceğini düşünüyoruz. Ama genel olarak 2020 yılı büyüme ve kar marjlarının şirketlerin 2020 öngörülerinin üst bandına yakın gerçekleşeceğini düşünüyoruz.</p>

Alişveriş merkezlerinde yer alan pek çok mağazanın geçici süre ile kapanması ve alınan sağlık önlemleri neticesinde çoğu AVM operasyonlarına ara verdi. AVM'lerin ne kadar süre kapalı kalacağını belirsiz olması ve olası kira kaybı düşünüldüğünde özellikle geniş AVM portföyüne sahip GYO'ların daha çok risk altında olduğunu düşünüyoruz. Değerlemelerimizde baz senaryomuzda uygun olarak Haziran ayında hayatın normale dönmesi ile AVM'lerin yeniden açılacağını öngördük. Konut satışları tarafında ise özellikle yabancılara yapılan konut satışları başta olmak üzere talebin zayıflayacağını düşünüyoruz. Son yıllarda ciddi artış kaydeden yabancılara yapılan konut satışlarında, seyahat yasağı nedeniyle özellikle yılın ilk yarısında daralma bekliyoruz. Daha sonrasında ise iyileşmenin kademeli gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2019 yılsonu itibari ile yabancılara yapılan satışlar toplam satışların yaklaşık %3'ünü oluşturuyor. Bu oran EKGYO ve TRGYO gibi GYO'larda sırasıyla %37 ve %70 ile çok daha yüksek seviyelerde. Düşük faiz ortamına rağmen ekonomideki daralma ve belirsizliklerin tüketici güvenini zayıflatması nedeniyle konut satışlarındaki toparlanmanın gecikmesi ve likidite sıkıntısı çeken konut üreticilerinin fiyatları baskılaması konut sektörü üzerindeki riskleri artırabilir. Bu beklentiler doğrultusunda TRGYO için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekerken, ISGYO için TUT ve EKGYO için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.



Şirketler	Sektör	Yorum
PGSUS, THYAO, TAVHL	Havacılık	Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de corona virüs salgınından en fazla olumsuz etkilenen sektör havayolu sektörü oldu. THY'nin ilk Şubat ay başında Çin'e olan uçuşlarını durdurmasıyla başlayıp 28 Mart itibarıyla de hem yurtdışı hem de çoğu yurtiçi uçuşlarını 30 Nisan'a kadar durdurdu. Pegasus Havayolları ise 28 Mart tarihi itibarıyla 30 Nisan'a kadar tüm uçuşlarını durdurdu. Her iki havayolu da uçaklarını yere indirdi. Uçuş duruşlarının Mayıs sonuna kadar devam edeceğini Haziran ayından itibaren kademeli olarak tekrar başlayacağını, ancak doluluk oranlarında ve birim gelirlerde kapasite artışıyla birlikte düşüş olacağını öngörüyoruz. Her iki havayolu şirketinde de bu yıl teslim almayı planladığı uçakların teslimatlarında erteleme beklemiyoruz. Havacılık şirketlerinin kapasite kesintileri nedeniyle katlanmak zorunda oldukları sabit giderler (personel giderleri, finansal kiralama giderleri gibi) sonucunda, özellikle 2Ç20'de, ciddi zararlar kaydedecekler. Salgının havacılık şirketlerinin FAVÖK rakamında %45-50 paya sahip 3Ç'de de kontrol altına alınamaması yakın zamandaki en büyük risk unsuru olarak öne çıkıyor. Petrol fiyatlarındaki düşüşten yakıt tüketim/maliyetlerindeki hedge oranları nedeniyle şirketlerin tamamıyla olumlu etkilenmesi beklenmiyor, ancak kısa çalışma ödeneğinin sabit giderleri düşüreceğini söylemek mümkün. 2020 yılının havayolları belirsizliklerle dolu zorlu bir yıl olacağı kesin. Ancak hisse bazında baktığımızda salgınla ilgili ilk olumlu sinyallerin gelmesiyle havacılık hisselerinin endeksin üzerinde getiri sağlayarak yukarı yönlü harekete başlayacakları hisseseler olacağını düşünüyoruz.

DO&CO virus salgınından olumsuz etkilenecek bir diğer isim. Dünya genelinde uçuş sayılarında meydana gelen ciddi azalma, yolcu trafiğindeki sert düşüş ve sağlık önlemleri çerçevesinde organizasyon ve restoran işletmelerine getirilen kısıtlamalar şirketin satış gelirleri ve karlılığı üzerinde baskı oluşturacaktır. Diğer yandan Şirket'in sabit giderlerinin toplam giderler içerisindeki payının düşük seviyelerde olması cirodaki sert düşüşlere karşı koruma sağlıyor. Sabit maliyetler DO&CO'nun havayolu ikram hizmetleri operasyonlarının yaklaşık %15-20'sini, uluslararası organizasyon ikram hizmetlerinin yaklaşık %10'unu oluşturmaktadır. Şirket yönetimi, aynı zamanda, personel ve üretim giderlerinden tasarruf edilmesine yönelik maliyet azaltma çalışmalarını sürdürmektedir. Pek çok devletin istihdamı destekleme amacıyla sunduğu kısa çalışma ödeneği gibi uygulamalar ile personel maliyeti yükünün hafifletilmesi planlanmaktadır. Bu beklentiler doğrultusunda 2020/21'de satış gelirleri ve FAVÖK rakamında EUR bazında sırasıyla yıllık %31 ve %27 daralma hesaplıyoruz. Hisse COVID-19 şokunun etkisi ile son üç ayda BIST-100 endeksinin %44 altında performans gösterdi. Bu anlamdan olumsuzlukların büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Maliyetlerin yönetilebilir olması, British Airways ve Iberia ile yapılan yeni anlaşmalar ve uzun vadeli iş sözleşmeleri sayesinde güçlü ve hızlı bir toparlanma öngörüyoruz. DO&CO için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 711 TL'den 452 TL'ye çekiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yeni hedef fiyatımız %73 artış potansiyeline işaret ediyor.

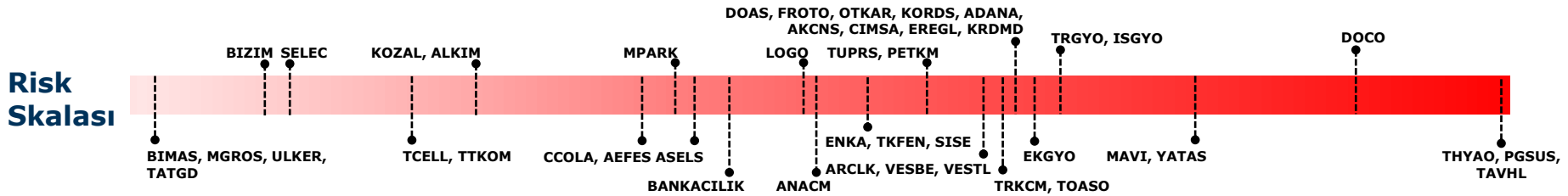




# COVID-19 Sektörel Etkileri

16

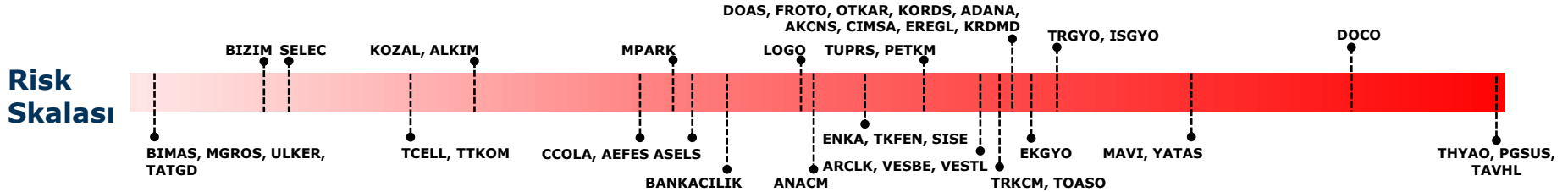
Şirketler	Sektör	Yorum
AEFES, COLA	İçecek	<p>İçecek sektörü her ne kadar bir çok sektöre göre daha defansif olsa da, salgın nedeniyle alınan tedbirlerden olumsuz olarak etkilenmesini bekliyoruz. Özellikle alınan önlemler nedeniyle restoran-kafe-eğlence mekanlarının kapatılması ev dışı tüketim (on-promise) kanallarının neredeyse sıfırlanmasına yol açtı. Ev içi tüketim artmış olmasına rağmen bu negatif etkiyi telafi etmesinin mümkün olmayacağını düşünüyoruz. Bu nedenle Türkiye hacimlerinde özellikle 2. çeyrekte ve kısmen yüksek sezon olan 3. çeyrekte ciddi oranda daralma göreceğimizi düşünüyoruz. Ayrıca alkolsüz içecek için Pakistan'ın mevsimsel olarak en güçlü çeyreğinin 2. çeyrek olması ve bununla birlikte Kazakistan ve Irak operasyonlarının da alınan önlemlerden olumsuz etkilenmesi 2. çeyrekte hacimler üzerindeki olumsuz etkiyi artıracaktır. Türkiye'de ise 2. çeyreğin yanısıra turizmin zayıf katkısı nedeni ile 3. çeyrekte de hacimlerin olumsuz etkileneceğini düşünüyoruz. Turizmin Türkiye bira operasyonlarına olan hacim etkisinin %8 civarlarında, alkolsüz içecekler için hacim etkisinin ise %5-6 seviyesinde olduğunu hatırlatmak isteriz. Anadolu Efes'in ev dışı tüketim kanalları Türkiye'de toplam tüketimin %25'ini oluştururken, en büyük pazar Rusya'da %7-8'lerini oluşturmaktadır Aynı şekilde Coca Cola'nın ise toplam hacimlerinin %25'i bu kanaldan oluşmaktadır. Bu kanaldaki güçlü daralmanın online satış (alkolsüz içecek için) ve organize perakende kanallarındaki tüketim artışı ile ancak kısmen telafi edilebileceğini düşünüyoruz.</p> <p>Hacim daralmasının operasyonel kaldiraç nedeniyle karlılık üzerinde de olumsuz etki yaratacağını tahmin ediyoruz. Buna ek olarak daha karlı olan on-promise satış kanalı daralırken daha düşük karlı organize perakende kanalının payının artıyor olması da marjları olumsuz yönde etkileyecek bir diğer unsur olarak öne çıkıyor. Ayrıca alkolsüz içeceklerde ürün karmasının düşük hacimli yüksek karlı (IC) ürünlerden yüksek hacimli düşük karlı (FC) ürünlere kayması nedeniyle de karlılığın olumsuz etkileneceğini tahmin ediyoruz. Son olarak organize perakendenin payının artıyor olmasının alacak tahsilat sürelerinin dolayısıyla operasyonel nakit akışını olumsuz yönde etkileyebileceğini düşünüyoruz.</p> <p>Karlılık ve nakit akışı anlamında olası zayıflığın, maliyet ve yatırım harcama kanallarından kısmen telafi edilebileceğini düşünmekle birlikte hacim, gelir, kar marjları ve nakit akışı tarafında geçen senenin altında kalacağını düşünüyoruz. Ayrıca petrol fiyat savaşlarının Rusya ekonomisine verdiği olası zararın da Anadolu Efes'in Rusya bira pazarı operasyonlarına olumsuz yansıtacağını öngörüyoruz. Coca Cola İçecek tarafında ise Türkiye'de gazlı içecekler için getirilen verginin fiyatlara yansıtılması durumunda hacimler üzerinde ilave baskı yaratabileceğini düşünüyoruz.</p>
SELEC	İlaç	<p>Selçuk Ecza, satışları mevcut durumdan olumlu etkilenen nadir şirketlerden biri. Özellikle Covid-19'un Türkiye'de görülmesini takiben, ilaç satışlarında talebin bir kısmının öne çekildiğini ve belirli ürün gruplarında (bağışıklık güçlendiriciler ve grip ilaçları, dezenfektanlar vs.) ciddi bir talep artışı olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle 2020 yılında kutu bazında satış büyümesi öngörümüzü %1'den %5'e yukarı revize ettik, 2021 yılında ise pazarın yüksek baz etkisi nedeni ile kutu bazında %3 daralmasını bekliyoruz. Dolayısı ile orta vadeli baktığımızda mevcut durumun şirketin değerlemesine pozitif katkısı oldukça sınırlı. Diğer yandan yıl sonu EUR/TL gerçekleşmeleri sonrası 2019 yılı için fiyat artış beklentimizi %14'ten %12'ye revize ediyoruz, 2021 yılında ise fiyat artış beklentimizi mevcut makro tahminlerimiz neticesinde %8'den %14'e revize ediyoruz. Yeni kur tahminlerimizin olumlu etkisi nedeni ile 2019-2021 yılı kümülatif EBITDA büyümesi tahminimizi %2'den %15'e revize ediyoruz. Projeksiyon dönemindeki EBITDA beklentilerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyon ve beklentilerimizin üzerinde iyileşme gösteren işletme sermayesi yönetimi nedeni ile Selçuk Ecza için hedef fiyatımızı 6.5TL'den 7,9TL'ye revize ediyoruz ve TUT tavsiyemizi koruyoruz.</p>



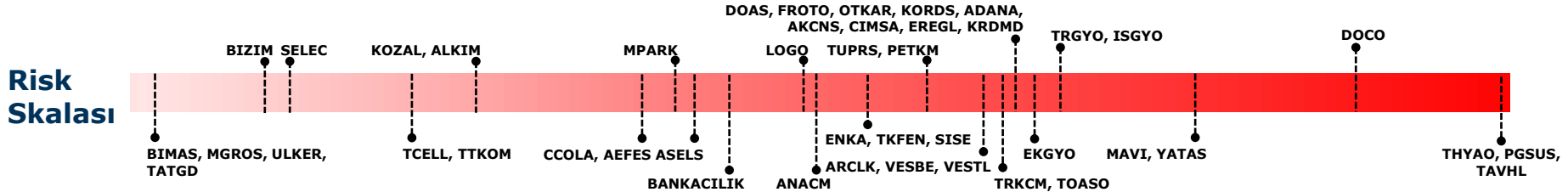
# COVID-19 Sektörel Etkileri

17

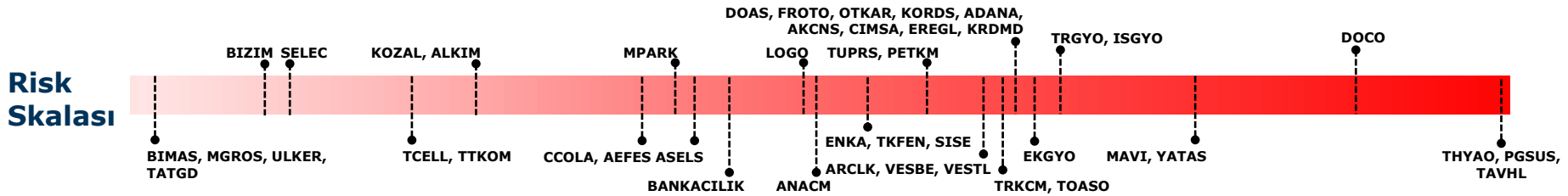
Sirketler	Sektör	Yorum
ALKIM	Kimya	Alkim'in kimyasallar iş kolundaki satışlarının yaklaşık %85'i yurt içindeki büyük deterjan üreticilerine yapılıyor. İhracat tarafında ise Alkim'in ürettiği sodyum sülfatın yüksek saflık derecesine sahip olması nedeniyle, fiziki teslimat imkanlarında bir sorun olmadığı sürece, ihracatının devam edeceğini düşünüyoruz. Dolayısı ile kimyasallar iş kolunun satışlarında pandemic kaynaklı önemli bir risk öngörmüyoruz. Olumlu tarafta ise şirketin kimyasallar iş kolunda satışlarının tamamı EUR bazlı, diğer yandan enerji hariç maliyetlerin çok önemli kısmı TL cinsinden. Dolayısı ile TL'nin değer kaybı şirketin büyümesini ve marjlarını olumlu etkiliyor. Sodyum sülfat fiyatlarında global anlamda bir geri çekilme şirket için gördüğümüz temel risk faktörü. Kâğıt iş kolunda ise ekonomide beklediğimiz zayıflamaya paralel olarak, satış hacimlerin de %8 daralma öngörüyoruz, ancak dolara endeksli kâğıt fiyatları, buradaki daralmayı büyük ölçüde telafi ediyor. Modelimizi beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen yıl sonu finansalları ve yeni makro tahminlerimizle güncelliyoruz ve Alkim için hedef fiyatımızı 56,8TL'ye revize ediyoruz, ancak tavsiyemizi sınırlı getiri potansiyeli nedeni ile AL'dan TUT'a çekiyoruz. Halka açık kâğıt operasyonları (ALKA) hariç bakıldığında (güncel piyasa değeri üzerinden), kimyevi ürünler iş kolu 2021 tahminlerimize göre 7,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor.
KORDS	Lastik ve Takviye Malzemeleri	Kordsa takip listemizde, senkronize küresel ekonomik yavaşlamadan en çok etkilenen isimlerden biri. Asya Pasifik bölgesinin en büyük pazarı olan Çin'de otomobil satışlarında 2020'nin ilk çeyreğindeki keskin düşüş (Ocak ve Şubat aylarında sırası ile yıllık %19 ve %72 daralma) ve Mart ayından itibaren şirketin faaliyet gösterdiği diğer coğrafyalarda satışlarda oluşan zayıf talep koşulları ve üretim aksamalarının, Kordsa'nın satışları üzerinde olumsuz etki yapmasını bekliyoruz. Zayıflayan talep koşulları nedeniyle şirket, Brezilya tesisindeki üretimini 8 Nisan'a kadar 2 hafta süreyle askıya aldı. Ek olarak, Türkiye'deki üretim tesisinin bazı bölümlerinde de üretime 1 Nisan'dan itibaren 1 hafta ara verilmiş durumda. Lastik güçlendirme tarafındaki zayıflığa ek olarak, şirketin geçen yıl Amerika'da satın aldığı kompozit iş kolunun en büyük müşterisi, COVID-19 salgından en fazla etkilenen alanlardan biri olan havacılık sektörü. (Boeing, Axiom Materials'ın en büyük müşterisi). Dolayısı ile kompozit kolunda da satışların kısa vadede oldukça olumsuz etkilenmesini bekliyoruz. Bu nedenle şirketin 2020 yılında satış ve FAVÖK'ünde dolar bazında sırası ile %11 ve 30% düşüş öngördük. Tahminlerimizde yaptığımız aşağı yönlü revizyonlara ve görece yavaş toparlanma beklentilerimiz nedeni ile hedef fiyatımızı 17,6TL'den rağmen 13,5TL'ye revize ediyoruz, ancak cazip getiri potansiyeli nedeniyle AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Diğer yandan şirketin otomotiv ve havacılık sektörünün büyüme dinamiklerinden etkilenmesi nedeni ile baz tahminlerimize aşağı yönlü riskler olabileceğini düşünüyoruz.
KOZAL, KOZAA, IPEKE	Madencilik	Piyasa riski dışında COVID-19'dan fazla olumsuz etkilenmesini beklemiyoruz. Koza Altın'ın üretim tarafında bazı problemler yaşayabileceğini düşünsek de talep taraflarında bir sıkıntı ile karşılaşacağını düşünmüyoruz. Ek olarak, gelirlerin %100'ünün dolar bazlı olması ve maliyetlerin %65'inin TL olması TL'deki değer kaybı durumunda ilave bir koruma sağlıyor.



Sirketler	Sektör	Yorum
DOAS, FROTO, OTKAR, TOASO, TTRAK	Otomotiv	<p>Mart'taki yavaşlamaya rağmen 1Ç20'de güçlü pazar Corona virüsünün Türkiye'de otomotiv sektörüne olumsuz etkisi Mart ayının 3. haftasından itibaren görülmeye başladı. Öyle ki yılın ilk iki ayında düşük faiz oranları ve zayıf baz yılı etkisiyle ciddi ivme yakalayarak %90 büyümeye yakalayan iç pazar satışları Mart ayında sadece %1.6 artış kaydederek 1Ç20'deki büyümeyi %41'e getirdi. Diğer taraftan üretim yapan otomotiv şirketleri ise tedarik, teslimat ve lojistikte yaşanan sıkıntılar ile virüse karşı alınan tedbirler nedeniyle mevcutta 2 haftadan 3 haftaya kadar üretimi durdurma kararı aldı. Salgının kontrol alınma durumuna bağlı olarak bu süreler daha da uzayabilir. Bir haftalık üretim kaybı sektör için yaklaşık 30 bin adet araç üretim kaybına denk geliyor. 2020 yılı için sektörün üretim düşüşünün %20 olacağını tahmin ediyoruz.</p> <p>Asıl kayıp 2Ç20'de olacak Sektörde asıl kayıp 2Ç20'de yaşanacağını düşünüyoruz ve Haziran sonrası normalleşmenin başlayacağını öngörüyoruz. 3Ç20 kısmi toparlanma sonrasında ertelenmiş talebin 4Ç20 satışlarında ivme kazandırabileceğini düşünüyoruz. 2Ç20'de iç satışlarda %96 daralma, 3Ç20'de %48 daralma ve 4Ç20'de %7 büyümeye tahminimiz bizi 2020'nin tümü için yıllık bazda %20 düşüşle 385 bin adetlik hafif araç pazarı tahminine ulaştırıyor. Sektörün ihracat hacmi 2A20'de %3.6 düşüş göstermişti. Tüm yıl için %20 ihracat hacim daralması öngörüyoruz.</p> <p>Karlılıkta erozyon kaçınılmaz İç ve dış talepte öngörülen ciddi talep daralması, düşen kapasite kullanım oranları, daralan talep koşullarında sınırlı fiyatlama kabiliyeti, üretim duruşlarına rağmen sabit giderler, €/ \$ paritesindeki gerileme ve dünyada salgınla ilgili alınan önlemler neticesinde ülkeler arasında seyahat kısıtlamalarının yol açtığı navlun maliyetlerindeki artışlar sektörün karlılığını 2020'de olumsuz etkileyecek faktörlerdir. Olumlu gelişmeler ise hammadde fiyatlarındaki (petrol ve çelik) sert düşüşler ve devlet tarafından 3 aylık süre için sağlanan kısa çalışma ödeneği öne çıkmaktadır. Buna ek olarak ihracat yapan üreticilerde maliyet + mark up ihracat anlaşmaları ihracat şirket karlılıkları açısından koruyucu olacaktır.</p> <p>Salgınının kontrol altına alınmasının uzaması daha büyük kayıplara yol açacak Salgının kontrol altına alınması 3Ç20'e uzarsa ekonomik anlamda etkileri daha yıkıcı olacaktır. Bu anlamda 2020 yılı için öngörülen yeni model yatırımlarında (Tofaş için Doblo; Ford Otosan için Custom ile başlayacak 3 yıllık yatırım döngüsü) ertelenmeler olabilir. Üst üste iki yıl daralma yaşayan traktör iç pazarının da düşük faiz oranlarına rağmen üretimdeki ve lojistikteki aksamlar, artan belirsizliğin tüketici eğilimlerini olumsuz etkilemesi ve devlet bütçesinde sağlık harcamalarının payının artması sonucu tarıma olan desteğin azalma ihtimali traktör iç satışlarını olumsuz etkileyebilir. Diğer taraftan koronavirüs nedeniyle tarım ürünleri dış ticaretinde de çok ciddi düzenlemelerin, ihracat, ithalat yasaklarının yaşandığı ve daha da yaşanacağı bir döneme girildi. İlginçtir ki mevcutta Türkiye'de ihracatı engellenen ürünlerde fiyat düşüşü değil fiyat artışı var. Bu anlamda kendi kendine yetebilmek adına her ülke kendi potansiyelini değerlendirerek üretimi ön plana almak zorunda. Tarımsal üretim anlamında yüksek potansiyele sahip olan Türkiye'nin mevcut durumu kendi kendine yetecek üretimi yapabilecek şekilde değerlendirirse uzun vadede de kazançlı çıkacaktır.</p> <p>Cazip değerlendirilmesi, dengeli ürün portföyü, iç pazardaki güçlü pazar payı ile maliyet + markup ve al ya da öde korumalı ihracat anlaşmaları nedeniyle TOASO.IS otomotiv sektörü hisse takip listemizde en beğendiğimiz hisse olarak önce çıkıyor.</p> <p>Beklentimizin altında Türkiye ve Avrupa pazar büyümeleri, hammadde fiyatlarındaki artış (iç satış karlılığını olumsuz etkiliyor), oto iç pazarını olumsuz etkileyebilecek faiz artışı ve TL'nin € karşısındaki değer kaybı hisse için önde gelen risk unsurlarıdır.</p>

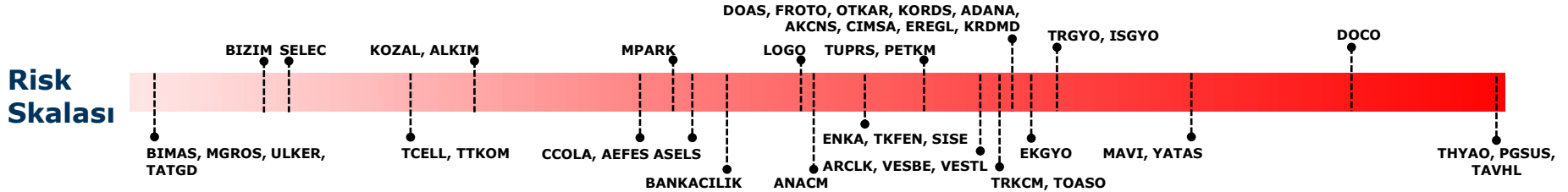


Şirketler	Sektör	Yorum
MAVI	Perakende	<p>Mavi için tavsiyemizi gözden geçiriyoruz. Şirketin mevcut siparişlerinin stoklara girecek kısmı, mevcut kira yükümlülüklerinin ne kadarlık kısmının mağazalar kapalı olduğu sürece ortandan kalkabileceği ve personel giderlerinin ne kadarlık kısmının kısa çalışma ödeneğinin kapsamına girdiği gibi konuları detaylı olarak değerlendirdikten sonra tavsiyemizi güncelleyeceğiz. Mavi'nin 19 Mart'ta yaptığı açıklamada, Covid-19 salgınının çalışanları, müşterileri ve tedarikçileri üzerindeki etkilerini en aza indirmek için Türkiye, Kanada ve Almanya'daki tüm perakende mağazalarını geçici olarak kapatmaya karar verdiğini açıklamıştı. Şirketin Rusya'daki mağazaları da 29 Mart'tan bu yana, Rus Hükümeti'nin verdiği karar nedeni ile geçici olarak kapalı. Mevcut durumda Mavi'nin tüm faaliyet gösterdiği pazarlarda perakende faaliyetleri geçici olarak durmuş durumda. Buna ek olarak Mavi, 29 Mart itibarıyla Türkiye'deki tüm online operasyonlarını askıya aldı. Şirketin yalnızca yurtdışı operasyonlarında (Kuzey Amerika, Almanya ve Rusya) online ve toptan satışları devam ediyor. Durdurulan operasyonlar Mavi'nin 2019 yılı satışlarının yaklaşık %85'ini oluşturuyor (kalan %15'inde bu dönemde önemli bir gelir yarattığını düşünmüyoruz). Mavi, tedarik, planlama ve kategori yönetimi ekiplerinin, yıl için verilen siparişlerde iptal ve ertelemeler için tedarikçileri ile tam iş birliği içinde çalıştıklarını belirtti. Mavi'nin envanterinin %70'i, mevsimselliği görece düşük olan ve bir sonraki sezonda değer kaybı olmadan satılabilen mallardan oluşuyor. Şirketin kot ürünleri, şirketin satışlarının yaklaşık %50'sini oluşturuyor. Birleşmiş Markalar Derneği'nin (BMD) açıklamasına paralel olarak, Mavi, perakende sektörünün pandemi nedeniyle, mücbir sebep altında olduğunu düşünüyor. Bu, şirketin kira yükümlülüklerinin çoğunu gözden geçirmesi için alan yaratıyor. Şirketin amacı, mağazaları kapalı olduğu sürece kira ödememek. Kira giderleri, tahminlerimize göre Türkiye perakende satışlarının yaklaşık %18-%19'unu oluşturuyor. Ek olarak, Mavi, zorunlu olmayan tüm operasyonel maliyetleri ve sermaye harcamalarını elimine ettiğini açıkladı. Mavi daha önce bu süre zarfında tüm çalışanlarının haklarını koruyacağını açıklamıştı. Bu nedenle şirket, 1 Nisan- 30 Haziran 2020 dönemi için hükümetin "kısa süreli çalışma ödeneği" desteğine Türkiye'deki tüm çalışanları başvurduğunu ve ilgili kuru onayını beklediğini açıkladı. Mavi'nin çalışanlarının %90'ından fazlası Türkiye'de bulunuyor. Kısa süreli çalışma ödeneği, faaliyetlerini durdurmak veya çalışma saatlerini azaltmak durumunda kalan şirketlerin çalışanlarının brüt maaşlarının %60'lık kısmının, en fazla üç ay kadar süreyle devlet tarafından karşılanmasını öngörüyor. Türkiye perakende personel gideri, Mavi'nin en büyük ikinci sabit gider kalemi. Bu açıdan mağazaların kapalı kaldığı süre zarfında bu tarz bir destek alabilecek olması olumlu. Şirket likiditesini korumak için bankalarla gerekli kredi kanallarını temin ettiğini açıkladı. Mavi'nin yılsonu finansallarına göre sadece 9mn TL net borcu var. Şirketin en büyük sabit gider kalemi olan kira ve personel harcamalarıyla alakalı gelişmelerin, mağazaların kapalı olduğu süre zarfında şirketin elini bir miktar rahatlatacağını düşünüyoruz. Daha önce de belirttiğimiz gibi, mevcut durumun şirket üzerindeki etkisi günlük yaşamın ne zaman normale döneceğine göre değişiklik gösterecektir.</p>



# COVID-19 Sektörel Etkileri

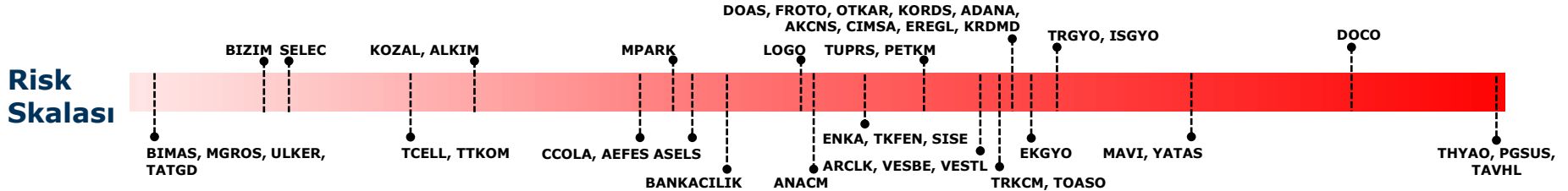
Şirketler	Sektör	Yorum
YATAS	Perakende	Yataş, Covid 19 virüs salgını nedeniyle kendi bünyesinde faaliyet gösteren perakende satış mağazalarının faaliyetlerine 24.03.2020 tarihinden itibaren geçici süreliğine ara verdiğini duyurdu. Şirketin toplam 443 mağazasının yalnızca 73 tanesi kendisine ait, geri kalanlar ise şirketin bayilerinin sahip olduğu mağazalar. Bayi mağazalarının olası kapanma durumunun, bireysel sahibinin inisiyatifine bağlı olduğunu düşünüyoruz. Diğer yandan açık olan bayi mağazaları olsa da bu dönemde satışların büyük ölçüde duracağını düşünüyoruz. Şirket zayıf talep koşulları nedeniyle Kayseri ve Ankara'daki üretim faaliyetlerine 01-10 Nisan 2020 tarihleri arasında geçici süreliğine ara vermiş durumda. Üretime verilen aranın önümüzdeki bir ay boyunca devam etmesini olası görüyoruz. Faaliyetlerin normale dönmesi sonrası da tüm perakende sektörü için gördüğümüz birkaç önemli risk unsuru var; i) virüse kesin bir çözüm bulunmadığı bir senaryoda tüketicilerin bir kısmı belli ölçüde sosyal izolasyonu (mağaza ziyareti yapmamak gibi) kendi hayatında bir süre daha devam ettirip tüketimi erteleyebilir ve ii) mağazaların kapalı olduğu dönem de biriken stoklar sektör oyuncularını (özellikle yüksek nakit ihtiyacı olanlar) büyük fiyat indirimleri sağlamaya itebilir. Biz baz senaryomuz da 2021 yılı için hızlı bir normalleşme öngördük ancak şirketin için uzun dönemli FAVÖK marjı beklentimizi %15,5'den %15'e revize ettik. (IFRS 16 etkileri hariç). Yeni FAVÖK tahminlerimiz şirketin 4Ç19 finansallarına tüm yıl etkisini yansıttığı IFRS16 etkilerini içeriyor. Bu nedenle yeni FAVÖK tahminlerimiz eskisi ile karşılaştırılabilir değil. IFRS16 etkisi hariç bakıldığında, şirketin 2019 yılı sonu FAVÖK'ünü 171mn TL hesaplıyoruz. Yaptığımız revizyonlar neticesinde şirket için hedef fiyatımızı 9,5TL'den 7,1'e revize ediyoruz ve tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz.
TUPRS, PETKM	Rafineri/ Petrokimya	Rusya ile Suudiler arasında yaşanan petrol fiyat savaşlarının etkisi ile ucuzlayan petrol sayesinde maliyet tarafında önemli bir avantaj elde edilirken, salgın sonrası düşen talep nedeniyle ürün marjlarında beklenildiği kadar yüksek bir daralma söz konusu olmamıştır. Ancak yine de salgının etkilerinin derinleşmesi hem kapasite kullanımı hem de ürün karlılığı açısından önemli riskler barındırmaktadır. Ayrıca petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak şirketlerin 1Ç20 finansallarında önemli oranda stok zarar kaydedeceklerini düşünüyoruz. Sektör için en önemli risk unsurunu salgın nedeniyle küresel ekonomik aktivitenin yavaş seyrinin talebi baskıladığı bir ortamda küresel fiyat savaşlarının beklenenden hızlı çözüme kavuşarak petrol fiyatlarının yeniden yükselmesi dolayısıyla maliyet avantajının da kaybolması olarak görüyoruz.
MPARK	Sağlık	Covid-19 salgını ile ilgili yaşanan son gelişmeler nedeniyle MLP Care'in 2020 beklentilerinin üzerinde aşağı yönlü riskler olduğunu düşünüyoruz. Sağlık Bakanlığı tarafından 20 Mart tarihinde yayınlanan genelge ile belirli kriterlere uyan tüm özel ve vakıf hastaneleri "pandemi hastanesi" ilan edildi. Genelgeye göre MLP Care'in yatak kapasitesinin %97'si bu kriterlere uygun durumda. Genelgede hastanelerin belirli bölümlerinin kullanılacağı belirtilmiş olsa da, artan vaka sayısı ile verilen hizmetlerin kapsamının artabileceği öngörülmekte. Bu süreçte, pandemiye yönelik verilen hizmetler dışında, acil olmayan ameliyatların ertelenmesini ve ayakta tedavi hasta sayısında belirgin düşüş meydana gelmesini bekliyoruz. Ek olarak, ülkeler arası seyahat kısıtlamaları nedeniyle medikal turizm gelirlerinde de düşüş öngörüyoruz (2019'da toplam gelirlerin %12'si medikal turizm). Covid-19 tedavilerinin nasıl fiyatlanacağı yönündeki belirsizlikler ve medikal turizm gelirlerindeki düşüşün marjlar üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. Diğer yandan, hayatın normale dönmesi ve yeni açılan hastanelerin katkısı ile üçüncü çeyrekte başlayarak yılın ikinci yarısında kuvvetli ve hızlı bir toparlanma göreceğimizi tahmin ediyoruz. Bu beklentiler ve yeni makro tahminlerimiz ışığında MPARK için hedef fiyatımızı 20,2TL'den 19,1TL'ye revize ediyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hatırlanacağı üzere, şirket yönetimi Mart ayı başında SUT fiyatlarında yapılan artışın, medikal turizm gelirlerinde meydana gelebilecek iki aylık kaybı telafi etmesini beklediğini açıklamıştı. Bu nedenle, 2020 yılı için %18 gelir büyümesi ve %25 FAVÖK büyümesi beklentisini koruyor.



# COVID-19 Sektörel Etkileri

21

Şirketler	Sektör	Yorum
ASELS	Savunma	Tedarik tarafında; yüksek stok seviyesi sayesinde kısa vadede salgın nedeni ile tüm dünyada alınan önlemlerden kaynaklı önemli bir sorun yaşamayacağını düşünüyoruz. Ancak önemli tedarik pazarları olan Amerika, Almanya, Fransa, Hollanda gibi ülkelerde salgın nedeni ile alınan önlemlerin yılsonuna doğru uzaması teslimatlar açısından risk taşımaktadır. Aselsan'ın sağlık gibi savunma dışı sektörlerde uzun vadede önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Ancak hem halihazırda tarihsel olarak yüksek sipariş defteri ile kapasitesinin sınırlarını zorluyor olması hem de sağlık gibi sektörlerde teknoloji transferi ile ilgili yaşanabilecek zorluklardan dolayı kısa vadede önemli bir ivme kazanmasının zor olduğunu düşünüyoruz. Şirket ile ilgili en önemli risk unsurunun son iki yıldır zayıf seyreden serbest nakit akışı olduğunu düşünüyoruz. 2020 yılında yüksek büyümeye bağlı olarak işletme sermayesindeki artışın operasyonel nakit akışı üzerinde olumsuz etki yaratabileceğini öngörüyoruz. Buna ek olarak salgın sonrası kamu harcamalarının artması (sağlık, sosyal yardımlar..) ve ekonomide daralma beklentimize paralel bütçenin gelir bacağına da bozulacak olması nedeniyle alacak tahsilat sürelerinin uzayabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle önümüzdeki çeyreklerde serbest nakit akışının negatif seyrini çok olası görüyoruz.
ENKA, TKFEN	Taahhüt	Global ekonomide (özellikle petrol zengini coğrafyalarda) oluşabilecek zayıflama sonucu inşaat yatırımlarındaki yavaşlamalar ve proje ihalelerinde meydana gelen iptal veya ertelemeler Enka ve Tekfen gibi uluslararası taahhüt şirketlerinin yeni proje edinimlerini olumsuz etkileyecektir. Ek olarak salgının, Rusya'da AVM portföyü bulunan Enka'nın kira gelirleri üzerinde de negatif etki yaratmasını bekliyoruz.
TCELL, TTKOM	Telekom	Telekom, mevcut durumda en defansif sektörlerinden biri olarak ön plana çıkıyor. Geçtiğimiz 1 aylık süreçte tüm sektörlerde evden çalışma pratiklerinin yaygınlaşması, tüm kademelerde eğitimin online yapılması ve cep telefonu, tablet, laptop gibi internet erişimi olan cihazların kullanım sürelerinin artması, sektörün sağladığı servislere ek talep yaratıyor. Bu süreçte kısa vadede artan ihtiyaçların, orta vadeli tüketim alışkanlıklarını etkilemesi, sektör için kriz dönemi sonrası pozitif bir gelişme olabilir. Diğer yandan kurumsal müşterilerden elde edilen gelirler, dolaşım gelirleri ve cihaz satışları, bu dönemde negatif etkilenen alanlar olacaktır. Ancak hem Turkcell hem Türk Telekom'da bu iş kollarının toplam ciro katkısı düşük seviyelerde.
LOGO	Yazılım	Tarihsel olarak baktığımızda, Logo'nun Türkiye faaliyetlerinin ekonominin büyüme dinamiklerinden büyük ölçüde etkilendiğini görüyoruz. Şirketin müşterilerinin çok büyük bir kısmı küçük ve orta büyüklükteki işletmelerden (Kobi) oluşuyor. Olumlu gördüğümüz taraf ise, şirketin son 5 yılda tek seferlik gelirlerinin satışları içindeki payını büyük ölçüde azaltmış olması. Mevcut durumda şirketin Türkiye gelirlerinin %40'ından azı tek seferlik modül satışlarından geliyor. Buna ek olarak, Ekim ayında devreye giren yeni e-devlet düzenlemesinin birçok yeni firmaya e-fatura, e-arşiv ve e-defter tutma zorunluluğu getirmiş olmasının Logo'nun satışlarını bu dönemde destekleyeceğini düşünüyoruz. Ekonomik aktivitedeki gerilemeye bağlı olarak bu hizmetlerin kullanımında dönemsel düşüş öngörmekle beraber, orta vadede önemli bir etki beklemiyor. Şirket için en büyük risk gördüğümüz tek seferlik satış gelirlerinde ise 2020 yılında %10 daralma öngördük. Şirketin Romanya faaliyetleri büyük ölçüde proje bazlı. Bu nedenle de şirketin mevcut bakiye siparişlerinin kısa vadede gelir yaratmaya devam edebileceğini düşünüyoruz. Ancak projelerde olası ertelemeleri göz önünde bulundurarak Romanya operasyonlarının gelirlerinde EUR bazında %5 düşüş öngördük.



***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Covid-19 Sektörel Etkileri

■ **2008 Benzeri Şok Senaryosu**

En Çok Önerilen Hisseler

BIST 30 Şirketleri

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

## 2008-2009 Benzeri Bir Şokun Rasyolara Olası Etkisi (F/DD-1)

Hisse	Defter Değerinde Daralma	Mevcut F/DD	Şok Sonrası (F/DD)	En Düşük F/DD	Tarihsel Ortalama F/DD	(Şok Sonrası F/DD / Ortalama F/DD, %)
HALKB	-15%	0.19	0.23	0.96	1.23	18
TAVHL	-11%	0.69	0.77	1.19	2.71	28
AKBNK	-7%	0.52	0.56	1.03	1.33	42
YKBNK	-21%	0.38	0.49	0.98	1.06	46
TSKB	-10%	0.45	0.50	0.42	1.08	47
CIMSA	-9%	0.61	0.67	0.48	1.42	47
SAHOL	-5%	0.44	0.46	0.45	0.96	48
VAKBN	-11%	0.34	0.38	0.45	0.79	49
AEFES	-7%	0.80	0.86	2.15	1.77	49
ALBRK	-17%	0.39	0.46	0.82	0.91	51
THYAO	-29%	0.30	0.43	0.28	0.80	54
TRGYO	-16%	0.22	0.26	0.00	0.46	57
CCOLA	-15%	1.38	1.62	1.47	2.81	58
ISGYO	-4%	0.34	0.35	0.29	0.59	60
GARAN	-26%	0.61	0.83	0.85	1.38	60
ARCLK	-17%	0.93	1.11	0.33	1.71	65
ENKAI	-19%	0.77	0.96	1.05	1.45	66
TOASO	-9%	1.86	2.05	0.50	2.86	72
INDES	-3%	0.97	1.00	0.50	1.39	72
AGHOL	-8%	0.55	0.59	0.55	0.80	74
TRKCM	-8%	0.57	0.62	0.35	0.84	74
BIMAS	-17%	7.35	8.90	7.91	11.78	76
ANHYT	-17%	1.76	2.11	0.91	2.80	76
SISE	-5%	0.64	0.67	0.35	0.87	78
KCHOL	-10%	0.92	1.02	0.44	1.31	78
TKFEN	-7%	0.89	0.96	0.56	1.22	78
OTKAR	-8%	3.93	4.27	1.13	5.30	81
ULKER	-13%	1.56	1.79	0.59	2.07	86
TTKOM	-31%	2.41	3.50	2.26	3.93	89
TCELL	-9%	1.50	1.65	2.06	1.86	89
ALGYO	-9%	0.48	0.53	0.24	0.59	89
SODA	-8%	0.91	0.98	0.40	1.06	93
EREGL	-21%	0.88	1.12	0.62	1.20	93

2008-2009 Döneminde şirketlerin defter değerlerindeki gerileme oranlarını (tepeden en düşük seviyeye) 2019 yıl sonu defter değerlerine uyguladık.

Şok verilmiş defter değerleri ile hesapladığımız F/DD oranlarını tarihsel ortalama seviyeler ile kıyasladık



## 2008-2009 Benzeri Bir Şokun Rasyolara Olası Etkisi (F/DD-2)

24

Hisse	Defter Değerinde Daralma	Mevcut F/DD	Şok Sonrası (F/DD)	F/DD En Düşük	Ortalama F/DD	(Şok Sonrası F/DD / Ortalama F/DD,%)
ASELS	-15%	1.93	2.27	0.64	2.40	95
TUPRS	-31%	1.50	2.17	1.07	2.29	95
KORDS	-6%	0.81	0.86	0.34	0.89	96
KOZAL	-17%	1.56	1.90	0.00	1.97	96
BIZIM	-13%	3.92	4.50	0.00	4.63	97
AYGAZ	-13%	1.03	1.18	0.38	1.20	98
TATGD	-13%	1.47	1.70	0.97	1.68	101
GUSGR	-14%	0.90	1.04	0.65	1.02	102
TTRAK	-20%	2.86	3.59	0.72	3.53	102
PETKM	-10%	1.45	1.61	0.57	1.57	102
DOAS	-25%	1.18	1.58	0.54	1.42	111
ANACM	-18%	0.85	1.03	0.57	0.91	113
ADANA	-14%	2.53	2.94	1.34	2.57	114
KRDMD	-38%	0.59	0.96	0.29	0.83	115
AKGRT	-20%	1.59	1.98	0.40	1.56	127
FROTO	-12%	3.84	4.38	0.89	3.45	127
AKSA	-7%	1.37	1.47	0.20	1.15	128
ALARK	-6%	1.26	1.33	0.46	0.92	144
VESTL	-36%	0.94	1.46	0.18	0.82	179
LOGO	-18%	3.98	4.83	0.64	2.63	184
KOZAA	-46%	1.20	2.21	0.63	1.19	186
ALKIM	-13%	3.20	3.68	0.68	1.74	212
İPEKE	-45%	1.49	2.72	0.45	1.27	214
YATAS	-14%	2.07	2.39	0.24	0.78	309
MGROS	-63%	12.60	33.74	0.63	3.70	913

## 2008-2009 Benzeri Bir Şokun Rasyolara Olası Etkisi (F/K-1)

25

Hisse	Net Karda Daralma	Mevcut F/K	Şok Sonrası F/K	En Düşük F/K	Tarihsel Ortalama F/K	(Şok Sonrası F/DD / Ortalama F/DD, %)
ANHYT	-11%	6.3	7.0	4.59	14.3	49
HALKB	-18%	3.6	4.3	4.13	6.7	64
KOZAL	-8%	5.3	5.8	a.d.	8.5	68
SAHOL	-27%	4.1	5.5	4.69	8.0	69
AKBNK	-23%	5.3	6.9	6.52	9.6	73
TSKB	-28%	3.6	5.1	2.69	6.3	81
BIZIM	-35%	16.6	25.5	a.d.	30.6	83
ALARK	-41%	4.5	7.5	5.18	8.9	84
GARAN	-28%	5.4	7.4	4.46	8.6	87
VAKBN	-27%	4.0	5.5	3.17	6.1	89
TCELL	-26%	8.5	11.5	7.23	12.4	93
TOASO	-52%	5.6	11.5	3.21	11.1	104
BIMAS	-13%	24.8	28.3	18.95	27.0	105
ENKAI	-50%	7.3	14.6	6.76	13.5	109
INDES	-51%	4.5	9.0	4.92	8.3	109
ALKIM	-19%	9.1	11.3	3.89	10.0	113
THYAO	-63%	2.7	7.3	0.73	6.3	115
AKGRT	-73%	3.5	13.1	11.23	10.4	127
ALGYO	-68%	1.7	5.2	1.72	3.6	145
TTKOM	-42%	9.5	16.4	5.48	10.8	151
CCOLA	-76%	9.2	38.3	15.45	24.5	156
FROTO	-56%	8.7	20.0	3.51	11.2	178
SODA	-68%	4.3	13.4	4.19	6.8	197
IPEKE	-74%	4.8	19.0	6.53	9.1	209
OTKAR	-83%	7.1	41.4	4.09	17.0	243
KOZAA	-79%	4.3	20.4	7.84	8.1	252
ADANA	-57%	10.9	25.1	3.13	7.3	345
ISGYO	-86%	3.9	28.0	5.00	7.6	369
ARCLK	-80%	9.8	47.8	6.60	12.9	372
KCHOL	-81%	7.8	40.1	2.15	8.5	470
ALBRK	-31%	23.0	33.2	3.74	6.3	530
ASELS	-91%	7.9	88.5	3.87	13.1	674
SISE	-93%	4.7	66.4	4.59	8.7	766
TRKCM	-95%	4.4	83.4	4.07	8.1	1030

2008-2009 Döneminde şirketlerin net karlarındaki gerileme oranlarını (tepeden en düşük seviyeye) 2019 yıl sonu net karlarına uyguladık.

Şok verilmiş net kar değerleri ile hesapladığımız F/K oranlarını tarihsel ortalama seviyeler ile kıyasladık.

## 2008-2009 Benzeri Bir Şokun Rasyolara Olası Etkisi (F/K-2)

26

Hisse	Net Karda Daralma	Mevcut F/K	Şok Sonrası F/K	En Düşük F/K	Tarihsel Ortalama F/K	(Şok Sonrası F/DD / Ortalama F/DD, %)
TRGYO	-95%	2.1	37.9	n.m.	3.3	1144
AYGAZ	-93%	9.1	126.9	a.d.	8.7	1461
TTRAK	-92%	18.9	226.5	3.08	11.2	2022
CIMSA	-72%	63.3	225.9	4.37	8.5	2646
VESTL	zarar	10.5	0.7	a.d.	7.2	a.d.
ANACM	zarar	3.9	a.d.	9.30	9.3	a.d.
DOAS	zarar	20.0	a.d.	n.m.	8.4	a.d.
EREGL	zarar	7.7	a.d.	4.88	9.4	a.d.
GUSGR	zarar	8.4	a.d.	17.23	n.m.	a.d.
KORDS	zarar	5.1	a.d.	5.89	9.9	a.d.
KRDMD	zarar	26.6	a.d.	0.99	5.8	a.d.
LOGO	zarar	17.3	a.d.	n.m.	10.8	a.d.
MGROS	-81%	n.m.	a.d.	5.76	6.5	a.d.
PETKM	zarar	7.8	a.d.	n.m.	10.9	a.d.
TATGD	zarar	11.6	a.d.	n.m.	14.2	a.d.
TAVHL	zarar	2.5	a.d.	n.m.	12.0	a.d.
TKFEN	zarar	3.2	a.d.	7.75	8.2	a.d.
TUPRS	zarar	36.2	a.d.	4.02	8.8	a.d.
ULKER	zarar	7.3	a.d.	6.96	13.7	a.d.
YATAS	zarar	9.1	a.d.	n.m.	9.7	a.d.

## 2008-2009 Benzeri Bir Şokun Rasyolara Olası Etkisi (FD/FAVÖK-1)

27

Hisse	FAVÖK'de Daralma	Mevcut FD/FAVÖK	Şok Sonrası FD/FAVÖK	En Düşük FD/FAVÖK	Tarihsel Ortalama FD/FAVÖK	(Şok Sonrası FD/FAVÖK / Ortalama FD/FAVÖK, %)
BIZIM	-29%	1.2	1.7	n.m.	10.4	17
AEFES	-8%	3.8	4.2	6.67	9.4	44
CCOLA	-6%	5.0	5.3	6.63	11.3	47
TKFEN	-77%	0.7	2.9	3.96	6.1	48
KOZAL	-21%	2.7	3.4	n.m.	5.4	64
BIMAS	-8%	10.5	11.4	11.18	17.6	65
TTKOM	-8%	3.5	3.8	3.61	5.8	65
ARCLK	-13%	5.1	5.8	4.82	8.8	66
TCELL	-13%	3.5	4.0	3.78	6.0	66
ULKER	-42%	5.7	9.9	9.46	14.5	68
TAVHL	-33%	3.8	5.7	6.52	7.6	75
TOASO	-34%	3.8	5.7	3.58	7.1	81
MGROS	-50%	4.4	8.7	5.05	10.5	83
AYGAZ	-23%	6.5	8.4	1.71	9.8	86
KCHOL	-16%	5.3	6.3	2.37	7.3	87
OTKAR	-33%	7.1	10.6	4.37	12.0	89
ENKAI	-5%	7.0	7.4	4.81	8.1	90
INDES	-18%	3.8	4.6	1.17	4.5	101
TATGD	-23%	9.2	11.9	6.87	11.2	106
ASELS	-21%	8.8	11.1	1.53	10.5	106
SAHOL	-13%	29.6	34.1	18.60	30.5	112
THYAO	-18%	6.4	7.8	2.09	7.0	112
SISE	-26%	4.2	5.6	2.71	5.0	113
ANACM	-35%	4.4	6.8	3.56	5.8	117
ALKIM	-18%	6.5	7.9	2.63	6.7	117
FROTO	-51%	6.0	12.3	2.20	8.3	147
KORDS	-43%	5.5	9.7	3.09	6.3	153
TRKCM	-51%	4.9	10.0	2.52	6.5	153
CIMSA	-30%	8.4	11.9	3.23	7.0	169
YATAS	-62%	4.7	12.5	5.79	7.0	179
VESTL	-46%	3.8	7.0	1.30	3.8	183
DOAS	-65%	5.6	15.9	4.67	8.6	185
SODA	-61%	4.1	10.3	3.81	5.4	191
TTRAK	-66%	7.4	21.6	6.38	9.0	240

2008-2009 Döneminde şirketlerin FAVÖK rakamlarındaki gerileme oranlarını (tepeden en düşük seviyeye) 2019 yıl sonu FAVÖK rakamlarına uyguladık.

Şok verilmiş FAVÖK değerleri ile hesapladığımız FD/FAVÖK oranlarını tarihsel ortalama seviyeler ile kıyasladık.

## 2008-2009 Benzeri Bir Şokun Rasyolara Olası Etkisi (FD/FAVÖK-2)

28

Hisse	FAVÖK'de Daralma	Mevcut FD/FAVÖK	Şok Sonrası FD/FAVÖK	En Düşük FD/FAVÖK	Tarihsel Ortalama FD/FAVÖK	(Şok Sonrası FD/FAVÖK / Ortalama FD/FAVÖK, %)
TUPRS	-64%	7.2	20.3	2.96	6.4	316
ADANA	-49%	14.1	27.6	3.64	8.2	336
ALARK	zarar	4.1	a.d.	1.48	6.8	a.d.
EREGL	zarar	4.2	a.d.	4.62	6.2	a.d.
IPEKE	-36%	a.d.	a.d.	0.74	a.d.	a.d.
KOZAA	-37%	a.d.	a.d.	2.15	0.5	a.d.
KRDMD	zarar	5.9	a.d.	1.05	5.8	a.d.
LOGO	zarar	10.4	a.d.	3.74	9.1	a.d.
PETKM	zarar	7.1	a.d.	a.d.	9.6	a.d.

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Covid-19 Sektörel Etkileri

2008 Benzeri Şok Senaryosu

**En Çok Önerilen Hisseler**

BIST 30 Şirketleri

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

# En Çok Önerilenler Listesi

30

En Çok Önerilenler Listesi						2020T			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	5.42	8.20	28,184	51%	3.93	0.46	-	12	-
GARAN	31/05/2019	7.54	10.80	31,668	43%	3.93	0.52	-	12	-3.1%
KOZAL	24/03/2020	59.55	88.25	9,081	48%	4.69	1.18	2.33	15	2.1%
LOGO	21/02/2020	58.6	77.20	1,465	32%	15.31	3.15	8.98	15	4.9%
TCELL	19/12/2019	12.5	17.20	27,500	38%	7.42	1.29	3.15	15	12.8%
TOASO	24/03/2020	16.76	22.30	8,380	33%	6.78	1.92	4.50	15	8.9%
ULKER	17/09/2019	20.4	28.10	6,977	38%	7.22	1.35	5.90	16	12.7%

AKBNK		AL	
Fiyat ₺	5.42	3A Hac.mn ₺	45.5
Hedef Fiyat ₺	8.20	Yılıçi Rel.	-15%
Getiri Pot.	51%	Yabancı	68%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	5,352	7,178	8,565
Net Faiz Geliri	15,713	18,326	19,346
Mevduat	224,055	245,917	290,025
Özsermaye	54,362	61,561	70,126
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.3	3.9	3.3
PD/DD	0.5	0.5	0.4
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.8	1.5	1.5
Özserm. Karlılık	11%	12%	13%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	34%	19%	19%
Özsermaye	13%	14%	12%
Net Faiz Geliri	17%	6%	8%
Mevduat	10%	18%	13%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-40%	-45%	
PD/DD	n.m	n.m	

## Akbank

### Yatırım Teması

Akbank, 2020 yılını görece güçlü geçirmesini beklediğimiz bankalardan biri olarak ön plana çıkıyor. Bankanın güçlü sermaye yapısı ve likiditesinin yanında karşılık oranlarının da ortalamaların üzerinde oluşu ekonomik yavaşlamanın gündemde olduğu bu ortamda bankanın performansını olumlu etkileyecektir. Akbank'ın kaldırıcı tarihi düşük seviyelerde buda normalleşme durumunda bankanın güçlü likiditesiyle beraber hızla pazar payı artırmasına neden olacaktır. Ayrıca, ücret ve komisyonlarla ilgili yakın zamandaki yapılan düzenlemelerden en az olumsuz etkilenen bankalardan biri Akbank olacak. Akbank için 2020 yılında yıllık olarak %33 kar artışı öngörüyoruz.

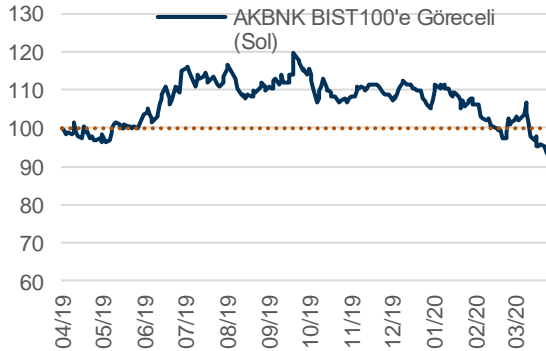
Bankanın kuvvetli likiditesi ve güçlü sermaye yapısı her ortamda yüksek karlılığın sürdürülmesi imkânını sağlıyor. TTKOM satışı konusunda olumlu gelişmeler de hisse performansını destekleyecektir. Gerçi bu alanda somut bir gelişmenin 2021'den önce olmasını beklemiyoruz.

### Değerleme

2020 tahminlerine göre Akbank hisseleri 3,9x F/K ve 0,5x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülkeler emsallerine göre %45 iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

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





GARAN		AL	
Fiyat ₺	7.54	3A Hac.mn ₺	94.6
Hedef Fiyat ₺	10.80	Yılıçi Rel.	-14%
Getiri Pot.	43%	Yabancı	72%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	6,241	8,068	9,329
Net Faiz Geliri	19,027	22,692	22,298
Mevduat	248,751	285,071	315,896
Özsermaye	54,051	60,803	68,035
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.1	3.9	3.4
PD/DD	0.6	0.5	0.5
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.7	1.4	1.4
Özserm. Karlılık	12%	14%	14%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	29%	16%	20%
Özsermaye	12%	12%	12%
Net Faiz Geliri	19%	-2%	7%
Mevduat	15%	11%	13%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-40%	-43%	
PD/DD	-32%	n.m	

## Garanti Bankası

### Yatırım Teması

Garanti Bankası'nın kuvvetli likiditesi, düşük kaldıracı ve teknolojik olarak altyapısının gücü bankayı rekabette ekonomik aktivitenin çok yavaşladığı böyle bir ortamda ön plana çıkartıyor. Bunun yanında son iki senedir süregelen aktif kalite problemlerinin yaşandığı süreçte bankanın son derece muhafazakar yaklaşımı, karşılıkları cömert biçimde ayırması ve var olan TL 2.5 milyarlık serbest karşılık bu ortamda bankaya bir avantaj sağlıyor. Online kanalların gücü bankanın bu sene kredi büyümesine daha önemli bir katkıda bulunacak. Net faiz marjının yapısal olarak güçlü olması fonlama maliyetinin düşüklüğü, fonlama çeşitliliği ve bankanın kredi tarafında fiyat politikasında karlılığı ön planda tutmasından kaynaklı. Bankanın sene başında beklediğimiz net kar büyümesini %51'den %31'e çekiyoruz. Hedef piyasa değerimizi de TL 10.8 olarak belirledik.

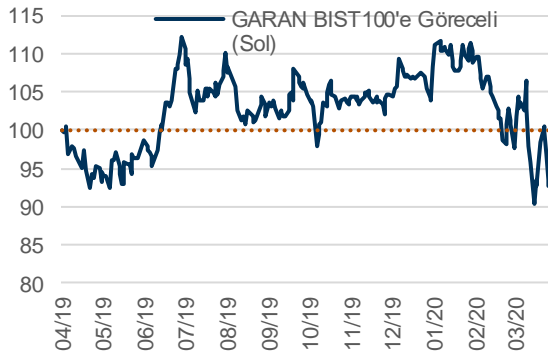
Bankanın kuvvetli likiditesi ve güçlü sermaye yapısı her ortamda yüksek karlılığın sürdürülmesi imkanını sağlıyor. TTKOM satışı konusunda olumlu gelişmeler de hisse performansını destekleyecektir. Gerçi bu alanda somut bir gelişmenin 2021'den önce olmasını beklemiyoruz.

### Değerleme

2020 tahminlerine göre Garanti Bank hisseleri 3,9x F/K ve 0,5x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülkeler emsallerine göre %43 iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

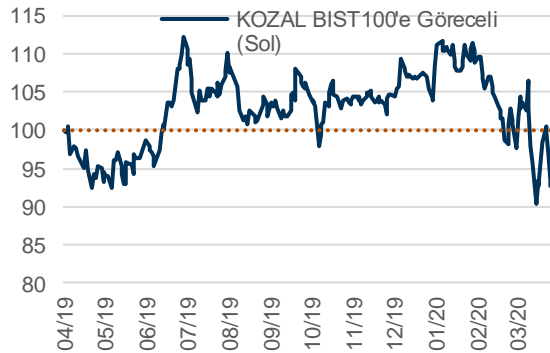
Banka ekonomik yavaşlama kanalından aktif kalitesi bozulması ve karlılık oynaklığı risklerine maruz.



# En Çok Önerilenler Listesi

33

KOZAL		AL	
Fiyat ₺	59.55	3A Hac.mn ₺	23.4
Hedef Fiyat ₺	88.25	Yılıçi Rel.	3%
Getiri Pot.	48%	Yabancı	61%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,767	1,937	1,806
Satışlar	2,849	2,793	2,553
FAVÖK	1,823	1,991	1,853
Net Borç	-4,451	-6,236	-7,977
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.1	4.7	5.0
FD/FAVÖK	2.5	2.3	2.5
FD/Satışlar	1.63	1.66	1.81
Aktif Karlılık	33%	27%	20%
Özserm. Karlılık	36%	29%	21%
Net Borç/FAVÖK	-2.44	-3.13	-4.30
Net Borç/Özserm.	-0.77	-0.81	-0.84
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	10%	-7%	-1%
FAVÖK	9%	-7%	-4%
Satışlar	-2%	-9%	-7%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-66%	-58%	
FD/FAVÖK	-56%	-49%	



## Koza Altın

### Yatırım Teması

Döviz bazlı gelirleri ve TL ağırlıklı maliyetleri ile Koza Altın mevcut şartlar altında defansif bir görünüm sağlamakta. Ayrıca şirketin güçlü, nakit bakımından zengin bilançosunu beğeniyoruz. 2020 yılında üretim tarafında COVID-19 etkisinin hissedilebileceğini düşünsek de, talep tarafında bir sıkıntı öngörmüyoruz. Şirket için altın üretimi beklentimizi 2020 yılı için 255 bin ons olarak belirledik.

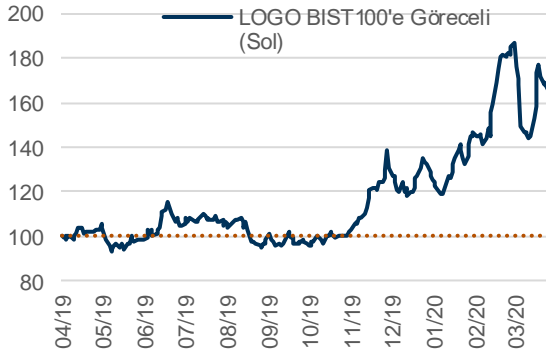
### Değerleme

Bir önceki değerlememize göre altın fiyatlarında yukarı yönlü değişikliğe giderek 2020 ve 2021 için 1500\$/ons olan ons altın tahminimizi sırasıyla 1665\$/ons ve 1691\$/ons olarak güncelliyoruz. 24 Mart'ta en çok önerilenler listemize eklediğimiz Koza Altın için AL tavsiyemizi koruyor, altın fiyatlarında yaptığımız son revizyon ile birlikte hedef fiyatımızı 82,3TL'den 88,3TL'ye yükseltiyoruz. Yeni fiyat hedefimiz %48'lik bir yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2020 tahminlerimize göre Koza Altın 4,7x F/K ve 2,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu çarpanlar şirketin yurtdışındaki emsallerine göre sırasıyla %66 ve %56'lık iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

Altın fiyatlarında olabilecek aşağı yönlü hareketler ve yaşanabilecek bir üretim aksaması değerlememiz için ana risk unsurları.

LOGO			AL
Fiyat ₺	58.60	3A Hac.mn ₺	2.7
Hedef Fiyat ₺	77.20	Yılıçi Rel.	23%
Getiri Pot.	32%	Yabancı	56%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	86	96	134
Satışlar	422	463	628
FAVÖK	142	161	223
Net Borç	-16	-57	-88
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	17.0	15.3	10.9
FD/FAVÖK	10.2	9.0	6.5
FD/Satışlar	3.43	3.13	2.31
Aktif Karlılık	13%	12%	14%
Özserm. Karlılık	26%	23%	26%
Net Borç/FAVÖK	-0.11	-0.35	-0.40
Net Borç/Özserm.	-0.04	-0.12	-0.16
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	11%	40%	23%
FAVÖK	13%	39%	23%
Satışlar	10%	36%	20%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-31%	-44%	
FD/FAVÖK	-40%	-52%	



## Logo Yazılım

### Yatırım Teması

Ekim ayında yayınlanan ve artan sayıda şirketin e-fatura, e-arşiv, e-irsaliye ve e-defter gibi uygulamaları kullanmasını zorunlu hale getiren 509 Sıra No.lu Vergi Usul Kanunu'nun yaratacağı yeni müşteri kazanımlarının şirketin 2020 büyümesine aşağı yönlü riskleri sınırladığını ve 2021 yılı için sağlıklı bir büyüme görünümü sağladığını düşünüyoruz. İleriye dönük olarak da bu uygulamaların kapsamının, kayıt dışı ekonomi ile mücadele çerçevesinde genişletilebileceğini düşünüyoruz. Yeni vergi kanununun olumlu etkisinden bağımsız olarak da Logo'nun penetrasyonu düşük ve hızlı büyüyen yazılım sektöründe iyi bir büyüme hikayesi sunduğunu düşünüyoruz. Logo sektörde %24 pazar payı ile en büyük ikinci oyuncu. Şirketin, pazar payı, görece hızlı büyüyen ve yazılım ihtiyaçları artan küçük ve orta ölçekli işletmeler arasında ise yaklaşık %50 seviyesinde. Şirketin bu segmentde sahip olduğu yüksek pazar payının çok önemli bir rekabetçi avantaj olduğunu düşünüyoruz. Son olarak, Logo'nun Romanya operasyonlarında devam eden sağlıklı büyümesinin ve artan karlılığının daha iyi bir risk dağılımı sağlaması ve döviz bazlı gelir yaratması açısından olumlu olduğunu düşünüyoruz.

### Değerleme

2021 tahminlerimize göre Logo 10,9x F/K ve 6,5x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %44 ve %52 iskonto ile işlem görüyor.

### Riskler

Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını, i) e-devlet hizmetlerinde yüksek fiyat rekabeti nedeniyle şirketin pazar payında azalma, ii) Türkiye ekonomisinde beklentilerimizin üzerinde daralma iii) bir kısmı 1 Temmuz 2020'de devreye girecek 509 Sıra Numaralı kanunun uygulamasında olası erteleme ve iv) Romanya'daki proje işlerinin beklentilerimizden daha uzun süre ertelenmesi, olarak sıralayabiliriz.

TCELL		AL	
Fiyat ₺	12.50	3A Hac.mn ₺	27.0
Hedef Fiyat ₺	17.20	Yılıçi Rel.	16%
Getiri Pot.	38%	Yabancı	86%
Mutlak Değer ₺		2019G	2020T
Net Kar	3,246	3,704	4,296
Satışlar	23,996	28,790	32,782
FAVÖK	10,745	11,798	13,418
Net Borç	9,716	7,799	6,235
Oranlar		2019G	2020T
F/K	8.5	7.4	6.4
FD/FAVÖK	3.5	3.2	2.8
FD/Satışlar	1.55	1.29	1.14
Aktif Karlılık	7%	8%	9%
Özserm. Karlılık	36%	19%	19%
Net Borç/FAVÖK	0.90	0.66	0.46
Net Borç/Özserm.	0.54	0.37	0.26
Büyümler		20/19%	21/20% 19/22 CAGR%
Net Kar	14%	16%	n.m
FAVÖK	10%	14%	n.m
Satışlar	20%	14%	n.m
Yurtdışı İskonto		2020	2021
F/K		-26%	-30%
FD/FAVÖK		-44%	-47%

## Turkcell

### Yatırım Teması

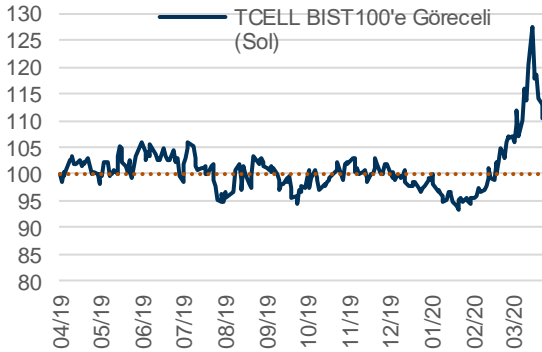
Turkcell'i i) operatörler arası azalan fiyat rekabetinin operasyonel karlılık üzerindeki olumlu etkisi, ii) görece normalleşen yatırım harcamaları ve tüketici finansmanı iş kolunda azalan kredi portföyü ile artan nakit yaratımı ve iii) enflasyon üzeri fiyat artışlarının sağladığı reel büyüme dinamikleri nedeni ile beğeniyoruz. Turkcell'in 4Ç19'da yaklaşık bir 1 milyon yeni faturalı abone kazanımı sağlamanın, 2020 yılının ilk yarısında abone başı gelir büyümesine ve mobil tarafın operasyonel karlılığına pozitif katkı sağlayacağını düşünüyoruz. 4Ç19'daki güçlü performansın etkisi ile şirket 2019 yılını 1,5 milyon yeni faturalı abone kazanımı ile tamamladı (son 10 yıldaki en büyük artış). Bunlara ek olarak, Turkcell'in borçluluğu düşük (2019 net borç/FAVÖK:1,0x) ve kısa vadede döviz açık pozisyonu bulunmayan bilançosunun, şirketi bu dönemde öne çıkaracağını düşünüyoruz.

### Değerleme

2020 tahminlerimize göre Turkcell 7,4x F/K ve 3,2x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %26 ve %44 ıskonto ile işlem görüyor.

### Riskler

Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını, i) operatörler arası fiyat rekabetinin artması, ii) şirketin fiyatlama gücünde azalma ve iii) hissedarların temettü ödemesi gibi önemli konularda anlaşmazlığa düşmesi ve yatırım harcamalarının orta vadede beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesi olarak sıralayabiliriz.



TOASO		AL	
Fiyat ₺	16.76	3A Hac.mn ₺	8.7
Hedef Fiyat ₺	22.30	Yılıçi Rel.	-8%
Getiri Pot.	33%	Yabancı	69%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,482	1,236	1,591
Satışlar	18,897	16,217	21,393
FAVÖK	2,480	2,113	2,753
Net Borç	1,125	2,217	6,164
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.7	6.8	5.3
FD/FAVÖK	3.8	4.5	3.5
FD/Satışlar	0.50	0.59	0.44
Aktif Karlılık	11%	10%	10%
Özserm. Karlılık		28%	33%
Net Borç/FAVÖK	0.45	1.05	2.24
Net Borç/Özserm.	0.26	0.51	1.17
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	-17%	29%	19%
FAVÖK	-15%	30%	11%
Satışlar	-14%	32%	13%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-26%	-35%	
FD/FAVÖK	-21%	-50%	

## Tofaş Otomobil Fabrikaları

### Yatırım Teması

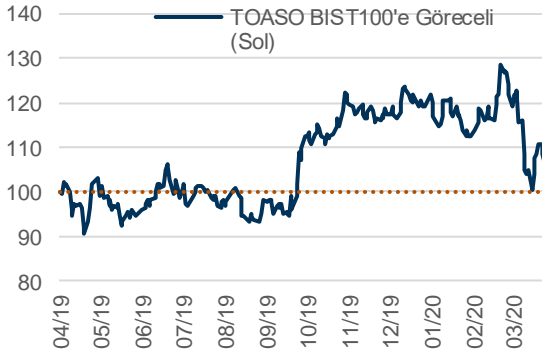
Binek araç ve hafif ticari olarak dengeli ürün gamı, yüksek ihracat hacmi (cironun yaklaşık %80'i), Egea binek araç ailesinin olumlu etkilediği yüksek yurtiçi pazar payı ve 450 bin araçlık kurulu üretim kapasitesi ile Tofaş Türkiye'nin önemli otomotiv üreticileri arasında yer almakta. Fiat Grubu ile uzun yıllardır devam ettirdiği maliyet + mark-up ihracat anlaşmaları şirketin ihracat faaliyet marjlarını maliyet artışlarına karşı koruma sağlarken, yine Fiat Grubu ile yapılan al veya öde ihracat anlaşmaları ihracat adetlerindeki talep düşüşlerinde şirket için koruma sağlıyor. Ayrıca yüksek ihracat gelirleri şirketi TL'deki dalgalanmalara karşı güvenli liman oluşturuyor. Bu anlamda 2020'da şirketin toplam satış hacminde öngördüğümüz %26 düşüğe rağmen, şirket satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında sırasıyla %14 ve %15 gerileme öngörüyoruz.

### Değerleme

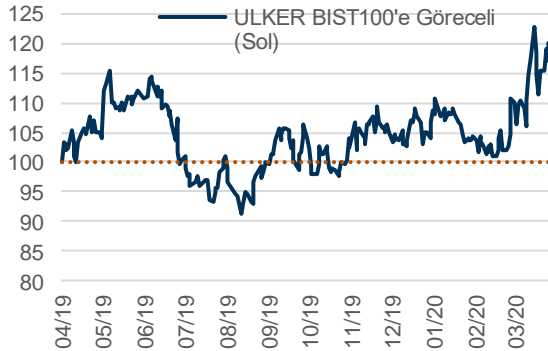
TOASO:IS yılbaşından bu yana endeksin %8 altında getiri sağladı. Hisse 2020T 4.5x Firma Değ./FAVÖK ve 6.8x F/K çarpanlarıyla sırasıyla 6.5x ve 7.9x yurtdışı benzer şirket çarpan ortalamalarına kıyasla iskontolu işlem görüyor. Yurtiçi en yakın benzer hisse olan FROTO'nun 8.0x Firma Değ./FAVÖK ve 11.4x F/K çarpanlarına da göre de oldukça iskontolu işlem görmektedir. TOASO için € risksiz getiri oran tahminlerindeki 0.6 puan yukarı yönlü revizyon, makro tahminlerimizdeki değişiklikler ve satış adet tahminimizdeki değişiklikler nedeniyle revize ettiğimiz hisse başına 22.30TL hedef fiyatımız %33 getiriye işaret ediyor.

### Riskler

Beklentimizin altında Türkiye ve Avrupa pazar büyümleri, hammadde fiyatlarındaki artış (iç satış karlılığını olumsuz etkiliyor), oto iç pazarını olumsuz etkileyebilecek faiz artışı ve TL'nin € karşısındaki değer kaybı hisse için önde gelen risk unsurlarıdır.



ULKER		AL	
Fiyat ₺	20.40	3A Hac.mn ₺	4.0
Hedef Fiyat ₺	28.10	Yılıçi Rel.	17%
Getiri Pot.	38%	Yabancı	93%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	905	966	908
Satışlar	7,803	8,511	9,536
FAVÖK	1,304	1,328	1,554
Net Borç	855	267	-180
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	7.7	7.2	7.7
FD/FAVÖK	6.0	5.9	5.0
FD/Satışlar	1.00	0.92	0.82
Aktif Karlılık	8%	7%	6%
Özserm. Karlılık	41%	20%	16%
Net Borç/FAVÖK	0.66	0.20	-0.12
Net Borç/Özserm.	0.19	0.05	-0.03
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	7%	-6%	n.m
FAVÖK	2%	17%	n.m
Satışlar	9%	12%	n.m
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-68%	-56%	
FD/FAVÖK	-56%	-56%	



## Ülker

### Yatırım Teması

Ülker'in Covid-19'un ekonomik etkilerinden görece az etkilenen şirketlerden biri olacağını düşünüyoruz. Şirketin satışlarının yaklaşık %85'i fabrikalarının bulunduğu ülkelerde yapılıyor, üretimin yaklaşık %15'i ise ihracata yönlendiriliyor. Ülker'in ihracatında henüz herhangi bir aksama yok. Ülker, 2016 yılından bu yana Suudi Arabistan, Mısır ve Kazakistan'daki yaptığı satın alımlarla güçlü bir bölgesel oyuncuya dönüştü. Bu süreç içerisinde, Türkiye'den yapılan ihracat da dahil olmak üzere uluslararası operasyonların FAVÖK katkısı %10'dan %47'ye yükseldi. Şirketin yurtdışı faaliyetlerinin artan katkısı özellikle TL'nin zayıfladığı dönemlerde büyümeye olumlu katkı yapıyor. Suudi Arabistan ve BAE'nin para birimlerinin dolara peg olması, şirketin kur riskini dengeleyen önemli bir faktör. Ülker'i, i) karlılığı yüksek ve hızlı büyüyen uluslararası operasyonlarının artan FAVÖK katkısı, ii) Türkiye'deki açık ara pazar lideri konumu, iii) uzun döviz pozisyonu ve düşük kaldıraç (2019 net borç / FAVÖK: 0,3x) sahip sağlıklı bilançosu ve iv) 2020 yılında iyileşmeye devam etmesini beklediğimiz işletme sermayesi ve sağlıklı FAVÖK büyümesi ile artmasını beklediğimiz nakit yaratımı, nedeniyle beğeniyoruz.

### Değerleme

Ülker 2020T 5,9x FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzer şirketlere göre %56 iskonto ile işlem görüyor.

### Riskler

i) Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını, i) net işletme sermayesinde 2018 yılı benzeri bir bozulma ve dolayısıyla beklentilerimizin altında gerçekleşecek operasyonel nakit akımı i) uzun süreli düşük petrol fiyatlarının, Suudi Arabistan başta olmak üzere Ülker'in faaliyetlerinin bulunduğu bölge ekonomileri ve para birimlerini olumsuz etkilemesi, ii) bu süreçte USD/SAR peg'inin kırılması, iii) başta Suudi Arabistan olmak üzere bölge ülkelerinin, bütçelerini dengeleme amaçlı atıftırılmalık kategorisindeki ürünlere ek vergi getirmesi, iv) üretim problemleri kaynaklı şirketin temel girdi maliyetlerinde olası sert yükseliş, olarak sıralayabiliriz.

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Covid-19 Sektörel Etkileri

2008 Benzeri Şok Senaryosu

En Çok Önerilen Hisseler

► **BIST 30 Şirketleri**

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

### **Arcelik (ARCLK.IS), AL, Fiyat Hedefi: 16.50TL**

Corona virüs salgınıyla ilgili olarak Arçelik Türkiye'deki üretimini durdurmayıp üretim hızını azaltırken, Pakistan (6 Nisan), Bangladeş (5 Nisan), Güney Afrika (17 Nisan) ve Rusya'da (6 Nisan) resmi otoritelerin salgın ile mücadele kapsamında sokağa çıkma yasağı ilan etmesi dolayısıyla bu ülkelerdeki üretim ve satış faaliyetlerini geçici olarak durdurdu.

Arçelik'in 2020'de TL'deki değer kaybı sayesinde satış gelirlerinde orta tek haneli artış öngörüyoruz. Öte yandan, TL'nin Dolar ve Euro karşısında değer kaybetmesi, €/ş paritesindeki gerileme, KKO'daki düşüş, daralan talep nedeniyle fiyatlama kabiliyetinin sınırlanması ve tüketicinin nispeten ucuz ürünlere kayması kar marjını baskılayacaktır. Hammadde (çelik ve plastik) fiyatlarındaki düşüş beklentimiz her ne kadar bu baskının bir kısmını telafi etse de şirketin 2020 karlılığındaki düşüş kaçınılmaz olacaktır.

2020'de talep daralmasına bağlı olarak alacak gün sayısı ve stok gün sayılarında olası artışlar nedeniyle şirketin işletme sermayesi ihtiyacında da bozulma öngörüyoruz ki bu 2019 sonunda 8 milyar TL olan şirketin net borç rakamının yükselmesine neden olacaktır. Arçelik'in toplam brüt borcunun %40'ı TL bazlı olup, toplam TL borcun yaklaşık %30'u sabit faiz oranına sahiptir. Bu nedenle, faizlerdeki düşüş şirketin net karını sınırlı şekilde etkileyecektir. Diğer taraftan 2019 yılında kaydedilen kur farkı gelirin kısıyasla 2020'de kur farkı zararı tahminimiz nedeniyle şirketin net karındaki düşüş ciro ve faaliyet karındaki düşüşten daha fazla olmaktadır.

Arçelik'in Corona virüs salgınıyla mücadele kapsamında solunum cihazı üretmesini kısa vade de şirketin faaliyetleri üzerinde bir etkisinin olmayacağını düşünüyoruz. Ancak orta vadede bunun seri üretimine geçilip ihracatı söz konusu olursa olumlu katkı yaratabilir.

ARCLK için € risksiz getiri oran tahminlerindeki 0.6 puan yukarı yönlü revizyon ve makro tahminlerimizdeki değişiklikler nedeniyle revize ettiğimiz hisse başına 16.50 TL hedef fiyatımız %20 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse 5.4x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile medyan yurtdışı benzer şirket çarpanına göre (4.8x) primli işlem görmektedir.



### Aselsan (ASELS.IS), TUT, Fiyat Hedefi: 26.65TL

Aselsan 9,7 milyar dolarlık bakiye siparişi ve 4,2x ciro karşılama oranı (bakiye sipariş / 2019 ciro) ile yüksek öngörülebilirlik sunuyor. Güçlü bakiye sipariş büyüklüğü sayesinde 2020 yılında dolar bazında %30 büyüme ile tarihsel olarak en yüksek yıllık ciro seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bununla birlikte benzer şirketlere göre daha yüksek, sürdürülebilir ve Türk lirasının değer kaybına karşı dirençli faaliyet karlılığı (gelirlerin %78'i,giderlerin %35'i döviz bazlı) ve güçlü bilançosu ile kısa vadeli şoklara karşı dirençli olduğunu düşünüyoruz.

Tedarik tarafında; yüksek stok seviyesi sayesinde kısa vadede salgın nedeni ile tüm dünyada alınan önlemlerden kaynaklı önemli bir sorun yaşamayacağını düşünüyoruz. Ancak önemli tedarik pazarları olan Amerika, Almanya, Fransa, Hollanda gibi ülkelerde salgın nedeni ile alınan önlemlerin yılsonuna doğru uzaması teslimatlar açısından risk taşımaktadır.

Aselsan'ın sağlık gibi savunma dışı sektörlerde uzun vadede önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Ancak hem halihazırda tarihsel olarak yüksek sipariş defteri ile kapasitesinin sınırlarını zorluyor olması hem de sağlık gibi sektörlerde teknoloji transferi ile ilgili yaşanabilecek zorluklardan dolayı kısa vadede önemli bir ivme kazanmasının zor olduğunu düşünüyoruz.

Şirket ile ilgili en önemli risk unsurunun son iki yıldır zayıf seyreden serbest nakit akışı olduğunu düşünüyoruz. 2020 yılında yüksek büyümeye bağlı olarak işletme sermayesindeki artışın operasyonel nakit akışı üzerinde olumsuz etki yaratabileceğini öngörüyoruz. Buna ek olarak salgın sonrası kamu harcamalarının artması (sağlık, sosyal yardımlar..) ve ekonomide daralma beklentimize paralel bütçenin gelir bacağına da bozulacak olması nedeniyle alacak tahsilat sürelerinin uzayabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle önümüzdeki çeyreklerde serbest nakit akışının negatif seyretmesini çok olası görüyoruz.

Bu beklentiler ışığında ve makro tahminlerimizdeki değişiklikler sonrası hedef değerimizi 26,65 TL/hisse (önceki 25,95TL) olarak güncelliyoruz. Değerlememize %15 getiri potansiyeli sunan hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse %50-50 ağırlıklandırılmış 6,5x 2020T F/K ve 5,8x 2020T FD/FAVÖK çarpanlarına göre benzer şirketlere kıyasla %40 iskonto ile işlem görüyor. Uzun vadede büyüme potansiyeline inanıyor ve benzer şirketlere göre yüksek iskonto ile işlem gördüğünü düşünüyor olmamıza rağmen kısa vadede negatif seyretmesini beklediğimiz serbest nakit akışının hisse fiyatını baskılayabileceğini düşünüyoruz.

### **Bim (BIMAS.IS), TUT, Fiyat Hedefi: 57.20TL**

Defansif doğası gereği gıda perakende sektörünün salgın nedeniyle alınan tedbirlerden olumsuz etkilenmesini beklemiyoruz. Genel olarak yıla güçlü başlayan gıda perakende sektöründe salgın sonrası ciro büyümesinin daha da güçleneceğini düşünüyoruz. Her ne kadar fiziki mağaza trafik verilerinde alınan önlemler nedeniyle daralma söz konusu olsa da ortalama sepet büyüklüğündeki güçlü artış sayesinde benzer mağaza büyümelerinin olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Bunun yanı sıra yılın ilk çeyreğinde Bim'in yeni mağaza açılışlarının hızlı seyrinin devam ettiğini ve yılın geri kalanına ilişkin de hedeflerde herhangi bir değişiklik olmadığı anlıyoruz. Dolayısıyla hem güçlü benzer mağaza büyümeleri hem de yeni m2 artışı sayesinde gelir büyümesinin güçlü seyrini devam ettirmesini bekliyoruz.

Güçlü büyümesinin yanı sıra kar marjlarının da olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Her ne kadar sepet ağırlığı içerisinde artan sebze-meyve ve temel gıda tüketim ürünlerinin marjları daha düşük olsa da bunun kısmen daha yüksek karlı hijyen ürünleri satışı ile telafi edileceğini ve operasyonel kaldıraç sayesinde genel olarak marjların olumlu etkileneceğini tahmin ediyoruz. Özellikle yılın ilk yarısının büyüme ve karlılık anlamında güçlü seyredeceğini, yılın ikinci yarısında bu pozitif seyrin, öne çekilen talep, turizmin zayıf etkisi ve alım gücündeki zayıflama nedeni ile ilk yarıya kıyasla görece daha zayıf olabileceğini düşünüyoruz. Ama genel olarak 2020 yılı büyüme ve kar marjlarının Şirket'in yıl başındaki öngörülerinin üst bandına yakın seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Şubat ayının ortasından beri endeksi %42 oranında yenen hisselerin güncellenen hedef değerimiz 57 TL'ye sınırlı %14 getiri potansiyeli sunması nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 11x 2020T FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi) ile geçmiş ortalamalarına göre yaklaşık %15 iskonto ile işlem görmektedir.

### **Ereğli Demir Çelik (EREGL.IS), TUT, Fiyat Hedefi: 9.00TL**

Erdemir halihazırda Corona virüsü salgını nedeniyle üretime ara verme kararı almadı. Ancak önümüzdeki dönemlerde şirketin üretime ara vermese de üretim hızını düşürebileceğini düşünüyoruz. 2020 yılında şirketin satış gelirlerinde çelik talebindeki düşüş ve çelik fiyatlarındaki gerileme beklentimiz nedeniyle dolar bazında yaklaşık %25 düşüş tahmin ediyoruz. Hammadde maliyetlerindeki düşüşün çelik fiyatlarındaki düşüşün gerisinde kalacağı beklentisi ve üretimde verimlilik kaybı nedeniyle ton başına FAVÖK tutarının ise 2019'daki \$116/ton'dan 2020'de \$66/tona gerileyeceğini hesaplıyoruz. Son dönemdeki gelişmeler ışığında Ticaret Bakanlığı'nın 2019 yılı karından temettü dağıtım oranının %25 ile sınırlandırılması kararından sonra Erdemir'in de daha önce 4.2 milyar TL (%127 dağıtım oranı) olarak açıklanan ancak GK'unda henüz onaylanamayan temettü tutarının 830 milyon TL'ye düşeceğini tahmin ediyoruz. Hisse başına 9.0TL hedef fiyatımız ile tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz. Hisse 2020T 9.2x Firma Değ/FAVÖK çarpanı ile yurtdışı benzer şirket çarpan ortalaması olan 5.3x'e kıyasla primli işlem görüyor.

### **Halkbank (HALKB.IS) AL, Fiyat Hedefi: 7.00TL**

Bankanın marjları 2019 yılında dip seviyesini gördükten sonra özellikle faiz indirimlerinden sonra yününü yukarıya çevirmiş durumda. Halkbank önemli bir baz etkisiyle karını bu sene en çok artıracak banka olarak gözükmesine rağmen sene başında tahmin ettiğimiz artışı aşağı yönlü revize ettik. Özellikle KOBİ'lere yönelik yeni kampanyalar açılması bankanın kredi büyüme oranlarını yukarı çekebilir fakat kısa vadeli fonlamanın toplam fonlamadaki ağırlığının düzelmesi muhtemelen başka bir bahara kalacak. Fonlama baskısında beklenen rahatlama muhtemelen olmayacağı için bu sene gerilemesini beklediğimiz swap fonlama maliyetleri de çok aşağıya gelmemiş olacak. Buna rağmen Merkez Bankası'nın bol likidite verecek olması başta Halkbank olmak üzere özellikle kamu bankalarını rahatlatacak. Bankanın değerlendirme rasyoları tarihi dip seviyelerde. Bu nedenle AL tavsiyemizi koruyoruz.

### **Kardemir (KRDMD.IS),TUT, Fiyat Hedefi: 2.29TL**

2020 yılında şirketin satış gelirlerinde çelik talebindeki düşüş ve çelik fiyatlarındaki gerileme beklentimiz nedeniyle dolar bazında yaklaşık %25 düşüş tahmin ediyoruz. Hammadde maliyetlerindeki düşüşün çelik fiyatlarındaki düşüşün gerisinde kalacağı beklentisi ve üretimde verimlilik kaybı nedeniyle ton başına FAVÖK tutarının ise 2019'daki \$53/ton'dan 2020'de \$35/tona gerileyeceğini hesaplıyoruz. Hisse başına 2.29TL hedef fiyatımız ile tavsiyemizi AL'dan TUT'a indiriyoruz.

### **Koç Holding (KCHOL:IS), AL, Fiyat Hedefi: 18.50TL**

Holding'in portföyünde halka açık iştiraklerin payının yüksek olması (halka açık + nakit: %93) sayesinde portföyün şeffaf olması, risklerin sektör, iştirak ve coğrafya bazında çeşitlendirilmiş olması, güçlü solo nakit pozisyonu ve yüksek temettü geliri olması, dolar bazlı gelir ağırlığının yüksek olması, önemli bir kur riski taşıyor olması gibi nedenlerden dolayı uzun vadede Koç Holding hissesini beğeniyoruz. Ancak kısa vadede global büyümeye ilişkin artan endişelerin ve salgın nedeniyle alınan önlemlerin grubun operasyonları üzerinde olumsuz etkilerinin olacağını düşünüyoruz.

Kasım ortasından beri hem küresel büyüme ile ilgili artan endişeler hem de portföyde %22 ağırlığa sahip Tüpraş'ın zayıf rafineri marjları ve portföyde %17 ağırlığa sahip bankacılık sektörünün zayıf görünümü nedenleriyle hisse endeksin %21 gerisinde kaldı. Ancak bu dönemde hisse performansı halka açık portföyünün hisse performansından daha zayıf oldu ve hissenin halka açık portföye olan priminin daraldığını gördük. Dolayısıyla biz olumsuzlukların hissede büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Hisse cari NAD'ine göre 1Y/3Y iskonto ortalamaları olan %4/%8'in üzerinde %14 iskonto ile işlem görüyor. Ayrıca halka açık portföyünün değerine olan primi 1Y/3Y ortalamaları olan %14/%11'e kıyasla %6 seviyesine düştü. İskontoların genişlemesi nedeniyle holding hissesinin iştirak hisselerinden daha cazip olduğunu düşünüyoruz.

COVID-19 sonrası güncellenen yeni makro tahminlerimiz ile birlikte hedef değerimizi 18,5TL'ye (önceki: 23,5TL) revize ediyoruz. Zayıf performansı sonrası güncellenen hedef değerimize halen %35 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

### **Pegasus Havayolları (PGSUS.IS), AL , Fiyat Hedefi: 54.00TL**

Pegasus Havayolları'nın 1Ç20'de %28, 2Ç20'de %95, 3Ç20'de %40 kapasite kesintisinin ardından 4Ç20'de tüm kapasitesini kullanılabileceği varsayımı ile 2020 yılı tamamı için %33 kapasite (ASK) düşüşü tahmin ediyoruz. Şirket sene başında paylaştığı beklentilerinde 2020 yılı sonunda nette 10 uçak girişi ile filosunu 94 uçak olarak planlıyor ve %12-%14 kapasite artışı öngörüyordu. Halihazırda uçak teslimatlarında bir öteleme öngörülüyor. Kapasitedeki düşüşe ek olarak doluluk oranındaki düşüş beklentisiyle toplam yolcu sayısının yıllık bazda %30 düşüşle 21 milyona gerileyeceğini öngörüyoruz. Yolcu sayısındaki gerileme, birim gelirlerdeki azalma ve dış hat yolcu sayısındaki sert düşüş nedeniyle ciddi şekilde yara alacağını düşündüğümüz yan gelirdeki gerileme neticesinde PGSUS'un satış gelirlerinde € bazında %47 düşüş tahmin ediyoruz. Çoğunlukla personel gideri ve finansal kiralama giderlerinden oluşan sabit giderler (aylık yaklaşık €50mn) Pegasus Havayolları'nın toplam giderlerinde %40 paya sahip. Kısa çalışma ödeneği ve ücretsiz izin uygulamaları neticesinde şirketin personel giderlerinde yaklaşık %20 oranında bir kesinti hesaplıyoruz. Kapasite kesintisi ile bağlantılı olarak yakıt tüketiminde de azalma olacağından şirketin 2020 için %57 olarak açıkladığı yakıt hedge oranının %96'a yükseleceğini hesaplıyoruz. Şirketin hedge yakıt fiyatı US\$60 olduğundan petrol fiyatlarındaki düşüşten tam fayda sağlayamıyor. Tüm bunlar neticesinde PGSUS'un 2020'de satış gelirlerinin ve FAVÖK rakamının yıllık bazda sırasıyla € bazında 42% ve %61 gerileyeceğini hesaplıyoruz.

Son olarak 2019 sonu itibariyle şirketin €650 milyon nakdi bulunuyor. PGSUS için revize 54.00TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse yılbaşından bu yana Sabiha Gökçen Havalimanında yeni frekans sınırlaması, uçak kazası ve COVID-19 salgını nedeniyle endeksin %51 altında performans gösterdi. Salgının kontrolü ile ilgili olumlu gelişmelerden, ilaç ve aşı çalışmalarına ilişkin gelişmelerden ilk etapta olumlu etkilenecek hisselerden biri olduğunu düşünüyoruz.

### **Petkim (PETKM:IS), TUT, Fiyat Hedefi: 4.05TL**

Suudi Arabistan ile Rusya arasındaki fiyat savaşının etkisiyle petrol fiyatlarında yaşanan düşüş aynı zamanda nafta fiyatlarını da aşağıya çekti. Nafta fiyatlarında yaşanan sert düşüş maliyet tarafında Petkim'i oldukça olumlu etkiliyor. Ancak diğer taraftan özellikle COVID-19 sonrası hızlanan talep daralması ve küresel büyüme ile ilgili artan endişeler ürün fiyatlarını da olumsuz etkiledi. Nafta fiyatlarındaki düşüşün ürün fiyatlarındaki düşüşe kıyasla daha yüksek olması Ocak-Nisan döneminde ürün marjlarında yukarı yönlü bir trende neden oldu. Ancak ürün marjları bu trende rağmen halen geçen senenin aynı dönemine göre düşük seyretmeye devam ediyor. Bununla birlikte nafta ve ürün fiyatlarında yaşanan düşüş sonrası oluşan stok zararının 1. çeyrek karlılığını olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz.

COVID-19 sonrası dış talepte yaşanan daralma nedeni ile Petkim'in daha çok iç pazara yoğunlaştığını anlıyoruz. Yurt içi pazarda termoplastik talebi ve fiyatlaması güçlü seyrederken, üretimi durdurulamayan ve depolanması zor olan aromatikler tarafında talep ve fiyat konusunda zayıf bir görünüm var. Ancak genel olarak bu dönemde yerel bir oyuncu olmanın lojistik ve diğer avantajları sayesinde karlılığın kısmen de olsa olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Bu varsayımlar altında 2019'da 104 dolar olarak gerçekleşen ton başına FAVÖK'ün 2020'de %16 daralarak 88 dolara düşmesini bekliyoruz. Karlılık ve nakit akışı tarafındaki daralmaya ve ileriye dönük artan belirsizliklere bağlı olarak STAR Rafinerisi için planlanan 240 milyon dolar tutarındaki kalan ödemenin önümüzdeki yıla ertelenebileceğini, bunun da bu yıl Şirket'in serbest nakit akışını olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

COVID-19 sonrası güncellenen yeni makro tahminlerimiz ile hedef fiyatımızı 4,2TL'den 4,05TL'ye güncelliyoruz. Revize hedef fiyatımıza 19% getiri potansiyeli sunan hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Petroldeki fiyat savaşlarının uzun sürmesi, dolayısıyla nafta fiyatlarının uzun süre baskı altında kalması ve aynı zamanda salgının kısa sürede kontrol altına alınması sonrası talepte toparlanma yaşanması tahminlerimiz için en önemli yukarı yönlü risk faktörüdür.

### **Sabancı Holding (SAHOL :IS), AL, Fiyat Hedefi: 10.00TL**

Cari net aktif değerinin yaklaşık %90'ı halka açık şirketler ve solo nakit pozisyonundan oluşan Sabancı Holding'in NAD iskontosu son 3 yıllık ortalaması %37'ye kıyasla %43'e yükseldi. Yönetimin son yıllarda stratejik olarak banka dışı portföyü halka arzlar ve varlık satışları ile yapılandırıyor olmasına, karlılığın iyileşmesine, nakit akışının güçlenmesine ve borçluluğun azalmasına rağmen iskontonun hala genişliyor olmasını çok anlamlı bulmuyoruz. Ayrıca Enerjisa Üretim'in önümüzdeki dönemde olası halka arzının portföyün şeffaflığını artıracak olması ve borçluluğun azalmasını hızlandıracak olması nedenleriyle iskontoyu daraltacağını düşünüyoruz. Güncellemeler sonrası hedef değerimizi 10 TL'ye revize ediyoruz (önceki: 11.6TL). Güncel hedef değerimize %35 getiri potansiyeli sunan ve tarihsel ortalamalarına göre yüksek iskonto ile işlem gören hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Ayrıca Sabancı Holding NAV'sinde %50 paya sahip olan Akbank için de AL tavsiyemiz olduğunu ve aynı zamanda en çok önerilenler listemizde yer aldığını hatırlatmak isteriz

### Şişe Cam (SISE.IS) TUT , Fiyat Hedefi: 5.81TL

Grup şirketleri için paylaştığımız yorumların Şişecam'daki görünümü büyük ölçüde yansıttığını düşünüyoruz. Konsolide bazda Türkiye (%37), Avrupa (%22) ve Rusya (14%) şirketin en büyük pazarı konumunda. Satışların %25'ini ise şirketin faaliyette bulunduğu ülkelerden yapılan ihracat oluşturuyor. Şişecam grup şirketleri mevcut durumda üretime ara vermiş değil. Bu durumun kısmen faaliyetleri durdurup yeniden başlatmanın, özellikle cam şirketleri, için uzun sürmesi ve maliyetli olması nedeni ile olduğunu düşünüyoruz. Sektör bileşenlerine bakıldığında virüs kaynaklı sipariş iptal/erteleme taleplerinin yoğunlukla cam ev eşyası (Paşabahçe) ve düzcam (Trakya Cam) iş kollarını etkileyeceğini düşünüyoruz. Şişe'nin tüm iş kollarının sermaye yoğun olması ve sabit maliyetlerinin yüksekliği, talebin zayıf olduğu dönemlerde operasyonel karlılık üzerinde önemli baskı yaratıyor. Soda hedef fiyatımızda yaptığımız sınırlı bir aşağı revizyon nedeni ile Şişe için hedef fiyatımızı ile 5,8TL'den 5,3TL'ye revize ediyoruz. Ek olarak, bu revizyonda şirketin takip listemizde olan 3 iştirakinden olan toplam 650mn TL'lik alacağını şirketin net nakit pozisyonuna ekledik. Grup şirketlerinin değerlemesini hali hazırda Şişecam'a olan net borçlarını dikkate alarak yapıyoruz. Şişecam için kısa vadede önemli gördüğümüz riskler aşağıdaki gibi.

i) Avrupa ekonomisinin Covid-19 salgınından 2008 krizinin üzerinde bir daralma ile çıkması ihtimali. Trakya Cam büyümeye oldukça duyarlı otomotiv ve inşaat sektörünün zayıflığından olumsuz etkileniyor. Trakya Cam'ın Avrupa operasyonlarının karlılığı hali hazırda oldukça düşük seviyede. Ek olarak, Soda'nın soda külü satışlarının %51'i Avrupa bölgesinde ve zayıf talep koşulları, şirketin fiyatlaması ve satışları üzerinde baskı yaratabilir. ii) Petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş ve global dolar rallisi nedeni Ruble sene başından beri dolar karşısında %20 değer kaybetti. Bu durumun şirketin Rusya operasyonlarının karlılığı üzerinde baskı yaratması oldukça olası. iii) Turizm, otelcilik ve restoran faaliyetinin dünyanın çok önemli bir kısmında durmuş olası Paşabahçe'nin satışlarını kısa vadede oldukça olumsuz etkilemesi oldukça olası. Covid-19 etkisinden bağımsız olarak, cam ev eşyası iş kolunun, görece ucuz ürünlere olan talep nedeniyle ciro yaratma kapasitesinde uzun zamandır devam eden bir problem mevcut. iv) Türkiye'de 2020 yılı için beklediğimiz %2,5'lük ekonomik daralma ve TL'nin zayıflığı inşaat aktivitesindeki toparlanmayı geciktirebilir. Tüm grup şirketleri için olası bir pozitif gelişme ise Botaş'ın petrol fiyatlarındaki sert düşüş nedeni ile doğalgaz fiyatlarına indirim yapması olabilir. Diğer yandan Botaş bu dönemi 2017-2018 arası oluşan zararlarını telefi etmek için de kullanabilir. Dünyada enerji fiyatlarının, petrol kaynaklı çok hızlı düştüğü bir dönemde, Türkiye'de fiyatlara indirim gelmemesi, enerjiyi yoğun kullanan sanayi sektörlerinin global rekabetçiliğini olumsuz etkileyecektir. Petrol fiyatına gelen şok öncesinde dahi, Türkiye ve Batı Avrupa piyasaları arasında doğalgaz alım fiyatları arasındaki fark, Türkiye aleyhine %30'dan fazla açılmıştı.

### **Soda (SODA.IS) , AL, Fiyat Hedefi : 7.20TL**

Soda'nın 2019 yılı soda külü satışlarının %51'i Avrupa bölgesine yapıldı. Bu nedenle diğer grup şirketlerine benzer olarak, Avrupa'daki ekonomik zayıflığın şirketin satışlarını olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz. Cam (%62) ve deterjan (%10) sektörleri şirketin satış portföyünün %72'sini oluşturuyor. Mevcut durumda özellikle cam şirketlerinin üretimlerinde ve dolaysısı ile soda külü talebinde azalma olmasını muhtemel görüyoruz. Şirketinin ürün satışlarında sektörlerin ağırlığını değiştirmek için bir miktar alanı olsa da cam sektörünün yerini doldurması oldukça zor. Aslında mevcut durumda şirketin 2020 yılı için planladığı üretimin tamamını önceden belirlenen fiyatlardan satmak için müşterileri ile yaptığı anlaşmalar mevcut, ancak bu anlaşmalar iptale veya ertelemelere tabi olabilir. Krom kimyasalları iş kolunda ise Çin'in şirketin en büyük pazarından biri olması krom kimyasalları için görece olumlu. Mevcut durumu yansıtmak adına hem krom kimyasalları hem soda külü satış hacmi beklentilerimizde yıllık bazda %10 daralma öngördük. Ek olarak şirketin, soda külü satış fiyatının da 2020 yılında %5 gerilemesini bekliyoruz. Diğer yandan ortalama USD/TL tahminlerimizde yaptığımız %10'luk yukarı revizyon, şirketin TL finansallar üzerindeki olumsuz etkiyi büyük ölçüde dengeledi. 2021 yılında ise şirketin faaliyetlerinde hızlı bir normale dönüş öngördük. Yeni kur tahminlerimizin olumlu etkisi nedeni ile hedef fiyatımızı, görece sınırlı bir aşağı revizyon ile 7,5TL'den 7,2TL'ye revize ediyoruz. Her iki iş kolu içinde satış hacimleri ve fiyatlarının beklentilerimizin üzerinde gerilemesi temel risk unsuru olarak ön plana çıkıyor. Buna ek olarak, ürün fiyatlarında 2020'nin ötesine geçebilecek kalıcı bir bozulma hedef fiyatımızı olumsuz etkileyebilir.

### **TAV Havalimanları (TAVHL.IS), AL, Fiyat Hedefi : 22.46TL**

Corona virüsü salgının olumsuz etkileri neticesinde TAV Havaalanları'nın toplam yolcu sayısının 2020'de %35 düşüşle 58 milyona gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2019 mali tablolarından yola çıkarak sabit giderlerin toplam giderlerdeki payının %75 civarında olduğunu hesaplıyoruz. Ancak şirketle görüşmelerimizde bazı sabit giderler ile ilgili taraflarla (DHMİ gibi) görüştüklerini ve indirim sağlamaya çalıştıklarını öğrendik. TAV Atatürk Havalimanı'na ilişkin €389milyon tazminat ödemesinin €193 milyonunu 1Ç20'de nakit olarak aldı. Geri kalan tutarın ise 1Ç21'de ödenmesi bekleniyor. TAV hisse fiyatını desteklemek adına 12 Mart'ta 200 milyon TL'ye kadar hisse geri alım programı yaptığını açıklamıştı. Bugüne kadar şirket 24 milyon TL tutarında hisse geri aldı. TAVHL için revize 22.46TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse yılbaşından bu yana endeksin %24 altında performans gösterdi.



### Trakya Cam (TRKCM.IS) , TUT, Fiyat Hedefi : 3.32TL

Trakya Cam'ın İtalya'da 410 bin ton, Bulgaristan'da ise 470 bin ton üretim kapasitesi bulunuyor. İtalya ve Bulgaristan şirketin üretim kapasitesinin %28'ine karşılık geliyor. Şirketin Romanya (1), Slovakya (1) ve Almanya'da (2) toplam 4 enkapsülasyon hattı bulunuyor. Avrupa operasyonları 2019YE itibariyle Trakya Cam'ın satış ve FAVÖK'ünün sırası ile %39 ve %7'sini oluşturuyor. Şirketin Avrupa satışları yüksek olsa da FAVÖK katkısı görece düşük. Bununla beraber Avrupa'da zayıf ekonomik aktivitenin karlılık üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. 2019, Avrupa pazarının hali hazırda özellikle yılın ikinci yarısında fiyat trendinin aşağıya gelmesi ile zayıflık belirtileri gösterdiği bir yıl olmuştu, buna Covid1-19 şokunun eklemesi ile oluşan zayıf talep koşullarının fiyatlar üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz. Bu nedenle şirketin Avrupa'da satış fiyatlarının 2020 yılında EUR bazında %10 gerilemesini bekliyoruz. Otomotiv üreticilerinin üretimi durdurma kararları sonrası Trakya Cam'ın Avrupa'daki siparişlerinde erteme talepleri olduğunu öngörüyoruz. Türkiye operasyonlarında ise beklediğimiz ekonomik küçülmenin ve zayıflayan TL'nin inşaat sektörünü olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz. 2019 yılında ruhsat verilen yeni yapıların yüzölçümü yıllık bazda %52,4 gerilemişti ve bu durum 2020 için zayıf inşaat aktivitesine ve düz cam talebine işaret ediyordu. Düz cam talebi, yapı izinlerindeki değişimi belirli bir gecikme ile takip ediyor (iznin alınması ve cam talebinin oluşması arasındaki zaman nedeniyle). 2020 yılındaki zayıf ekonomik görünümün, yeni yapı izinlerini olumsuz etkileyebileceğini ve 2021 yılında toparlanmayı geciktirebileceğini düşünüyoruz. 2020 yılında Türkiye operasyonlarındaki hacim daralması beklentimizi %10'dan %20'ye revize ettik. Ek olarak, zayıf talep koşulları ve Türkiye'de bölge ülkelere göre hali hazırda yüksek olan düz cam fiyatlarının, şirketin ürün fiyatlarına enflasyon üzerinde bir artış yapması için sınırlı alan bıraktığını düşünüyoruz. Trakya Cam'ın operasyonlarında virüs etkisi sonrası toparlanmasının görece yavaş olmasını bekliyoruz. Yaptığımız revizyonlar neticesinde Trakya Cam için hedef fiyatımızı 4,0 TL'den, 3,3TL'ye revize ettik. Şirketin İtalya ve Türkiye'deki kapasitesinin virüs etkisinin azaldığı bölgelere kaydırılması 2020 için büyüme beklentilerimize yukarı yönlü risk teşkil edebilir. Orta vadeli olarak ise, virüs etkisinin atılması sonrası devam eden küresel likidite bolluğu Avrupa ve Türkiye'de inşaat sektörünün hızlı toparlanmasına imkan verebilir.

### **Türk Havayolları (THYAO.IS), AL, Fiyat Hedefi: 11.90TL**

Türk Havayolları'nın 1Ç20'de %28, 2Ç20'de %95, 3Ç20'de %30 kapasite kesintilerinin ardından 4Ç20'de tam kapasite kullanımına ulaşabileceğini varsayıyoruz. Buna göre 2020 yılı tamamı için %35 oranında bir kapasite (ASK) düşüşü hesaplıyoruz. Şirket sene başında paylaştığı beklentilerinde 2020 yılı sonunda nette 13 uçak girişi ile filosunu 363 uçak olarak planlıyor ve %8.5-%10 kapasite artışı öngörüyordu. Şirket operasyonel kiralama kontralarını iptal ederek bu artışı %6 ile sınırlandırabildi. Ancak yeni uçak teslimlerinde henüz bir öteleme öngörülüyor. Kapasitedeki düşüşe ek olarak 2020 doluluk oranının yüzde 1 puan düşüşle 80.5%'e gerileyeceği beklentisiyle toplam yolcu sayısının yıllık bazda %38 düşüşle 46.5 milyona gerileyeceğini öngörüyoruz. Talepteki sert düşüş neticesinde birim gelirlerde \$ bazında %9 düşüş tahmin ediyoruz. THY bu zor süreçte toplam satış gelirlerinde 2019'da %13 paya sahip kargo operasyonlarına ağırlık veriyor. Öyle ki şirket kargo uçaklarının yanı sıra yolcu uçaklarıyla da kargo taşımaya başladı. Çoğunlukla personel gideri ve finansal kiralama giderlerinden oluşan sabit giderler (aylık yaklaşık US\$300mn) THY'nin toplam giderlerinde %30 paya sahip. Kısa çalışma ödeneği ve ücretsiz izin uygulamaları neticesinde şirketin personel giderlerinde yaklaşık %20 gibi kesinti hesaplıyoruz. Kapasite kesintisi ile bağlantılı olarak yakıt tüketiminde de azalma olacağından şirketin 2020 için %48 olarak açıkladığı yakıt hedge oranının %80'e yükseleceğini hesaplıyoruz. THY ile yaptığımız görüşmede, THY'nin "collar yöntemi" (two way collar hedge option) ile yakıt fiyatlarını sabitlediği ve bu yöntem ile taban fiyatın US\$35 dolar olduğunu öğrendik. Bu anlamda THY petrol fiyatlarındaki sert düşüşten bu zorlu süreçte olumlu faydalanabiliyor. Şirketin ikram hizmetlerinde, yer hizmetlerinde ve havaalanı giderlerinde kesinti sağlamak amacıyla taraflarla yaptığı anlaşmalarda olumlu sonuca yaklaştığını öğrendik. Tüm bunlar ışığında THY'nin 2020'de satış gelirlerinin ve FAVÖK rakamının yıllık bazda sırasıyla US\$ bazında 37% ve %25 gerileyeceğini hesaplıyoruz. Son olarak 2019 sonu itibarıyla şirketin US\$2.5milyar nakdi bulunuyor. Şirketin ayrıca bankalarda US\$2.5-US\$2.8 milyar kredi limiti bulunuyor. Tüm bunlara ek olarak devletin de THY'ye desteğini açıklamış olmasının iflas kaygılarını giderdiğini düşünüyoruz. Şirketin 1.5 milyar TL'ye kadar hisse geri alım programı açıkladığını da tekrar hatırlatmak isteriz.

THY'nin ana iş kolunu 5.6x hedef 2021T Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ile iştiraklerini ise F/K çarpanı ile değerlendiriyoruz. THYAO için revize 11.90TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse yılbaşından bu yana endeksin %21 altında performans gösterdi. Salgınin kontrolü ile ilgili olumlu gelişmelerden, ilaç ve aşı çalışmalarına ilişkin gelişmelerden ilk etapta olumlu etkilenecek şirketlerden olduğunu düşünüyoruz.

### **Tüpraş (TUPRS:IS), AL, Fiyat Hedefi: 115.00TL**

Tüpraş için özellikle Mart ayı verilerine bakıldığında COVID-19 salgınının ve Suudi Arabistan ile Rusya arasındaki fiyat savaşının etkisiyle düşen petrol fiyatlarının etkileri gözlenmektedir. Mart ayında Brent ile Ural arasındaki fiyat farkı varil başına ortalama 3,5 dolara yükselirken, Mart sonunda yükselişini sürdürerek 5 dolar seviyelerine gördü. Mart ayındaki bu yükseliş ile birlikte 1Ç20 ortalaması da varil başına 2 dolar seviyelerine yükselirken, 1Ç19 (-0,3 dolar/varil) ve 4Ç19 (0,3 dolar/varil) seviyelerin üzerinde yer aldı. Buna ilave olarak Ural dışında bir çok farklı kaynaktan ağır petrol tedarik eden Tüpraş'ın Brent'e göre Ural'dan daha yüksek bir iskonto elde edebileceğini düşünüyoruz. Petroldeki fiyat savaşlarının ne kadar süreceği belirsiz olsa da, süreç sonuçlanana kadar Tüpraş'ın Brent ile ağır petrol arasında oluşan bu fiyat farkından olumlu etkilenmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Ürün karlılığı tarafına bakıldığında ise geçen senenin son çeyreğinden beri negatif seyreden Akdeniz ürün marjlarının Mart ayında 1,5 dolar/varil seviyelerine yükseldiği görülmektedir. Salgın sonrası talebi azalan jet yakıtı ve benzin fiyat düşüşlerinin motorin ve yüksek sülfürlü fuel oil fiyatlarındaki artış sayesinde büyük ölçüde telafi edildiği görülmektedir. O nedenle ürün karlılığı tarafı salgın sonrası beklenildiği kadar kötü seyretmemiştir. Ancak motorindeki artışın görece güçlü talep ile birlikte kısmen de olsa ürünün lojistik/depolama avantajı ile alakalı olabileceği, dolayısıyla çok uzun soluklu olmayabileceği düşünülmektedir. Tüpraş özelinde baktığımızda ise Akdeniz'deki diğer rafinerilere göre ürün siyah ürünlerin ağırlığının yüksek olmasının avantajını yaşayacağını düşünüyoruz. Geçtiğimiz yılın son çeyreğinde gerçekleşen ürün kırılımını kullanarak 1Ç20 için varil başına yaklaşık 2,5 dolar ürün marjı hesaplıyoruz. Mart ayı özelinde baktığımızda ise ürün marjlarının 3,4 dolar/varil seviyelerine yükseldiğini görüyoruz.

Özetle petroldeki fiyat savaşlarının etkisi ile maliyet tarafında bir avantaj elde edilirken, salgın sonrası ürün marjlarında beklenildiği kadar yüksek bir daralma söz konusu olmamıştır. Ancak yine de salgının etkilerinin derinleşmesinin hem kapasite kullanımı hem de ürün karlılığı açısından önemli riskler barındırdığını söylemeliyiz. Ayrıca petrol fiyatlarındaki gerilemeye bağlı olarak 1Ç20 finansallarında 420mn dolar stok zararı oluşacağını tahmin ediyoruz.

Bu varsayımlar dahilinde, Tüpraş için hedef fiyatımızı 115TL/hisse olarak revize ediyor, %36'lık getiri potansiyel ile AL tavsiyemizi yineliyoruz. Değerlememiz için en önemli risk unsurunu salgın nedeniyle küresel ekonomik aktivitenin yavaşladığı bir ortamda Rusya ile Suudiler arasındaki petrol savaşının çözüme kavuşarak Brent ile ağır petrol arasındaki makasın daralması olarak görüyoruz.

### **Turkcell (TCELL.IS) AL, Fiyat Hedefi: 17.20TL**

Telekom iş kolunun defansif yapısı nedeni ile Turkcell için tahminlerimizi büyük ölçüde sabit tutuyoruz. Hazine ve Maliye Bakanlığının, firmaların kâr dağıtımlarını 2019 karının %25'i ile sınırlaması nedeni ile şirket için temettü dağıtım oranımızı %50'den, %25'e revize ediyoruz. Bu yıl için görece düşük kalan dağıtımın 2021'de telafi edileceğini düşündüğümüzden 2021 yılı temettü dağıtım oranı beklentimizi %50'den, %75'e çekiyoruz. Şirketin 2020 ve 2021 temettü verimini sırası ile %3 ve 10%'a denk geliyor. Turkcell'in borçluluğu düşük (net borç/FAVÖK:1,0x) ve açık döviz pozisyonu bulunmayan bilançosunun, şirketi bu dönemde öne çıkaracağını düşünüyoruz.

### **Türk Telekom (TTKOM.IS) AL, Fiyat Hedefi: 8.50TL**

Turkcell ile benzer dinamikleri sahip olan Türk Telekom için de operasyonel tahminlerimizi büyük ölçüde sabit tutuyoruz, ancak yeni makro tahminlerimiz neticesinde 2020 yılı net kar beklentimizi %14 aşağı yönlü revize ediyoruz. Hazine ve Maliye Bakanlığının, firmaların kâr dağıtımlarını 2019 karının %25'i ile sınırlaması nedeni ile şirket için temettü dağıtım oranımızı %50'den, %25'e revize ediyoruz. Bu yıl için görece düşük kalan dağıtımın 2021'de telafi edileceğini düşündüğümüzden 2021 yılı temettü dağıtım oranı beklentimizi %50'den, %75'e çekiyoruz. Şirketin 2020 ve 2021 temettü verimini sırası ile %3 ve 10%'a denk geliyor.

### **TSKB (TSKB.IS) AL, Fiyat Hedefi: 1.34TL**

Özellikle TL bazlı kredilerinin düşük olması nedeniyle talepteki ani çöküşten etkilenmeyecek birkaç kurumdan birisi olarak TSKB ön plana çıkıyor. Yine de bu sene hedeflenen dolar bazında kredi büyüme öngörüsü belirsizlik nedeniyle gerçekleşmeyebilir. Bunun olumsuz etkisinin yanında karşılıklar UFRS9 kanalından karlılık büyümesini olumsuz etkileyecektir. Ancak bankanın yüksek aktif kalite yapısına yine de çok güveniyoruz. Bu sene için takibe önemli bir kredi girişi beklememeye devam ediyoruz. Sene başında TL900mn civarı olan kar beklentimizi TL800mn'un hafif altına çektik. Bununla beraber TSKB bizi olumlu anlamda şaşırtabilir. Banka için AL tavsiyemizi %47 yükseliş potansiyeli ile koruyoruz.

### **Vakıfbank (VAKBN.IS) AL, Fiyat Hedefi: 6.74TL**

Vakıfbank kar beklentimizi en hızlı aşağıya çektiğimiz banka oldu. Yine de bankanın bu sene tahmin ettiğimiz kar artış oranı %30 civarında. Bankanın kar artışının bu derece hızla aşağıya çekilmesinin ana sebebi gelir yapısında önemli bir yer tutan geçmiş yıllar karşılıklarının tahsilat nedeniyle gelir yazılmasının virüs etkisi nedeniyle çok yavaşlayacağı beklentimizdir. Bunun yanında genel olarak karşılık giderlerinde ise beklentimizi yükselttik. Kamu bankaları bu krizde geçen yıla benzer bir biçimde büyümenin ana motoru olacaktır. Bu da aslında gelecek için bazı aktif kalite problemlerinin artışına neden olabilir. Banka için orta ve uzun vadede olumlu beklentimizi koruyor ve %51 artış potansiyeli ile AL tavsiyemizi koruyoruz.

### **Yapı Kredi Bank (YKBNK.IS) AL, Fiyat Hedefi: 2.85TL**

Yapı Kredi için 2020 yılında kar artış beklentimizi %50'den %20'ye çekiyoruz. Bankanın krize oldukça likit girdiği söylenebilir. Geçtiğimiz yıl yapılan bedelli sermaye artırımını ve yeni sermaye benzeri krediler ile sermaye yeterlilik tabanı oldukça güçlendirildi. İlk çeyreğin çok kuvvetli geçmesi bankaya önümüzdeki zor dönem için ek rezerv ayırma imkânı veriyor. Unicredit'in yönetimden ayrılmasını ise özellikle orta dönemde olumlu buluyoruz. Bu sene başında beklentimiz olan 251 baz puanlık risk maliyetinin ise 65baz puanlık artışla 316baz puana yükselmesini bekliyoruz. Bu da banka için daha önce beklediğimiz kar artışını aşağı yönlü revize etmemize sebep oldu. Yine de banka için belirlediğimiz yeni hedef piyasa değeri %57 yükseliş işaret ediyor.

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Covid-19 Sektörel Etkileri

2008 Benzeri Şok Senaryosu

En Çok Önerilen Hisseler

BIST 30 Şirketleri

**Takip Listesi**

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

# BIST Grafikler – İş Yatırım Takip Listesi Hedef Değer Değişiklikleri

54

Kod	Hedef Fiyat		Değişim	Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni		Eski	Yeni	2020T (TL mn)			2021T (TL mn)			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)		
						Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
ALKIM	45.40	58.60	29%	AL	TUT	754	178	131	903	220	165	758	173	109	882	204	149
SELEC	6.50	7.90	22%	TUT	TUT	20,939	675	629	23,136	800	736	20,466	723	664	22,476	686	662
ISGYO	1.35	1.55	15%	TUT	TUT	467	198	343	417	211	453	380	180	204	407	207	256
BIMAS	52.60	57.00	8%	TUT	TUT	50,334	3,891	1,480	60,610	4,511	1,606	49,481	3,694	1,342	60,622	4,521	1,600
KOZAL	82.28	88.25	7%	AL	AL	2,793	1,991	1,937	2,553	1,853	1,806	3,010	2,068	1,935	2,810	1,943	1,953
KOZAA	10.39	11.11	7%	AL	AL	2,923	1,995	871	2,672	1,862	844	3,171	2,060	850	2,960	1,936	876
IPEKE	7.71	8.24	7%	AL	TUT	2,930	1,998	457	2,678	1,865	460	3,178	2,142	431	2,968	2,013	453
ENKAI	6.79	7.25	7%	TUT	TUT	10,428	2,320	1,813	15,257	3,336	2,145	11,078	2,287	2,068	15,131	3,181	2,390
ASELS	24.95	26.40	6%	TUT	TUT	19,441	4,180	4,062	21,339	4,518	4,030	17,961	3,867	3,617	19,952	4,260	4,002
MGROS	29.50	29.50	0%	AL	AL	27,579	2,271	-342	31,541	2,544	-82	27,176	2,184	-312	31,588	2,524	-99
TRGYO	3.27	2.60	0%	AL	TUT	1,016	574	708	1,371	726	1,044	1,374	688	930	1,664	923	1,302
CCOLA	43.00	42.00	-2%	AL	TUT	13,171	1,990	678	15,756	2,754	1,304	13,578	2,180	730	15,120	2,422	863
ULKER	29.10	28.10	-3%	AL	AL	8,511	1,328	966	9,536	1,554	908	8,701	1,427	686	9,799	1,608	833
PETKM	4.20	4.05	-3%	TUT	TUT	7,053	1,297	665	10,364	2,058	1,229	11,043	1,813	1,177	11,849	1,993	1,289
SODA	7.50	7.20	-4%	AL	AL	4,225	887	1,026	5,262	1,250	1,021	4,706	1,091	1,007	5,172	1,207	1,052
TSKB	1.40	1.34	-4%	AL	AL	1,878		779	2,025		1,001	1,951		948	461		214
TCELL	18.00	17.20	-4%	AL	AL	28,790	11,798	3,704	32,782	13,418	4,296	28,784	11,795	3,640	32,862	13,450	4,272
TTKOM	9.00	8.50	-6%	AL	AL	26,424	12,347	3,057	29,081	13,521	4,470	26,458	12,364	3,382	29,234	13,598	4,325
MPARK	20.19	19.06	-6%	AL	AL	4,005	814	-29	5,151	1,079	188	4,282	980	115	4,933	1,096	121
ALARK	5.40	5.00	-7%	TUT	TUT	2,012	299	293	3,241	411	603	1,764	264	325	3,512	409	492
BIZIM	12.00	11.00	-8%	TUT	TUT	5,281	289	34	5,966	325	36	5,355	287	35	6,108	330	37
SISE	5.80	5.31	-8%	TUT	TUT	18,548	3,328	1,474	22,472	4,577	1,819	21,318	4,353	1,755	24,183	4,979	1,954
SAHOL	11.60	10.00	-14%	AL	AL	70,337	11,546	4,551	79,619	12,603	4,908	74,436	11,330	4,721	85,542	13,038	5,539
VAKBN	8.00	6.74	-16%	AL	AL	17,614		3,646	19,451		5,955	17,270		4,838	19,809		6,457
EKGYO	1.88	1.58	-16%	AL	AL	5,183	1,374	1,025	4,927	1,545	1,465	5,046	1,425	1,602	4,551	1,447	1,799
ANACM	4.80	4.02	-16%	AL	TUT	4,393	957	308	5,441	1,281	463	5,076	1,198	456	5,711	1,328	483
TRKCM	4.00	3.32	-17%	TUT	TUT	6,792	994	510	8,297	1,455	773	7,819	1,363	769	9,478	1,722	970
AKBNK	10.00	8.20	-18%	AL	AL	18,326		7,178	19,346		8,565	18,373		7,938	19,729		8,137
LOGO	94.70	77.20	-18%	AL	AL	463	161	96	628	223	134	548	193	114	693	250	149
FROTO	76.88	63.00	-18%	AL	TUT	36,430	2,776	1,699	48,781	4,076	3,016	44,934	3,864	2,426	50,053	4,283	2,723
CIMSA	10.11	8.21	-19%	TUT	TUT	1,897	310	13	2,145	408	88	1,952	387	70	2,222	497	158

# BIST Grafikler – İş Yatırım Takip Listesi Hedef Değer Değişiklikleri

55

Kod	Hedef Fiyat			Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni	Değişim			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)		
				Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK		
AKCNS	10.99	8.91	-19%	TUT	TUT	1,951	291	96	2,153	376	181	2,140	375	151	2,368	447	238
EREGL	11.30	9.00	-20%	AL	TUT	24,318	3,222	1,755	31,790	6,861	4,146	31,390	7,777	4,641	34,780	9,021	5,332
HALKB	8.80	7.00	-20%	AL	AL	15,319		4,036	18,193		5,915	13,925		4,528	16,514		5,864
GARAN	13.60	10.80	-21%	AL	AL	22,692		8,068	22,298		9,329	22,203		9,330	22,776		9,691
YKBNK	3.60	2.85	-21%	AL	AL	17,502		4,237	16,979		6,035	17,333		5,431	17,405		6,394
KCHOL	23.50	18.50	-21%	AL	AL	124,235	11,966	4,498	152,669	16,349	7,706	164,343	13,988	5,538	185,076	17,143	8,125
TTRAK	64.87	50.25	-23%	AL	AL	3,685	332	123	5,150	593	276	4,637	509	211	5,655	668	309
KORDS	17.55	13.50	-23%	AL	AL	5,316	605	209	6,102	845	360	5,757	828	336	6,391	923	393
AEFES	29.50	22.55	-24%	AL	TUT	24,167	3,586	637	30,171	5,017	1,208	26,727	4,304	1,260	29,901	4,836	1,457
OTKAR	180.67	137.50	-24%	AL	AL	2,255	407	384	3,085	594	523	2,934	544	449	3,387	651	567
TKFEN	25.35	19.13	-25%	AL	AL	11,683	1,120	753	8,955	854	669	10,081	989	925	10,834	1,019	908
TOASO	29.80	22.30	-25%	AL	AL	16,217	2,113	1,236	21,393	2,753	1,591	20,371	2,684	1,622	23,839	3,157	1,859
YATAS	9.50	7.10	-25%	AL	TUT	1,171	165	56	1,442	257	105	1,455	224	127	1,768	274	154
AGHOL	24.00	17.00	-29%	AL	TUT	56,683	6,298	60	66,968	8,029	1,078	59,775	6,507	325	67,664	7,316	676
VESTL	17.42	12.45	-29%	TUT	TUT	16,619	1,765	-407	20,485	2,580	592	11,935	2,358	661	22,178	641	2,432
VESBE	27.85	19.50	-30%	AL	AL	6,546	720	322	8,341	1,067	730	7,976	970	717	9,086	1,077	759
ALBRK	1.88	1.30	-31%	TUT	TUT			261			483			261			483
TUPRS	148.00	115.00	-32%	AL	AL	64,256	4,884	1,146	79,656	7,506	4,402	96,305	6,436	3,182	105,573	7,880	4,278
KRDMD	3.43	2.29	-33%	AL	TUT	3,621	309	-251	4,823	717	254	4,614	648	279	5,250	858	456
DOAS	12.75	8.15	-36%	AL	AL	9,026	495	151	13,631	705	309	12,306	740	229	16,937	926	332
ARCLK	25.90	16.50	-36%	TUT	TUT	34,215	3,185	404	41,040	4,236	1,321	36,210	3,815	925	41,091	4,226	1,233
THYAO	18.70	11.90	-36%	AL	AL	54,468	10,330	-1,353	90,614	15,474	1,715	86,579	14,677	3,916	106,511	16,454	3,986
DOCO	711.20	452.18	-36%	AL	AL	4,724	558	47	6,764	797	167	9,012	855	406	10,086	1,002	486
TAVHL	37.07	22.46	-39%	AL	AL	3,788	1,164	-67	4,980	1,896	852	5,269	2,575	938	6,009	2,947	1,078
PGSUS	99.72	54.00	-46%	AL	AL	7,265	1,635	-933	13,401	3,839	577	12,535	3,902	1,275	14,569	4,457	1,263



# BIST Grafikler – İş Yatırım Takip Listesi

56

Fiyat ve Oranlar		Fiyat		Piyasa Değ.İ	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. %	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	
Hisse	Fiyat	Fiyat	Değ.İ	Hedef	Önceki	Get.Pot.	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V	Kar	Satışlar	FAVÖK	Özsermaye	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı													
DOCO	253.50	2,470	452.18	711.20	78	AL	A	-52	-40	0.7	53	64	1%	38%	0%	47	167	4,724	6,764	558	797			7.5	5.0											0%		
PGSUS	33.30	3,407	54.00	99.72	62	AL	A	-36	-20	36	36	25			0%	-933	577	7,265	13,401	1,635	3,839	4,865	5,442	-3.7	5.9	0.7	0.6	6.1	2.6	-18%	11%	-4%	2%					
TAVHL	16.12	5,856	22.46	37.07	39	AL	A	-14	6.5	9.9	44	87	5%	48%	-1%	-67	852	3,788	4,980	1,164	1,896	8,253	9,597	-87.2	6.9	0.7	0.6	7.9	4.9	-1%	10%	0%	3%					
THYAO	8.93	12,323	11.90	18.70	33	AL	A	-24	-6	275	50	31			0%	-1,353	1,715	54,468	90,614	10,330	15,474	43,131	46,571	-9.1	7.2	0.3	0.3	7.5	5.0	-3%	4%	-1%	1%					
<b>Havayolu Hizmetleri</b>																																						
DOAS	6.67	1,467	8.15	12.75	22	AL	A	-34	-19	3.3	15	16	7%	85%	6%	151	309	9,026	13,631	495	705	1,397	1,615	-6.4	7.0	0.7	0.6	7.5	4.9	-3%	10%	-1%	2%					
FROTO	55.00	19,300	63.00	76.88	15	TUT	D	-23	-4.5	5.6	18	74	6%	74%	5%	1,699	3,016	36,430	48,781	2,776	4,076	5,270	7,267	11.4	6.4	3.7	2.7	8.0	5.5	34%	48%	11%	16%					
OTKAR	105.60	2,534	137.50	180.67	30	AL	A	-27	-9.3	2.4	28	22	3%	76%	6%	384	523	2,255	3,085	407	594	822	1,191	6.6	4.8	3.1	2.1	7.6	5.2	53%	52%	14%	17%					
TOASO	16.76	8,380	22.30	29.80	33	AL	A	-29	-13	8.7	24	69	6%	62%	8%	1,236	1,591	16,217	21,393	2,113	2,753	4,366	5,270	6.8	5.3	1.9	1.6	4.5	3.5	28%	33%	10%	10%					
<b>Otomotiv</b>																																						
TTRAK	42.00	2,241	50.25	64.87	20	AL	A	-26	-8.4	1.4	25	51	6%	96%	4%	123	276	3,685	5,150	332	593	787	977	18.2	8.1	2.8	2.3	8.7	4.9	16%	31%	4%	9%					
<b>Traktör</b>																																						
AEFES	17.91	10,605	22.55	29.50	26	TUT	D	-21	-2	3.2	33	79	3%	n.a	7%	637	1,208	24,167	30,171	3,586	5,017	12,557	13,065	16.6	8.8	0.8	0.8	6.4	4.6	5%	9%	1%	3%					
CCOLA	35.00	8,903	42.00	43.00	20	TUT	D	-21	-2.9	4.7	28	92	2%	18%	7%	678	1,304	13,171	15,756	1,990	2,754	6,743	7,447	13.1	6.8	1.3	1.2	6.4	4.6	10%	18%	4%	8%					
ULKER	20.40	6,977	28.10	29.10	38	AL	A	-5.6	17	4	40	93	1%	27%	3%	966	908	8,511	9,536	1,328	1,554	5,177	5,872	7.2	7.7	1.3	1.2	5.9	5.0	20%	16%	7%	6%					
TATGD	6.01	817		4.48		G.G	Y	-5.2	17	3.4	41	12	3%	38%																								
<b>Gıda &amp; İçecek</b>																																						
ADANA	7.16	631		8.03		G.G	D	-19	-0.1	1.1	58	6	14%	86%																								
AKCLK	6.91	1,323	8.91	10.99	29	TUT	A	-25	-7.5	0.5	20	19	7%	83%	5%	96	181	1,951	2,153	291	376	1,079	1,200	13.7	7.3	1.2	1.1	5.1	4.0	9%	16%	5%	9%					
CIMSA	6.38	862	8.21	10.11	29	TUT	A	-32	-16	2.8	36	20	7%	70%	0%	13	88	1,897	2,145	310	408	1,400	1,487	67.3	9.8	0.6	0.6	6.7	5.1	1%	6%	0%	2%					
<b>Çimento</b>																																						
TCELL	12.50	27,500	17.20	18.00	38	AL	A	-15	5.6	27	49	86	9%	139%	7%	3,704	4,296	28,790	32,782	11,798	13,418	21,238	23,682	7.4	6.4	1.3	1.2	3.2	2.8	19%	19%	8%	9%					
TTKOM	6.49	22,715	8.50	9.00	31	AL	A	-17	2.6	21	15	66	5%	92%	9%	3,057	4,470	26,424	29,081	12,347	13,521	12,074	14,405	7.4	5.1	1.9	1.6	3.1	2.9	28%	34%	8%	10%					
<b>İletişim</b>																																						
ARCLK	13.80	9,325	16.50	25.90	20	TUT	A	-28	-11	11	25	70	3%	43%	2%	404	1,321	34,215	41,040	3,185	4,236	10,061	11,160	23.1	7.1	0.9	0.8	5.4	4.1	4%	12%	1%	3%					
VESBE	15.60	2,964	19.50	27.85	25	AL	A	-28	-11	0.7	4.8	5.9	9%	78%	9%	322	730	6,546	8,341	720	1,067	1,986	2,465	9.2	4.1	1.5	1.2	5.1	3.4	17%	33%	6%	13%					
VESTL	10.20	3,422	12.45	17.42	22	TUT	A	-27	-9.2	14	26	14			0%	-407	592	16,619	20,485	1,765	2,580	3,300	3,928	-8.4	5.8	1.0	0.9	5.0	3.4	-12%	16%	-2%	3%					
<b>Beyaz Eşya</b>																																						
ANACM	3.13	2,348	4.02	4.80	28	TUT	D	-19	0.3	5.4	22	38	4%	21%	3%	308	463	4,393	5,441	957	1,281	3,034	3,419	7.6	5.1	0.8	0.7	4.8	3.6	11%	14%	4%	6%					
SISE	4.18	9,405	5.31	5.80	27	TUT	A	-16	3.9	49	32	25	3%	25%	3%	1,474	1,819	18,548	22,472	3,328	4,577	15,677	17,200	6.4	5.2	0.6	0.5	5.3	3.9	10%	11%	4%	4%					
SODA	5.23	5,230	7.20	7.50	38	AL	A	-11	10	23	37	31	5%	31%	5%	1,026	1,021	4,225	5,262	887	1,250	6,523	7,287	5.1	5.1	0.8	0.7	4.3	3.1	17%	15%	12%	10%					
TRKCM	2.99	3,738	3.32	4.00	11	TUT	A	-13	7.2	16	29	32	3%	26%	3%	510	773	6,792	8,297	994	1,455	6,764	7,436	7.3	4.8	0.6	0.5	5.2	3.6	8%	11%	3%	5%					
<b>Cam</b>																																						
<b>Öneri Durumu</b>																																						
A	Aynı																																					
Y	Yükseltildi																																					
D	Düşürüldü																																					



# BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

57

Fiyat ve Oranlar		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.Dag.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Hisse	Fiyat ₺																Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı					
EREGL	7.62	26,670	9.00	11.30	18	TUT	D	-8.2	14	35	48	67	9%	88%	5%	1,755	4,146	24,318	31,790	3,222	6,861	59,033	61,524	15.2	6.4	0.5	0.4	7.4	3.5	4%	7%	4%	8%						
KRDMD	1.98	1,545	2.29	3.43	16	TUT	D	-27	-9.6	70	92	16	9%	32%	0%	-251	254	3,621	4,823	309	717			-6.2	6.1			8.8	3.8										
<b>Demir Çelik</b>																																							
TUPRS	84.80	21,236	115.00	148.00	36	AL	A	-16	4.4	52	49	65	9%	86%	5%	1,146	4,402	64,256	79,656	4,884	7,506	14,109	17,503	18.5	4.8	1.5	1.2	6.1	4.0	8%	28%	2%	9%						
<b>Petrol</b>																																							
BIMAS	50.20	30,481	57.00	52.60	14	TUT	A	2.8	27	18	68	69	3%	73%	4%	1,480	1,606	50,334	60,610	3,891	4,511	4,503	4,777	20.6	19.0	6.8	6.4	8.5	7.3	34%	35%	9%	8%						
BİZİM	9.25	555	11.00	12.00	19	TUT	A	3.7	28	2.1	44	13	1%	31%	3%	34	36	5,281	5,966	289	325	158	179	16.5	15.6	3.5	3.1	1.1	1.0	22%	21%	3%	3%						
MGROS	23.68	4,287	29.50	29.50	25	AL	A	3.8	28	12	39	29			0%	-342	-82	27,579	31,541	2,271	2,544	-39	-121	-12.5	-52			4.2	3.7	-243%	103%	-2%	-1%						
<b>Ticari Mağazacılık</b>																																							
ASELS	23.20	26,448	26.40	24.95	14	TUT	A	-22	-3.6	150	26	31	1%	12%	2%	4,062	4,030	19,441	21,339	4,180	4,518	17,297	20,717	6.5	6.6	1.5	1.3	6.0	5.6	26%	21%	14%	11%						
<b>Savunma Teknolojisi</b>																																							
PETKM	3.41	7,202	4.05	4.20	19	TUT	A	-8.1	14	82	48	16	7%	66%	5%	665	1,229	7,053	10,364	1,297	2,058	5,525	6,422	10.8	5.9	1.3	1.1	9.0	5.7	13%	21%	5%	9%						
ALKİM	50.75	1,255	58.60	45.40	15	TUT	D	0.8	25	2	38	17	6%	58%	8%	131	165	754	903	178	220	485	536	9.6	7.6	2.6	2.3	6.9	5.6	30%	32%	21%	22%						
<b>Kimya</b>																																							
MPARK	13.05	2,715	19.06	20.19	46	AL	A	-22	-3.2	2.3	33	78				-29	188	4,005	5,151	814	1,079	85	85	-94.1	14.5	31.9	31.9	5.9	4.4	-18%	221%	-1%	4%						
SELEC	7.12	4,422	7.90	6.50	11	TUT	A	7.9	33	5.1	15	53	2%	18%	2%	629	736	20,939	23,136	675	800	3,616	4,248	7.0	6.0	1.2	1.0	5.4	4.5	19%	19%	7%	7%						
<b>Sağlık</b>																																							
LOGO	58.60	1,465	77.20	94.70	32	AL	A	-26	-8.8	2.7	66	56	2%	54%	2%	96	134	463	628	161	223	465	570	15.3	10.9	3.2	2.6	9.0	6.5	23%	26%	12%	14%						
İNDES	7.45	417		11.40		G.G	D	-29	-13	2.8	61	28	7%	55%																									
<b>Teknoloji</b>																																							
YATAS	5.53	828	7.10	9.50	28	TUT	D	-28	-11	2.4	58	34			2%	56	105	1,171	1,442	165	257	445	534	15.3	10.9	3.2	2.6	9.0	6.5	23%	26%	12%	11%						
<b>Mobilya</b>																																							
MAVİ	33.98	1,687		62.00		G.G		-36	-21	2.4	73	80	1%	30%																									
<b>Tekstil Entegre</b>																																							
KORDS	9.17	1,784	13.50	17.55	47	AL	A	-30	-14	4.7	29	35	5%	44%	2%	209	360	5,316	6,102	605	845	2,407	2,725	8.5	5.0	0.7	0.7	6.9	4.9	9%	14%	3%	5%						
<b>Endüstriyel Tekstil</b>																																							
KOZAL	59.55	9,081	88.25	82.28	48	AL	A	-19	0.4	23	30	61	3%	30%	0%	1,937	1,806	2,793	2,553	1,991	1,853	7,696	9,501	4.7	5.0	1.2	1.0	2.3	2.5	29%	21%	27%	20%						
<b>Madencilik</b>																																							
IPEKE	7.84	2,037	8.24	7.71	5	TUT	D	-16	3.6	39	38	28			0%	457	460	2,930	2,678	1,998	1,865	1,623	1,961	2.0	2.1	1.3	1.0	-1.3	-1.4	68%	54%	13%	10%						
KOZAA	9.13	3,543	11.11	10.39	22	AL	A	-19	0.1	31	45	52			0%	871	844	2,923	2,672	1,995	1,862	3,747	4,625	4.1	4.2	0.9	0.8	-0.6	-0.6	26%	20%	11%	9%						
<b>Diğer</b>																																							

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

# BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

58

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.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021														
															Tem.V.Tah.	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı							
EKGYO	1.15	4,370	1.58	1.88	38	AL	A	-22	-3.2	39	51	43	4%	27%	2%	1,025	1,465	5,183	4,927	1,374	1,545	13,993	14,433	4.3	3.0	0.3	0.3	6.3	5.6	7%	10%	4%	7%						
ISGYO	1.32	1,266	1.55	1.35	18	TUT	A	-25	-6.7	27	41	24	5%	19%	0%	343	453	467	417	198	211	4,221	4,692	3.7	2.8	0.3	0.3	10.8	10.2	9%	10%	6%	8%						
TRGYO	2.01	2,010	2.60	3.27	29	TUT	D	-29	-12	2.9	21	33	2%	7%	0%	708	1,044	1,016	1,371	574	726	9,196	10,251	2.8	1.9	0.2	0.2	10.9	8.6	8%	11%	5%	7%						
<b>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b>															<b>3.7</b>	<b>2.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>10.8</b>	<b>8.6</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>															
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.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021												
															Tem.V.Tah.	Kar ₺		Mevduat ₺		Net Faiz G. ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		PD/Net Faiz Geliri		ROE		Aktif Karlılığı							
AKBNK	5.42	28,184	8.20	10.00	51	AL	A	-28	-10	46	50	68	3%	21%	0%	7,178	8,565	245,917	290,025	18,326	19,346	61,561	70,126	3.9	3.3	0.5	0.4	1.5	1.5	12%	13%	11%	10%						
ALBRK	1.08	1,458	1.30	1.88	20	TUT	A	-24	-5.9	24	29	12	3%	14%	0%	261	483					4,546	4,768	5.6	3.0	0.3	0.3			6%	10%								
GARAN	7.54	31,668	10.80	13.60	43	AL	A	-27	-10	95	50	72	3%	21%	0%	8,068	9,329	285,071	315,896	22,692	22,298	60,803	68,035	3.9	3.4	0.5	0.5	1.4	1.4	14%	14%	11%	10%						
HALKB	4.94	6,175	7.00	8.80	42	AL	A	-21	-2.5	58	48	42	2%	9%	0%	4,036	5,915	364,890	422,057	15,319	18,193	36,233	41,744	1.5	1.0	0.2	0.1	0.4	0.3	12%	15%	2%	1%						
ISCTR	4.57	20,565				Ö.Y		-25	-7.8	29	33	54	4%	23%																									
TSKB	0.91	2,548	1.34	1.40	47	AL	A	-22	-2.9	15	39	30	2%	16%	0%	779	1,001			1,878	2,025	6,446	7,354	3.3	2.5	0.4	0.3	1.4	1.3	13%	15%								
VAKBN	4.46	11,150	6.74	8.00	51	AL	A	-23	-5.2	32	25	60	1%	5%	0%	3,646	5,955	278,404	310,880	17,614	19,451	36,672	42,372	3.1	1.9	0.3	0.3	0.6	0.6	10%	15%	4%	4%						
YKBNK	1.82	15,374	2.85	3.60	57	AL	A	-29	-12	48	30	65	2%	19%	0%	4,237	6,035	243,470	298,082	17,502	16,979	45,425	51,460	3.6	2.5	0.3	0.3	0.9	0.9	10%	12%	6%	5%						
<b>Bankacılık</b>															<b>3.6</b>	<b>2.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>															
AKGRT	4.42	1,353	7.34	6.00	66	AL	A	-24	-6.4	0.7	28	63	9%	77%	13%	403	555					1,140	1,341	3.4	2.4	1.2	1.0			39%	45%								
ANHYT	5.25	2,258	8.35	8.25	59	AL	A	-22	-3.5	0.4	15	57	6%	67%	8%	408	449					1,326	1,461	5.5	5.0	1.7	1.5			31%	32%								
ANSGR	4.53	2,265	6.23	5.40	38	AL	A	-3.4	20	0.4	35	20	4%	32%	6%	464	506					2,956	3,462	4.9	4.5	0.8	0.7			19%	16%								
<b>Sigorta</b>															<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>			<b>31%</b>	<b>32%</b>																	
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.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021												
															Tem.V.Tah.	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		ROE		Aktif Karlılığı									
ALARK	4.37	1,901	5.00	5.40	14	TUT	A	-20	-1.4	7.9	30	19	5%	8%	6%	293	603	2,012	3,241	299	411	1,701	2,189	6.5	3.2	1.1	0.9			18%	31%	8%	14%						
ENKAI	5.96	29,800	7.25	6.79	22	TUT	A	-10	11	2.2	12	63	3%	45%	3%	1,813	2,145	10,428	15,257	2,320	3,336	39,940	41,445	16.4	13.9	0.7	0.7			5%	5%	4%	4%						
KCHOL	13.48	34,184	18.50	23.50	37	AL	A	-24	-6	14	26	80	2%	19%	3%	4,498	7,706	124,235	152,669	11,966	16,349	39,771	46,487	7.6	4.4	0.9	0.7			12%	18%	3%	5%						
SAHOL	7.39	15,079	10.00	11.60	35	AL	A	-19	0.5	18	47	67	3%	15%	6%	4,551	4,908	70,337	79,619	11,546	12,603	37,197	41,188	3.3	3.1	0.4	0.4			13%	13%	1%	1%						
SISE	4.18	9,405	5.31	5.80	27	TUT	A	-16	3.9	49	32	25	3%	25%	3%	1,474	1,819	18,548	22,472	3,328	4,577	15,677	17,200	6.4	5.2	0.6	0.5			10%	11%	4%	4%						
TKFEN	13.49	4,991	19.13	25.35	42	AL	A	-13	7.5	22	51	48	4%	38%	4.5%	753	669	11,683	8,955	1,120	854	5,597	6,040	6.6	7.5	0.9	0.8			14%	12%	6%	6%						
AGHOL	13.72	3,341	17.00	24.00	24	TUT	D	-17	2.8	2.7	34	23	1%	n.a	1%	60	1,078	56,683	66,968	6,298	8,029	5,397	6,430	55.9	3	0.6	0.5			1%	18%	0%	1%						
<b>Holding</b>															<b>6.6</b>	<b>4.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>			<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>															

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Covid-19 Sektörel Etkileri

2008 Benzeri Şok Senaryosu

En Çok Önerilen Hisseler

BIST 30 Şirketleri

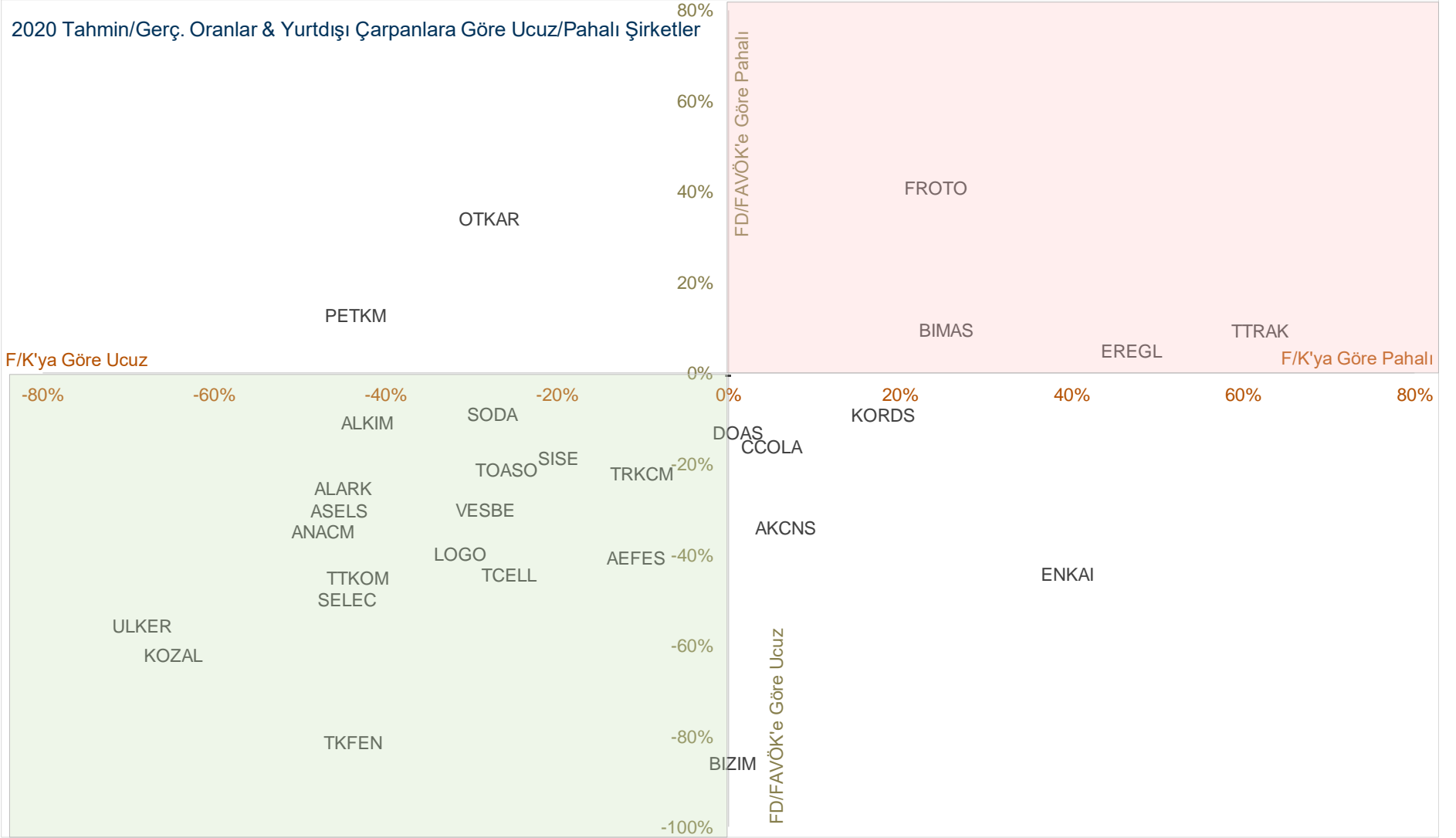
Takip Listesi

**BIST Grafik & Veriler**

Portföy Getirileri

# BIST Grafikler – Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2020 T/G)

60

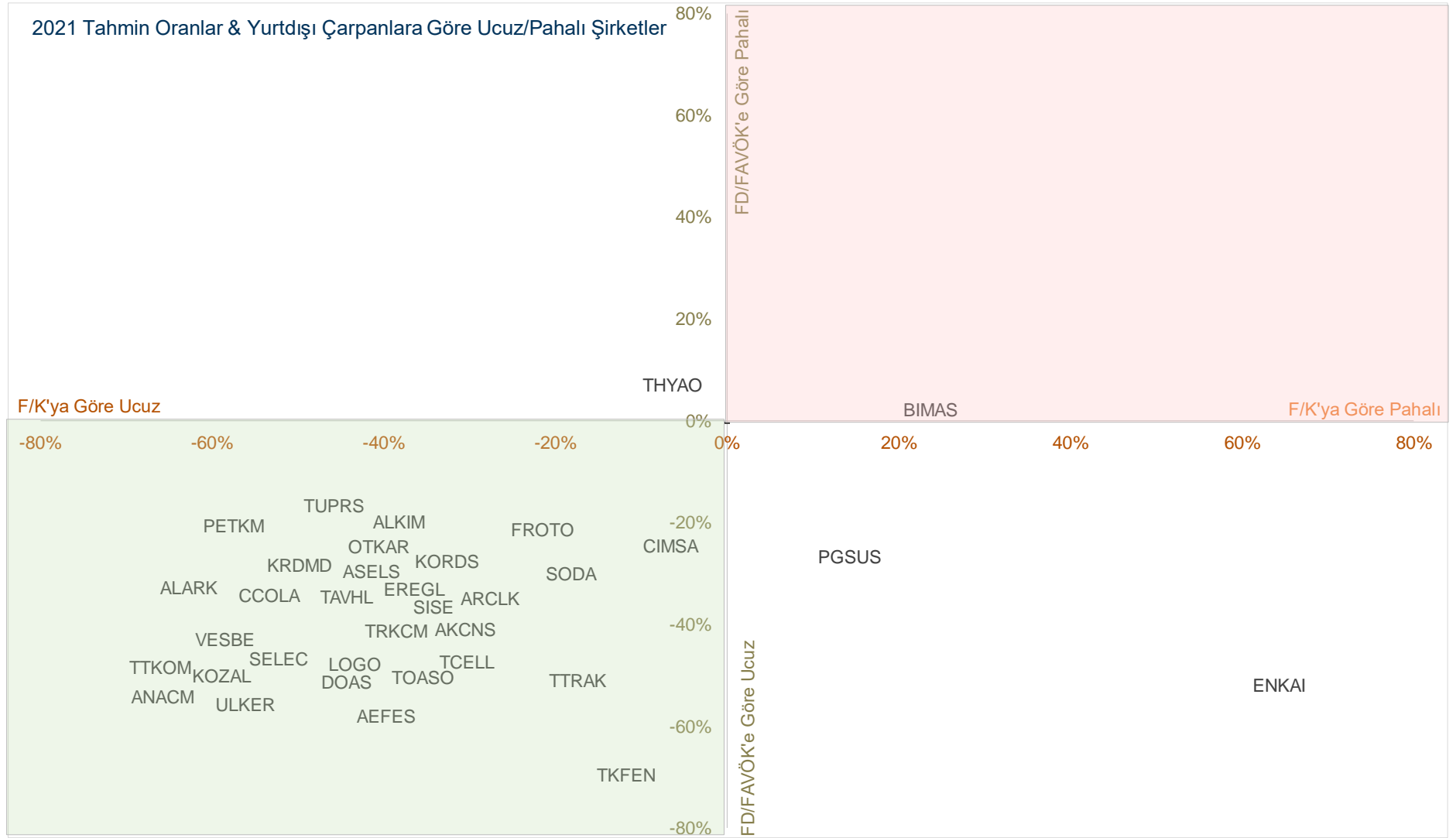


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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 (2021T)

61

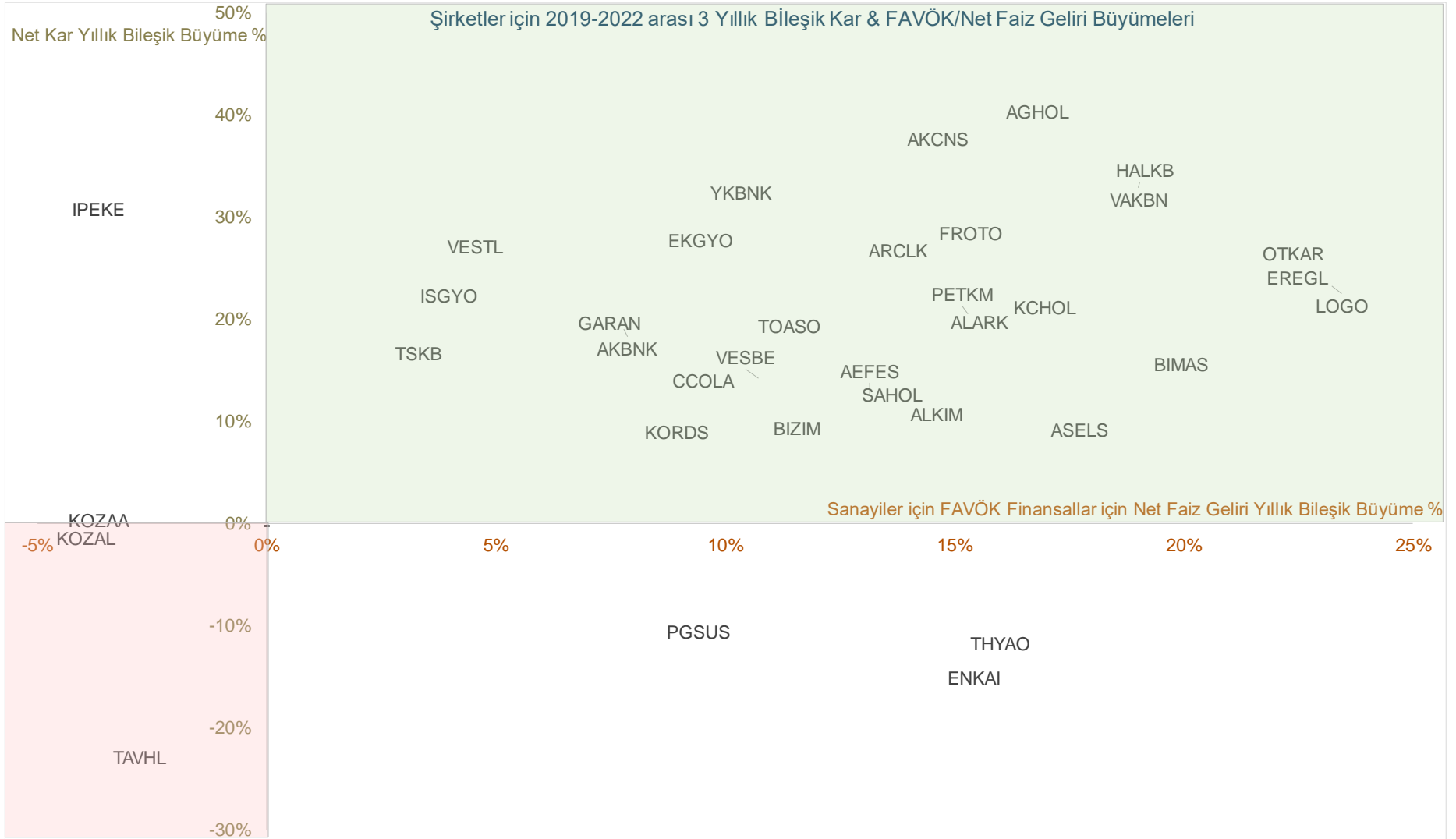


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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

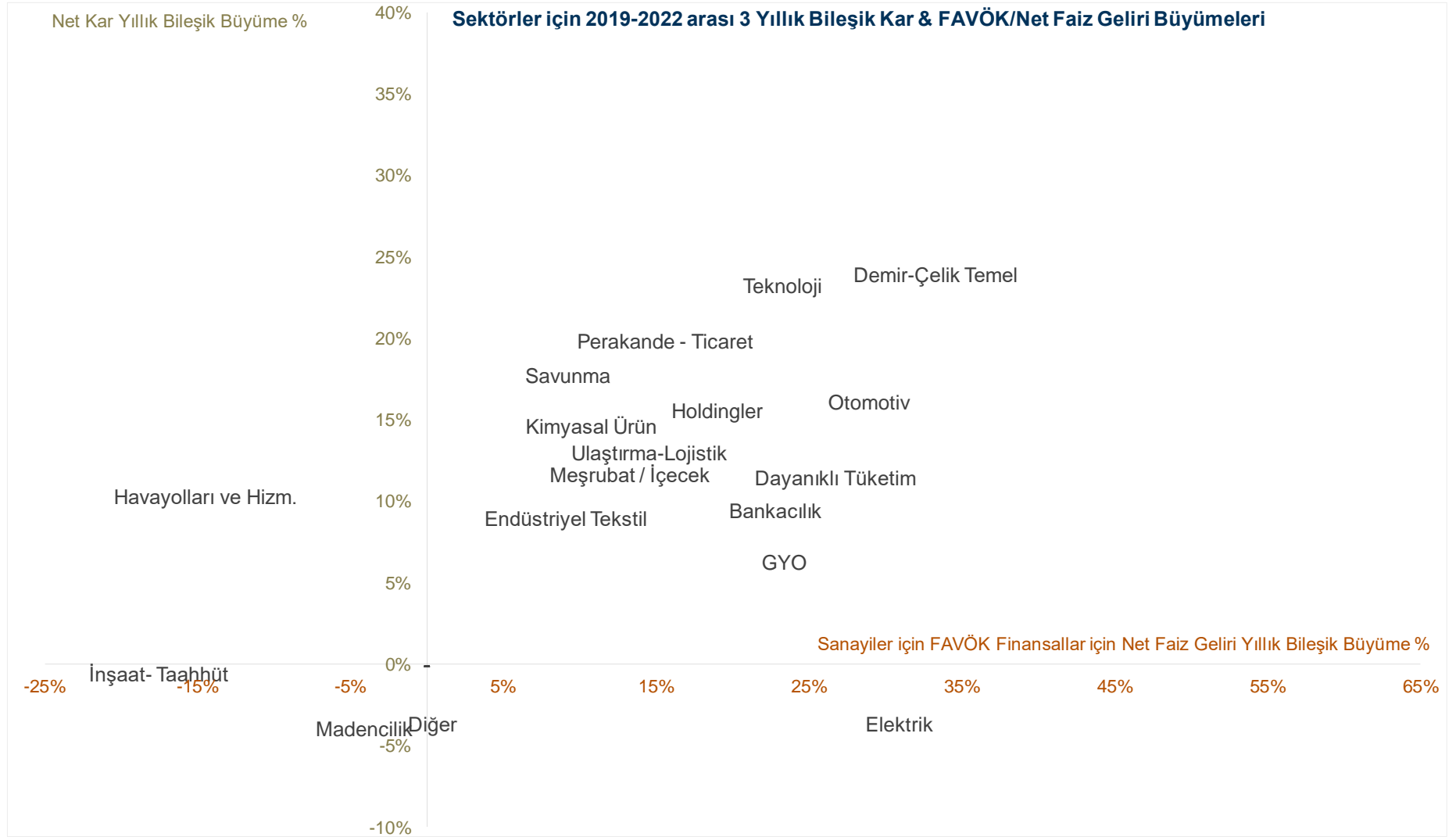
# BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T)

62



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

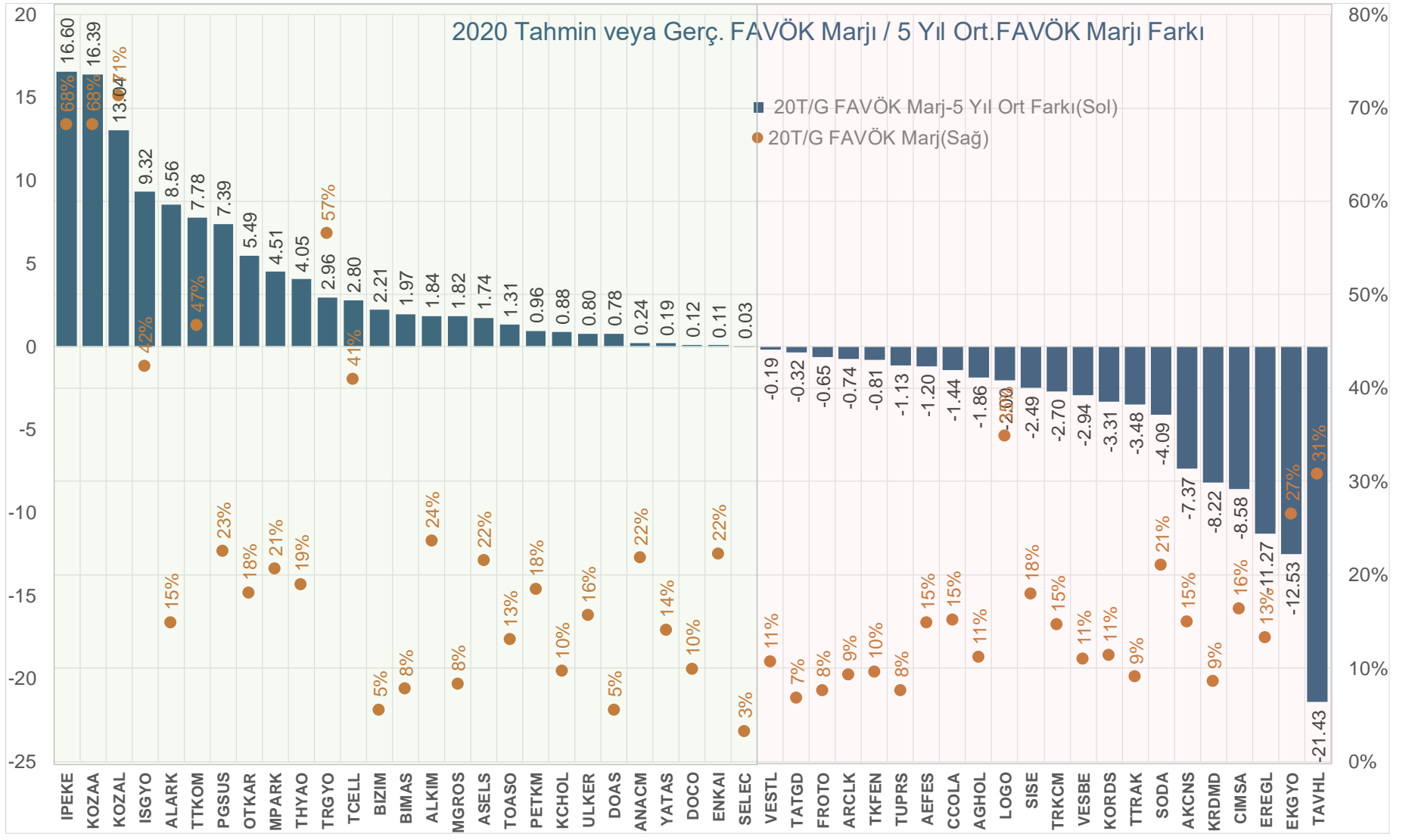
Gelişmiş Hisse Arama Sayfası : <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/gelismis-hisse-arama.aspx>



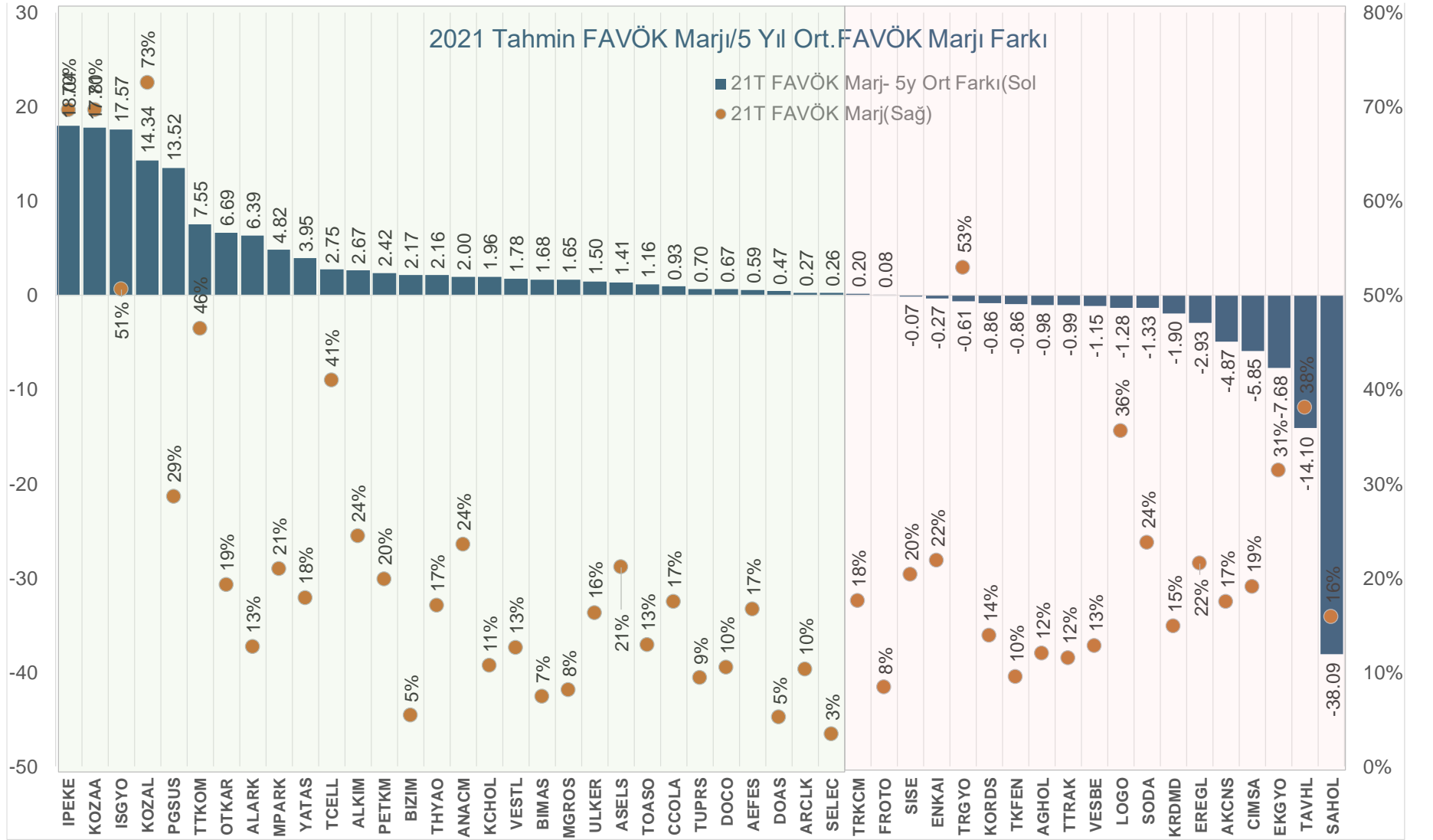
Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.



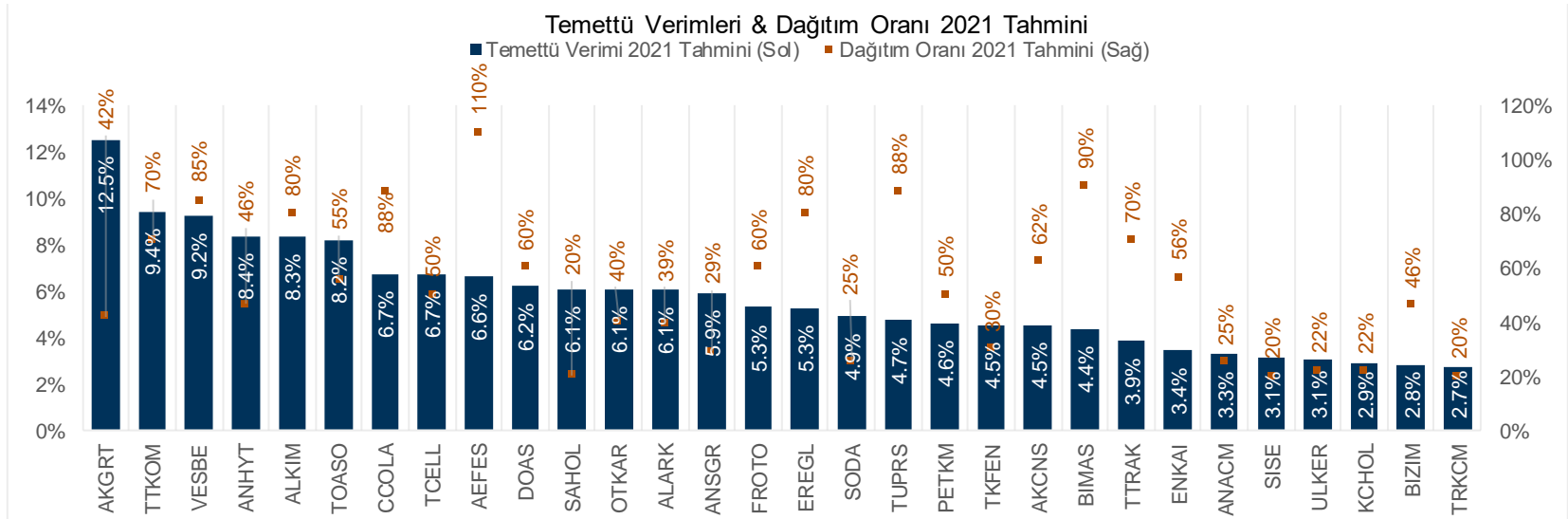
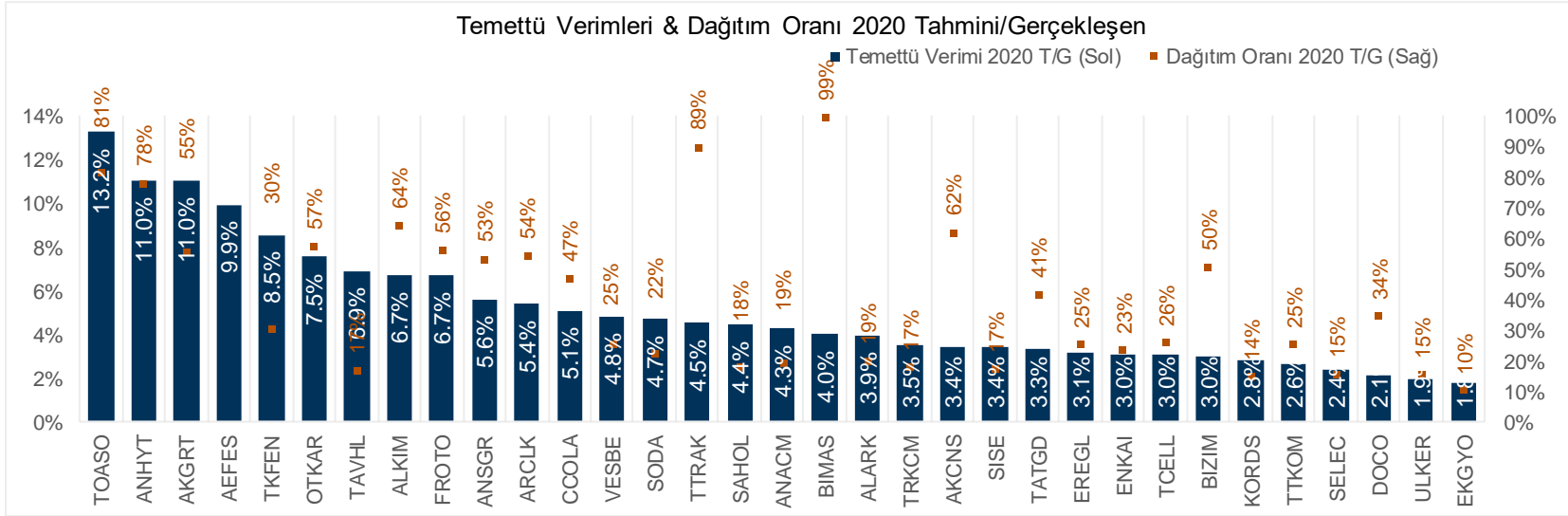
# BIST Grafikler – 2020T/G Marjları ve Tarihsel Ortalamalar



## BIST Grafikler - 2021T Marjları ve Tarihsel Ortalamalar



# BIST Grafikler – Temettü Verimi & Temettü Dağıtım Oranları



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

67

2020 Tahmin/Gerç. ve Tarihsel Ort.F/K Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar.F/K Ort.	20T/G F/K	20T/G F/K & Tar.F/K Ort.Karş.
IPEKE	9.99	2.01	-80%
HALKB	5.21	1.53	-71%
OTKAR	21.09	6.59	-69%
ASELS	17.23	6.51	-62%
AKGRT	8.71	3.36	-61%
ULKER	18.53	7.22	-61%
ANHYT	13.26	5.54	-58%
SAHOL	7.18	3.31	-54%
EKGYO	8.81	4.26	-52%
TTKOM	14.97	7.43	-50%
AKBNK	7.79	3.93	-50%
GARAN	7.56	3.93	-48%
ANSGR	9.28	4.89	-47%
CCOLA	24.73	13.13	-47%
KOZAA	7.41	4.07	-45%
TCELL	13.39	7.42	-45%
ALARK	11.58	6.49	-44%
KOZAL	8.31	4.69	-44%
YKBNK	6.27	3.63	-42%
TSKB	5.56	3.27	-41%
TOASO	10.88	6.78	-38%
VAKBN	4.84	3.06	-37%
BIZIM	24.82	16.50	-34%
ALBRK	7.89	5.59	-29%
LOGO	20.58	15.31	-26%
SISE	8.40	6.38	-24%
AEFES	21.55	16.64	-23%
TKFEN	8.55	6.63	-22%
BIMAS	26.55	20.59	-22%
KCHOL	9.23	7.60	-18%
SODA	6.05	5.10	-16%
FROTO	13.43	11.36	-15%
ALKIM	11.02	9.60	-13%

2020 Tahmin/Gerç. ve Tarihsel Ort.F/K Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar.F/K Ort.	20T/G F/K	20T/G F/K & Tar.F/K Ort.Karş.
ISGYO	4.21	3.69	-12%
TRGYO	3.22	2.84	-12%
DOAS	10.84	9.70	-11%
KORDS	8.94	8.55	-4%
PETKM	11.22	10.82	-4%
SELEC	7.04	7.03	0%

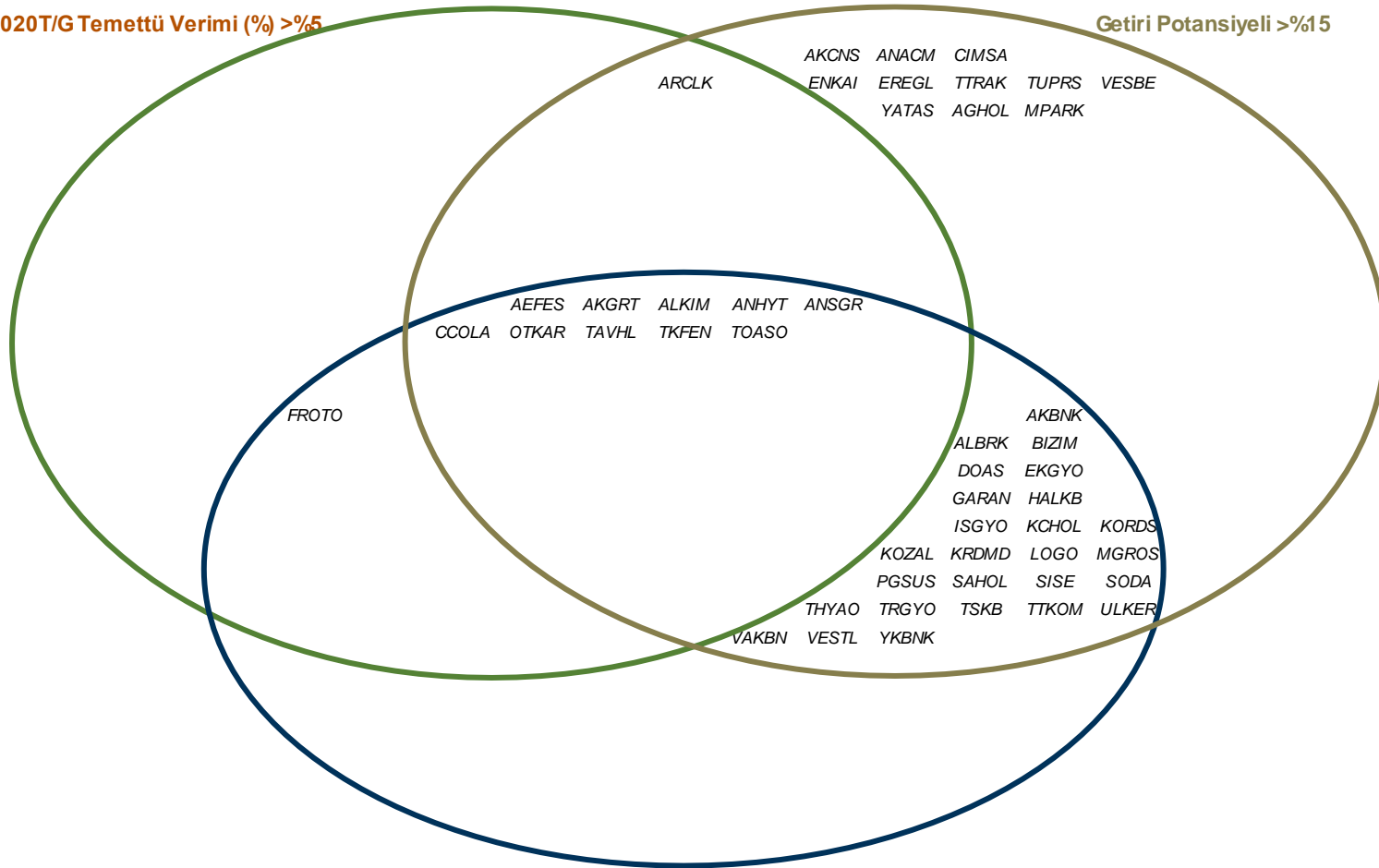
## BIST Grafikler – F/K ve FD/FAVÖK için Tarihsel Ortalamalara Göre Prim/İşk.

68

2020 Tahmin/Gerç. Tarihsel FD/FAVÖK Ort. Karş. Göre Ucuz				2020 Tahmin/Gerç. Tarihsel FD/FAVÖK Ort. Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. FD / FAVÖK Ort.	20T FD/FAVÖK	20T/G FD/FAVÖK & Tar.FD/FAVÖK Ort.Karş.	Hisse	Tar. FD / FAVÖK Ort.	20T FD/FAVÖK	20T/G FD/FAVÖK & Tar.FD/FAVÖK Ort.Karş.
KOZAA	1.30	-0.58	-145%	TTRAK	10.10	8.70	-14%
BIZIM	7.76	1.12	-86%	SELEC	6.18	5.35	-13%
TKFEN	5.05	1.15	-77%	CIMSA	7.72	6.73	-13%
AGHOL	12.00	2.96	-75%	TRGYO	12.46	10.89	-13%
ASELS	15.72	6.02	-62%	THYAO	8.32	7.47	-10%
ULKER	12.58	5.90	-53%	VESBE	5.36	5.07	-5%
ALARK	9.74	4.57	-53%	PETKM	9.52	9.01	-5%
OTKAR	16.11	7.64	-53%	SISE	5.37	5.32	-1%
ENKAI	7.18	3.42	-52%				
MGROS	8.14	4.17	-49%				
BIMAS	16.41	8.51	-48%				
TOASO	8.60	4.50	-48%				
TCELL	5.61	3.15	-44%				
KOZAL	4.00	2.33	-42%				
KCHOL	7.96	4.74	-41%				
TTKOM	5.22	3.12	-40%				
ARCLK	8.96	5.44	-39%				
CCOLA	10.01	6.43	-36%				
TUPRS	9.34	6.07	-35%				
EKGYO	9.44	6.26	-34%				
MPARK	8.42	5.77	-31%				
PGSUS	8.79	6.10	-31%				
LOGO	12.81	8.98	-30%				
SODA	6.05	4.34	-28%				
AKCNS	7.13	5.15	-28%				
SAHOL	32.93	23.98	-27%				
DOAS	8.75	6.58	-25%				
AEFES	8.42	6.40	-24%				
TRKCM	6.81	5.25	-23%				
FROTO	10.29	8.03	-22%				
ANACM	5.94	4.75	-20%				
ISGYO	13.29	10.84	-18%				

2020T/G Temettü Verimi (%) >%5

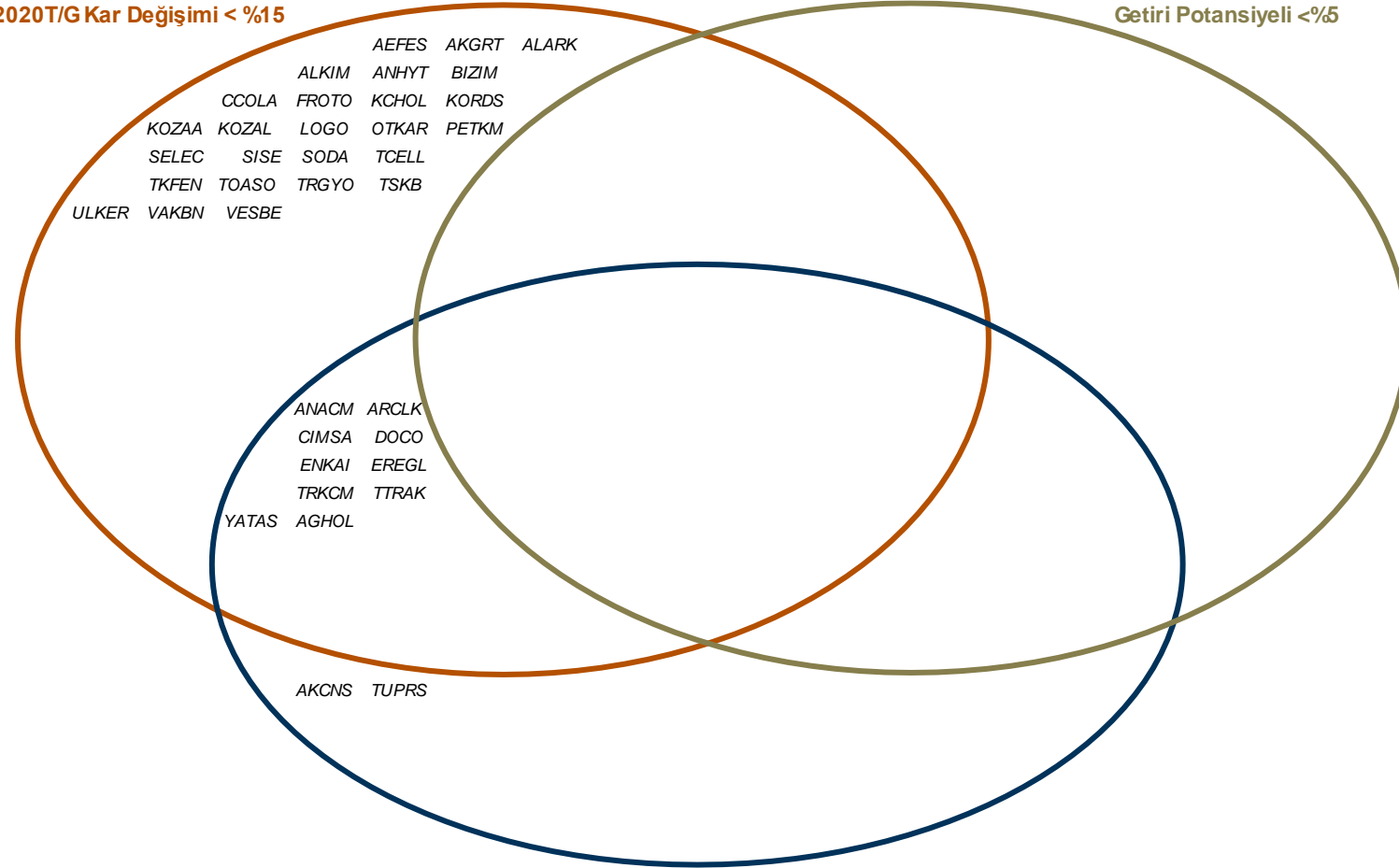
Getiri Potansiyeli >%15



2020T & Tar. F/K Ort. Karş. Göre Ucuz >%15

2020T/G Kar Değişimi < %15

Getiri Potansiyeli < %5



2020T & 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

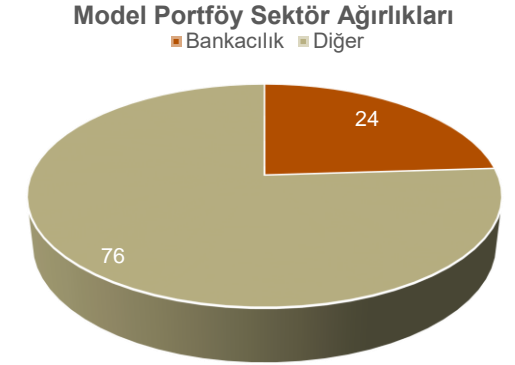
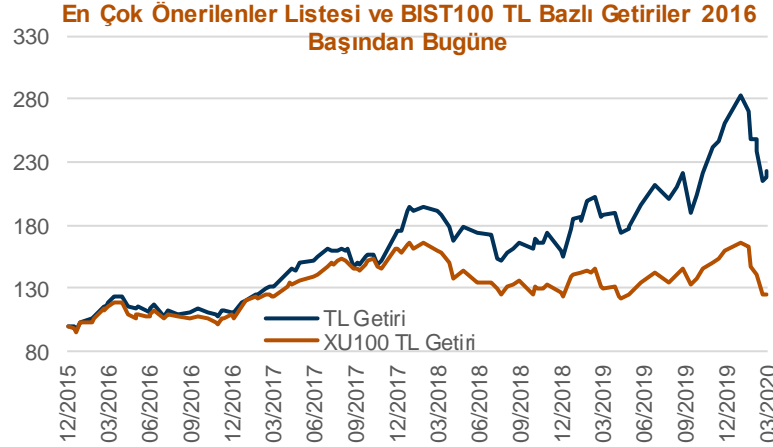
**Portföy Getirileri**



## 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	63%	27.1%
2020	-16.0%	7.3%



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.