

# Hisse Senedi Stratejisi

Haziran 2020

---

**Tünelin Ucunda Işık Var**

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

■ **Yatırım Özeti**

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

## **Piyasalar tünelin ucunda ışık görüyor**

Genişleyici maliye ve para politikalarını arkasına alan hisse senedi piyasaları tepe noktasına göre kaybının %70'ini üç ay içinde geri aldı. İyimser hava devam ederse salgın öncesi değerlemelere yaz aylarında ulaşılabilir. Mali piyasaların aksine reel ekonominin korona öncesine dönmesi zaman alacak. Mayıs ortasından itibaren kontrollü bir şekilde açılan ekonominin salgın öncesi seviyelere geri dönmesi en iyimser ihtimalle 2021 yılını (V şeklinde canlanma) bulacak. Işık göründü ama reel ekonominin tünelden çıkması zaman alacak.

## **İkinci dalga nedeniyle risk iştahında kalıcı bir bozulma öngörmüyoruz**

Ekonomilerin açılma sürecinde vaka sayısının yeniden artmaya başlaması ikinci dalga senaryolarını yeniden gündeme getirdi. Ancak risk iştahında kalıcı bir bozulma öngörmüyoruz. Temkinli iyimserliğimizin arkasında üç temel gerekçe var: (i) İlk dalga tecrübesi sayesinde toplum da sağlık sistemi de salgınla savaşmaya daha hazırlıklı, (ii) İkinci dalgayla ekonomiyi toptan kapatarak değil kırılğan kesimi koruyarak mücadele edileceğine inanıyoruz; (iii) Varlık alımları ve finansal baskılama ile ekonominin onarılacağına ve finansal istikrarın korunacağına güveniyoruz.

## **Düşük faiz ortamı büyümeyi destekliyor**

Büyümeyi desteklemek ve finansal istikrarsızlık riskini azaltmak için gelişmiş ülkelerde 2008 krizinden beri yaygın olarak uygulanan finansal baskılama politikasına sonunda biz de katıldık. Merkez Bankası'nın son 12 ayda yaptığı 1.575 baz puan indirimi ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun yeni politika aracı Aktif Oranı uygulaması sayesinde haftalık repo ve mevduat faizleri ex-ante reel -%1-%2 (vergi sonrası -%2-%3) bandına geriledi. Düşük faiz ortamının tasarruf ve borçlanma alışkanlıklarını değiştirerek ekonominin durgunluktan çabuk çıkmasını sağlayacağına inanıyoruz. Mevcut konjonktür Türk lirası borçlu şirketlerin borçlarını çevirmesini kolaylaştırırken faiz yükünü azaltıyor, vadesi gelen döviz borçların Türk lirasına çevrilmesini teşvik ediyor.

## **Konut ve otomotiv düşük faiz ortamından en çok yararlanan sektörler**

Kamu bankalarının otomotiv ve konut alımına yönelik başlattıkları cazip kampanyalar ve aktif oranı uygulaması kredi büyümesinin %30'lara ulaşmasını sağladı. Emlak ve otomotiv kredi koşullarındaki gevşeme ile iç talepteki canlanmadan en olumlu etkilenen sektörler. Evde geçirilen zamanın artması ve havayolu seyahati ile ilgili endişeler de konut ve otomobil talebini destekleyen diğer unsurlar.

## TL varlıklarda yabancı yatırımcı payı dip seviyelerde

Pandemi sürecinde GOÜ'lerden rekor düzeyde sermaye çıkışı gerçekleşti. 21 Ocak'ı takip eden 51 günlük süre zarfında yabancı yatırımcılar 41.7 milyar dolarlık GOÜ hisse senedi ve bonusu sattı. Bu rakam 8 Eylül 2008 tarihini takip eden 51 günlük sürede yapılan satış tutarının iki katı. Mayıs ayı verilerinde az da olsa bir giriş gözleniyor. Mayıs ayındaki 4.1 milyar dolar tutarında girişin 0.7 milyar doları hisse senetlerine geri kalanı bonolara olmuş. Çin hariç tutulduğunda ise hisse senedi piyasalarına giriş sifıra yakın.

TCMB verilerine göre ise Mayıs ayında hisse senetlerinden 1 milyar dolar bonolardan 938 milyon dolar olmak üzere yabancı çıkışı devam etmiş. Haziran ayında son açıklanan verilere göre hisse senetlerine 36 milyon dolar ile sınırlı bir giriş olurken, Hazine bonolarından çıkış 600 milyon dolar ile devam etmiş. TRY bono piyasasında yabancı payı %4.7 ile tarihsel en düşük seviyelerde, hisse senedinde ise %52 ile son 15 yılın en düşük seviyesinde.

Önümüzdeki aylarda ekonomilerdeki toparlanma, emtia fiyatlarında artış ve risk algısındaki iyileşme GOÜ'lere girişleri destekleyebilir. Burada en büyük risk virüste kontrolden çıkan ikinci bir dalga ve beklentilerde bozulma. BIST'de yıl başından bu yana yabancılar tarafından en çok satılan isimler arasında Vakıfbank (**VAKBN.IS**), Halkbank (**HALKB.IS**), Pegasus (**PGSUS.IS**) ve Arcelik (**ARCLK.IS**) var.

## GOÜ hisse senetleri yükselişte geride kaldı

Gelişmiş ülke Merkez Bankaları ve Hükümetlerinin açıkladığı güçlü destek programlarının etkisi ile gelişmiş ülke hisse senetlerinden oluşan MSCI Dünya Endeksi yıl başından bu yana dolar bazında sadece %5 geriledi, aynı dönemde MSCI GOÜ endeksi %9, MSCI Türkiye endeksi ise %18 değer kaybetti.

Piyasalardaki yükseliş ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin çoğunun önümüzdeki 12 aylık tahmini F/K oranları 10 yıllık ortalama değerlerin üstüne çıkarken, MSCI TR F/K çarpanı (8.6x) ortalamasının halen %6 altında. (Sayfa 6)

## Ekonomilerde V şeklinde toparlanma

Baz senaryomuz hem Türkiye hem Dünya için V şeklinde bir ekonomik toparlanma. 2020 yılında %4.5 oranında daralmasını beklediğimiz Türkiye ekonomisinde 2021 yılında %5.0'lik bir büyüme bekliyoruz. Ancak son dönemde uygulanan genişleyici politikalar 2020 tahminimiz üzerinde yukarı yönlü riskleri artırıyor. Varsayımımız önündeki en önemli risk virüste 2. dalganın kontrolden çıkması ve etkin bir aşı veya ilaç bulma çabalarının sonuçsuz kalması. Salgının geri döndüğü ve/veya gelişmekte olan ekonomilere yönelik risk iştahının zayıfladığı kötü senaryoda 2021 yılında U şeklinde bir toparlanma ile %2,0'lik bir büyüme öngörüyoruz. Türkiye ve yakın ticari ilişkisi olan Avrupa ülkeleri salgının yayılma hızını sağlık sistemini tehdit etmeyecek ve can kaybını sınırlayacak boyuta indirdi. Önlemleri iyi uygulayan ülkelerde ikinci dalga riski daha düşük.

## En Çok Önerilenler Listemizde hangi şirketlere yer verdik

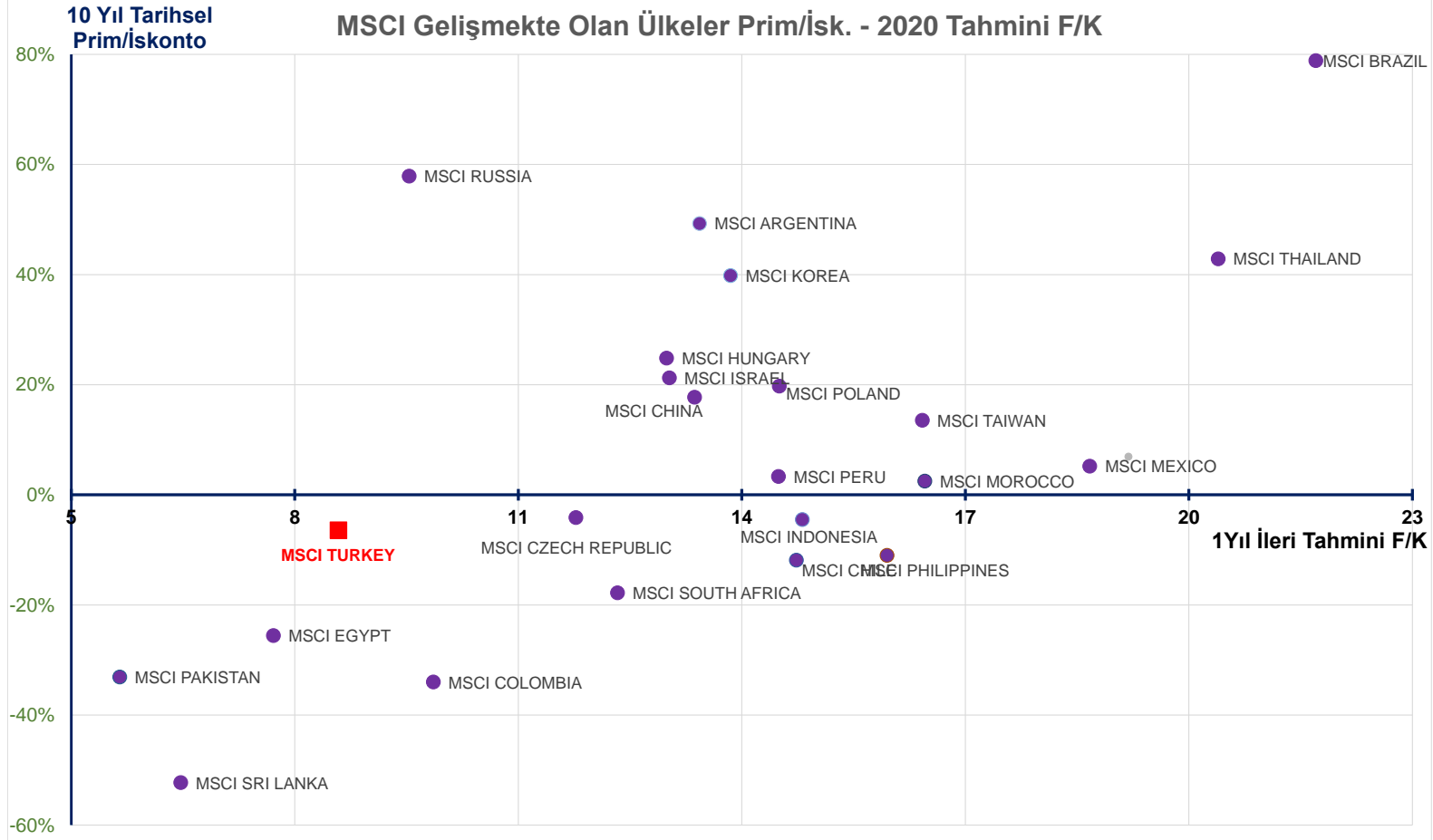
Kamu bankalarının otomotiv ve konut alımına yönelik başlattıkları cazip kampanyalar da kredi talebini tetikleyen önemli bir faktör oldu. Emlak ve otomotiv kredi koşullarındaki gevşeme ile iç talepteki canlanmadan en olumlu etkilenen sektörler. Evde geçirilen zamanın artması ve havayolu seyahati ile ilgili endişeler de konut ve otomobil talebini destekleyen diğer unsurlar. En çok önerilenler listemizde bu sektörleri temsilen, Emlak GYO (**EKGYO.IS**) , Tofas Fabrika (**TOASO.IS**), Türk traktör (**TTRAK.IS**), ve Arçelik (**ARCLK.IS**) hisseleri bulunuyor.

Bankacılık sektörü başta olmak üzere geride kalan döngüsel sektörlerde toparlanma öngörüyoruz. Dolayısıyla, Akbank (**AKBNK.IS**), Garanti Bankası (**GARAN.IS**) , Aksigorta (**AKGRT.IS**) en çok önerilenler listemizde %38 ağırlıkla tutmaya devam ediyoruz.

## Defansif Hisselerde Geride Kalanlar

Halen artış potansiyeli gördüğümüz, nispeten defansif Turkcell (**TCELL.IS**) ve Koza Altın'ı (**KOZAL.IS**) en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz. Turkcell'de yıllardan beri süre gelen sahiplik sorunun çözülmesi şirketin uzun vadeli performansını olumlu etkileyecektir. Ortaklık yapısının çözümüne yönelik olası benzer bir gelişme Koza Atın hissesi için de tetikleyici olabilir.

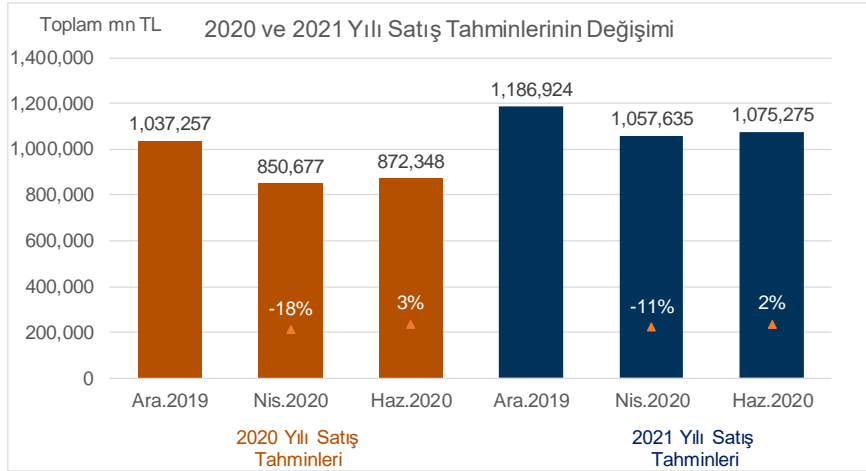
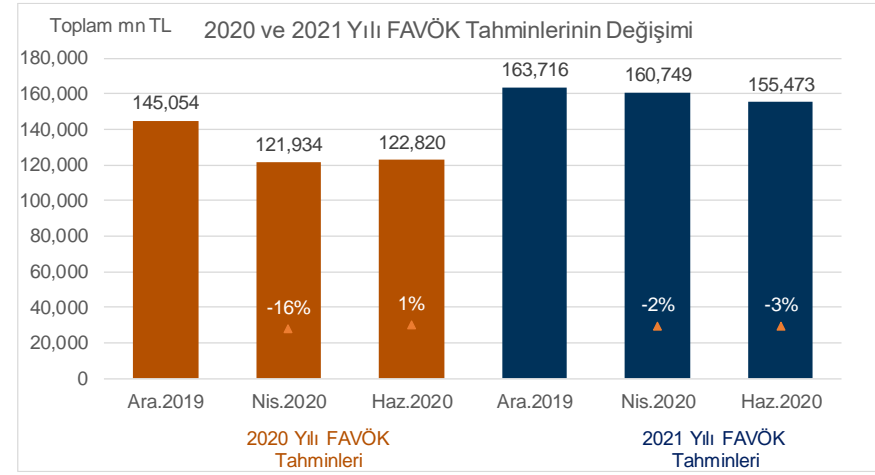
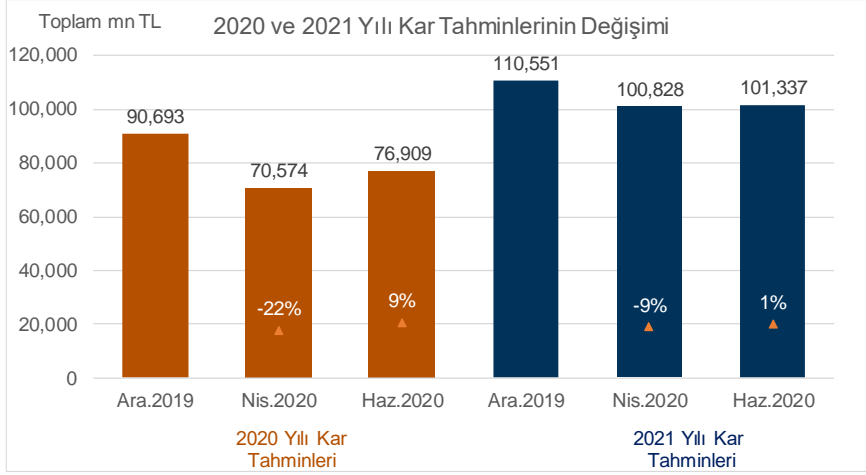
# Yükselişe rağmen MSCI TR halen geçmiş ortalama F/K 'sının %6 altında



Kaynak: Bloomberg, 1 yıllık tahmini F/K Oranları

# COVID 19 öncesi ve sonrası 2020 ve 2021 projeksiyonlarında değişim

7



2020 ve 2021 yılı toplu net kar tahminlerimiz COVID-19 öncesine göre, sırasıyla %22 ve %9 aşağı geldi.

Benzer bir şekilde 2020 ve 2021 toplu FAVÖK tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyon %16 ve %2 oldu.

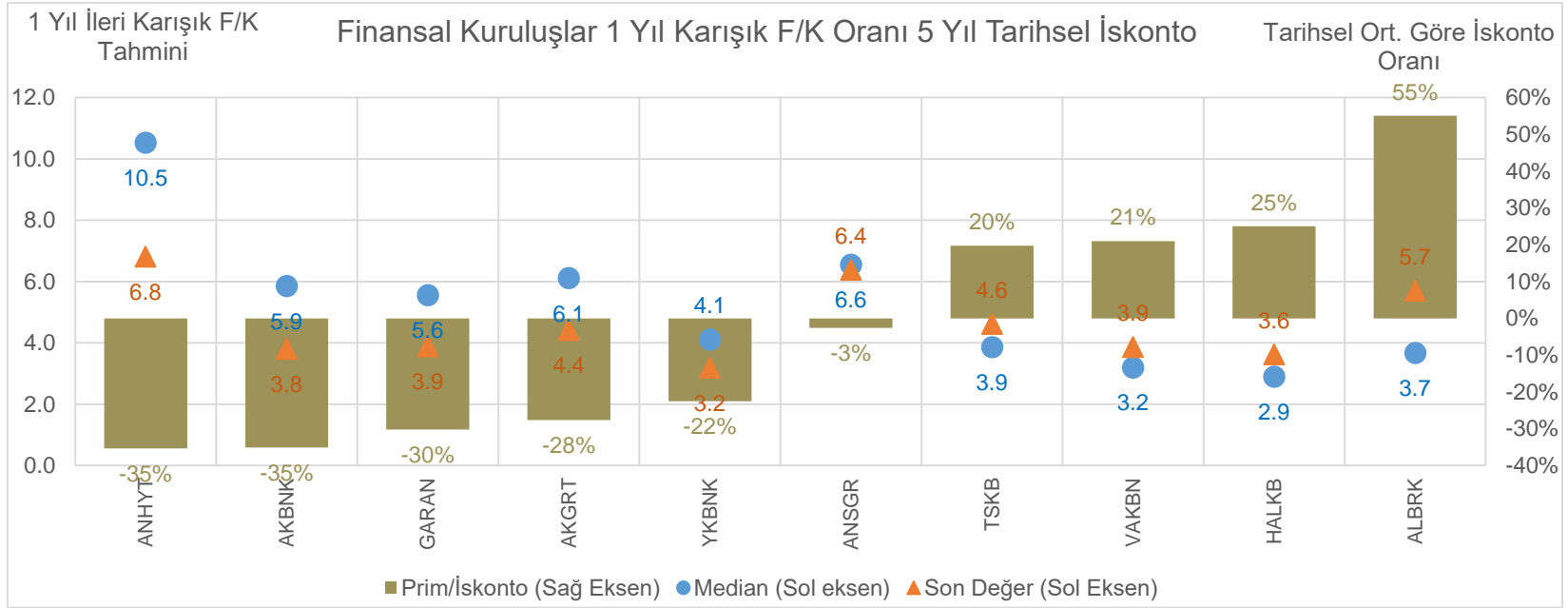
İki yılın toplam net kar ve FAVÖK tahminleri ise, sırasıyla %15, ve %13.4 aşağı revize edildi.

Takip eden sayfalardaki ağırlıklı ortalama tahmini F/K ve FD/FAVÖK oranlarında en son tahminler dikkate alınmıştır

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler

# Özel bankalar ve sigortalar tarihsel ortalama F/K oranlarının altında

8

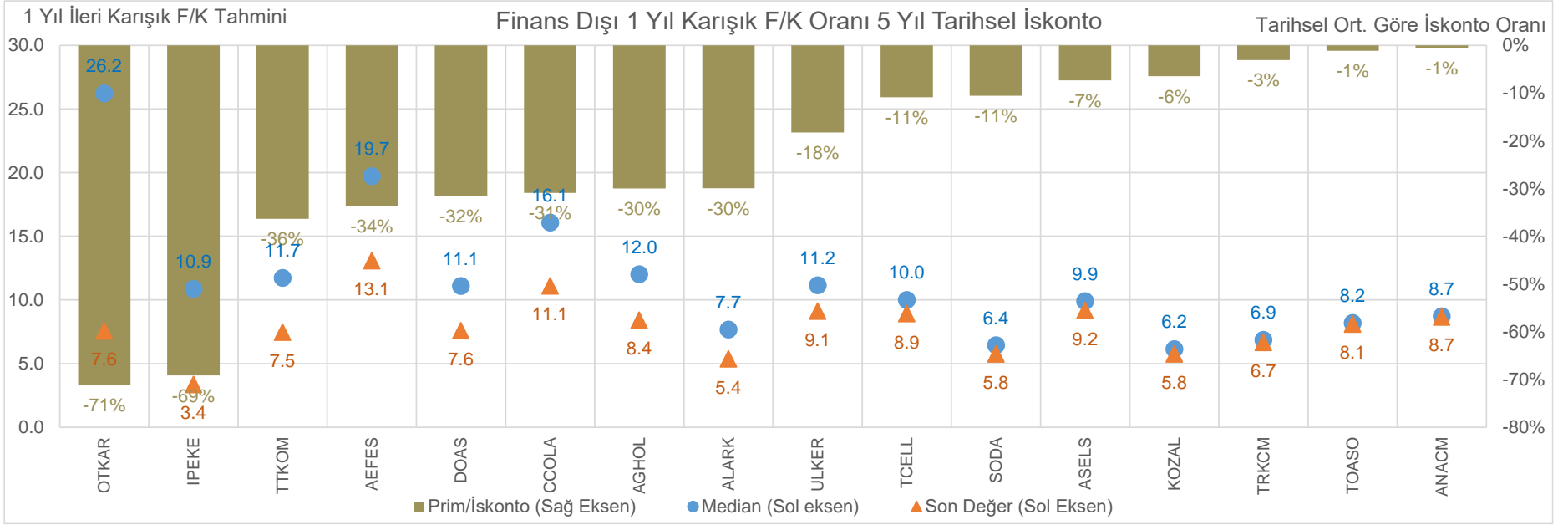


Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini F/K oranları kullanılmıştır



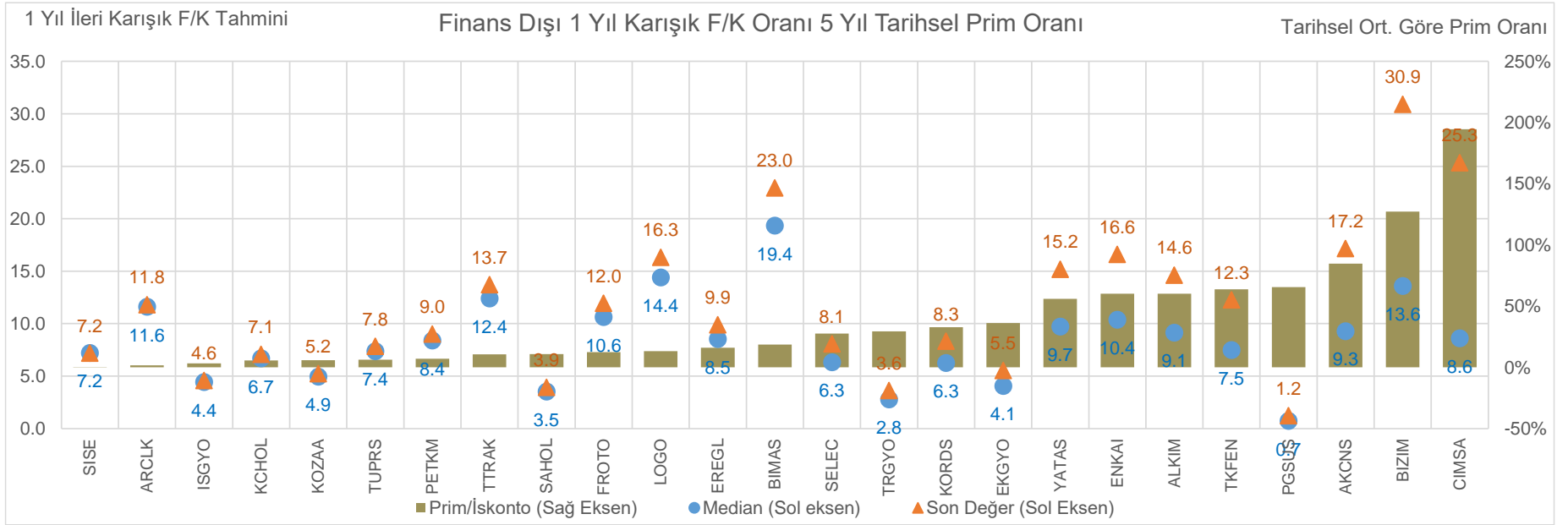
# Geçmiş F/K çarpanlarının altında işlem gören finans dışı şirketler

9



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

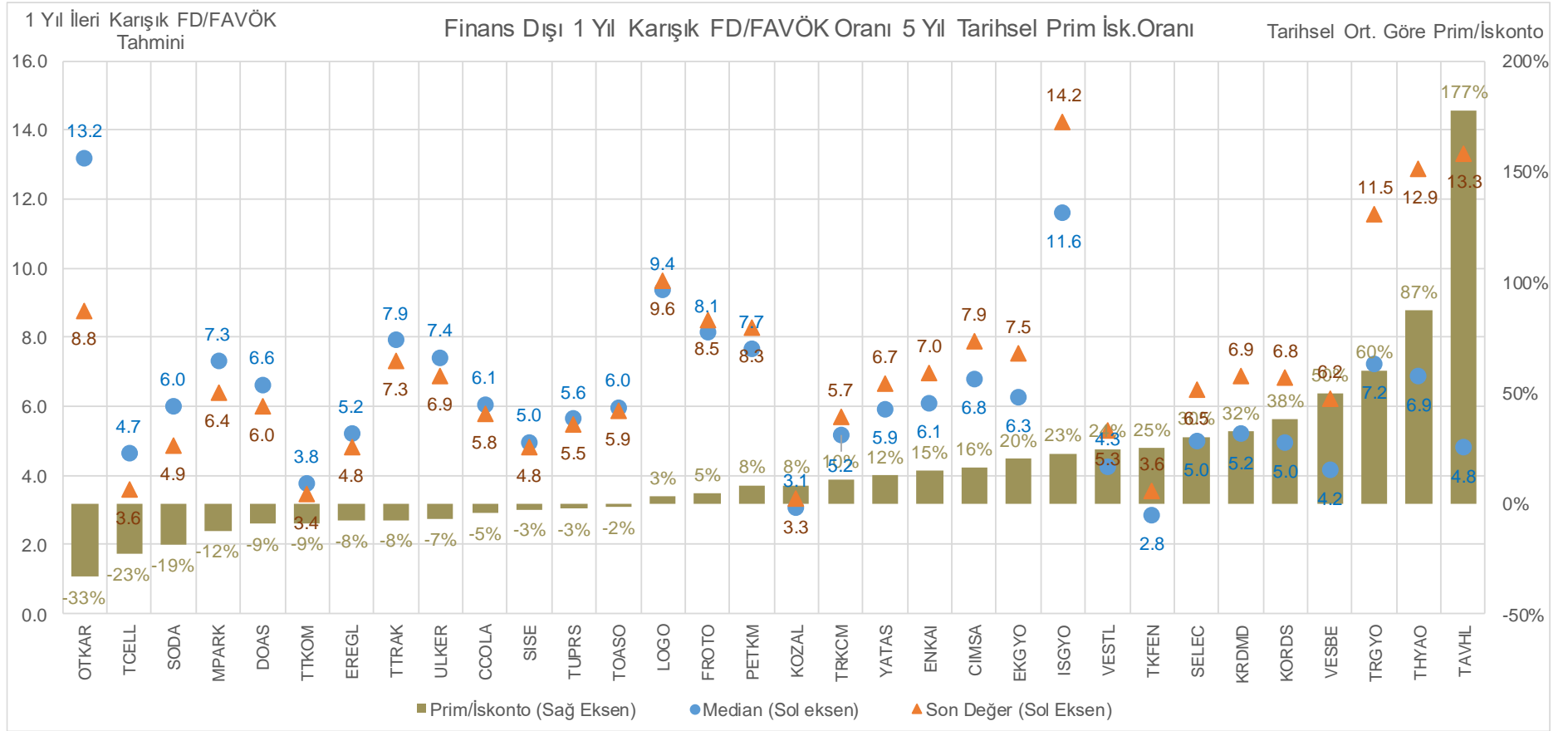
# Geçmiş ortalama F/K oranlarının üzerinde işlem gören finans dışı şirketler 10



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

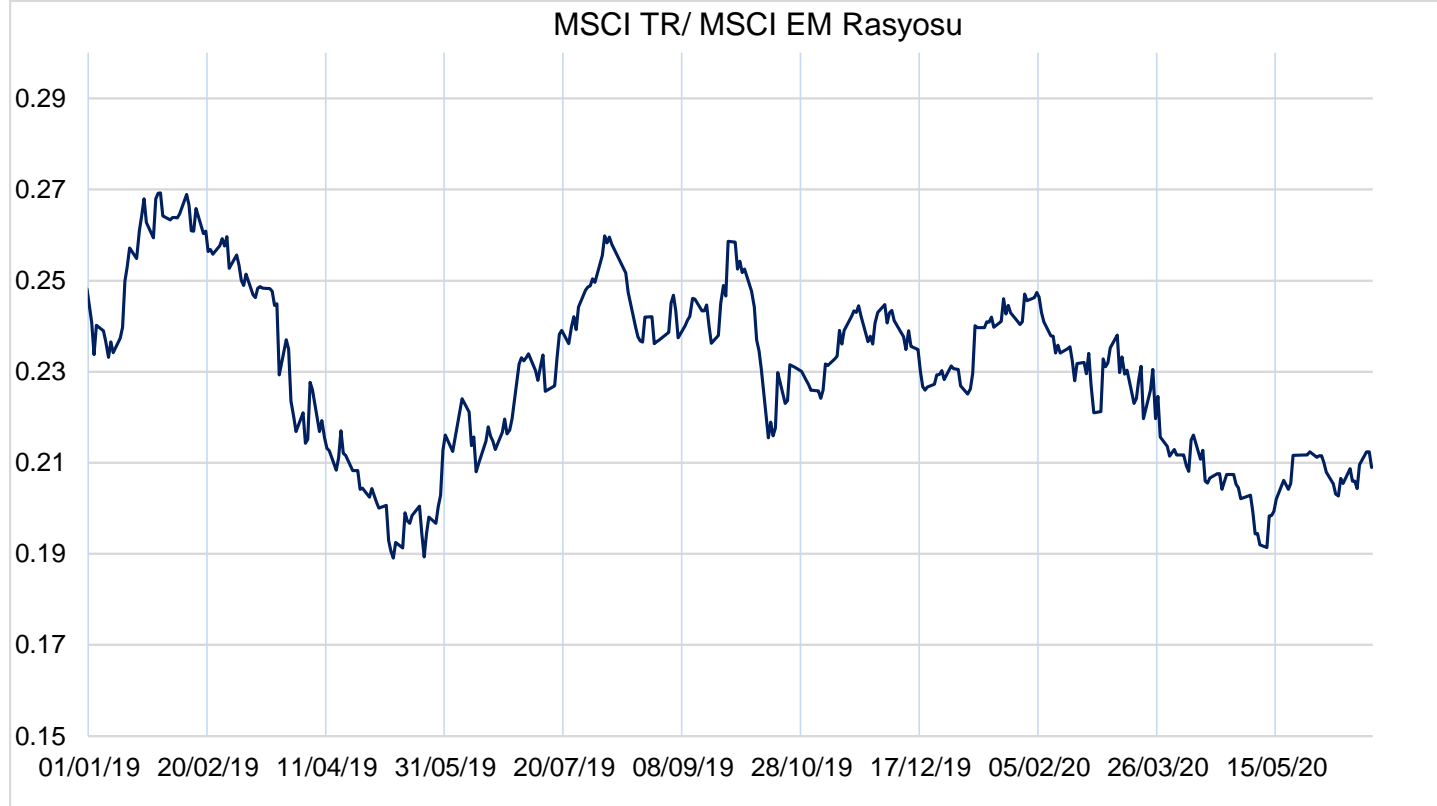
# Geçmiş ortalama FD/FAVÖK oranına göre iskonto / prim

11



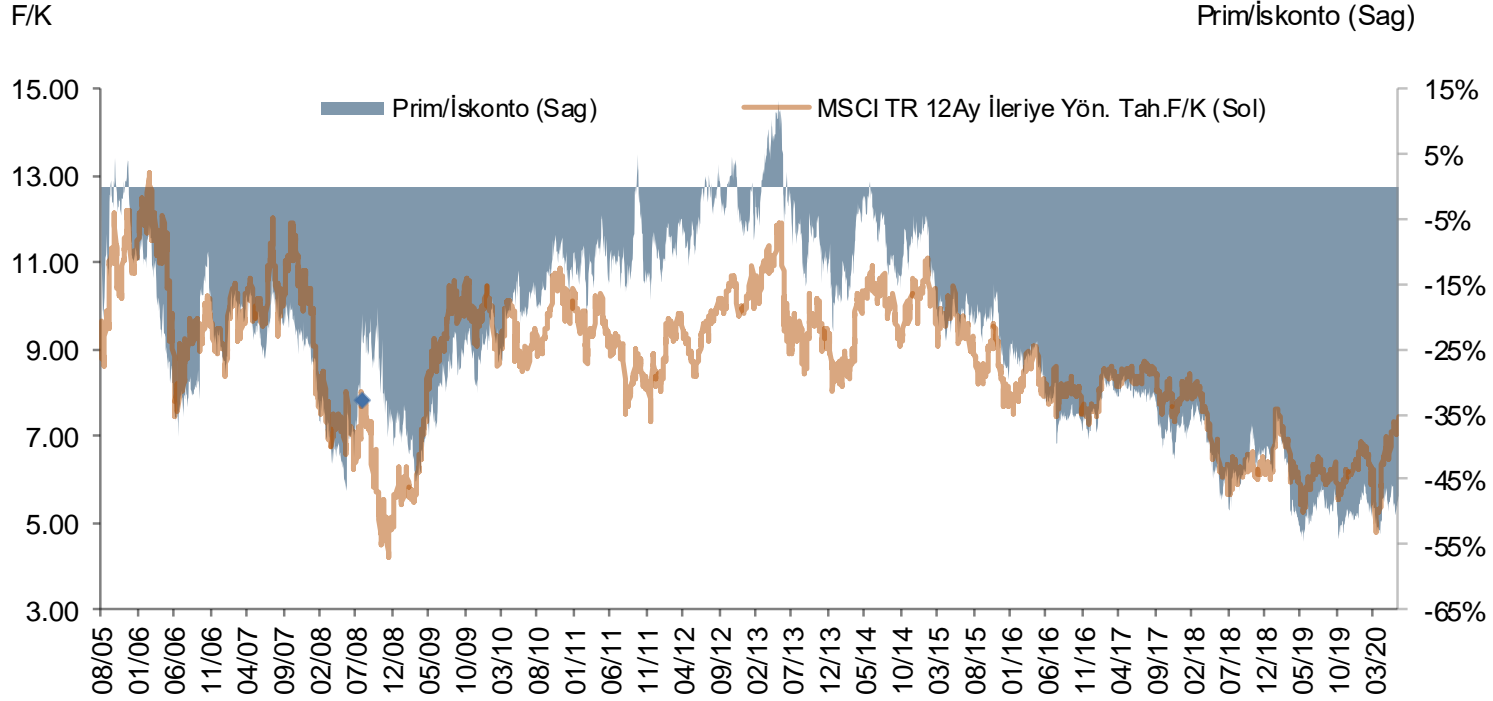
Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini FD/FAVÖK oranları kullanılmıştır

## MSCI TR / MSCI EM



Kaynak: Bloomberg

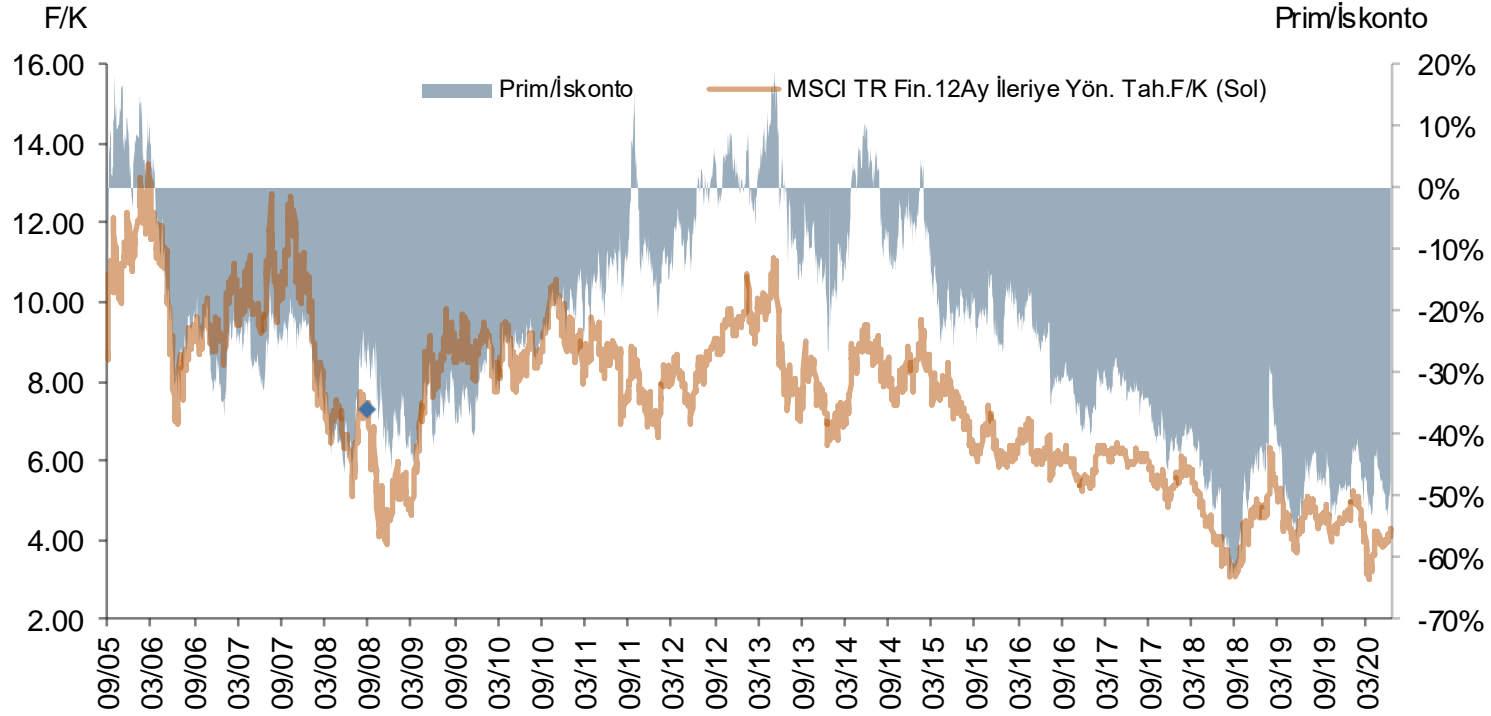
# MSCI Türkiye F/K oranı GOÜ endeksine göre %48 iskontolu



Kaynak: Bloomberg

# MSCI Türkiye Finansallar F/K oranı MSCI GOÜ Finansallar endeksine göre %49 iskonto

14



Kaynak: Bloomberg

Bir kısmı yeni genetik teknolojileri bir kısmı da canlı virüs bazlı geleneksel teknolojileri kullanan 110 ayrı COVID-19 aşı yaklaşımı mevcut. Bunların 8 tanesi klinik deney aşamasında

Aşı geliştirmede 3 fazdan oluşan güvenilirlik ve etkinliği ölçme amaçlı deneyler eş zamanlı olarak yapılmakta. Normalde ikinci fazın sonunda aşının etkili olduğu görüldüğünde geçilen üretim hazırlıkları da bu sefer eş anlı olarak yürütülmekte

Haziran ayı itibariyle 4 aşı ile ilgili yapılan klinik deneylerde ilk veriler umut verici.

## **Bu sefer neden farklı ?**

COVID 19 pozitif çıkan hastaların hemen hemen hepsinde antikor oluşumunun gözlenmesi ve ilaç firmalarına aşının etkinliği görülmeden önden sağlanan yüksek kamu finansman destekleri, çok büyük ihtimalle etkin bir aşının geliştirileceğine işaret ediyor. Bu durumda aşının başarısız olma durumunda ilaç firmalarının zarar etme endişeleri bulunmuyor.

Nitekim MERS ve SARS salgınlarında (salgınların etkileri ve boyutları da dikkate alındığında) ilaç firmaları finansal açıdan aşı geliştirmek konusunda teşvik edilmemişlerdi.

Aşının önündeki en büyük risk virüsün mutasyona uğraması.

## **Aşıya kitleler ne zaman ulaşacak ?**

Mevcut durumda beklenti aşının bu yıl sonunda üretilmeye başlanması ve 2021 yılı yazında geniş nüfus kitlelerine ulaşması

## **İkinci dalga nasıl kontrol edilecek ?**

Sonbahar ve kış aylarında vaka sayılarında tekrar artışlar görülmesi bekleniyor. Yoğun test ve fiyasyon çalışmaları ile hastalığın erken teşhis edilmesi, önlemlerin kısmen devam etmesi ve tedavide elde edilen tecrübeler ile vaka sayıları ve kayıpların sınırlandırılması mümkün olabilir.

## COVID-19 İlaç ve Aşı Çalışmaları

	<b>Geliştirme Aşaması</b>
<b>Şirket (Aday ilaç), Ülke</b> Gilead, (Remdesivir), ABD	<b>İlaç:</b> Nisan sonu yapılan deneylerde, hastaların iyileşme süresini kısalttığı ve güvenli olduğu görüldü. ABD, Japonya ve İngiltere'de acil kullanımı onaylandı. 2020 yılında 1 milyon hastaya yeterli üretim hedefleniyor. 2021 de daha da artacak.
Moderna, US	<b>Aşı:</b> Faz 1 deneme sonuçları Mayıs ortasında açıklandı. Kısıtlı sayıda denemelerde güvenli olduğu ve antikor yarattığı görüldü. Faz 3 denemelerinin Temmuz ayında başlaması ve yıl sonunda tamamlanması bekleniyor. 2021 yılında onay için başvuru yapılması planlanıyor. Şirket yıllık 1 milyar doz üretimi için Lonza firması ile anlaşma yaptı.
BioNTech, Almanya, ABD (Pfizer)	<b>Aşı:</b> Faz 1 Denemeleri Almanya ve ABD 'de sürüyor, ve Haziran sonu veya Temmuz başında tamamlanması bekleniyor. 2020 yılı sonunda onay alıp üretime başlamayı hedefliyor. Bu yıl sonuna kadar 100 milyon doz üretme hedefi var. 2021 yılında üretim kapasitesini arttıracak. Eş zamanlı test edilen 4 ayrı aşı üzerinde çalışmalar yürütüyor.
Sanofi (Fransa), GlaxoSmithKline (İngiltere)	<b>Aşı:</b> Klinik deneyleri 2020 yılının 2. yarısında tamamlamayı ve 2021 yılının 2. yarısında ürünü piyasaya çıkartmayı hedefliyor. ABD Sağlık Bakanlığı fonlama sağlandığından öncelikli ABD'de dağıtım yapılacak.
Merck (ABD)	<b>İlaç:</b> EIDD-2801 antiviral ilacının erken klinik testleri yapılıyor. <b>Aşı:</b> Bir tanesi IAVI firması ile ortak, diğeri satın aldığı Themis firması üzerinden olmak üzere iki ayrı aşı platformu üzerinde çalışıyor.



## Şirket (Aday ilaç), Ülke

Novarax (ABD)

Astra Zeneca, Oxford  
Universitesi (İngiltere)

CanSino Biologics (Çin)

Jhonson & Jhonson

Mylan NV, Merck & Co.  
(İngiltere)

China National Biotech Group  
(Çin)

## Geliştirme

### Aşaması

**Aşı:** Halen Avusturlaya'da yapılan Faz 1 denemeleri diğer ülkelerde de yapılacak. 2020 yılı sonunda geliştirilip 2021 yılında 1 milyar doz üretilmesi hedefleniyor.

**Aşı:** Oxford Üniversitesi Mayıs ayında İngiltere de 10,000 denek ile Faz 2/3 denemelerine başladı. Benzer denemeler diğer ülkelerde de yapılacak. Hedef Eylül ayı sonuna kadar 30 milyon doz üretilip, yılın tamamında 100 milyon doza yükseltmek. Ayrıca firma aşının üretimi için ABD, İngiltere, Avrupa ülkeleri ve Hindistan'ın da dahil olduğu tedarik anlaşmaları yapıyor. Firma 2020 sonundan itibaren Avrupa ülkelerine 400 milyon doz aşı sağlayacak. İsteyen ülkelerle de benzer anlaşmalar yapabilecek. Öncelikli olarak İngiltere ve ABD pazarları için üretilen. ABD hükümeti 1 milyar dolar tutarında fonlama sağladı.

**Aşı:** Şirket Faz 1/ Faz 2 denemelerinin ön sonuçlarının olumlu olduğunu açıkladı. 600 hasta ile yapılan deneylerde, hastaların %90'ında antikor oluştuğu gözlemlendi. Bu yaz Kanada'da da denemelerin yapılması planlanıyor. Ayrıca şirket Brezilya'lı bir ilaç üreticisi ile Faz 3 denemeleri orada gerçekleştirmek için anlaşma imzaladı.

**Aşı:** Bu yılın Ekim ve Kasım aylarında büyük m+A10:J14iktarda aşı üretimi yapmayı hedefliyor. Şirket COVID-19 aşısından kar amacı gütmeyecek. Yaptığı üretim anlaşmaları ile 2021 sonuna kadar 1 milyar doz üretim yapmayı hedefliyor. Şirketin açıklamalarına göre aşıda %70 oranında bir etkinlik yeterli olabilir.

**İlaç:** İki firma tarafından hlihazırda üretilen Dexamethasone adlı ilaç, Oxford Üniversitesi tarafından yapılan araştırmada, yoğun bakım aşamasındaki COVID-19 hastalarına uygulandığında solunum cihazına bağlı 8 hastadan 1 tanesinin kaybını engellediği, benzer bir şekilde oksijene bağlı 25 hastadan 1 tanesinin hayatta kalmasını sağladığı görüldü.

**Aşı:** Çin Hükümetinin çoğunluk hissesine sahip olan şirket, Birleşik Arap Emirlikleri'nde aşı ile ilgili Faz 3 denemelerini yapmak için izin aldı. Haberlerde firmanın yerel bir teknoloji şirketi ile denemeler ve üretim konusunda iş birliğine gideceği belirtiliyor. Aşının Faz 1 ve Faz 2 testleri Çin'de tamamlanmıştı.

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

■ **Hedef Fiyat Değişiklikleri**

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

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

19

Kod	Hedef Fiyat				Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni					2020T (TL mn)			2021T (TL mn)			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)		
			Değişim	Getiri Pot.	Eski	Yeni	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
KRDMD	2.29	3.53	54%	12%	TUT	TUT	5,039	655	-125	6,091	852	356	3,621	309	-251	4,823	717	254
BIZIM	11.00	16.00	45%	-17%	SAT	SAT	5,286	258	34	5,991	289	38	5,281	289	34	5,966	325	36
MGROS	34.04	48.00	41%	28%	AL	AL	28,283	2,244	-239	32,115	2,545	236	28,009	2,260	-329	32,034	2,543	208
AKCNS	8.91	12.08	36%	-6%	TUT	SAT	1,751	236	77	2,044	336	163	1,951	291	96	2,153	376	181
TTAK	61.31	82.15	34%	8%	TUT	AL	4,484	460	225	6,101	672	322	3,801	360	170	5,269	602	287
AGHOL	18.00	24.00	33%	25%	TUT	AL	58,348	6,752	406	66,834	7,728	1,033	56,683	6,298	60	66,968	8,029	1,078
ALBRK	1.30	1.73	33%	7%	TUT	TUT			152			125			261			483
ISGYO	1.55	2.07	33%	12%	TUT	TUT	722	201	200	328	187	281	467	198	343	417	211	453
YATAS	7.10	9.30	31%	10%	TUT	TUT	1,317	194	78	1,737	310	147	1,171	165	56	1,442	257	105
ALKIM	9.47	12.40	31%	-7%	SAT	TUT	794	198	151	958	236	179	754	178	131	903	220	165
SELEC	7.73	10.10	31%	15%	TUT	TUT	20,604	708	616	25,204	997	854	20,939	675	629	23,136	800	736
CIMSA	8.21	10.71	31%	10%	TUT	TUT	1,967	320	29	2,264	450	145	1,897	310	13	2,145	408	88
THYAO	10.00	13.00	30%	5%	TUT	TUT	39,059	6,302	-5,700	61,351	10,711	-2,468	36,196	5,230	-6,561	58,921	10,151	-3,291
ALARK	5.00	6.50	30%	17%	TUT	TUT	1,700	275	317	3,054	421	686	2,012	299	293	3,241	411	603
BIMAS	64.00	83.00	30%	17%	AL	AL	52,738	4,136	1,721	63,082	4,791	1,900	51,064	4,000	1,694	61,808	4,663	1,864
SISE	5.17	6.70	30%	22%	TUT	AL	19,146	3,391	1,670	23,705	4,696	1,917	18,548	3,328	1,474	22,472	4,577	1,819
TRGYO	2.60	3.37	30%	9%	TUT	TUT	1,140	588	573	1,177	612	910	1,016	574	708	1,371	726	1,044
TOASO	25.00	32.00	28%	30%	TUT	AL	17,943	2,425	1,357	25,079	3,272	1,913	16,217	2,113	1,236	21,393	2,753	1,591
ARCLK	18.20	23.20	27%	29%	TUT	AL	36,548	3,781	1,577	43,773	4,394	997	35,875	3,286	760	43,465	4,230	1,185
OTKAR	137.50	173.00	26%	18%	AL	AL	2,450	425	386	3,280	560	468	2,255	407	384	3,085	594	523
TCELL	17.20	21.60	26%	29%	AL	AL	28,155	11,538	3,620	32,838	13,440	4,274	28,790	11,798	3,704	32,782	13,418	4,296
CCOLA	41.06	51.50	25%	20%	TUT	AL	13,235	2,350	958	15,584	2,647	1,248	13,171	1,990	678	15,756	2,754	1,304
AKGRT	7.34	9.10	24%	38%	AL	AL			403			555			403			555
DOAS	14.65	18.15	24%	13%	AL	AL	15,734	986	511	20,183	1,196	548	13,091	805	417	18,287	1,068	532
EREGL	9.00	11.00	22%	31%	TUT	AL	27,722	4,549	2,845	34,162	6,758	4,006	24,318	3,222	1,755	31,790	6,861	4,146
KCHOL	18.29	22.00	20%	29%	AL	AL	131,344	12,236	4,975	162,231	15,973	7,003	124,235	11,966	4,498	152,669	16,349	7,706
SAHOL	10.00	12.00	20%	33%	AL	AL	70,525	11,573	4,600	79,625	12,601	4,929	70,337	11,546	4,551	79,619	12,603	4,908
ANHYT	8.35	10.00	20%	41%	AL	AL			437			484			408			449
FROTO	70.00	83.65	20%	17%	TUT	AL	37,935	3,073	1,848	52,351	4,410	3,151	33,477	2,673	1,537	48,452	3,990	2,524
LOGO	77.20	91.60	19%	20%	TUT	AL	487	169	107	664	235	149	463	161	96	628	223	134

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

20

Kod	Hedef Fiyat				Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni					2020T (TL mn)			2021T (TL mn)			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)		
			Değişim	Getiri Pot.	Eski	Yeni	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
HALKB	7.00	8.30	19%	35%	AL	AL	18,377		3,518	18,296		4,071	23,392		4,004	20,694		5,944
PGSUS	39.60	46.15	17%	-16%	SAT	SAT	4,478	472	-1,967	7,033	1,272	-1,778	4,249	233	-2,279	6,919	1,097	-1,959
AEFES	22.55	26.20	16%	29%	TUT	AL	25,128	4,066	782	29,580	4,741	1,076	24,167	3,586	637	30,171	5,017	1,208
EKGYO	2.19	2.54	16%	34%	AL	AL	4,560	1,208	1,279	5,820	1,902	2,101	5,242	1,447	1,238	5,001	1,574	1,370
YKBNK	2.85	3.30	16%	40%	AL	AL	17,811		5,382	20,019		7,029	16,764		4,554	18,693		6,093
ANSGR	6.23	7.77	25%	12%	AL	AL			473			538			464			506
TTKOM	8.50	9.80	15%	22%	AL	AL	26,766	12,479	3,336	30,000	13,968	4,535	26,424	12,347	3,057	29,081	13,521	4,470
PETKM	4.05	4.60	13%	8%	TUT	TUT	8,993	1,236	574	12,187	1,949	1,060	7,053	1,297	665	10,364	2,058	1,229
AKBNK	8.20	9.20	12%	54%	AL	AL	19,670		6,764	21,512		9,150	19,670		6,764	21,512		9,150
TSKB	1.34	1.50	12%	20%	AL	AL	1,765		774	1,954		933	1,784		736	1,980		815
GARAN	10.80	12.00	11%	47%	AL	AL	21,814		7,893	25,802		9,711	21,959		7,779	26,462		10,837
ULKER	28.10	31.20	11%	30%	AL	AL	9,003	1,511	851	10,126	1,691	991	8,511	1,328	966	9,536	1,554	908
ASELS	26.40	29.30	11%	-7%	TUT	TUT	19,909	4,481	4,534	22,543	4,932	4,452	19,441	4,180	4,062	21,339	4,518	4,030
TKFEN	18.22	19.96	10%	20%	AL	AL	11,921	741	401	10,293	849	592	12,004	772	423	8,850	795	566
KORDS	13.50	14.60	8%	21%	AL	AL	4,817	582	186	6,000	830	347	5,316	605	209	6,102	845	360
VAKBN	6.74	7.25	8%	43%	AL	AL	18,665		4,514	20,740		5,224	19,445		5,228	22,472		6,698
MPARK	19.06	20.09	5%	6%	AL	TUT	3,875	738	-100	5,080	1,057	175	4,005	814	-29	5,151	1,079	188
ENKAI	6.31	6.72	12%	5%	TUT	TUT	11,348	2,893	2,216	16,580	3,695	2,369	10,428	2,320	1,813	15,257	3,336	2,145
DOCO	417.01	431.03	3%	20%	AL	AL	4,319	226	-70	6,546	706	89	4,343	475	6	6,717	764	154
TUPRS	115.00	118.00	3%	33%	AL	AL	67,493	4,462	614	84,480	6,916	3,834	64,256	4,884	1,146	79,656	7,506	4,402
TAVHL	22.46	21.60	-4%	13%	AL	AL	2,212	561	-678	4,578	1,003	-430	2,226	564	-682	4,703	1,031	-442
KOZAA	12.57	11.94	-5%	-11%	TUT	TUT	3,071	1,943	861	2,834	1,845	835	3,134	2,170	961	2,905	2,056	924
IPEKE	9.33	8.85	-5%	-36%	SAT	SAT	3,077	1,943	444	2,840	1,846	447	3,141	2,173	508	2,911	2,060	504
KOZAL	99.03	93.60	-5%	15%	AL	AL	2,934	1,958	1,945	2,708	1,852	1,813	2,995	2,161	2,127	2,775	2,043	1,974

## Makro Tahminler (YENİ)

21

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
GSYH büyüme, %	0,9	-4,5	5,0	3,5	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Tüketim büyümesi, %	0,7	-4,0	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
İhracat Büyümesi	6,4	-10,0	9,5	3,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
TÜFE (yıl sonu), %	11,8	9,5	10,5	10,0	10,5	10,0	9,0	9,0	8,0
TÜFE (ortalama), %	15,2	11,0	10,0	10,3	10,3	10,3	9,5	9,0	8,5
Cari Denge / GSYH (%)	0,9	-2,3	-1,0	-1,5	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Para Piyasası Faizi, %	12,0	7,8	9,8	9,0	8,5	10,0	9,0	9,0	8,5
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	12,2	12,0	12,5	12,0	12,5	12,0	11,0	11,0	10,5
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	6,7	8,0	8,0	7,5	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0
TL/Dolar (ortalama)	5,7	6,9	7,6	8,1	8,7	9,4	10,1	10,8	11,5
TL/Dolar (yıl sonu)	5,9	7,3	7,8	8,4	9,1	9,8	10,5	11,2	11,8
TL/Euro (ortalama)	6,3	7,7	8,3	8,9	9,6	10,4	11,2	12,0	12,8
TL/Euro (yıl sonu)	6,7	8,1	8,6	9,2	10,0	10,8	11,5	12,4	13,1
Avro/Dolar (ortalama)	1,12	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,11	1,11
Avro/Dolar (yıl sonu)	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,11	1,11

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

■ **Sektör Açıklamaları**

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

## Sektör Açıklamaları - Bankacılık

23

Fiyat ve Oranlar															2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V. Tah.	F/K	PD/DD	PD/Net Faiz Geliri	ROE	Aktif Karlılığı					
AKBNK	5.96	30,992	9.20	8.20	54	AL	A	8	-2.8	58	51	60	3%	21%	0%	4.6	3.4	0.5	0.4	1.6	1.4	12%	14%	1.7%	1.9%
ALBRK	1.62	2,187	1.73	1.30	7	TUT	A	22	9.6	14	32	13	3%	14%	0%	14.4	17.5	0.5	0.5			4%	3%	0.3%	0.2%
GARAN	8.19	34,398	12.00	10.80	47	AL	A	8.6	-2.2	159	50	60	3%	21%	0%	4.4	3.5	0.6	0.5	1.6	1.3	14%	15%	1.8%	1.9%
HALKB	6.13	15,164	8.30	7.00	35	AL	A	17	5.1	37	25	10	2%	9%	0%	4.3	3.7	0.3	0.3	0.8	0.8	9%	8%	0.7%	0.7%
ISCTR	5.34	24,030					Ö.Y	11	0.1	29	33	48	4%	23%											
TSKB	1.25	3,500	1.50	1.34	20	AL	A	20	8.2	16	39	20	2%	16%	0%	4.5	3.8	0.6	0.5			14%	14%	1.7%	1.7%
VAKBN	5.08	19,841	7.25	6.74	43	AL	A	12	1	47	16	12	1%	5%	0%	4.4	3.8	0.5	0.4	1.1	1.0	12%	12%	1.0%	1.0%
YKBNK	2.36	19,935	3.30	2.85	40	AL	A	7.8	-3	47	30	66	2%	19%	0%	3.7	2.8	0.4	0.4	1.1	1.0	12%	14%	1.3%	1.4%
<b>Bankacılık</b>																<b>4.4</b>	<b>3.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>

**Bankacılık, krizin yükünü taşıyor.** Salgının ekonomi üzerinde yaptığı ve yapacağı tahribatı hafifletmek amacıyla alınan ekonomik tedbirlerin önemli kısmının yolu bankacılık sistemiyle kesiliyor. Merkez Bankası'nın agresif faiz indirimlerinin yanında aktif oranının devreye alınması faizleri öngörülenin de altında bir noktaya getirmiş durumda. Bu da sektörü iki üç noktada ve olumlu etkiliyor, i-) marjlar sene başında öngördüğümüz seviyelerin üzerinde seyredecek, ii-) kredi hacimleri başta kamu bankaları olmak üzere tahminlerin üzerinde bir büyümeyle net faiz kalemlerini destekleyecek, iii-) düşük faizler aktif kalitenin daha da bozulmasını engelleyecek bir tampon görevi görecek.

**Aktif kalitenin korunması en önemli mücadele noktası olmaya devam edecek.** Bankacılık sektörü hisseleri pandeminin başlamasından bu yana göreceli olarak en kötü performans gösteren sektörlerden birisi oldu. Burada aktif kalitenin bozulma ihtimali en önemli sebep olarak karşımıza çıkıyor. Düşük faizler bir sigorta görevi görse de takibe atılan kredilerde özellikle 2020 yılı sonundan başlayarak bir ivmelenme olacak. Bankalar burada önden yüklemeli tedbirler almaya devam ediyor. Bankalarımız için sene başında risk maliyeti (karşılık gideri/ort.krediler) tahminimiz 150 baz puan civarındayken bu tahminimizi 2020 yılı sonu için ortalama 270 baz puana revize ettik.

**2020 için araştırma kapsamındaki bankalarımızdan %42'lik bir kar büyüme rakamı bekliyoruz.** Sene başında %46 kar artış tahminimizi Covid-19 sonrası %25 artışa revize etmiştik. Birinci çeyrek sonuçları ve sonrasındaki gelişmeleri göz önünde bulunarak kar artış tahminini %42'ye çıkarıyoruz. Burada bankaların beklentilerden daha iyi gelişme gösteren net faiz gelir kaleminin etkisi oldukça fazla. Faiz oranlarındaki keskin düşüş özellikle kaynak maliyetlerini beklentilerin üzerinde aşağıya çekerek özellikle ilk yarı yıl marjlarını olumlu etkileyecek. 2020 yılı düzeltilmiş faiz marjı değişim beklentimizi 25 baz puan düşüşten yataya yükselttik.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

### Hedef piyasa değerlerimizi yaklaşık ortalama %15 yukarı revize ettik

Kar revizyonlarımızdan sonra düşen faizlerin bir yansıması olarak öz kaynak maliyetimizi de yaklaşık 100 baz puan aşağıya çektik. Bunun sonucunda hedef piyasa değerlerimiz ortalama %15 yukarı yönlü revize edildi. Türk bankaları benzer ülke bankacılık sektörlerine göre ortalama %40-45 aralığında iskontolu işlem görüyor. Ayrıca yine çarpanlar bazında kendi tarihi ortalamalarına göre iskonto %25 civarında seyrediyor. Kamu bankalarının değerlendirme çarpanlarındaki görece iskontosu aktif kalite endişeleriyle devam edebilir.

Covid-19 sonrası normalleşme döneminde hem fiyat cazibesi hem de kar momentumu nedeniyle bankacılık hisselerini önermeye devam ediyoruz. Salgının reel sektörde şu ana kadar yarattığı tahribat asimetrik olsa da yönetilebilir gözüküyor. Karşılık ve sermaye koruma kalkanları kuvvetli, kaldıraçları düşük, maliyet ve gelir etkinliği bulunan GARAN.IS ve AKBNK.IS'ı model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.



**YKBNK.IS:** Yapı Kredi'nin perakende bankacılıkta büyüme stratejisinin son yıllarda gerek marjlar, gerekse aktif kalite anlamında elde edilen kazanımlarla doğru bir yaklaşım olduğu ortaya çıkıyor. Merkez Bankası'nın agresif faiz indirimleri ile son dönemlerde uygulamaya konan aktif oran uygulamasının da bankanın marjlarını savunmada yardımcı olduğunu düşünüyoruz. Aktif oran anlamında rahat bir pozisyonu olan bankanın özellikle fonlama anlamında özel bankalardan önemli bir rekabet ortamına girmemesinin de marj gelişimi anlamında olumlu olduğunu düşünüyoruz. YKB'nin güçlü döviz likiditesi de fonlama anlamında önemli bir alternatif oluşturuyor. Bankanın aktif kalite görünümünde önemli ve olumlu gelişmeler olsa da halen yüksek montanlı başta enerji olmak üzere çeşitli sektörlerle dağılmış ve yine çoğu yeniden yapılandırılmış döviz bazlı riskleri devam ediyor. Bunun yanında son dönemlerde ücret ve komisyonlara getirilen sınırlamalar da bankanın görece yüksek komisyon gelirlerinin üzerinde bir baskı kurmuş durumda. İlk çeyrek sonuçlarından sonra banka için 2020 kar tahminimizi %10 yukarı yönlü revize ediyoruz. İlk çeyrekte kuvvetli gelirler nedeniyle önemli derecede önden yüklemeli karşılıklar ayrıldı. Bu momentumun ikinci yarıda düşmesini bekliyoruz.

Bankanın döviz kredilerinde özellikle enerji başta olmak üzere bazı sektörlerdeki yüksek riski dolayısıyla dolar/TL oynaklığının düşük seyretmesin bankanın aktif kalitesi açısından önemli olduğunu düşünüyoruz. Hedeflenen KOBİ gibi segmentlerdeki yüksek kamu banka ağırlığının olası hafiflemesi bankanın bu segmentlerde daha fazla Pazar payı almasının yolunu açacaktır.

**HALKB.IS:** Halkbank, bilançosundaki yüksek TL ağırlığı ve fonlamasının kısa vadeli para piyasasına daha fazla bağlı olması nedeniyle düşük faiz ortamından şu ana kadar en fazla faydalanan banka oldu. Fonlamada para piyasası ağırlığı son dönemde alınan TL sermaye benzeri kredi ve taze sermaye artışı ile görece gerilemiş olduğunu da belirtelim. Sermayenin güçlendirilmesi süreci sadece sermaye yeterlilik anlamında iyileşme sağlamadı aynı zamanda bilançonun fonlama yapısının iyileşmesine de katkıda bulundu. Düşük faiz ortamı, bankanın marjlarını özellikle 2020 yılında çok olumlu etkileyecek. Buna hızlı kredi ve diğer getirili aktif büyüme sürecini de eklersek bu sene çok kuvvetli bir kar artışını göreceğimiz kesinleşiyor. Kuvvetli gelirlerin bankanın karşılık giderlerini karşılaması açısından oldukça olumlu buluyoruz çünkü bu sene kuvvetli kar artışı takibe atılan ve yakın izlemedeki kredilerin artışına neden olacaktır. Marjlardaki iyileşmenin ikinci yarıda hızını kaybedeceğini ama bu sene ortalama net faiz marjı geçen senenin iki katı düzeyde olan %4 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Orta vade tahminimiz ise %3'ler düzeyinde.

Her ne kadar hızlı kredi büyüme süreci gelirleri arttırıcı etki yapsa da kredi ertelemelerin yoğunlaşması ve yeni kredilerin özellikle işletme sermaye amacıyla alınması ileride aktif kalite problemlerinin artması sonucunu doğurabilir. Ayrıca yeni verilen krediler bankanın her zamanki kaliteli KOBİ müşteri ağıyla sınırlı kalmadığı ve çok daha geniş bir müşteri tabanına yayıldığı unutulmamalı. Bankanın bu sene risk maliyetinin 200 baz puan civarında olmasını, önümüzdeki birkaç sene ortalamasının ise 150 baz puan olmasını tahmin ediyoruz. Amerika'da devam eden davanın banka lehine sonuçlanması ve ekonomide V şeklinde bir toparlanma hisse fiyatına olumlu yansıtacaktır.

**VAKBN.IS:** Son dönemlerde kamu bankalarının uyguladığı yoğun kredi büyüme kampanyalarında aktif olarak katılım göstermesine rağmen, Vakıfbank'ın iş modelini daha çok özel bankalara benzetebiliriz. Bunun yanında düşen faiz ortamından özel bankalara göre Vakıfbank'ın daha fazla fayda sağladığı açık. Ayrıca görece daha düşük maliyetli kamu mevduatının toplam mevduattaki payının yüksekliği ve maaş hesaplarındaki bankanın yüksek Pazar payı hem fonlama açısından hem de bireysel kredi büyüme açısından olanaklar sağlıyor. Bankanın diğer kamu bankaları gibi herhangi bir sektörü destekleme görevi olmadığı için kredi portföyünün bir kamu bankası için oldukça çeşitlendirilmiş olduğunu görüyoruz. 2020 yılına artan marjlar ve güçlü kredi büyümesi ile iyi bir başlangıç yapan bankanın, yüksek karşılık giderlerine rağmen ilk çeyrekte kuvvetli bir kar açıkladığını görüyoruz. Yüksek karşılıkların bütün yıl süreceğini öngörmemize rağmen, marjlarda 2019 yılına göre 100 baz puanlık artış karlılığın yüksek seyrindeki en önemli unsur olacak. Vakıfbank için 2020 yılında yıllık %60 kar büyümesi tahmin ediyoruz.

Bankanın hızlı bir kredi büyüme süreci içinde olduğu için olası aktif kalite problemlerinin de potansiyel arttığını düşünüyoruz. Bu nedenle V tipi bir ekonomik toparlanmanın bankanın aktif kalitesi açısından oldukça rahatlatıcı bir unsur olabileceğini düşünüyoruz. Bunun karşılık yükünü düşürerek bankanın potansiyel öz kaynak karlılığını daha süratle elde edebileceği bir ortam yaratacağını öngörmekteyiz.

**TSKB.IS:** Kredi büyümesi ve yatırım kredi plasmanlarının yavaşlamasına karşın, TSKB karşılık öncesi gelirlerini yüksek tutarak oldukça cömert bir biçimde karşılıklarını ayırmaya devam ediyor. Bankanın ilk çeyrekte gözlemlenen yüksek karşılık yükü tamamen TL'nin diğer anapara birimlerine karşı zayıflığından kaynaklandı. Bu dönemde takibe atılan hiçbir kredinin olmadığını hatırlatalım. Ancak Covid-19 etkisinin UFRS 9 makro varsayımlarını değiştirmesi ve daha çok kredinin ikinci gruba kaydırılması nedeniyle muhtemelen tüm yıl karşılık giderleri yüksek kalmaya devam edecek. Bankanın buradaki koruma kalkını marjlarını %4'ün üzerinde koruyabilmesi olacaktır. TSKB, 2020 kar tahminimize göre 4.6x F/K ve 0.58x PD/DD üzerinden işlem görüyor. Bankanın orta vadeli öz kaynak karlılık varsayımlarımıza göre işlem görmesi gereken PD/DD düzeyi 0.7x. Banka için hedef piyasa değerimizi TL 1.34'den TL 1.50'ye yükseltiyoruz.

TL'nin diğer anapara birimlerine karşı görece istikrar kazanması ve yatırım ortamında sağlanacak iyileşmeler TSKB hissesi için olumlu olacaktır. Uluslararası ve ülkeler üzeri finansal kuruluşlar ile olan yakın ilişkinin devamını ise bankanın karlılığı ve güçlü iş modelini sürdürmesi açısından gerekli görüyoruz.

**ALBRK.IS:** Al Baraka yakın zamanda gerçekleştirdiği bedelli sermaye artırımından sonra kuvvetli bir birinci çeyrek kredi büyümesinden sonra marjlarını geçen yıla göre 120 baz puan artırmayı başardı. Bunun sonucunda banka yıla karşılık öncesi gelirlerini geçen yıla göre önemli derecede arttırırken, virüs etkisiyle artan karşılıklar nedeniyle bu olumlu performans net kara henüz yansımada. Bundan sonraki çeyreklerde de ekonomideki belirsizlik ve UFRS 9 nedeniyle karşılık giderlerinin yüksek seyretmesini bekliyoruz. Ancak bu durum kuvvetli ana faaliyet gelirleri ile bir nebze olsun dengelenecek. Bankanın marjları ve karşılık öncesi gelirleri kuvvetlenirken, orta vadede öncelikle virüs etkisinin 2020-21 dönemini etkileyeceği öngörüsüyle aktif kalite sıkıntılarının devam edebileceğini düşünüyoruz. Al Baraka için yine orta ve uzun vadede niş kredi alanlarına odaklanmak ve çekirdek mevduat tabanının tutabilme önemli stratejik noktalar olmaya devam edecek. Özellikle kamu ticari ve katılım bankalarından gelmekte olan yoğun rekabetin özel katılım bankalarını da olumsuz etkilediğini düşünüyoruz. Banka için 2020 ve 2021 kar tahminlerini bir miktar aşağı yönlü revize ederken önümüzdeki iki yıl için ortalama öz kaynak karlılığının %5'ler düzeyinde kalacağını öngörüyoruz. Al Baraka çift haneli öz kaynak karlılık rakamlarını muhtemelen 2023 yılından sonra görecek. Al Baraka için hedef piyasa değerimizi TL1.3'den, TL1.77'ye yükseltiyoruz.

## Sektör Açıklamaları - Sigorta

28

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
															Tem.V.Tah.	F/K		PD/DD		ROE	
AKGRT	6.60	2,020	9.10	7.34	38	AL	A	3.1	-7.2	1.4	28	54	9%	77%	8%	5.0	3.6	1.8	1.5	39%	45%
ANHYT	7.10	3,053	10.00	8.35	41	AL	A	6.6	-4	0.6	15	54	6%	67%	6%	7.0	6.3	2.3	2.1	33%	35%
ANSGR	6.18	3,090	7.77	6.23	26	AL	A	7.9	-2.9	0.5	35	19	4%	32%	5%	6.5	5.7	1.2	1.0	22%	19%
<b>Sigorta</b>																<b>6.5</b>	<b>5.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>33%</b>	<b>35%</b>

### Salgın, elementer sigorta sektöründe büyümeyi durdurdu fakat teknik karlılıklar olumlu etkilendi.

Salgının özellikle ticari hayatı yavaşlatması nedeniyle prim üretimi üzerinde olumsuz bir etkisi oldu. Sene başında %15-20 arasında bir artış beklediğimiz prim üretiminde salgının etkisiyle yıllık bazda büyümenin olmayacağını ve geçen seneki seviyeleri korumanın bile başarı olacağını düşünüyoruz. Ancak ikinci yarıda özellikle araç piyasasının hareketlenmesiyle bu görünüm bir miktar olumlu yönde değişebilir. Bunun yanında teknik karlılıklarda ise sene başındaki tahminlerimizden daha iyi bir görünüm var. Özellikle trafik ve sağlık branşlarındaki hasarlardaki keskin düşüş teknik karlılıkları ikinci ve üçüncü çeyreklerde çok olumlu etkileyecek. Yatırım getirilerinde faizlerin düşmesiyle beraber önemli gerilemeler olsa da bu sene elementer branşlarda faaliyet gösteren şirketlerin karlılıklarında yukarı yönlü değişiklikler yaptık. Çok güçlü bir karlılık yapısına sahip ve iyi bir temettü ödeyen şirket olan Aksigorta model portföyümüzde yer almaya devam ediyor. Anadolu Sigorta'nın bu sene teknik karlılığında ise önemli bir sıçrama yapmasını bekliyoruz. Her iki şirket için hedef piyasa değerlerimizi yukarı çektik.

**Hayat ve Emeklilik 2020 için favori sektörlerimizden biri.** Hayat ve emeklilik sigorta sektörü olumlu karlılık ile büyüme beklentileri açısından radarımıza aldığımız sektörlerden biri olarak ön plana çıkıyor. Emeklilik tarafında son birkaç yıldır gözlemlediğimiz çıkış oranlarındaki artış rakamları bugünlerde gözle görülür biçimde yavaşlamaya başladı. Bunun yanında otomatik katılımda sektöre ek 5-6 milyon katılımcı sağladı. Yönetilen fonlardaki artış faiz oranlarındaki düşüş ve aktif fiyatlarındaki artışlar ile beraber yükselmeye devam edecek. Hayat tarafında ise kredilerde görülen yavaşlama ile sektörün prim üretimin çok yavaşlaması bekleniyordu. Ancak son dönemlerde kredi büyümesinin yeniden hızlanmaya başlaması ikinci yarıda prim üretim büyüme rakamlarını yukarı çekebilir. Anadolu Hayat için karlılık ve hedef piyasa değerlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**ANSGR.IS:** En çok prim üretilen branş olan trafik segmentlerinde süregelen daha düşük hasar frekans eğilimine salgın ile beraber hızla düşen hasar dosyaları da eklenince şirketin ilk yarı teknik karlılığı ikinci çeyrekte düşen prim üretimine rağmen oldukça yüksek seyretti. Sağlık branşındaki düşük hasarlar ise muhtemelen insanların salgından çekinmeleri ötürü hastanelere gitmemesinden kaynaklı. Dolayısıyla burası normalleşince sağlıktaki hasar oranları da ikinci yarı artışa geçecektir. Buna rağmen Anadolu Sigorta'nın 2020 yılında kombine oranlarının uzun süre sonra 100% seviyesine yaklaşarak çok kuvvetli bir artış sergileyeceğini düşünüyoruz. Bununla beraber düşen faizler ve getiriler yatırım getirilerini olumsuz etkileyecek. Her ne kadar yatırım portföyü büyümeye devam etse de düşen faiz oranlarının olumsuz etkisi biraz daha fazla hissedilecek. Orta vadede şirketin düzeltilmiş öz sermaye getirisinin %25-30 aralığında olmasını bekliyoruz. Şirketi için belirlediğimiz hedef piyasa değerini düşen öz sermaye maliyetleri ve orta vade öz kaynak veriminin artış beklentisiyle TL 6.23den, TL7.77'ye arttırıyoruz.

**ANHYT.IS:** Sigorta sektöründe 2020 için favori alt sektörümüz, hayat ve emeklilik olacak. Yönetilen fonların %30, hayat branşında krediye bağlı üretilen primlerin yüksek seyretmesini beklediğimiz bu sektörde karlılık rakamları da ivmelenme eğiliminde olacak. Anadolu Hayat bu iki branşta da çok iyi konumlanmış durumda. Anadolu Hayat, emeklilik tarafında büyümeyi sürükleyen otomatik katılımda pazar payı en yüksek özel sigorta şirketlerinden biri konumunda bulunuyor. Bu alanda destekleyici düzenlemeler gelip, sistemden çıkış oranlarını azaltıcı etki yapacaktır. Bu durumda şirket karlılıklarını olumlu etkileyecek. Bu sene Anadolu Hayat'ın karını %22 oranında arttırmasını bekliyoruz. Kıdem tazminatlarının BES' e devredilmesi (tamamlayıcı BES) konusu somutlaşırsa sektör fonlarının büyümesi açısından katalizör etkisi yapabilir.

## Sektör Açıklamaları - Dayanıklı Tüketim

30

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
ARCLK	17.97	12,143	23.20	18.20	29	AL	Y	16	4.2	25	25	49	3%	43%	5%	7.7	12.2	1.1	1.0	5.4	4.6	15%	9%	4%	2%				
VESBE	25.80	4,902	31.15		21	AL	Y	12	1	1.7	4.8	5.1	8%	68%	15%	6.0	4.9	2.0	1.8	4.4	4.1	38%	38%	15%	16%				
VESTL	16.47	5,525	18.01		9	TUT	Y	21	8.9	16	28	16			0%	9.5	5.4	1.3	1.0	4.0	3.6	15%	21%	3%	4%				
<b>Beyaz Eşya</b>															<b>7.7</b>	<b>5.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>	<b>15%</b>	<b>21%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>					

Beyaz eşya iç pazar satışları Nisan ve Mayıs aylarında yıllık bazda, beklentilerimizden daha az, sırasıyla %11 ve %8, düşüş gösterirken, 5A20 kümüle satışlar yıllık bazda %2 artışla 2.4 milyon adede ulaştı. Salgının tepe noktalarının olduğu Nisan ve Mayıs aylarındaki haftasonu karantina günlerinde, AVM dışında kalan cadde üzerindeki mağazalar /bayiler açık kalıp satışlara devam edebildi. Online satış kanalllarından satışlar da Nisan ve Mayıs aylarında yurtiçi beyaz eşya satışlarını destekledi. Salgının yoğun günlerinde sağlık güvenlik önlemleri, tedarik ve lojistikte yaşanan problemler nedeniyle, bazı beyaz eşya üreticileri üretime 1 hafta kadar ara verirken bazıları sadece üretim hızını azalttı. Şirketlerle görüşmelerimizde Haziran ayı satışlarının da güçlü olduğu öğrendik. Beklentimizin üzerinde gerçekleşen Nisan/Mayıs satışları, düşen faiz oranlarıyla ivme kazanan konut satışları ve kamu bankalarının beyaz eşya satışları için başlattığı uygun kredi kampanyaları neticesinde 2020 yılı için iç pazar beyaz eşya satışlarında önceki %10 daralma beklentimizi düşük – orta tek haneli büyüme olarak revize ediyoruz.

Beyaz Eşya ihracatı ise Nisan ve Mayıs aylarında sırasıyla %49 ve %37 düşüşle, 5A20 kümüle ihracat hacmini yıllık bazda %17 daralma ile 6.98 milyon adede taşıdı. İthalatı gerekli ürün grubu olarak kabul edilen beyaz eşya sektörü pandemide diğer sektörlerle kıyasla daha iyi ihracat performansı gösterdi. Pandeminin alım gücünü vurduğu Avrupa’da A segmenti ürünlerden B segmenti ürünlere kayma bekleniyor. Buna ek olarak, navlun maliyetlerinin arttığı pandemi döneminde Avrupa’ya coğrafi yakınlığı Türkiye için daha önemli bir rekabet avantajı olarak ortaya çıkıyor. Bu nedenle, Avrupa beyaz eşya pazarındaki %10-%15 daralma beklentilerine rağmen Türkiye’nin beyaz eşya ihracatında pazar payı kazanımları beklentimiz nedeniyle önceki %15 daralma tahminimizi düşük tek haneli azalma olarak revize ediyoruz.

Kısa dönem çalışma ödeneği desteğine rağmen düşen KKO’nun beyaz eşya üreticilerinin 2Ç20 marjlarını olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Ancak, 3Ç20’den başlayarak KKO’da iyileşme, hammadde maliyetlerindeki gerileme, €/ \$ paritesindeki artış ve zayıf TL 2Y20’da sektörün kar marjlarını olumlu etkileyeceğini tahmin ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

2020 yılı yurtiçi TV pazarının 2019'a benzer seyir izleyeceğini tahmin ediyoruz. Dünya Kupasının pandemi nedeniyle 2021'e ertelenmesi sonucu TV ihracatındaki %15 düşüş beklentimizi koruyoruz. Gerileyen panel fiyatlarının rekabeti desteklemesi sonucu TV satış fiyatlarını kısmen baskı altına alsa da marjları olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

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

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

**Arçelik (ARCLK.IS):** Arçelik'in 2020 yılında yurtiçinde fiyat artışları, Avrupa'da pazar payı kazanımı ve kurun olumlu etkisi ile konsolide satış gelirlerinde %14 artış öngörüyoruz. Arçelik'in güçlü baz yılı etkisi nedeniyle yurtiçinde pazar payı kaybedeceğini ve 2020 yılı Türkiye satış hacminin 2019'a benzer seviyelerde olacağını tahmin ediyoruz. Arçelik'in Avrupa'ya olan satışlarının Avrupa beyaz eşya pazarının üstünde olacağını tahmin ederken, Pakistan, Güney Afrika ve Bangladeş gibi diğer faaliyet gösterdiği pazarların 2020'de zayıf performans göstereceğini öngörüyoruz. 1Ç20'de zayıf %8.5 (bir defaya mahsus tedarikçi tazminat geliri hariç) FAVÖK marjına rağmen, hammadde fiyatlarındaki gerileme ve iç pazarda yapılan fiyat artışları neticesinde FAVÖK marjının 2020'de 2019 seviyelerine benzer olmasını bekliyoruz. Toplamda yaklaşık 460 milyon TL tutarındaki (240 milyon TL Token satış karı ve 220 milyon TL tedarik tazminat geliri) bir defaya mahsus gelirler ve düşen faiz oranlarıyla gerileyen finansman giderleri Arçelik'in 2020 yılı için hesapladığımız %71 net kar büyümesine büyük katkı yapıyor. Arçelik'in 1Ç20'de %15 olarak gerçekleşen ortalama TL borçlanma maliyetinin %12-%13' gerileyeceği tahminimizle faiz giderlerinde yıllık bazda %17 düşüş hesaplıyoruz. İşletme sermayesi/ciro rasyosunu 2020 sonu için %30 olarak tahmin ediyoruz (1Ç20:%28).

ARCLK için hedef fiyatımızı yurtiçi beyaz eşya pazar tahminimizdeki yukarı yönlü revizyon, pazar payı kazanımları neticesinde Avrupa satış tahminlerimizde artış, hammadde maliyetlerindeki gerileme nedeniyle marjlardaki iyileşme, İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması ve güncellenen yurtdışı benzer şirket çarpan değerlememiz ile hisse başına 18.20TL'den 23.20TL'ye yükseltiyoruz. Revize hedef fiyatımızın sunduğu cazip getiri potansiyeli ile hisse için tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz. Hisse 2021T 4.6x Firma Değ./FAVÖK ve 12.2 F/K çarpanları ile 7.8x ve 13.5x işlem gören yurtdışı benzerlerine kıyasla iskontolu.

**Vestel Beyaz Eşya (VESBE.TI)** : Vestel Beyaz Eşya'nın yurtiçi pazar payında düşük baz yılı etkisiyle beklediğimiz artış sayesinde iç pazar satış hacmini yıllık bazda %25 büyüteceğini tahmin ediyoruz. Vestel'in yurtiçi pazar payı 2019 yıl sonundaki %17 seviyelerinden 1Ç20'de %20'ye yükseldi. Şirketin ihracat hacminin ise ulaşılabilir fiyatlı ürün portföyü ve pazar payı kazanımları ile Avrupa beyaz eşya pazarında beklenen %10-%15 daralmanın çok altında, %3 düşüş göstereceğini tahmin ediyoruz. Talepteki güçlü toparlanma sonrası şirketin KKO'nun Temmuz ayında %83 seviyesinde olduğunu öğrendik. Şirket yılın geri kalanı için hammadde alımlarını (özellikle çelik) düşük fiyatlarla sabitlediğini öğrendik. Hammadde maliyetlerindeki düşüş ve €/₺ paritesindeki artış 2Y20'da faaliyet kar marjlarını da olumlu etkileyecek. Şirketin 1Ç20 FAVÖK marjında yıllık yüzde 3.3 baz puan iyileşme elde ettiğini de hatırlatmak isteriz. 2020'de şirket için %35 FAVÖK artışı (%17 ciro büyümesinin üzerinde) ve %45 net kar atışı tahmin ediyoruz.

VESBE için hedef fiyatımızı yurtiçi ve ihracat hacimlerinde yukarı yönlü revizyon, pazar payı kazanımları neticesinde Avrupa satış tahminlerimizde artış, güçlü 1Ç20 marjları ve hammadde maliyetlerindeki gerileme ve İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması ile hisse başına 19.50TL'den 31.15TL'ye yükseltiyoruz. Hisse için tavsiyemizi AL olarak koruyoruz. Hisse 2021T 4.1x Firma Değ./FAVÖK ve 4.9x F/K çarpanları ile 7.8x ve 13.5x ile işlem gören global benzerlerine göre iskontolu.

**Vestel Elektronik (VESTL.TI)** Vestel'in TV ihracat hacminin, 2020 yılında pandemi nedeniyle düşen alım gücü ve Dünya Kupası'nın 2021'e ertelenmesi nedeniyle daralmasını beklediğimiz Avrupa TV talebi nedeniyle %15 oranında küçüleceği öngörüyoruz. Zayıf baz yılı etkisiyle 2020'de sabit kalacağını tahmin ettiğimiz yurtiçi TV pazarında ise pazar payı artışı nedeniyle pazardan daha iyi performans göstermesi bekliyoruz. Vestel Grubu'nun, Ağustos 2018'deki döviz krizinden sonra 2019 yılında iç piyasa yerine ihracat pazarlarına odaklandığını hatırlatmak isteriz. 2020'de hem beyaz eşya hem de TV segmentlerinde hammadde fiyatlarının gerilemesi neticesinde iyileşmesini beklediğimiz faaliyet kar marjlarının etkisi ile %12 gelir artışının üzerinde %22 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. Finansman giderlerdeki düşüş nedeniyle 2020 net kar büyümesini %80 olarak tahmin ediyoruz.

VESTL için hedef fiyatımızı yurtiçi ve ihracat hacimlerinde yukarı yönlü revizyon, pazar payı kazanımları neticesinde Avrupa satış tahminlerimizde artış, güçlü 1Ç20 marjlarının yansıtılması ve hammadde maliyetlerindeki gerileme ve İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması ile hisse başına 12.5TL'den 18.0TL'ye yükseltiyoruz. Grup şirketlerinden toplam alacaklar, Grup şirketlerine verilen nakit avanslar ve kur artışının da etkisi ile 1Ç19 sonundaki 2.5 milyar TL'den 1Ç20 sonu itibarıyla 5.3 milyar TL'ye ulaştı. Hedef fiyatımız sınırlı yukarı yönlü potansiyel sunduğundan VESTL hisseleri için TUT tavsiyemizi koruyoruz.



## Sektör Açıklamaları - Demir-Çelik

33

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	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
EREGL	8.37	29,295	11.00	9.00	31	AL	Y	3.9	-6.5	33	48	62	8%	77%	10%	10.3	7.3	0.5	0.5	5.4	3.6	6%	7%	6%	7%
KRDMD	3.14	2,450	3.53	2.29	12	TUT	A	28	15	68	92	12	9%	32%	0%	-19.6	6.9			5.5	4.2				
<b>Demir Çelik</b>																<b>-4.6</b>	<b>7.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>5.4</b>	<b>3.9</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>

1Ç20'de Türkiye'de çelik tüketimi yıllık bazda %43 artışla 5.7 milyon tona artarken, çelik ihracatı yıllık bazda %12 düşüşle 5.1 milyon tona gerileyerek toplam çelik üretim hacmini yıllık bazda %19 artışla 9.3 milyon tona ulaşmasını sağladı. Borçlanma oranlarındaki gerileme ile inşaat, otomotiv ve beyaz eşya iç talebindeki yukarı yönlü beklentilerimiz nedeniyle çelik tüketimindeki önceki %10 daralma tahminimizi %8'e revize ediyoruz. AB'nin Türkiye'den çelik ithalatına uyguladığı kota ile birlikte korumacı uygulamaların sektörün ihracatında baskı oluşturmaya devam etmesini öngörüyoruz. Çelik fiyatlarında 4Ç19'deki dip seviyeler de göz önünde bulundurulduğunda, dünya ekonomilerindeki kademeli açılma, kısıtlamaların kaldırılması ve Türkiye'de inşaat, otomotiv ve beyaz eşya satışlarındaki canlanmanın da yardımıyla çelik fiyatlarında yılın ikinci yarısında toparlanma olmasını bekliyoruz. Yıllık bazda düşük kalsa da Mayıs sonu ve Haziran başındaki çelik fiyatları aylık bazda toparlanmaya ediyor. Bu bağlamda 2020 yılı için çelik fiyatlarında öngördüğümüz %15'lik düşüş tahminimizi %8 olarak revize ediyoruz. Hammadde maliyetleri tarafında ise demir cevherinin 100\$/ton seviyesindeki seyrinin şimdilik devam ettiğini gözlemliyoruz, 2019'da ortalama 90\$/ton civarlarında olan demir cevherinin bu sene de ortalama bazında aynı seviyelerde kalacağını tahmin ediyoruz. Kömür ve hurda fiyatlarındaki düşüşün ise marjları destekleyeceğini düşünüyoruz.

AB ve ABD tarafından konabilecek ilave ticaret kotaları, ekonomide beklenenden daha yavaş bir iyileşme ve hammadde fiyatlarındaki artış çelik sektörü için önde gelen risk unsurlarıdır. Yüksek getiri potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda çelik sektörü takip listemizde EREGL.IS en beğendiğimiz hisse olarak öne çıkıyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Ereğli Demir Çelik (EREGL.IS):** Çelik fiyatlarının Mayıs ayında dibi görmesi ve Brezilya'daki COVID-19 salgınının ağırlaşmasıyla limanlardan lojistiği zorlaşan demir cevherinin fiyatının artarak 100\$/ton seviyelerine gelmesi sonucu, Erdemir'in ton başına FAVÖK rakamının 2Ç20'de çeyreksel bazda gerileyeceğini tahmin ediyoruz. İç pazardaki otomotiv ve beyaz eşya talebindeki beklentilerimizin yukarı yönlü revizyonu sonrası Erdemir'in satış hacmindeki önceki %10 daralma tahminimizi %8 olarak revize ediyoruz. Tüm bunlar ışığında şirketin satış gelirlerinde dolar bazında %17'lik bir daralma hesaplıyoruz. Satış fiyatı ve hacim tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon etkisi ile 2020 yılı için önceki ton başına FAVÖK tahminimizi 66\$/ton'dan 88\$/ton'a yükseltiyoruz (2019:116\$/ton). 2021'e ekonomik aktivitenin artması ile çelik talebindeki ve çelik fiyatlarındaki toparlanma neticesinde şirketin ton başına FAVÖK rakamının %24 artış ile 110\$/ton'a ulaşmasını bekliyoruz.

Yeni makro tahminlerimiz ve çelik fiyatlarında öngördüğümüz bu olumlu seyir sonucu hedef fiyatımızı hisse başına 9.0TL'den 11.0TL'ye yükseltiyor ve cazip getiri potansiyeli sonucu tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz. Değerlememiz için en önemli risk faktörleri ise beklentimizden yukarıda gerçekleşebilecek hammadde maliyetleri ve çelik fiyatlarındaki daralmanın beklentimizden aşağıda olması olacaktır. Bu sene geçici regülasyon değişikliği nedeniyle temettü dağıtım oranını %24 ile kısıtlayan Erdemir'in 2021'de %100 temettü dağıtım oranı tahminimizle yüksek temettü ödeyen şirketler arasında yer alacağını düşünüyoruz. 2021T 3.6x Firma Değ./FAVÖK ve 7.3x F/K çarpanları ile hisse sırasıyla yurtdışı benzer şirketler 6.3x ve 9.2x çarpan ortalamalarına kıyasla iskontolu işlem görüyor.

**Kardemir (KRDMD.IS):** Satışlarının büyük çoğunluğunu inşaat sektörüne gerçekleştiren Kardemir'in faiz oranlarındaki düşüşle birlikte 2020'de yıllık bazda %10 artışla 2.5 milyon ton üretim hacmine ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2020'de satış hacmindeki artışın çelik fiyatlarındaki düşüş beklentimizi dengelemesiyle şirketin satış gelirlerinin yıllık bazda değişmeyeceğini öngörüyoruz. Üretim hacmindeki artış, kömür ve hurda fiyatlarındaki düşüş sayesinde Kardemir'in ton başına FAVÖK tutarının 2019'daki 53\$/ton'a göre sınırlı bir iyileşme göstererek 2020 yılında ortalama 56\$/ton olacağını hesaplıyoruz. Bu bilgiler ışığında ve yeni makro tahminlerimizle hedef fiyatımızı hisse başına 2.29TL'den 3.53TL'e yükseltiyor, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %12'lik artış potansiyeline işaret ediyor. 2021T 4.2x Firma Değ./FAVÖK ve 6.9x F/K çarpanları ile hisse sırasıyla yurtdışı benzer şirketler 6.3x ve 8.3x çarpan ortalamalarına kıyasla iskontolu işlem görüyor.

## Sektör Açıklamaları - Havayolları ve Hizmetleri

35

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı						
DOCO	358.40	3,492	431.03	417.01	20	AL	A	4.1	-6.3	12	100	15	1%	38%	0%	-49.8	39.1	2.0	2.0	28.6	9.1	-5%	5%	-1%	1%	
PGSUS	54.95	5,621	46.15	39.60	-16	SAT	A	2.2	-8	58	36	13			0%	-2.9	-3.2	1.5	2.7	30.7	11.4	-43%	-60%	-8%	-6%	
TAVHL	19.10	6,939	21.60	22.46	13	AL	A	2.1	-8.1	17	44	74	5%	48%	0%	-10.2	-16.1	0.7	0.8	22.6	12.6	-7%	-5%	-2%	-1%	
THYAO	12.40	17,112	13.00	10.00	5	TUT	A	11	-0.4	129	50	34			0%	-3.0	-6.9	0.4	0.5	15.7	9.2	-14%	-7%	-4%	-1%	

Havayolları Covid-19 salgının hızla yayılmasıyla düşen yolcu talebi ve doluluk oranları ve sonrasında uçuş kısıtlamaları ile filolarındaki uçakları yere indirerek kapasite düşürdüler. Havayollarının yolcularını öncelikle uçuşun sağlık açısından güvenli olduğuna ikna etmesi gerekecek. 2020 yılında Türkiye’de toplam yolcu trafiğinin yaklaşık %60 gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Covid-19 salgınına kontrol altına alabilecek antikor testi, ilaç tedavisi ve aşının bulunmadığı halde 2019’daki yolcu trafiğinin ancak 2023 yılında yakalanabileceğini düşünüyoruz. Türkiye’de iç hat uçuşlarda KDV’nin 3 ay süreyle %18’den %1’e indirilmesi, 3 ay süreyle kısa dönem çalışma ödeneği ve bilet iadelerinin uçuşlar başladıktan 2 ay sonra talep edilebileceğine dair kararlar sektör için bu zamana kadar açıklanan devlet destekleri olarak öne çıkıyor.

Fiyat odaklı değil sağlık güvenliğine duyarlı yolcular, sosyal mesafe - uçuş öncesi artan sağlık kontrolleri ile uçuşun karmaşık hale gelmesi, yolcu kompozisyonunda değişiklik, havayolları için artan maliyetler, artan maliyetlere rağmen zayıf talep nedeniyle maliyetleri bilet fiyatlarına yansıtmaktaki zorluklar, ve global havayolları pazarında olası konsolidasyonlar sektörde yeni normal olacağı benziyor.

Covid-19 ile ilgili antikor testi, tedavi ilacı ve aşının bulunması yolcu talebinde canlanmanın öngörümüzden önce olması değerlemelerimize yukarı yönlü risk unsurudur. Diğer taraftan salgında olası ikinci dalga ile beklentimizden daha da kötüleşebilecek yolcu talebi değerlemelerimizin için aşağı yönlü risk unsurudur.

**TAVHL.IS** sektör takip listemizde özellikle pandemi sonrası yönetilebilir maliyet yapısı ve Kazakistan Almati Havaalanı satın alınımının değerlememize olumlu etkisi ile beğendimiz hisse olarak öne çıkıyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Türk Hava Yolları (THYAO.IS):** Türk Hava Yolları 4 Haziran'da iç hat uçuşlarına, 11 Temmuz'da ise ülkelerin onayladığı belgelere sahip yolcular için bazı dış hat uçuşlarına başladı. THY'nin baz senaryosuna benzer 2020'de %55 kapasite düşüşü nedeniyle toplam yolcu sayısının %57 azalışla 31.8 milyona gerileyeceğini tahmin ediyoruz. THY'nin konsolide satış gelirlerinin ise %57 düşüşle 5.7 milyar dolara düşeceğini, kargo gelirlerinin payının ise 2019'daki %13'den 2020'de %32'e artacağını tahmin ediyoruz. THY Nisan ve Mayıs aylarında kargo operasyonlarından aylık 150 milyon dolar nakit yarattı. THY 2020'de kargo hacminde %15-%20 azalma öngörürken, kargo birim gelirlerinde ise %30-%40 artış öngörüyor. Havayolu, operasyonel giderleri ve yatırım harcamalarında düşüş, ödemelerde öteleme ve vergi avantajları nedeniyle 2020'de en az 1 milyar dolar tasarruf hedefliyor. THY sendikalarla ücretlerde uzun dönemli ayarlamalar için anlaşmayı planlıyor. Şirket personele gönüllü ücretsiz izin opsiyonu sunarken aynı zamanda 1 Nisan itibariyle devletin sunduğu kısa dönem çalışma desteğine başvurdu. 3 aylık sürede kısa dönem çalışma ödeneği desteği ile personel giderlerinde 330 milyon dolarlık tasarruf sağlandı. 1Ç20'de yakıt korunma kontratlarıyla ilişkili SMM altındaki zarar 35 milyon dolar iken, kullanılmayan yakıt korunma kontratlarına ilişkin 59 milyon dolar zarar finansman giderleri kaleminin altına kaydedildi. THY önümüzdeki çeyreklerde kullanılmayan yakıt korunma giderinin olmasını beklemiyor. THY'nin 2019 yıl sonundaki uçak teslimat planına göre 2020 – 2024 yılları arasında 180 den fazla yeni uçak teslimatı bulunuyor. Havayolu trafiğindeki daralmaya paralel olarak, THY uçak üreticileriyle 2021 ve 2022 yıllarındaki teslimatları ertelemek için görüşmelerde bulunuyor. THY'nin yıl sonuna kadar aylık 200 – 300 milyon dolar nakit yakımı bulunuyor. THY 1Ç20 sonundaki 1.8 milyar dolar nakit pozisyonunun 2020 yılını geçirmek için yeterli olduğunu düşünüyor. 2 milyar dolar üzeri kullanılabilir kredi tutarınının yaklaşık 1/3'ü kamu bankalar nezdinde olup, bu tutarın ihtiyaç halinde gelecekte artabileceği belirtildi.

THYi 6.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2020 – 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanıyoruz. THYAO için hisse başına hedef fiyatımızı kargo operasyonlarının artan katkısı ile önceki 10.0TL'den 13.0TL'ye yukarı revize ettik. 2020 – 2023 yıllarında ortalama kargo birim gelirlerindeki %9 artış tahminimiz ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamı tahminimizde %4 artışa neden oldu. THYAO için TUT tavsiyemizi koruyoruz.

**Pegasus Hava Yolları (PGSUS.TI):** Pegasus 4 Haziran'da iç hat uçuşlarına, 11 Temmuz'da ise ülkelerin onayladığı belgelere sahip yolcular için bazı dış hat uçuşların başladı. Başlayan iç hat uçuşlarda, uzak mesafeli uçuşların kısa mesafeli uçuşlara göre daha fazla, ancak ortalamada doluluk oranının %70 seviyelerinde olduğunu öğrendik. Pegasus Havayolları'nın 2020'de %60 kapasite düşüşü nedeniyle toplam yolcu sayısının %60 azalışla 12.2 milyona gerilemesini tahmin ediyoruz. 2020'de Pegasus Havayollarının satış gelirlerinin ise %67 düşüşle 582 milyar Avro'ya, FAVÖK rakamının ise %87 düşüşle 61 milyon Avro'ya gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2020 ilk bütçesindeki aylık €50 milyon nakit harcamasını şirket kısa dönem çalışma ödeneği ve uçuş saatlerinin olmaması/azalması ile pilot maaşlarındaki düşüş neticesinde ücret ödemelerini 2/3 oranında azaltarak €35 milyona düşürdü. Kısa dönem çalışma ödeneğinin bitimi sonrası şirket ücretsiz izin uygulamasına geçmeyi planlıyor. İş ortaklarıyla indirimler için pazarlıklarda bulunuyor. Hedge oranı azalan yakıt tüketimi ile birlikte 2020'de %100 ve hedge fiyatı \$60. Şirket yan gelirlerin payında düşüş öngörmüyor. Yan gelirlerin içinde bagaj aşımı en büyük paya sahipken, ikram hizmetlerinin payı sadece %5. Anlaşılan finansman koşulları aynen devam ederse ve Airbus uçakları teslim edebilirse, 2020'de (16 uçak girişi – 6 uçak çıkışı) ve 2021'de (17 uçak girişi – 8 uçak çıkışı) uçak girişlerinde erteleme öngörünmüyor. 2022'de teslim edilmesi planlanan 18 uçaktan 7 A320, A321 olarak değiştirilip teslimatı 2023'e kaydırıldı. Pegasus Hava Yolları'nın 1Ç20 sonu itibarıyla 482 milyon € nakit rezervi bulunuyor. Şirket 4Ç21'de 4Q19'deki kapasitesine ulaşabileceğini düşünüyor ki, yıllık bazda bakıldığında bu beklenti yolcu trafiğinin 2022 – 2023 yıllarında 2019 seviyesini yakalayacağına işaret ediyor.

PGSUS'u 5.0x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2020 – 2023 yıllarının ortalama FAVÖK rakamını kullanıyoruz. 2020 yılı için doluluk oranı beklentimizdeki artış ve 2020 – 2023 dönemi ortalama yolcu başına yan gelirler tahminimizdeki %3 yukarı yönlü revizyon, ortalama FAVÖK tahminimizde %5 artışa neden oldu. Bu nedenle, PGSUS için hisse başına 39.60TL olan hedef fiyatımızı 46.15TL'ye yükseliyor, ancak SAT tavsiyemizi koruyoruz.

**TAV Havalimanları (TAVHL.IS):** TAV Havalimanları'nın toplam yolcu sayısında 2020'de %60'a yakın düşüş öngörüyor ve yolcu sayılarının 2019 yılı seviyelerine 2023'de ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin konsolide satış gelirlerinin %62 düşüşle 288 milyon Avro'ya gerileyeceğini, FAVÖK rakamının ise %74 düşüşle 73 milyon Avro'ya azalacağını tahmin ediyoruz. Şirket pandemi süresince devletin kısa dönem çalışma ödeneği desteğini kullanıyor. TAV aynı zamanda iş ortaklarıyla yürüttüğü görüşmeler neticesinde faaliyet giderlerinde önemli düşüş elde etti. Şirket 1Ç20'de İstanbul AHL ile ilgili telafi ödemesinin ilk ödemesini olan €193 milyonu tahsil etti. Geri kalan €193 milyonun tahsilatının 1Ç21'de gerçekleşmesi bekleniyor.

TAVHL için parçaların toplamı değerlendirilerek methoduyla hesapladığımız hisse başına revize 21.60TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. TAVHL değerlememiz Kazakistan Almati Havaalanı'nı içeriyor. Mayıs ayı başında TAV ve VPE Capital, Almati Havalimanı'nı 415 milyon dolar şirket değeri ile satın alırken, hisse devrinin 3Ç20'de tamamlanması bekleniyor. TAV ortaklıkta %75'den daha az hisseye sahip olmayacak. Satın alma FD/FAVÖK çarpanını 6.0x olarak hesaplıyoruz. Satın almanın iç verim oranının (IRR) yüksek onlu rakamlarda olması bekleniyor. Toplam 7 milyon yolcu kapasitesi bulunan Almati Havalimanı'nda 2019'da 6.4 milyon yolcuya ulaşıldı. Kapasitenin 14 milyona çıkarılması için önümüzdeki iki yılda 150 - 200 milyon dolar yatırım yapılacak.

**DO&CO Aktiengesellschaft (DOCO.IS):** Salgın ile birlikte dünya genelinde uluslararası hava yolculuğunun durması veya sıkı seyahat kısıtlamaları getirilmesi, sağlık önlemleri çerçevesinde restoran işletmelerinin kapatılması ve Formula 1 yarışları, futbol müsabakaları ve diğer önemli organizasyonların iptal edilmesi DO&CO'nun üç faaliyet ana faaliyet kolunu da negatif etkilenmekte. Bu etkilerin Şubat ortasında görülmeye başlandığı 2019/2020 mali yılının son çeyreğinde Şirket'in cirosu yıllık bazda %11 düşüşle 175mn EUR gerilerken FAVÖK negatif 18mn EUR gerçekleşti (FAVÖK üzerinde bir defaya mahsus bazı giderlerin ve ayrılan karşılıkların yaklaşık 27 mn EUR negatif etkisi oldu). 2020/2021 yılının ilk çeyreği çok daha zorlayıcı olacak. 2020/21 finansal yılı için, uçuşların kademeli olarak Haziran ayı içerisinde başlaması ile yılın geri kalanı için yolcu sayılarında %65 düşüş öngörüyoruz. Bu süreçte ikram hizmeti verilen uçuş sayısının ise %30 düşüş göstermesini bekliyoruz. Diğer yandan Şirket'in sabit giderlerinin toplam giderler içerisindeki payının düşük seviyelerde olması ve havayolu şirketleri ile yapılan anlaşmalara göre kira gibi sabit maliyetlerin hava yolu şirketleri tarafından telafi edilmesi karlılık üzerinde koruma sağlıyor. Sabit maliyetler DOCO'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 ve ürün yelpazesinin basitleştirilmesi ile maliyet yükünün hafifletilmesi planlanmaktadır. Bu beklentiler doğrultusunda 2020/21'de satış gelirleri ve FAVÖK rakamında EUR bazında sırasıyla yıllık 40% ve %58 daralma hesaplıyoruz. Varsayımlarımız ve makro tahminlerimizdeki değişiklikler sonucu güncellenmiş hisse başı 431 TL hedef fiyatımız (önceki: 417 TL) %20 artış potansiyeline işaret ediyor. Maliyetlerin yönetilebilir olması, British Airways ve Iberia ile yapılan yeni anlaşmaların iyileşmeye pozitif katkı sağlayacağı beklentisi ve uzun vadeli iş sözleşmelerinin şirket için yüksek öngörülebilirlik sunması nedeniyle DOCO'yu beğenmeye devam ediyoruz. AL tavsiyemizi koruyoruz.

## Sektör Açıklamaları – Otomotiv & Traktör

39

Fiyat ve Oranlar																													
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021						
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı					
DOAS	16.00	3,520	18.15	14.65	13	AL	A	57	42	6.3	15	22	7%	85%	9%	6.9	6.4	2.0	1.8	5.6	4.6	34%	29%	10%	8%				
FROTO	71.35	25,037	83.65	70.00	17	AL	Y	18	6.2	4.5	18	75	6%	74%	4%	13.5	7.9	4.6	3.4	9.5	6.6	37%	49%	11%	15%				
OTKAR	146.50	3,516	173.00	137.50	18	AL	A	5.8	-4.8	2.1	28	22	3%	76%	4%	9.1	7.5	4.3	3.1	10.5	8.0	53%	48%	14%	15%				
TOASO	24.54	12,270	32.00	25.00	30	AL	Y	14	2.8	7	24	62	6%	62%	6%	9.0	6.4	2.7	2.2	6.2	4.6	31%	38%	10%	12%				
<b>Otomotiv</b>															<b>9.1</b>	<b>7.0</b>	<b>3.5</b>	<b>2.6</b>	<b>7.8</b>	<b>5.6</b>	<b>35%</b>	<b>43%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>					
TTRAK	76.35	4,075	82.15	61.31	8	AL	Y	25	13	2.8	25	52	6%	96%	4%	18.1	12.7	4.6	3.9	9.7	6.7	27%	33%	8%	10%				
<b>Traktör</b>															<b>18.1</b>	<b>12.7</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>9.7</b>	<b>6.7</b>	<b>27%</b>	<b>33%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>					

**Otomotiv Sektörü:** Covid-19 salgına rağmen yurtiçi otomotiv satışları beklentilerimizden çok daha iyi performans göstererek Nisan ve Mayıs aylarında zayıf baz yılı etkisi, faiz oranlarındaki gerileme ve TL'deki değer kaybına ilişkin endişeler nedeniyle yıllık bazda sırasıyla %15 ve %2 daralma gösterdi. Şirketlerle görüşmelerden anladığımız kadarıyla Haziran ayı iç pazar satışları, beklentilerin ötesinde, oldukça kuvvetli seyrediyor. Faiz oranlarındaki düşüş iç pazar satışlarındaki ivmenin ana nedeni olsa da pandeminin etkisiyle e-ticaretteki artış ve insanların toplu taşımadan bireysel araç kullanımına olan tercih değişikliği araç satışlarındaki artışı hızlandıran önemli faktörler olarak öne çıkıyor. Bu nedenle 2020/2021 yılları için 395 bin / 551 bin olan yurtiçi hafif araç pazar (ağır ticari araç dahil) tahminimizi 635 bin /765 bin adete revize ediyoruz. Revize pazar tahminimiz her iki yıl içinde yıllık %30 büyümeye işaret ediyor. İç pazardaki araç arzındaki sıkıntının geçici bir problem olduğunu düşünüyor ve sektör oyuncularının Türkiye'ye kıyasla daha zayıf olan ülkelerin kotalarından araç tedarigi sağlayabileceğine inanıyoruz.

Nisan ayında çoğu üreticinin salgın nedeniyle tedarik ve lojistikte yaşadığı sıkıntılar nedeniyle üretime ara vermesinin sonucu olarak otomotiv sanayi ihracatı ise yıllık bazda %90 düşüşle dibe vurdu. Mayıs başında bir çok üreticinin üretim faaliyetlerine tekrar başlamasıyla ihracat hacmi aylık iyileşme gösterirken, yıllık bazda %60 gerileme gösterdi. İhracat hacmindeki 1Ç20'deki yıllık %17 daralma sonrasında, 2Ç20'de %70, 3Ç20'de 40% ve 4Ç20'de %20 düşüş öngörümüz bizi tüm yıl için %35 ihracat hacim daralmasına götürüyor. İhracat hacmindeki daralma neticesinde 2020 yılında otomotiv sanayi üretiminde %26 gerileme hesaplıyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Güçlü yurtiçi araç talebi sayesinde sektör oyuncularının artan maliyetlerini yurtiçi satış fiyatlarına yansıtmasında sıkıntı yaşayacaklarını düşünmüyoruz. İhracat anlaşmaları maliyet+mark-up bazlı olduğundan ihracat kar marjlarının düşen KKO'ndan olumsuz etkileneceğini düşünmüyoruz. Devletin üç aylık süre boyunca kısa dönem çalışma desteğinin ise 2Ç20 marjlara olumlu katkısı olacaktır.

**Traktör Sektörü:** Pandemi döneminde artan gıda fiyatlarının yurtiçi hububat üretiminde artışa neden olması bekleniyor. TMO'nun hasat öncesi dönemde yüksek alım fiyatı açıklaması ekim alanlarında artış için destekleyici bir unsur olarak öne çıkıyor. Zayıf baz yılı etkisine ek olarak, artan üretim ve fiyatlar neticesinde çiftçilerin gelirlerinde beklenen artış, borçlanma oranlarındaki düşüş, petrol fiyatlarındaki gerileme ve tarım sektörüne devlet desteklerinin devamı 2020'de yurtiçi traktör talebindeki artış beklentimiz için destekleyici unsurlar olarak öne çıkıyor. Pandemi nedeniyle Ziraat Bankası ve Tarım Kredi Kooperatiflerine olan kredi ödemelerinde 6 ay ötelemeye ilişkin hükümet kararının ve Ziraat Bankası'nın yerli üretim traktör alımları için Ocak ayında açıkladığı sübvansiyonlu %4.5 faiz oranının yurtiçi traktör satışlarını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Ocak ayında devletin 2020 bütçesinden 22 milyar TL tarım desteği açıkladığını hatırlatmak isteriz. Tarımsal üretimde önemli girdi kalemlerinden olan ve maliyeti döviz bazlı olan mazot ve gübre için ise destekler 2020'de yıllık bazda %30 ve %59 arttırıldı. Tüm bu olumlu gelişmeler ışığında 2020 ve 2021 yıllarında yıllık %20'şer büyüme ile sırasıyla 31 bin ve 37 bin adet yurtiçi traktör pazar büyüklüğü öngörüyoruz. Haziran ayı iç pazar satış rakamlarının beklentimizin üzerinde gelmesi durumunda tahminlerimizi yukarı revize edebiliriz. Hükümetin Ekim ayı olarak önceden açıkladığı 50-100 beygir traktörler için Tier 4 motor geçiş takviminin ötelenebileceğini düşünüyoruz. Pandemi nedeniyle düşen KKO nedeniyle ithal edilen bazı önemli üretim parçalarının tedariğinde yaşanabilecek sıkıntılar 2020 için en önemli aşağı yönlü riski oluşturuyor.

TL bazlı risksiz getiri oranı tahminlerimizde aşağı yönlü revizyon (€ bazlı tahminlerde değişiklik yok), otomotiv iç pazar tahminlerimizde yukarı yönlü revizyon, yurtdışı benzer şirket çarpanlarındaki güncelleme ve İNA değerlemelerimizin üç ay ileri taşınması hedef fiyatlarımızdaki yukarı yönlü revizyonların ana nedenleri olarak önce çıkıyor.

Beklentimizden daha kötü Türkiye ve Avrupa otomotiv (traktör) pazarı, hammadde fiyatlarındaki artış, borçlanma oranlarındaki artış ve € karşısında TL'nin değer kaybı tahminlerimiz ve tavsiyelerimiz için en önemli risk unsurları olarak öne çıkıyor.

**TOASO.IS ve TTRAK.IS** hem cazip getiri potansiyelleri hem de iç pazardaki rekabet üstünlükleri nedeniyle otomotiv sektör takip listemizde en çok önerdiğimiz hisselerdir.



**Tofaş Fabrika (TOASO.IS):** Tofaş'ın toplam satış hacminin 2020'de pandeminin etkisiyle ihracat hacmindeki sert düşüş nedeniyle %23 düşükle 210 bin seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2020 yılı için şirketin iç pazar satış hacmini şirketin 72 -78 bin hedefinin üzerinde 94 bin adet olarak öngörüyoruz. 116 bin ihracat hacim beklentimiz ise şirketin 110 – 140 bin hedef aralığının düşük bandına yakın. Toplam satış hacmindeki düşüşe rağmen, iç pazar fiyat artışları ve kurun olumlu etkisi 2020 satış gelirlerinde sadece %5 düşüşe neden oluyor. Al veya öde ihracat anlaşmaları marjları olumlu etkilemeye devam edecek. Bu nedenle FAVÖK marjının al ve öde ihracat ödemelerinin artan katkısı ile yıllık bazda yüzde 0.5 artacağını öngörüyoruz. 2Ç20'de kısa dönem çalışma ödeneği ve al veya öde ödemelerinin yüksek katkısının operasyonel marjlara ciddi katkı yapması bekliyoruz. 4Ç20'de piyasa lansmanı planlanan makyajlı Agea binek araç ailesinin 4Ç20 ve 2021'de ihracat adetlerini olumlu etkilemesi bekleniyor.

Yeni Doblo modelinin lansmanının planlanan 4Ç21'den devam eden FCA ve PSA birleşme süreci ve salgın nedeniyle daralması beklenen Avrupa pazarı nedeniyle 4Ç22'ye sarkabileceğini düşünüyoruz.

TOASO için İNA ve global benzer şirket çarpan değerlendirme yöntemleriyle %50-%50 ile ağırlıklandırdığımız revize hisse başına TL32.0 hedef fiyatımız cazip getiri potansiyeli sunuyor. 2021'de Tofaş'ın FAVÖK ve Net Kar rakamlarında ihracattaki iyileşme kaynaklı sırasıyla %35 ve %40 büyüme hesaplıyoruz. İtalya'daki potansiyel hurda teşviği programı değerlememiz için yukarı risk unsurudur. Hisse 2021T 4.6x Firma Değ./FAVÖK ve 6.4x F/K çarpanları ile 7.1x ve 9.8x medyan çarpanlar ile işlem gören global benzer şirketlere kıyasla iskontolu. Hisse için tavsiyemizi TUT'dan AL'a yükseltiyoruz.

**Ford Otomotiv (FROTO.IS):** Ford Otosan'ın 2020'de iç pazar satış hacminin şirket hedefi olan 55 – 65 bin adetin üzerinde yıllık %39 artışla 67 bin adete ulaşacağını, ihracat hacminin ise şirket hedef aralığı olan 225 -235 bin adetin orta noktası olan ve yıllık bazda %31 düşüşe denk gelen 230 bin adet seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Toplam satış hacmindeki düşüşe rağmen, iç pazar fiyat artışları ve kurun olumlu etkisi 2020 FAVÖK ve net kar rakamlarında sadece %8 ve %6 düşüşe neden oluyor. Transit Ailesi ürün döngüsü 2022 – 2024 yıllarında tamamlandığından Ford Otosan'ın 2Y20'de yeni Transit Custom yatırımını ve bununla birlikte hafif ticari araç üretiminde potansiyel VW-Ford stratejik ortaklığına ilişkin detayların açıklanmasını bekliyoruz.

FROTO için İNA ve global benzer şirket çarpan değerlendirme yöntemleriyle %50-%50 ile ağırlıklandırdığımız revize hisse başına TL83.65 hedef fiyatımız cazip getiri potansiyeli sunuyor. Hisse için tavsiyemizi TUT'dan AL'a yükseltiyoruz. 2021'de Ford Otosan'ın FAVÖK ve Net Kar rakamlarında özellikle ihracattaki iyileşme kaynaklı sırasıyla %45 ve %70 büyüme hesaplıyoruz. VW-Ford stratejik ortaklığı ile gündeme gelebilecek potansiyel hafif ticari araç ek üretim kapasitesi ve sinerjiler hisse için katalizör olabilir. Hisse 2021T 6.6x Firma Değ./FAVÖK ve 7.9x F/K çarpanları ile 7.1x ve 9.8x medyan çarpanlar ile işlem gören global benzer şirketlere kıyasla iskontolu.

**Doğuş Otomotiv (DOAS.IS):** Türkiye'nin lider otomotiv ithalatçısı ve en büyük otomotiv distribütörlerinden biri olarak sadece iç pazara satış yapan Doğuş Otomotiv 2020'deki yurtiçi otomotiv pazarındaki canlanmadan en fazla faydalanan oyuncularından bir oldu. DOAS için 1Ç20 kar analizi raporumuzu yayınladığımız 10 Haziran tarihli raporumuzdaki 2020/2021 yılları 540/705 bin adet yurtiçi otomotiv pazar tahminimizi beklentilerin çok üzerinde seyreden ve yılın geri kalanı ile ilgili beklentileri de olumlu etkileyen güçlü Haziran ayı oto satışları nedeniyle 635/765 bin adete yükseltiyoruz. Doğuş Otomotiv için 2020'de %38 satış hacim büyümesi, artan satış fiyatları ve yeni araç tedarikinde yaşanan sıkıntılar nedeniyle 2.el araç faaliyetlerinin artan katkısı nedeniyle %60 ciro büyümesi hedefliyoruz. Doğuş Otomotiv'in araç tedarikine ilişkin problemleri VW'nin görece daha zayıf otomotiv pazarına sahip diğer ülke kotalarından Türkiye'ye kaydırmasıyla çözeceğine inanıyoruz. Şirketin 2020 net kar rakamında 1)artan satış hacmi ve düşük baz yılı nedeniyle kuvvetli gelir büyümesi 2) sıkı gider kontrolü sonucu FAVÖK marjında iyileşme 3) iştirak gelirlerinde artış 4) düşen faiz ve kur farkı giderleri sonucu finansman giderlerindeki gerileme sonucu yedi katından daha fazla büyüme öngörüyoruz. DOAS için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 14.65TL'den otomotiv pazar tahminimizdeki yukarı revizyon ve yeni araç tedarikindeki sıkıntılar nedeniyle 2. el araç faaliyetlerinin artan katkısı ile 18.15TL'ye yükseltiyoruz. Hisse 2021T 4.6x Firma Değ./FAVÖK ve 6.4x F/K çarpanları ile sırasıyla 7.1x ve 9.8x medyan çarpanlar ile işlem gören global benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

**Otokar (OTKAR.IS):** Otokar'ın devam eden yurtdışı askeri araç teslimatlarının 2019'a kıyasla 2020'de artmasını bekliyoruz. Bu siparişe ilişkin 2019 yılında tamamlanan 130 milyon dolar değer tutarında sipariş göz önünde bulundurulduğunda, 1Ç20 sonu itibariyle geriye kalan 273 milyon dolar bakiye siparişlerin 2021 sonunda tamamlanabileceğini düşünüyoruz. 2020 yılında pandeminin özellikle turizm sektörü üzerindeki olumsuz etkisiyle ticari araç (midibüs/otobüs) satışlarındaki düşüş beklentimize rağmen Otokar'ın güçlü askeri araç teslimatları ile kurun olumlu etkisi ile satış gelirlerinin 2019 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2020'de faaliyet giderleri/ciro oranındaki artış nedeniyle FAVÖK marjında öngördüğümüz yüzde 0.5 puan düşüşün FAVÖK rakamında gerilemeye yol açacağını düşünüyoruz. Ancak faiz oranlardaki düşüşün etkili olduğu finansman giderlerindeki azalma nedeniyle şirketin 2020'de net karında %10 artış hesaplıyoruz. Otokar İzmir Büyükşehir Belediyesi'nin açmış olduğu 304 adet otobüs alımı ve 5 yıllık satış sonrası hizmetleri ihalesinde en iyi teklifi verdi. İhale tutarı olan 476 milyon TL Otokar'ın 2020T cirosunun yaklaşık %20'sine denk geliyor. 3Ç20'de imzalanmasını öngördüğümüz sözleşmenin ardından tedarik sürecini de göz önünde bulundurduğumuzda ihaleye ilişkin teslimatların büyük çoğunluğunun 2021'e yansıtılacağını öngörüyoruz. Buna ek olarak turizm sektörüne ilişkin ertelenen ticari araç segmentinde 2021'deki olası canlanmanın 2021 finansallarına olumlu etkisi olabilir. 2021'de Otokar için sırasıyla %32 ve %21 FAVÖK ve net kar büyümesi tahmin ediyoruz. OTKAR için çarpan analizi ile ulaştığımız hisse başına 173TL hedef fiyatımız %18 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Potansiyel askeri zırhlı araç siparişleri hisse için katalizör olabilir.

**Türk Traktör (TTRAK.IS):** Türk Traktör 2020 yılı için 12.5 bin – 15.5 bin iç pazar satış hacmi ve 10 bin - 12.5 bin ihracat hacim hedefi bulunuyor. 2020 yılı için Türk Traktör iç pazar satış hacmini yıllık %36 artışla 14.8 bin adete, ihracat hacmini ise yıllık bazda %25 düşüşle 11.5 bin adet olarak tahmin ediyoruz. Toplam satış hacmi yıllık bazda büyümeye işaret etmese de düşük stok seviyesi nedeniyle üretim hacmindeki artışın birim sabit giderleri aşağıya çekmesini bekliyoruz. Şirketin yılbaşından bu yana yurtiçi traktör satış fiyatında yaptığı artış yaklaşık %13'e ulaştı. İç satışlarıdaki büyüme kaynaklı KKO artışı, görece daha karlı iç satışların artan payı ile hammadde maliyetlerindeki düşüş ile operasyonel karlılıkta iyileşme bekliyoruz. 2020'de Türk Traktör için düşük baz yılı ve tüm bu olumlu gelişmeler ışığında %23 FAVÖK büyümesi ve iki katında fazla net kar büyümesi tahmin ediyoruz. Operasyonel karlılıktaki iyileşmenin yanı sıra faiz oranlarındaki düşüşle gerileyen finansman giderleri de net kar büyümesini destekliyor. 2021'de Türk Traktör için sırasıyla %46 ve %43 FAVÖK ve net kar büyümesi tahmin ediyoruz. Hisse 2021T 6.7x Firma Değ./FAVÖK ve 12.7 F/K çarpanları ile 8.0x ve 14.9x medyan çarpanlar ile işlem gören benzer yurtdışı şirketlere kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Haziran ayı iç pazar satış rakamlarının beklentimizin üzerinde gelmesi durumunda tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı yukarı revize edebiliriz.

## Sektör Açıklamaları - Çimento

44

Fiyat ve Oranlar										2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021							
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
AKONS	12.83	2,456	12.08	8.91	-6	SAT	D	63	47	3.2	20	15	7%	83%	2%	31.9	15.1	2.3	2.1	11.5	8.1	7%	15%	4%	8%				
CIMSA	9.78	1,321	10.71	8.21	10	TUT	A	27	14	3.9	36	13	7%	70%	0%	45.5	9.1	0.9	0.8	8.3	5.9	2%	10%	1%	4%				
<b>Çimento</b>															<b>38.7</b>	<b>12.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>9.9</b>	<b>7.0</b>	<b>5%</b>	<b>12%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>					

Konut faiz oranlarındaki düşüş ve konut üreticileri tarafından başlatılan çekici satış kampanyalarının konut satışları üzerinde yarattığı canlanmanın, çimento talebine gecikmeli olarak yansıtacağını düşünüyoruz. Bu nedenle 2020 yılı için yurtiçi çimento talebinde %15-20 daralma öngörümüzü sürdürüyoruz. Zayıf yurtiçi talep ve fiyat dinamiklerinin 2020 marjları üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesini bekliyoruz. Diğer yandan, fazla kapasitesini yurtdışı pazarlara yönlendirebilen çimento ihracatçıları sektördeki iç pazar oyuncularına göre daha avantajlı konumlarını sürdürmeye devam ediyor. Virüs krizi nedeniyle ihracat siparişlerinde yılın ikinci çeyreğinde bir ertelenme yaşanacağını öngörsek de yıllık bazda ciddi bir düşüş tahmin etmiyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Akçansa Çimento (AKCNS.IS):** 1Ç20’de zayıf sonuçlar açıklayan Akçansa için 2020 ciro ve FAVÖK beklentilerimizi sırasıyla %10 ve %19 düşüş ile 1751mn TL ve 236mn TL olarak revize ediyoruz. Şirket’in 2020’de dış pazardaki güçlü pozisyonunu devam ettirerek ihracat gelirleri ile karlılığını koruyacağını düşünüyoruz. Aynı zamanda, ihracat gelirlerinin güçlü seyrinin sürdürülmesiyle Şirket’in alacak günlerinde ve işletme sermayesi ihtiyacında düşüş meydana gelmesini bekliyoruz. Hisse, özellikle Kanal İstanbul projesinin başlaması halinde çimento talebinin bu durumdan oldukça olumlu etkilenecek olması nedeniyle son bir ayda endeksin %47 üzerinde performans sergiledi. Bu performans sonrasında AKCNS için daha önceki TUT tavsiyemizi SAT olarak güncelliyoruz. Makro tahminlerimizdeki ve uzun vadeli beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonrasında güncellediğimiz 12.04 TL hisse başı hedef fiyatımız %5 düşüş potansiyeline işaret ediyor. Hisse 2020T 11.5x FD/FAVÖK ve 31.9x F/K çarpanları ile işlem görüyor.

**Çimsa Çimento (CIMS.A.IS):** 1Ç20’de yıllık bazda %22.5 ciro artışı kaydeden Çimsa için 2020 yılı ciro ve FAVÖK beklentilerimizi %4 oranında hafif arttırıyoruz. İhracat hacimlerindeki artış beklentimiz ile Şirket’in 2020 yılında 1967mn TL ciro ve 320mn TL FAVÖK kaydedeceğini öngörüyoruz. Ek olarak, Buñol Beyaz Çimento Fabrikası satın alma işleminin birkaç ülkenin rekabet kurulundan beklenen onayları takiben 2020’nin ikinci yarısında sonuçlanması bekleniyor. Hatırlanacağı üzere Şirket bir süre önce İspanya’da yer alan fabrikayı 180 milyon \$ bedel ile satın almak üzere anlaşma imzaladığını açıklamıştı. Yeni fabrika Şirket’in beyaz çimento kapasitesini %40 oranında arttırarak Çimsa’yı dünyanın en büyük beyaz çimento üreticisi konumuna getirecek. Bu aşamada, yeni kapasiteyi yeterli detaylara ve finansmanın nasıl sağlanacağı bilgisine hâkim olmadığımız için değerlememize dahil edemiyoruz. Şirketin 189 milyon \$ piyasa değeri göz önüne alındığında, bu denli büyük ölçekli bir yatırımın hisselerin uzun vadedeki performansını pozitif etkileyeceğini düşünüyoruz. Fakat kısa vadede borçluluğu daha da arttıracığından hisse üzerinde baskı oluşabilir. Güncellenmiş hisse başı 10.71 TL hedef fiyatımız ile sınırlı artış potansiyeli sunan CIMS.A için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse 2020T 8.3x FD/FAVÖK ve 45.5x F/K çarpanları ile işlem görüyor.

## Sektör Açıklamaları - GYO

46

Fiyat ve Oranlar															2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021					
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V. Tah.	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı						
EKGYO	1.90	7,220	2.54	2.19	34	AL	A	40	26	54	51	37	4%	31%	5%	5.6	3.4	0.5	0.5	9.4	6.0	9%	14%	5%	9%					
ISGYO	1.84	1,764	2.07	1.55	12	TUT	A	12	0.4	14	41	24	5%	19%	0%	8.8	6.3	0.4	0.4	14.2	15.2	5%	7%	4%	5%					
TRGYO	3.08	3,080	3.37	2.60	9	TUT	A	27	14	15	21	25	2%	7%	0%	5.4	3.4	0.3	0.3	12.6	12.1	7%	10%	4%	6%					
<b>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b>															<b>5.6</b>	<b>3.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>12.6</b>	<b>12.1</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>						

Kamu Bankaları'nın konut faizlerini aylık 0.64% seviyelerine kadar düşürmesi ve ardından Emlak Konut öncülüğünde başlatılan çekici satış kampanyaları Haziran ayında ertelenmiş talebi tetikleyerek konut satışlarında ciddi bir artışa neden oldu. Kampanyaların Haziran sonunda sona ermesiyle bir ivme kaybı yaşansa da düşük faiz ortamında yıl içinde bir bozulma olmayacağı beklentisiyle konut satışlarının artış göstermeye devam edeceğini düşünüyoruz. Mevduat faizlerinin %7 seviyelerine kadar düşmesi ile oluşan negatif reel faiz ortamı yatırımcıların gayrimenkul gibi diğer yatırım alternatiflerine yönelmesine yol açıyor. Stabil TL, döviz işlemlerine uygulanan yeni vergiler ve düşük mevduat oranlarının konut yatırımlarını teşvik edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, 2Y18'de başlayan inşaat ruhsatı sayısındaki keskin düşüş eğilimi, konut stokunu azaltarak sektörde yeniden dengelenmeyi tetikliyor. Arz/talep dinamikleri arasındaki bu dengelenmenin, konut fiyatları üzerindeki baskıyı azaltması sonucunda mevcut konut fiyatları ve düşük faiz oranlarından yararlanmak isteyen potansiyel konut alıcılarını harekete geçirmesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak, konut stokundaki düşüş yeni projelere olan iştahı arttıracaktır.

Salgın nedeniyle ziyaretçi sayılarında meydana gelen düşüş, alınan sağlık önlemleri ve pek çok mağazanın geçici süre ile kapatma kararı almasının ardından Mart ayının sonundan itibaren yaklaşık iki ay boyunca kapalı durumda olan AVM'lerin büyük bir kısmı 11 Mayıs tarihinden itibaren tekrar faaliyete geçmeye başladı. Bu süreçte pek çok AVM Nisan ve Mayıs ayları için kira bedeli alınmayacağını duyurdu. Sosyal mesafenin belirli oranda korunmaya devam etmesi nedeniyle ziyaretçi trafiğinin normale dönmesinin kademeli bir şekilde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle 3Ç20 için kira indirimleri ya da mağaza ciroları üzerinden kira alınması söz konusu. Alışveriş merkezi trafiğinde toparlanmanın ne kadar süreceği konusundaki belirsizlikler ve ikinci bir dalga potansiyeli düşünüldüğünde AVM portföyüne sahip GYO'ların kira gelirleri üzerindeki riskler devam etmekte.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Emlak GYO (EKGYO.IS):** Emlak Konut GYO en çok önerdiğimiz hisseler arasında yer alıyor. Detaylar için lütfen sayfa 83'e gidiniz.

**Torunlar GYO (TRGYO.IS):** Kira gelirlerinin yaklaşık %84'ünü portföyünde yer alan alışveriş merkezlerinden elde eden Torunlar GYO'nun 2020 kira gelirlerinin (ortak alan gelirleri dahil) salgın nedeniyle yıllık bazda %20 düşüş göstererek 603 mn TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Diğer taraftan, konut faizlerindeki tarihi düşük seviyeler nedeniyle Şirket yönetiminin 2020 yılı için koyduğu 576mn TL'lik konut satış hedefini geçebileceğini düşünüyoruz. Özellikle 5. Levent Projesi'ndeki satış performansının güçlü olması bekleniyor. Şirket, projenin 2. etabına yılın ikinci yarısında başlamayı planlıyor. Hisse için hedef fiyatımızı hisse 2.60 TL'den 3.37 TL'ye yükseltiyoruz. Kira gelirlerindeki kayıp, yüksek borçluluk ve hissenin son bir ayda gösterdiği %16 endeks üzeri performansı nedeniyle sınırlı artış potansiyeli bulduğumuz TRGYO için TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %62 iskonto ile işlem görmekte.

**İş GYO (ISGYO.IS):** Kira portföyünün büyük bir kısmının ofislerden oluşması nedeniyle İş GYO'nun kira gelirlerinin, portföyünde ağırlıklı olarak alışveriş merkezi bulunan GYO'lara göre salgının negatif etkilerinden daha az etkilenmesini bekliyoruz. Alışveriş merkezleri ve ticari ünitelerden yaklaşık 2 ay kira alınmaması kararı, kira indirimleri ve geçtiğimiz sene sonunda satılan Tuzla Ofis ve Kapadokya Otel'inin kira gelirleri üzerindeki azaltıcı etkisini göz önünde bulundurarak 2020'de kira gelirlerinin (üst hak gelirleri dahil) yıllık %11'lik düşüşle 218mn TL'ye gerileyeceğini öngörüyoruz. Konut tarafında ise, faizlerin tarihi düşük seviyelere inmesiyle Ege Perla ve Manzara Ada Projeleri'nin satış performansında artış bekliyoruz. Düşük faiz ortamı, aynı zamanda, Şirket'in vadeli satışlara olan ihtiyacını azaltmakta ve nakit satışlarını arttırarak nakit akışını desteklemekte. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 2,07TL ile %12 yukarı potansiyel sunmakta. Sınırlı artış potansiyeli sebebiyle TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %53 iskonto ile işlem görmekte.

## Sektör Açıklamaları - Sağlık ve İlaç

48

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						
															Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
MPARK	19.00	3,953	20.09	19.06	6	TUT	D	16	4.8	14	33	68				-	22.6	-	-	8.3	5.8	-	-	-2%	4%				
SELEC	8.75	5,434	10.10	7.73	15	TUT	A	-3.7	-13	11	15	50	2%	18%	2%	8.8	6.4	1.5	1.2	6.7	4.7	18%	21%	7%	8%				
<b>Sağlık</b>																<b>8.8</b>	<b>14.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>7.5</b>	<b>5.3</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>2%</b>	<b>11%</b>				

**MLP Sağlık (MPARK.IS):** Salgın ile birlikte Mart ayında başlayan seyahat kısıtlamaları nedeniyle sağlık turizm gelirlerindeki düşüş ve aciliyeti bulunmayan ameliyatların ve doktor ziyaretlerinin ertelenmesiyle 1Ç20'de Şirket'in cirosu yıllık bazda %5 artış gösterirken FAVÖK marjı 1.4 puan daraldı. Şirket yönetimi, Mart ve Nisan aylarında hasta sayılarında meydana gelen ciddi düşüş sonrasında, hayatın normalleşmeye başladığı Haziran ayında hasta sayılarında geçen seneye yaklaşılabileceğini öngörüyor. Maliyet tarafında ise bina sahipleri ile görüşmeler sonucu 11 hastane ile kiralarda %50'ye varan indirim yapılması konusunda anlaşılması, kısa çalışma ödeneğinden faydalanılması ve bazı vergi ve sigorta ödemelerinin ertelenmesi Şirket'in karlılığına ve likiditesine destek sağlıyor. 2020 yılında Şirket'in 5% ciro büyümesi ve yıllık bazda 1.8 puan düşüş ile %19 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. Yeni açılan hastanelerin de etkisiyle ikinci yarıda hızlı bir toparlanma göreceğimizi düşünüyoruz. Diğer yandan, sağlık turizmi gelirlerinin ne hızla iyileşeceğinin Şirket'in karlılığı ve kur riski üzerinde önemli bir faktör. 1Ç20 finansalları ve yeni makro tahminlerimiz ışığında MPARK için hedef fiyatımızı 19.1TL'den 20,09TL'ye revize ediyoruz. Şirket'in tamamlayıcı sigorta sektöründeki lider konumu ve yeni hastane yatırımları nedeniyle uzun vadeli büyüme potansiyeli görsek de, hisselerin son iki aydaki %20 endeks üstü performansı nedeniyle tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz.

**Selçuk Eczacı Deposu (SELEC.IS):** Selçuk Eczanının satışları mevcut durumdan, 1Ç20'de olumlu etkilendi. 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. Yılın 2. çeyreğinde ise bu olumlu etkinin i) azalan doktor ziyaretleri ve reçete sayıları, ii) sosyal mesafe önlemleri ve iii) bir miktar öne çekilmiş talep nedeni ile tersine dönmesini bekliyoruz. 2020 yılında kutu bazında satış büyümesi öngörümüzü %5'ten %3'e aşağı yönlü revize ettik. Diğer yandan yukarı revize ettiğimiz EUR/TL beklentileri nedeniyle 2021 yılı için ilaç fiyat artış beklentimizi %14'ten %21'ye revize ediyoruz. İlaç fiyatlarında yaptığımız yukarı yönlü revizyonun olumlu etkisi nedeni ile 2019-2022 yılı kümülatif EBITDA büyümesi tahminimizi %15'ten %30'a revize ediyoruz. Projeksiyon dönemindeki EBITDA beklentilerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyon ve daha düşük risksiz faiz oranları tahminlerimiz neticesinde Selçuk Eczacı için hedef fiyatımızı 7,7TL'den 10,1TL'ye çekiyoruz ve TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü



# Sektör Açıklamaları – Gıda & İçecek

49

Fiyat ve Oranlar																									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem.V.	5Y Ort. Dağ.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
AEFES	20.28	12,008	26.20	22.55	29	AL	Y	13	1.9	13	33	66	3%	n.a	6%	15.3	11.2	0.9	0.9	6.2	5.3	6%	8%	2%	2%
COLLA	42.94	10,923	51.50	41.06	20	AL	Y	8.5	-2.3	6.8	28	87	2%	14%	5%	11.4	8.8	1.6	1.4	6.5	5.7	14%	17%	6%	7%
ULKER	24.04	8,222	31.20	28.10	30	AL	A	1.6	-8.5	6.4	40	92	1%	31%	2%	9.7	8.3	1.6	1.3	6.4	5.7	18%	17%	6%	7%
TATGD	9.73	1,323		4.48		G.G		4.3	-6.1	8.6	41	13	3%	38%											
<b>Gıda &amp; İçecek</b>															<b>11.4</b>	<b>8.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	

**İçecek sektörü pandemiye beklentimizden daha hızlı ve güçlü cevap veriyor:** İçecek sektörü her ne kadar bir çok sektöre göre daha defansif olsa da, salgın nedeniyle alınan tedbirlerden olumsuz etkilendi. Restoran-kafe-eğlence mekanlarının kapatılması nedeniyle ev dışı tüketim (on-promise) kanalının neredeyse sıfırlanması hacimleri olumsuz etkiledi. Pandeminin etkisinin Mart'ın ikinci yarısından itibaren görülmesi nedeni ile hacimler üzerindeki olumsuz etki ilk çeyrekte sınırlı kaldı. Ancak 2Ç20 etkinin daha uzun bir döneme yayılması nedeniyle hacimlerin en zayıf olduğu çeyrek olacak. Turizmin sınırlı olması hacimlerdeki daralmanın kısmen 3. çeyrekte de görüleceğine işaret ediyor. Ancak Mart'ın son iki haftası dip yapan hacimlerin 2Ç20 boyunca hafif hafif toparlamaya başladığı ve Haziran ile birlikte normalleşmenin başlaması ve kısıtların kalkması ile toparlanmanın daha görülür olmaya başladığı anlaşılıyor. Toparlanmanın beklentimizden daha önce başlaması ve daha hızlı gerçekleşiyor olması nedeniyle hacimlerdeki daralmanın ilk beklentilerimiz kadar yüksek olmayacağını düşünüyoruz. Anadolu Efes'in on-promise tüketim hacminin toplam hacim içerisindeki payının Türkiye'de %25'lerde olduğunu, uluslararası operasyonlarda %8-9 seviyelerinde olduğunu hatırlatmak isteriz. Aynı şekilde Coca Cola İçecek (CCI) için de Türkiye on-promise kanalının ağırlığı %25'lerde, uluslararası operasyonlarda ise %10-15 bandında bulunuyor. 2. çeyrekte Nisan-Mayıs döneminin yasaklardan etkilenmesi nedeniyle hacim daralmalarının on promise kanal ağırlıklarına yakın olmasını bekliyoruz. Bütün yıl için ise alkolsüz içecek hacimlerinin %8, alkollü içecek hacimlerinin ise %6 daralmasını öngörüyoruz. Hatırlatmak gerekirse daha önceki revizyonumuzda hacimlerin tüm yıl için 10-11% bandında daralmasını bekliyorduk. Hacimlerdeki hafif yukarı yönlü revizyonumuza paralel 2020 ciro tahminlerimizi de hafif yukarı çekiyoruz. Güncel tahminlerimize göre, hacimlerdeki daralmaya rağmen, fiyat artışları ve FX çevrim farkları sayesinde cirolarda sınırlı da olsa her iki ürün grubu için de %7-8 büyüme göreceğimizi düşünüyoruz.

**Hacimlerdeki daralmanın marjlar üzerindeki olumsuz etkisi maliyet tarafında alınan önlemler ile kısmen telafi ediliyor:** Hacim daralması operasyonel kaldıraç nedeniyle karlılık üzerinde olumsuz etki yapıyor. Ayrıca en olumsuz etkilenen on-promise satış kanalının karlılığının daha yüksek olması nedeniyle de karlılık üzerinde ilave baskı göreceğimizi düşünüyoruz. Organize perakendenin payının artıyor olması da marjları olumsuz yönde etkileyecek bir diğer unsur olarak öne çıkıyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Ayrıca organize perakendenin payının artıyor olmasının alacak devir hızını uzatacağını ve nakit akışı üzerinde de baskı yaratacağını düşünüyoruz. Ancak pandemi dönemine hızlı uyum sağlayan içecek sektörünün maliyet ve yatırım harcamalarında ciddi kısıntılara gitmeleri sayesinde karlılık ve nakit akışı üzerindeki etkinin kısmen telafi edileceğini düşünüyoruz. Hem şirketlerin maliyet tarafında daha sert önlemler almaları hem de hacim ve cirodaki yukarı yönlü revizyonlarımız nedeni ile hacim daralmasının karlılık ve nakit akışı üzerindeki etkisinin de ilk beklentilerimize göre daha sınırlı kalmasını bekliyoruz. Güncel tahminlerimize göre bira grubu FAVÖK marjında yaklaşık 160 baz puanlık bir daralma beklerken (2020E: 14.4%), CCI için de raporlanan FAVÖK marjının (cash designation etkisi düzeltilmeden) 100 baz puan daralacağını tahmin ediyoruz (2020E: 17.8%). Ancak CCI için maliyet kısıtlarına ek olarak fiyat artışlarının da etkisi ile düzeltilmiş FAVÖK marjında (cash designation etkisinden arındırılmış) 100bps iyileşme göreceğimizi tahmin ediyoruz. Marj daralmaları nedeni ile 2020 FAVÖK tahminlerimiz her iki ürün grubu içinde nominal olarak geçen seneye benzer seviyede bulunuyor.

**AEFES ve CCOLA için tavsiyelerimizi AL'a yükseltiyoruz:** Pandemi döneminin başında AEFES ve CCOLA için tavsiyelerimizi AL'dan TUT'a düşürmüştük. Mart başından beri endeksin sırasıyla %14 ve %11 gerisinde kalan hisselerin olumsuzlukları fiyatladığını düşünüyoruz. Tüketimin beklediğimizden daha hızlı ve daha güçlü toparlamaya başlaması ve faiz oranlarındaki düşüşün etkisi ile hedef değerimizi AEFES için 26TL'ye, CCOLA için 51.5TL'ye revize ediyoruz. Hedef değerimize sırayla 26% ve 20% getiri potansiyeli sunan hisseler için tavsiyelerimizi yeniden AL'a yükseltiyoruz. Hisseler tahmini 2021 çarpanlarına göre cazip seviyelerde işlem görüyor. AEFES 2021T FD/FAVÖK'e göre 5.3x, CCOLA ise 5.7x ile işlem görüyor. AEFES benzerlerine göre %50 iskonto ile işlem görüyorken, 2 yıllık tarihsel ortalamasına göre iskontonun 15% civarı genişlediği görülüyor. CCOLA ise 2021 FD/FAVÖK çarpanına göre benzerlerine göre tarihsel ortalamalarının hafif üzerinde %32 iskonto ile işlem görüyor. Pandemi ile mücadelede olası bir ikinci dalga ve on-promise kanala ilişkin alınabilecek yeni önlemler tahminlerimize aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

**Ülker Bisküvi (ULKER.IS):** Ülker'in Covid-19'un ekonomik etkilerinden görece az etkilenen şirketlerden biri. Şirketin satışlarının yaklaşık %85'i fabrikalarının bulunduğu ülkelerde yapılıyor, satışların yaklaşık %15'i ise ihracata yönlendiriliyor. Ülker'in ihracatında Covid-19 kaynaklı bir aksama yok. Bunun bir yansıması olarak, Ülker 2020 yılında 9,0 milyar TL ciro ve %17 FAVÖK marjı öngörüyor. Beklentiler yıllık bazda %15 ve %17 ciro ve FAVÖK büyümesine işaret ediyor. Şirketin güçlü 2020 hedefleri sonrası 2020 FAVÖK tahminimizi %14 yukarı revizyon ile 1,501milyar TL'ye yükseltiyoruz. Diğer yandan, 1Ç20'de finansal yatırımlardan kaydedilen tek seferlik zarar nedeni ile net kar tahminimizi %12 aşağı revize ediyoruz. Artan FAVÖK tahminlerimiz ve şirketin uzun döviz pozisyonu net kar tarafında sınırlı aşağı yönlü revizyona neden oldu. Modelimizi tahminlerimizde yukarı yönlü revizyon ve yeni makro tahminlerimizle güncelledik. Ülker için hedef fiyatımızı 28'1TL'den, 31,2 TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Ülker'in, i) öngörülebilirliği yüksek defansif iş modeli, ii) hem yerel hem global benzer şirketlerine göre oldukça iskontolu değerlendirme çarpanları, iii) düşük kaldıraç ve uzun döviz pozisyonuna sahip sağlıklı bilanço yapısı ve iv) döviz bazlı gelir sağlayan uluslararası operasyonların artan katkısının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Diğer yandan, ii) borç karşılığı elde edilen nakdin görece riskli finansal araçlara yatırılmasını, ii) özellikle son iki yılda ciddi anlamda artan işletme sermayesi ihtiyacını ve iii) geçtiğimiz iki yıldaki güçlü operasyonel sonuçlar ve Godiva Belgium'dan elde edilen 138mn dolarlık temettü gelirin karşı temettü ödenmemesini olumsuz olarak değerlendiriyoruz.

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.

## Sektör Açıklamaları - Holdingler

52

Fiyat ve Oranlar		2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V. Tah.	F/K	PD/DD	ROE	Aktif Karlılığı				
ALARK	5.54	2,410	6.50	5.00	17	TUT	A	6.5	-4.1	11	30	19	4%	8%	5%	7.6	3.5	1.4	1.0	19%	33%	9%	16%
ENKAI	6.01	33,656	6.72	6.31	12	TUT	A	9.7	-1.3	3.4	9.5	60	3%	45%	4%	15.2	14.2	0.8	0.8	6%	6%	4%	5%
KCHOL	17.10	43,364	22.00	18.29	29	AL	A	12	0.9	17	26	78	2%	19%	3%	8.7	6.2	1.1	0.9	13%	16%	3%	5%
SAHOL	9.00	18,364	12.00	10.00	33	AL	A	6.6	-4	13	47	67	3%	15%	5%	4.0	3.7	0.5	0.4	13%	13%	1%	1%
SISE	5.49	12,353	6.70	5.17	22	AL	Y	12	1.1	17	31	22	3%	25%	3%	7.4	6.4	0.8	0.7	11%	12%	4%	4%
TKFEN	16.67	6,168	19.96	18.22	20	AL	A	20	7.7	28	51	33	4%	38%	1.9%	15.4	10.4	1.2	1.1	7%	11%	3%	5%
AGHOL	19.14	4,661	24.00	18.00	25	AL	Y	14	2.3	2.7	34	22	1%	n.a	1%	11.5	5	0.8	0.7	7%	17%	1%	1%
<b>Holding</b>																<b>8.7</b>	<b>6.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>

### Koç Holding (KCHOL.IS):

**Global büyümeye ilişkin artan endişeler hisse fiyatını baskılıyor:** Holding'in portföyünde halka açık iştiraklerin payının yüksek olması (halka açık + nakit: %90) nedeni ile portföyün şeffaf olması, risklerin sektör, iştirak ve coğrafya bazında çeşitlendirilmiş olması, güçlü solo nakit pozisyonu, iştiraklerinden yüksek temettü gelir, dolar bazlı gelirlerin ağırlığının yüksek olması, önemli bir kur riski taşıyor olması gibi nedenlerden dolayı uzun vadede KCHOL hissesini beğeniyoruz. Ancak kısa vadede global büyümeye ilişkin artan endişelerin grubun operasyonları üzerinde risk yarattığını düşünüyoruz.

**Net aktif değer iskontosu cazip seviyede:** Portföyün yaklaşık 1/5 ini oluşturan Tüpraş'ın zayıf rafineri marjları ve yine portföyün 1/5 ini oluşturan bankacılık sektörüne ilişkin artan riskler nedeni ile hisse yılbaşından beri endeksin %17 gerisinde kaldı. Bu dönemde hissenin performansı halka açık portföyünün hisse performansına göre de daha zayıf olması nedeni ile halka açık portföyünün piyasa değerine olan primi de daraldı. Halka açık portföyünün değerine olan primi 1Y/3Y ortalamaları olan %13/%11'e kıyasla %4 seviyesine geriledi. Hisse cari net aktif değerine (NAD) göre 1Y/3Y iskonto ortalamaları olan %6/7'in hafif üzerinde %13 iskonto ile işlem görüyor. İskontoların seviyesi holding hissesinin iştirak hisselerinden daha cazip olduğuna işaret ediyor.

**AL tavsiyemizi yineliyoruz:** COVID-19 sonrası güncellenen yeni makro tahminlerimiz ile birlikte hedef değerimizi 22TL'ye (önceki: 18,5TL) revize ediyoruz. Zayıf performansı sonrası güncellenen hedef değerimize halen %29 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

### Sabancı Holding (SAHOL.IS):

**Net aktif değer iskontosu halen %40'ın üzerinde:** Cari net aktif değerinin (NAD) yaklaşık %90'ı halka açık şirketler ve solo nakit pozisyonundan oluşan Sabancı Holding'in NAD iskontosu son 3 yıllık ortalamasının 6 puan üzerinde %43 seviyesinde bulunuyor. Benzer halka açıklık oranı olan ve 10% civarı iskonto ile işlem gören KCHOL hisselerine kıyasla çok yüksek iskonto ile işlem görmesinin nedenleri olduğunu düşünmekle birlikte mevcut seviyesinin de çok yüksek olduğunu ve bu kadar yüksek iskontoyu hak etmediğini düşünüyoruz.

**Banka dışı portföyün değeri son iki yılın zirvesinde:** Net aktif değerinde zayıf performansı nedeni ile Akbank'ın payı azalırken, güçlü performans gösteren banka dışı iştiraklerin payı arttı. Bunun sonucu olarak Holding'in Akbank'ta sahip olduğu %40 hissenin piyasa değerinin Holding'in piyasa değerine oranı son yılların en dip seviyesine ulaştı. Bir başka değişle Holding'in piyasa değerinin Akbank'ta sahip olduğu hissenin değerine olan primi son 1Y/3Y ortalamaları olan %25-30 seviyelerine karşın %45'in üzerine çıktı. Bu durum aynı zamanda piyasanın banka dışı portföye atfettiği değer de son yılların zirvesine ulaştığına işaret ediyor. Yönetimin son yıllarda stratejik olarak banka dışı portföyü halka arzlar ve stratejik olmayan varlık satışları ile yapılandırıyor olması, karlılığın iyileşmesi, nakit akışının güçlenmesi ve borçluluğun azalması banka dışı portföye atfedilen değer artmasındaki temel etkenler olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca Enerjisa Üretim'in önümüzdeki dönemde olası halka arzının portföyün şeffaflığını artıracak olması, borçluluğun azaltılmasını hızlandıracak olması ve varlığın değerinin ortaya çıkacak olması nedeni ile iskontonun daralmasına yardım edeceğini düşünüyoruz.

**AL tavsiyemizi yineliyoruz:** Güncellemeler sonrası hedef değerimizi 12 TL'ye revize ediyoruz (önceki: 10TL). Güncel hedef değerimize %33 getiri potansiyeli sunan ve tarihsel ortalamalarına göre yüksek iskonto ile işlem gören hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Ayrıca Sabancı Holding NAV'sinde %40 paya sahip olan Akbank için de AL tavsiyemiz olduğunu ve aynı zamanda en çok önerilenler listemizde yer aldığını hatırlatmak isteriz.

### Anadolu Grubu Holding (AGHOL.IS):

**Cari net aktif değerine (NAD) iskontosu 10 puan daraldı:** Holding'in cari NAD'ine olan iskontosu son 1 yıllık ortalama iskontosuna göre 10 puan daralarak %30 seviyesine geriledi. İştiraklerine göre güçlü hisse performansın ardından Holding'in piyasa değeri halka açık iştiraklerindeki paylarının piyasa değeri ve solo borç pozisyonundan oluşan cari NAD'ine yaklaştı. Hatırlatmak gerekirse Holding'in piyasa değeri yıl başında halka açık iştiraklerinden ve solo nakit pozisyonundan oluşan cari NAD'inin piyasa değerinden 400mn dolar daha düşüktü. Bir başka deyişle piyasa Holding'in halka açık olmayan portföyüne ve holding yapısına negatif 400mn dolar değer biçiyordu. Her ne kadar faizlerin düşmesi ve borçluluğun azaltılması yönünde atılan adımların iskontonun daralmasına yardım ettiğini düşünssek te geldiğimiz seviye itibari ile iştiraklerin Holding hissesinden daha cazip olduğunu düşünüyoruz. Mart başından beri endeksin sırasıyla %14 ve %11 gerisinde kalan, normalleşme ile birlikte beklediğimizden daha hızlı toparlayan, hedef değerimize görece yüksek getiri potansiyeli sunan ve 2021 çarpanlarına göre cazip görünen AEFES ve CCOLA hisseleri için tavsiyemizi AL'a yükselttiğimizi ve bir diğer iştiraki Migros'un gıda perakende sektöründe en çok beğendiğimiz hisse olmaya devam ettiğini hatırlatmak isteriz.

**Riskler:** Döviz cinsinden yüksek borçluluk nedeni ile TL'nin dolara ve euroya karşı değer kaybının en önemli risk unsuru olduğunu düşünüyoruz. Holding'in kombine borç pozisyonu 1Ç20 itibari ile 2.35 milyar euro seviyesinde bulunuyor. Düzeltişmiş Net Borç /2019 FAVÖK rasyosu 1Ç20 itibari ile 2.8x seviyesinde bulunuyor. Güçlü operasyonel karlılık ve nakit akışı, Mc Donald's ın satışı, Anadolu Efes'ten elde edilecek temettü geliri ve düşen finansman maliyeti nedenleriyle borçluluğun önümüzdeki çeyreklerde azalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

### Alarko Holding (ALARK.IS):

**Güçlü karlılık ve nakit akışı sayesinde borçluluk hızla azalıyor:** Elektrik üretim ve dağıtım segmentlerinin operasyonel karlığında iyileşme ve güçlü nakit akışı sayesinde borçluluğun düşürülmesi ve taahhüt segmentindeki zayıf görünümün son dönemde imzalanan yurtdışındaki projeler ile iyileşeceği yönündeki beklentilerimiz nedeniyle Alarko Holding'in cazip bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

**Yüksek döviz borçluluk en önemli risk:** Operasyonel karlılık ve nakit akışı ile ilgili oldukça olumlu görüşümüz olmasına rağmen borçluluğun yüksek olması ve borcun büyük ölçüde döviz cinsinden olması nedeniyle net karlılığı baskılayabileceğini ve oynaklığa sebep olabileceğini ve bu nedenle iştiraklerin güçlü operasyonel sonuçlarının gölgelenebileceğini düşünüyoruz. Tamamına yakını uzun vadeli FX cinsi proje finansman kredilerinden oluşan kombine net borç 1Ç20 itibari 680mn dolar seviyesindeyken net borç/2019 FAVÖK rasyosu 2.2x seviyesinde bulunuyor.

**2. çeyrekte zayıf görünüm:** COVID 19 nedeniyle elektrik talebinin/fiyatının düşmesi ve turizm, taahhüt/gayrimenkul ve sanayii operasyonlarının alınan önlemlerden olumsuz etkilenmeleri nedenleriyle 2. çeyrek ve kısmen de 3. çeyrekte karlılığın ve nakit akışının baskılanacağını düşünüyoruz. Ancak en önemli iş kolu enerji işinde elektrik fiyatlarının Haziran başından itibaren normalleşme ile birlikte hızla toparlaması, Karabiga termik santralinin yıllık bakımlarının talebin/fiyatın düşük olduğu 2. çeyreğe denk getirilmesi ve yıllık üretiminin kısmen sene başında sabit fiyatlarla kontrata bağlanmış olması sayesinde olumsuz etkinin görece sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan Karabiga santralinin yıllık bakımlarının 2. çeyreğe denk getirilmesi nedeniyle (geçen sene ilk çeyrek yapılmıştı) kombine operasyonel karlılıkta yıllık bazda düşüş öngörüyoruz.

**Borçluluğun düşmesi çarpanların genişlemesine yardım edecek:** Elektrik fiyatlarının tahminimizden daha hızlı toparlaması, yüksek baz etkisi nedeniyle Karakuz santralinin üretim hacmindeki daralmanın sınırlı olması, faizlerde düşüş ve daha güçlü TL varsayımı nedeni ile hedef değerimizi 6.5TL'ye revize ediyoruz. Hedef değerimize sınırlı 17% getiri potansiyeli sunan hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2020 tahminlerimize göre 6.5x F/K, 2021 yılı tahminlerimize göre 3.5x F/K çarpanı ile işlem görüyor. Her ne kadar 2021 F/K çarpanına göre cazip olduğunu düşünmekle birlikte yüksek döviz borçluluk nedeni ile karlılığın çok oynaklık gösterdiğini hatırlatmak isteriz. Bununla birlikte orta-uzun vadede FX borçluluğun düşmesi ile birlikte karlılıktaki oynaklığın azalacağını ve çarpanların genişleyeceğini öngörüyoruz.

**Riskler:** TL'nin hızlı değer kaybı, doğalgaz ve ithal kömür marjinal maliyetlerindeki makasın ithal kömür aleyhinde değişmesi ve regülasyonlar ile ilgili olası aleyhte değişiklikler değerlememize en önemli aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

**Enka İnşaat ve Sanayi (ENKAI.IS):** Enka 1Ç20'de inşaat segmentinde bazı müşterilerden alınan ek ödemeler nedeniyle dolar bazında %77 ciro büyümesi ve %31 FAVÖK marjı (yıllık 12 puan artış) kaydetti. Beklentilerin üzerinde gelen güçlü sonuçlar sonrası, 2020 yılı için inşaat segmentinin 1288 milyon \$ ciro ile %18.4 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. 2020 için Enka'nın portföyüne 1 milyar \$ seviyesinde yeni proje ekleyebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in 1Ç20 sonu itibariye 2.6 milyar \$ bakiye sipariş büyüklüğü bulunmakta. Salgın nedeniyle mevcut projelerde gecikmeler yaşansa bile 2020 marjları üzerinde ciddi bir risk yaratacağını öngörmüyoruz. Ek olarak, İnşaatı tamamlandıktan sonra Enka tarafından devlet garantili fiyat anlaşmaları ile 15 yıl Enka tarafından işletilecek Gürcistan'da yer alan 433mw kapasiteli Hidroelektrik Santrali projelerinin yılın ikinci yarısında Enka'nın portföyüne dâhil edilmesi bekleniyor.

Rusya'daki gayrimenkul operasyonları COVID-19 salgını sonucu alışveriş merkezi trafiğindeki keskin yavaşlama ve Rusya ekonomisindeki bozulmadan olumsuz etkilenmekte. Bu nedenle Şirket'in 2020 kira gelirlerinde dolar bazında yaklaşık %18 düşüş tahmin ediyoruz. Enka çoğunlukla Moskova'da yer alan 370K m2 kiralanabilir ofis alanına ve 257K m2 kiralanabilir perakende alanına sahip. Bunlara ek olarak, Şirket'in yine Moskova'da 5 yıldızlı 235 odalı bir oteli de bulunmakta. Otel ve alışveriş merkezleri Şirket'in 2019 konsolide FAVÖK rakamının yaklaşık % 20'sini oluşturuyor.

Şirket'in Türkiye'de bulunan ve devletin alım garantisi bittikten sonra tamamen serbest piyasa koşullarında çalışmaya başlayan üç elektrik santralinde piyasa koşulları nedeniyle üretimin durdurulması kararı sonrasında enerji işi belirsizliğini koruyor. Bu nedenle 2020 için enerji tarafında bir gelir beklentimiz bulunmamakta.

Beklentilerimizde ve kur tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler ile hisse için hedef fiyatımızı hisse başı 6.31 TL'den 6.72 TL'ye yükseltiyoruz. Ancak, hissenin hedef fiyatımıza göre düşük artış potansiyeli sunması nedeniyle hisse için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız %12 artış potansiyeline işaret ediyor. Hisse 2020T 4.0x FD/FAVÖK ve 15.2x F/K çarpanları ile işlem görüyor.



**Tekfen Holding (TKFEN.IS):** Kısa vadede global ekonomideki daralma ve petrol fiyatlarındaki düşüş Tekfen'in taahhüt tarafında yeni proje edinimleri ve nakit akışları üzerinde risk oluşturuyor. Özellikle petrol zengini coğrafyalarda ekonominin zayıflaması sonucu altyapı ve sanayii yatırımlarındaki olası yavaşlamanın ve planlanan ihalelerde meydana gelebilecek iptal veya ertelemelerin son yıllarda rekabetçi olmakta zorlanan Tekfen'nin portföyüne yeni projeler eklemesini zorlaştıracağını düşünüyoruz. Tekfen'in petrol zengini ülkelerde (Rusya, CIS ve MENA) yer alan taahhüt projeleri toplam bakiye sipariş büyüklüğünün %90'sini oluşturuyor. 1Ç20 itibariyle Tekfen'nin bakiye sipariş büyüklüğü 1,45 milyar US\$ seviyesinde. Mevcut riskleri göz önünde bulundurarak Tekfen'in bu sene için portföyüne US\$500mn yeni proje eklemesini bekliyoruz. Bu da 2020 yıl sonunda bakiye sipariş büyüklüğünün yaklaşık 870 mn US\$ seviyesine ineceğine işaret ediyor (ciro karşılama oranını 1x olarak hesaplıyoruz). Hatırlanacak olursa, Tekfen 1Ç20'de inşaat segmentinde taahhüt projelerinde meydana gelen ek maliyet ve zararlar nedeniyle %2.6 negatif FAVÖK marjı kaydetmişti. Virüs dolayısıyla inşaatlarda meydana gelebilecek gecikmelerin ve ek maliyetlerin proje maliyetlerini arttırarak marjların üzerinde kısa vade baskı kurmaya devam etmesini bekliyoruz.

Gübre tarafında ise salgının tarımsal üretim üzerinde negatif etkisinin olmayacağı varsayımıyla risklerin sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Dahası, virüs krizi sonrası devletin yerli üretimi arttırmak amacıyla tarım sektörüne ek teşvik ve destek sağlaması söz konusu olabilir. Bu da uzun vadede gübre talebini arttıracaktır diye düşünüyoruz. Şirket yönetimi, 2020 yılı için gübre operasyonlarında %17 FAVÖK büyümesi öngörüyor. Son olarak, salgının sanayi üretimini olumsuz etkilemesi nedeniyle şirketin eleçleme faaliyetlerinin olumsuz etkileneceğini fakat buradaki kayıpların petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle petrol ürünleri doluluk oranlarında meydana gelen artış ile telafi edilebileceğini düşünüyoruz.

Taahhüt tarafındaki olumsuz görünüme rağmen, Şirket'in sağlıklı bilançosu döviz bazlı gelirleri ve stabil tarımsal-sanayi operasyonları nedeniyle değerlemesinin ucuz olduğunu düşünüyoruz. Şirketin 1Ç120 itibari ile 3.3 milyar TL nakit pozisyonu bulunmakta. Hissenin sene başından beri gösterdiği zayıf performans göz önünde bulundurulduğunda ilgi olumsuzlukların fiyatlandığını düşünüyoruz. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 19,96TL ile %20 yukarı potansiyel sunmakta. Hisse 2020T 3.3x FD/FAVÖK ve 15.4x F/K çarpanları ile işlem görüyor.

## Sektör Açıklamaları - Perakende - Ticaret

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					
															Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı								
BIMAS	70.95	43,081	83.00	64.00	17	AL	A	12	1.1	33	68	68	2%	61%	4%	25.0	22.7	9.1	8.5	10.9	9.4	38%	39%	10%	9%			
BIZIM	19.22	1,153	16.00	11.00	-17	SAT	A	52	37	19	44	17	1%	31%	1%	33.8	30.2	7.3	6.4	3.6	3.2	23%	22%	3%	3%			
MGROS	37.50	6,790	48.00	34.04	28	AL	A	9.7	-1.3	34	39	40			0%	-28.4	29	83.1	21.4	5.2	4.6	-119%	118%	-2%	1%			
<b>Ticari Mağazacılık</b>															<b>25.0</b>	<b>28.8</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4.6</b>	<b>23%</b>	<b>39%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>				

**Pandemi ile değişen tüketim alışkanlıkları büyümeyi destekledi:** COVID-19 sonrası değişen tüketim alışkanlıkları yıla zaten güçlü başlayan gıda perakende sektörünün ciro büyümesini oldukça olumlu etkiledi. Mart ortasında Türkiye’de ilk COVID-19 vakasının tespit edilmesinden sonra tüketicilerin panik alışverişleri, evde tüketimin artması ve ev dışı tüketim merkezlerinin kapalı olması ile tüketimin geleneksel pazardan modern pazara kayması ciro büyümelerini hızlandırdı. Böylelikle yılın ilk çeyreğinde sektörün benzer mağaza büyümeleri rekor seviyelere ulaştı. (Ciro büyümeleri: BIMAS:%40, SOKM:%33, MGROS:%31, CRFSA: %29, BIZIM:15%)

**Güçlü büyümenin 2Ç20’de devam etmesini bekliyoruz:** Her ne kadar tüketicilerin panik alışverişleri kaybolmuş olsa da ev tüketimindeki artış ve yasakların sürmesi ile geleneksel pazardan modern pazara geçişin devam etmesi sayesinde yılın ikinci çeyreğinde de ilk çeyrekte olduğu gibi oldukça güçlü büyüme bekliyoruz. Haziran’da yasakların kalkması ile normale dönüş olsa da Nisan ve Mayıs aylarının güçlü geçmesi sayesinde 2Ç20’de ciro büyümelerinin de yılın ilk çeyreğine yakın olmasını bekliyoruz.

- **Güçlü benzer mağaza büyümeleri:** Pandemi dönemi yılın ilk çeyreğinde yaklaşık 2-3 haftalık dönemi kapsarken, ikinci çeyrekte daha uzun bir döneme yayıldı. Bu nedenle müşteri trafiğinin ilk çeyreğe göre çok daha zayıf olmasını ama bu durumun ortalama sepet büyüklüğündeki güçlü artış sayesinde fazlasıyla telafi edilmesi ile birlikte benzer mağaza büyümelerindeki güçlü eğiliminin 2. çeyrekte de devam etmesini bekliyoruz.
- **Hızlı mağaza açılışları:** Benzer mağaza büyümelerinin yanı sıra sektörün mağaza açılışlarının pandemi döneminde olumsuz etkilenmemesi m2 büyümelerinin de güçlü olacağına işaret etmektedir. Dolayısıyla hem güçlü benzer mağaza büyümeleri hem de m2 artışları sayesinde ciro büyümelerinin güçlü seyrinin 2Ç20’de de devam etmesini bekliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Online kanalın ağırlığı artmaya devam ediyor:** Pandemi döneminde değişen tüketici alışkanlıkları ile birlikte organize gıda perakende ve özellikle de online satış kanalları büyümeden daha fazla pay alıyor. Online kanallara olan talep pandemi sonrası 4-5 kat artış gösterdi. Her ne kadar toplam gıda perakende pazarında payı halen düşük olsa da, şehir penetrasyonunun artması ve sektöre yeni oyuncuların girmesi ile birlikte e-ticaretin sadece bu dönem değil önümüzdeki yıllarda da genel olarak perakende sektöründen 2-3 kat daha hızlı büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz. 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. Süpermarketlerin yanısıra yüksek indirimli gıda perakende oyuncularının da bu kanala girmeye başlaması rekabeti artırsa da, yüksek indirim mağazalarının (BIMAS, SOKM, A101) geniş mağaza ağlarıyla müşteriye yakın olmaları nedeni ile online kanallardan çok fiziki mağaza satışlarına odaklanmaya devam edeceklerini düşünüyoruz.

**Güçlü büyüme sayesinde operasyonel kaldıraç ile karlılığın güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz:** Büyümenin güçlü olması operasyonel kaldıraç sayesinde karlılığı olumlu etkiliyor. Bu sayede yılın ilk çeyreğinde operasyonel marjların genel olarak iyileştiğini gördük. Yılın ikinci çeyreğinde büyümenin güçlü seyrinin devam edeceğini tahmin ediyor olmamız nedeni ile karlılığın da güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

**Öngörülerde yukarı yönlü revizyon:** Yılın ikinci yarısında hem normalleşme, hem alım gücündeki zayıflama hem de turizmin zayıf olması nedeni ile büyümenin yavaşlayacağını düşünmekle beraber, güçlü 2Ç20 beklentimizden hareketle 2020 yılı için büyüme beklentilerimizi hafif yukarı revize ediyoruz. Güncel ciro büyüme beklentilerimiz genel olarak şirket'erin 2020 yılı öngörülerinin üst bandının biraz üzerinde yer alıyor. İlk çeyrek sonuçlarının ardından büyüme öngörülerinde yukarı yönlü revizyon yapan sektör oyuncularının 2. çeyrek finansallarının ardından ikinci kez yukarı yönlü revizyon yapabileceklerini düşünüyoruz.

**Pandemi ile mücadelede olası ikinci dalgaya karşı dayanaklılar:** Ana senaryomuzda COVID-19 ikinci dalgaya neden olsa bile bu sefer geniş önlemlerden daha çok bölgesel önlemler ile pandemi ile mücadelenin devam edeceğini düşünüyoruz. Pandemi sonrası genel ekonomik durum, işsizlik seviyesi ve alım gücündeki düşüşün sektör için olumsuz etkileri olacağını tahmin etmekle birlikte olası bir ikinci dalga ve yasakların yeniden gelmesi durumunda sektörün ilk dönemde olduğu gibi güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

### Migros (MGROS.IS):

**Rekabet avantajı güçlü karlılık ve nakit akışı sağlıyor:** Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri olan Migros, yaklaşık 18bin ürün portföyü ile çok daha az ürün çeşitliliği sunan indirimli gıda zincirlerine (BİM: 750, A101: 1000, Şok 1.500) kıyasla önemli bir rekabet avantajına sahip. Zengin ürün çeşitliliği, yüksek markalı ürün ağırlığı, geniş taze ürün portföyü ve farklı mağaza formatlarıyla yüksek müşteri memnuniyeti yaratırken müşteri trafiği de olumlu etkilileniyor. Ayrıca bir çok platform ile online gıda perakende pazarının öncüsü olan Migros'un bu kanalın hızlı büyümesinden en çok yararlanacak oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenlerle Migros'un karlılığını ve nakit akışını sürdürme anlamında sektördeki diğer oyunculara göre rekabet avantajları olduğunu düşünüyoruz.

**Online satış kanalına artan talep pandemi sonrası da Şirket'in büyümesine katkı sağlamaya devam edecek:** Sektördeki tüm oyuncular gibi COVID-19 sonrası değişen tüketim alışkanlıklarından olumlu etkilenen Migros ayrıca uzun yıllardır online satış kanallarına yatırım yapıyor olmanın avantajlarını yaşıyor. Pandemi döneminde online satış kanallarına olan güçlü talep büyümesinden en çok fayda sağlayan oyuncu olan Migros'un pandemi sonrası da bu büyümeden payını almaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle benzer mağaza büyümelerinin orta-uzun vadede rakiplerinin üzerinde olmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

**2020'de marjlarda iyileşme trendinin devam edeceğini düşünüyoruz:** Faiz oranlarının düşmesi nedeni ile vadeli ticari borçlar için hesaplanan faiz giderleri geçen yıla kıyasla düşerken aynı zamanda raporlanan brüt marjın ve FAVÖK marjının da aynı tutarda düşmesine neden oluyor. Net kar üzerinde etkisi olmayan faiz seviyelerinden kaynaklanan bu arızı tutar arındırıldığında Şirket'in FAVÖK marjının geçen seneye göre iyileşme eğiliminin yılın geri kalanında da devam edeceğini öngörüyoruz.

**Borçluluğun azalması çarpanların genişlemesini sağlayacak:** Şirket ile ilgili en önemli risk yüksek unsur euro borç ile ilgili; güçlü nakit akışı, görece stabil TL ve düşen faiz maliyeti sayesinde hızlı iyileşmenin devam edeceğini öngörüyoruz. Faizlerin düştüğü bir ortamda hızlanan gayrimenkul satışlarının süreci hızlandırabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca borç seviyesinin azalması, vadenin kısalması ve TL maliyetlerin cazip olması borcun daha hızlı TL'ye dönüşüne olanak sağlayabilir. Borcun azalması ve faiz oranlarının aşağı gelmesi ile birlikte kendi tarihsel ortalamalarına göre primli işlem gören Migros, 8x düzeltilmiş 2020T FD/FAVÖK ile Bim'e halen 40% iskonto ile işlem görüyor. Güncel hedef değerimiz 48TL'ye %28 getiri sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

**BC Partners'in olası hisse satışını önemli bir risk olarak görmüyoruz:** BC Partners'in 2019 Kasım'da 22.5TL fiyat ile son yaptığı %11.1'lik hisse satışı sonrası Migros'da sahiplik oranı 11.8%'e düştü. Bu hisselerin piyasaya gelme olasılığı hisseyi orta vadede baskılamaya devam edecektir ancak kalan hisselerin halka açık hisseler oranının düşmesi ve tek seferde yapılabilecek olası satış sonrası bu riskin tamamen ortadan kalkacak olmasının bu etkiyi fazlasıyla sınırlayacağını düşünüyoruz.

### Bim (BIMAS.IS):

**Pandemi dönemi Bim'in iş modelinin gücünü bir kez daha ispatladı:** Bim'in pazar lideri olarak, güçlü büyümesi, öngörülebilir karlılığı ve nakit akışı, güçlü bilançosu ve başarısı kanıtlanmış yönetim anlayışı ile sektörde en iyi konumda bulunan indirimli market zinciri olduğu görüşündeyiz. Yılın ilk çeyreğinde %40 ciro büyümesi ile sektörde en yüksek büyümeyi gösteren ve en yakın halka açık benzerinden 8 puan daha yüksek benzer mağaza büyümesi yakalayan BİM'in iş modelinin pandemi döneminde bir kez daha başarı ile test edildiğini düşünüyoruz. İndirimli gıda perakende sektöründe artan rekabete ve dolayısıyla orta-uzun vadede olası risklere rağmen rakiplerine göre güçlü mağaza verimliliklerine sahip olması nedeni ile bu risklerden en az etkilenecek oyuncu olarak öne çıkacağını öngörüyoruz.

**2Ç20'da güçlü büyüme trendinin devam edeceğini düşünüyoruz:** Şirket'in cirosunun yılın 2. çeyreğinde de ilk çeyreğe yakın büyüme göstereceğini ve sonuçların ardından Şirket'in büyüme öngörülerini ciddi anlamda yukarıya revize edeceğini öngörüyoruz. 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 etkilenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bunun yanı sıra yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi yeni mağaza açılışlarının hızlı seyrinin devam ettiğini ve yılın geri kalanına ilişkin de hedeflerde herhangi bir değişiklik olmadığını anlıyoruz. Dolayısıyla hem güçlü benzer mağaza büyümeleri hem de yeni mağaza açılışları sayesinde ciro büyümesinin güçlü seyrinin 2Ç20'de de devam etmesini bekliyoruz.

**Büyüme operasyonel kaldıraç nedeni ile marjları olumlu etkilemeye devam edecek:** Güçlü büyümenin operasyonel kaldıraç nedeni ile kar marjlarını da olumlu etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Her ne kadar sepet ağırlığı içerisinde artan temel gıda ve sebze-meyve ürünlerinin marjları daha düşük olsa da operasyonel kaldıraç sayesinde genel olarak marjların olumlu etkileneceğini tahmin ediyoruz. Yılın ikinci yarısında normalleşme ile birlikte büyüme ve karlılığın, normal seyrine döneceğini düşünmekle birlikte 2020 yılı operasyonel kar marjının Şirket'in öngörülerinin orta - üst bandına yakınsayacağını tahmin ediyoruz.

**AL tavsiyemizi koruyoruz:** Hisse 13.5x 2020T FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi) ile yakın dönem geçmiş ortalamalarına sınırlı iskonto ile işlem görüyor. Nakit akışında iyileşme, tahminlerimizde yukarı yönlü risklerin daha ağırlıklı olması, pandemi ile mücadelede olası bir ikinci dalga riskinde görece güçlü kalacak olması ve genel olarak son dönemde faizlerin düşmesi ile birlikte çarpanların genişliyor olması nedenleriyle daha yüksek çarpanla işlem görebileceğini düşünüyoruz. Orta vadede mağaza açılış beklentilerimizde hafif yukarı yönlü revizyon, güçlü 2. çeyrek beklentisi ile artan 2020 ciro büyüme tahminimiz ve risksiz getiri oranındaki aşağı yönlü revizyonlarımız nedenleriyle 83TL'ye güncellediğimiz hedef değerimize %17 getiri potansiyeline sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

### **Bizim Toptan (BIZIM.IS):**

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

**Ana kategori ciro büyümesinin güçlü seyrinin 2020'de de devam etmesini bekliyoruz:** Şirket yılın ilk çeyreğinde %28 ana kategori ciro büyümesi ile oldukça güçlü büyüme açıkladı. Yılın geri kalanında normalizasyon beklemekle beraber ana kategoride güçlü büyüme trendinin devam edeceğini düşünüyoruz. Toplam gelirlerdeki ağırlığı %10'u aşan Franchise operasyonlarındaki hızlı mağaza açılışlarının da bu trendi desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz. 2020 yılında franchise operasyonlarının ciro büyümesinin %50'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

**Yapılanma sonrası karlılıktaki iyileşme devam ediyor:** İş modelinin yapılanması sonrası stratejik olarak daha karlı müşteri segmentlerine odaklanması sayesinde operasyonel karlılıkta önemli iyileşmeler yaşandı. Yine aynı şekilde karlılıktaki iyileşme trendinin bu yıl da devam edeceğini öngörüyoruz. Ancak faiz oranlarının düşmesi nedeni ile vadeli ticari borçlar için hesaplanan faiz giderleri geçen yıla kıyasla düşerken aynı zamanda raporlanan brüt marjın ve FAVÖK marjının da aynı tutarda düşmesine neden oluyor. Net kar üzerinde etkisi olmayan faiz seviyelerinden kaynaklanan bu arızı tutar arındırıldığında Şirket'in brüt kar marjı ve FAVÖK marjının geçen seneye göre iyileşme eğiliminin ilk çeyrekte olduğu gibi yılın geri kalanında da devam edeceğini öngörüyoruz.

**Primli işlem görüyor olması nedeniyle SAT tavsiyemizi yineliyoruz:** Bizim Toptan 34x 2020T F/K ve 30x 2021T F/K oranları ile sektörde en yüksek çarpanlarla işlem gören gıda perakende hissesi olarak öne çıkıyor. Güçlü hisse performansı sonrası çarpan bazında daha cazip risk/getiri profili sunan benzerlerine oranla primli işlem görüyor olması nedeni ile endeksin altında performans göstereceğini düşünüyoruz. Ayrıca yatırım harcamalarının bu yıl daha yüksek seyredecek olması nedeni ile nakit akışının görece zayıf kalacağı yönündeki beklentimiz nedeni ile çarpanların baskılanabileceğini düşünüyoruz.

## Sektör Açıklamaları - Petrol

63

Fiyat ve Oranlar										2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021			
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem.V.	5Y Ort. Dağ.%	Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
TUPRS	89.00	22,287	118.00	115.00	33	AL	A	11	-0.1	50	49	52	9%	86%	2%	36.3	5.8	1.6	1.3	7.7	5.0	5%	25%	1%	8%
PETKM	4.26	8,997	4.60	4.05	8	TUT	A	22	10	66	48	20	7%	66%	3%	15.7	8.5	1.7	1.4	11.6	7.4	11%	18%	4%	7%
<b>Petrol</b>																<b>26.0</b>	<b>7.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>9.7</b>	<b>6.2</b>	<b>8%</b>	<b>22%</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>

### Tüpraş (TUPRS.IS):

**Ürün marjları 2Ç20'de zayıf seyrediyor:** Haziran itibari ile toparlanma başlamış olmasına rağmen, Nisan-Mayıs döneminin zayıf olması nedeni ile 2Ç20 ürün marjları açısından Tüpraş için bu senenin en zayıf çeyreği olacak. Özellikle Mayıs ayı boyunca uygulanan kısıtlar, motorin gibi mobiliteye bağlı ürünlere olan talebi olumsuz etkilerken, jet yakıtı talebi de zayıf seyretmeye devam etti. Ürün karlılığı 1Ç20'de nispeten iyi seyreden dizel tarafında ise birçok rafinerinin jet yakıtı üretimini bu yöne kaydırmasıyla bozulan arz-talep dengesi 2Ç20'de bu ürünün karlılığına olumsuz yansıdı. İlk çeyrek olduğu gibi ürün kompozisyonunun talebi zayıf ve karlılığı nispeten daha düşük olan jet yakıtı gibi ürünlerden daha karlı diğer ürünlere kaymasının bu olumsuz etkiyi kısmen telafi edebileceğini düşünmekle beraber, genel olarak 2. çeyrekte ürün marjlarının yılın ilk çeyreğinin gerisinde kalacağını öngörüyoruz.

**İzmir rafinerisinin kapalı olması 2Ç20'de kapasite kullanım oranını düşürecek:** Petrol ürünleri talebindeki zayıf görünüm nedeni ile kapasitenin %40'ını oluşturan İzmir Rafinerisi'nin de Mayıs-Haziran dönemi devre dışı bırakıldığı düşünüldüğünde, 2Ç20 aynı zamanda kapasite kullanım oranı bakımından da bu yıl içindeki en zayıf çeyrek olarak karşımıza çıkacak.

**Brent ile ağır petroler arasındaki makasın açılması 2Ç20 rafineri marjlarını olumlu etkileyecek:** Tüpraş'ı ağır petrol işleme kabiliyeti sebebiyle olumlu etkileyen Brent-Ural fiyat farkı her ne kadar 2. çeyreğin sonuna doğru yeniden daralmaya başlamış olsa da bir önceki çeyrek ortalamasına göre 2Ç20'de daha olumlu seyretti. Diğer ağır petrolerle brent arasındaki makasın Ural'a göre daha fazla açıldığı düşünüldüğünde, Ural dışında bir çok kaynaktan ağır petrol tedarik eden Tüpraş'ın 1Ç20'ye kıyasla Brent'e göre Ural'dan daha yüksek bir iskonto yakalayacağı öngörüyoruz. Ancak buradaki olumlu görünüme rağmen, ürün marjlarındaki zayıf seyrin ve düşük kapasite kullanım oranının 2Ç20'de bu etkiyi gölgeleyebileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, brent petroldeki nispi toparlanmanın 1Ç20'de oluşan stok zararının bir kısmını telafi edebileceğini öngörüyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü



**Yılın ikinci yarısında ürün marjlarının toparlanmaya devam etmesini ama Brent ile ağır petrol arasındaki makasın daralmasını bekliyoruz:** Haziran ayı içerisinde ekonomilerin yeniden açılmaya başlaması sonucu petrol ürünleri talebinde, dolayısıyla ürün karlılıklarında nispeten bir toparlanma gözlemleniyor. Kısıtlamaların kalkması ve mobilitenin artması ile benzin gibi ürünlerin talebi artarken, İzmir hariç diğer Tüpraş rafinerilerinin tam kapasiteye yakın çalıştığını tahmin ediyoruz. Yılın ikinci yarısında talepteki toparlanmanın daha belirgin hale geleceğini ve İzmir rafinerisinin de 1 Temmuz itibarıyla kademeli olarak devreye girmesi ile birlikte kapasite kullanım oranının yılın geri kalanında daha yüksek gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ancak diğer taraftan Brent-Ural fiyat makasının, artan talep ve OPEC kesintisi sebebiyle yeniden daralmaya başlaması nedeniyle yılın 2. yarısında buradan elde edilecek faydanın sınırlı kalacağını düşünüyoruz.

**AL tavsiyemizi yineliyoruz:** Bu varsayımlar dahilinde Tüpraş için hedef fiyatımızı hisse başına 118TL (önceki: 115TL) olarak revize ediyor, %33'lik getiri potansiyeli ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Yıl başından beri endeksin %30 gerisinde kalan hissenin olumsuzlukları büyük ölçüde fiyatladığını düşünüyoruz. Oldukça zayıf geçen 2019-2020'nin ardından 2021'de karlılığın güçlü olmasını bekliyoruz. 2021 tahminlerimize göre 5x FD/FAVÖK ve 5.8x F/K çarpanları ile işlem gören hissenin cazip olduğunu düşünüyoruz. Değerlememizdeki en önemli risk unsurlarını, petrol fiyatlarında hızlı yükseliş, ürün karlılıklarında öngördüğümüz iyileşmenin beklenenden yavaş gerçekleşmesi ve pandemi ile mücadelede 2. dalganın gerçekleşmesiyle kısıtların geri dönmesi olarak görüyoruz.



### Petkim (PETKM.IS):

**Petrokimya ürünlerine olan talepteki iyileşmenin yılın ikinci yarısında daha belirgin olmasını bekliyoruz:** COVID-19 nedeniyle 2Ç20'ye zayıf başlayan ve Mayıs ortasında dip yapan petrokimya ürünlerine olan talep ekonomilerin açılmaya başlaması ve kısıtların kademeli olarak kaldırılmasıyla toparlanmaya başladı. Ürün fiyatları için gösterge olan etilen fiyatları aynı şekilde Mayıs ortasında dip seviyeleri gördükten sonra düzenli bir artış gösterdi. Ancak Mayıs ortasından beri olan toparlanmaya rağmen genel olarak ürün fiyatları 2. çeyrekte önceki çeyreğe göre daha zayıf seyrediyor. Özellikle benzen ve C4 gibi ürünlerde ciddi fiyat düşüşleri gözlemleniyor. Diğer taraftan hem petrol talebinin toparlanması hem de OPEC kesintileri ile birlikte yükselen brent petrol fiyatının etkisiyle artan nafta fiyatları etilen-nafta makasını baskılamaya devam etti. Etilen-nafta makası Mayıs ortasında 81\$/ton ile en düşük seviyesini gördükten sonra toparlamaya başlamış olmasına rağmen, hem ilk çeyreğin hem de geçen senenin altında kalmaya devam ediyor. Genel olarak etilen-nafta makası 1Ç20 ortalaması 370\$/ton, 2Ç19 ortalaması 580\$/ton iken, şuna kadar yılın ikinci çeyreğinde ortalama 250\$/ton seviyesinde kalmış durumda. Ürün bazında bakıldığında polimerlerin ve ACN dışındaki fiberlerin marjları birinci çeyrekte daha iyi seyrederken, aromatiklerin marjlarının düştüğü görülüyor. Petkim'in ürünleri içinde amiral gemisi sayılabilecek polimer grubunun marjlarının 2Ç20'de 1Ç20'ye nazaran iyi seyretmesi, etilen-nafta makasının işaret ettiğinin aksine 2Ç20'nin 1Ç20'ye göre daha iyi bir çeyrek olabileceğine işaret ediyor. Genel olarak yılın ikinci yarısında talep tarafındaki toparlanma ile birlikte ürün marjlarının petrol fiyatlarındaki artışa göre daha güçlü gerçekleşmesini ve karlılığın yılın ilk yarısından daha güçlü olmasını bekliyoruz. Ayrıca yerli bir oyuncu olmanın getirdiği lojistik ve diğer avantajların karlılık üzerinde olumlu etkisinin devam edeceğini düşünüyoruz. Ek olarak, brent petrol fiyatındaki iyileşmenin 2Ç20'de birinci çeyrekte oluşan stok zararının bir kısmını telafi edeceğini tahmin ediyoruz.

**TUT tavsiyemizi yineliyoruz:** Bu varsayımlar altında 2019 yılında 104\$/ton olan ton başına FAVÖK'ün %30 daralarak 73\$/ton'a düşeceğini öngörüyoruz. Modelimizi yeni makro tahminler ve benzer şirket çarpanları ile güncelleyerek, hedef fiyatımızı 4,05TL'den 4,60TL'ye yükseltiyor, %11'lik getiri potansiyeli ile TUT tavsiyemizi koruyoruz. Petrokimya ürünleri talebinde beklediğimizden hızlı gerçekleşebilecek bir toparlanma veya petrol fiyatlarını baskılayabilecek olası politik gelişmeler tahminlerimiz için en önemli yukarı yönlü risk faktörlerini olarak öne çıkmaktadır. 7.4x olan 2021E EV/EBITDA çarpanı benzerlerine sınırlı %15 iskontoya işaret ediyorken iskontonun yaklaşık 10 puan daraldığı görülüyor.

# Sektör Açıklamaları - Savunma

66

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
ASELS	31.50	35,910	29.30	26.40	-7	TUT	A	7.6	-3.2	131	26	35	1%	12%	2%	7.9	8.1	2.0	1.7	8.0	7.3	29%	23%	15%	12%
<b>Savunma Teknolojisi</b>															<b>7.9</b>	<b>8.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>8.0</b>	<b>7.3</b>	<b>29%</b>	<b>23%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	

## Aselsan (ASELS.IS):

**Güçlü büyüme, sürdürülebilir yüksek karlılık ve öngörülebilirlik sunuyor:** Aselsan 9,7 milyar dolarlık bakiye siparişi ve 4,2x ciro karşılama oranı (bakiye sipariş / 2019 ciro) ile uluslararası benzerlerine göre yüksek öngörülebilirlik sunuyor. Güçlü bakiye sipariş büyüklüğü sayesinde 2020 yılında dolar bazında %26 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 %37'si döviz bazlı) ve güçlü bilançosu ile kısa vadeli şoklara karşı dirençli olduğunu düşünüyoruz.

**Savunma dışı büyüme potansiyeli:** Aselsan'ın sağlık, teknoloji gibi savunma dışı sektörlerde uzun vadede önemli bir büyüme potansiyeline sahip. 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.

**COVID-19 operasyonlar için önemli bir risk teşkil etmiyor:** Tedarik tarafında; yüksek stok seviyesi sayesinde kısa vadede salgın nedeni ile tüm dünyada alınan önlemlerden kaynaklı önemli bir sorun yaşanmadı. Ancak önemli tedarik pazarları olan Amerika, Almanya, Fransa, Hollanda gibi ülkelerde olası ikinci dalga yaşanır ve kısıtlamalar yeniden getirilirse, mevsimselliğin yüksek olduğu 3. ve özellikle 4. çeyrekte teslimatlar ve tedarik açısından risk yaratabileceğini düşünüyoruz.

**Zayıf nakit akışı en olumsuz yönü:** Şirket ile ilgili en önemli riskin son iki yıldır zayıf seyreden serbest nakit akışı olduğunu düşünüyoruz. 2020 yılında yüksek büyümeye bağlı olarak işletme sermayesindeki artışın nakit akışı üzerinde olumsuz etki yaratabileceğini öngörüyoruz. Buna ek olarak salgın sonrası kamu harcamalarının artması (sağlık, sosyal yardımlar vs.) ve ekonomide daralma beklentimize paralel bütçenin gelir bacağına da bozulacak olması nedeniyle alacak tahsilat sürelerinin uzayabileceğini ve avans ödemelerinin gecikebileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle önümüzdeki çeyreklerde nakit akışının zayıf olmasını bekliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Zayıf nakit akışı nedeni ile benzerlerine yüksek iskonto ile işlem görüyor:** Hisse %50-50 ağırlıklandırılmış düzeltilmiş 2020T F/K @7.9x ve 2020T FD/FAVÖK @8.0x çarpanlarına göre benzer şirketlere kıyasla %35 iskonto ile işlem görüyor. Hissenin son iki yıldır zayıf nakit akışı nedeni ile uluslararası benzerlerine olan ortalama iskontosu %40 seviyelerinde bulunuyor. Hisse ayrıca son 2 yıllık kendi ortalama çarpanlarına göre %10 primli 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 çarpanların genişlemesine engel olacağını düşünüyoruz.

## Sektör Açıklamaları - Cam

68

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	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
ANACM	4.64	3,480		3.93		Ö.Y		11	-0.1	4.2	22	35	3%	21%	3%	8.1	6.5	1.1	1.0	5.2	4.2	14%	16%	6%	6%
SISE	5.49	12,353	6.70	5.17	22	AL	Y	12	1.1	17	31	22	3%	25%	3%	7.4	6.4	0.8	0.7	5.8	4.2	11%	12%	4%	4%
SODA	6.15	6,150		6.96		Ö.Y		8.7	-2.2	11	37	25	4%	31%	5%	4.9	6.0	0.9	0.8	4.9	4.0	20%	14%	14%	10%
TRKCM	3.56	4,450		3.22		Ö.Y		11	-0.2	6.3	28	30	3%	26%	2%	9.9	5.3	0.7	0.6	9.1	5.2	7%	12%	3%	5%
<b>Cam</b>																<b>7.7</b>	<b>6.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.2</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>

**Şişecam (SISE.IS):** Şişecam'ın için hedef için hedef fiyatımızı, iştiraklerinin değerlemelerinde yaptığımız yukarı yönlü revizyonlar neticesinde 6,7 TL'ye yükseltiyoruz ve tavsiyemizi TUT'dan AL'a çekiyoruz.

**Cam Ambalaj:** Anadolu Cam'ın faaliyetlerinin, gıda, içecek ve ilaç sektörünün de tedarikçisi olması nedeniyle, ekonominin kapalı olduğu dönemde olumsuz etkilenmediğini düşünüyoruz. Alkollü içecekler tarafında azalan talebin gıda, maden suyu ve ilaç sektörlerine sektörlerinde artan talep ile önemli ölçüde telafi edilebileceğini düşünüyoruz. Anadolu Cam'ın önemli ihracat pazarı olan Avrupa'da başlayan normalleşmeden ve HoReCa kanalının açılmasından olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Olumlu 1Ç20 göstergeleri nedeniyle daha önce %10 hacim daralması beklediğimiz Türkiye'den ihracat satışlarını (hacim bazında), %30 büyüme olarak revize ediyoruz. Ek olarak, Türkiye'de daha önce %5 daralma beklediğimiz iç pazar satışlarının (hacim bazında) %2 daralmasını bekliyoruz. Türkiye faaliyetlerindeki hacim büyümesinin kur artışının karlılık üzerinde yarattığı olumsuzluğu büyük ölçüde telafi etmesini bekliyoruz. Rusya pazarı için daralma beklentimizi de güçlü ilk çeyrek gerçekleştirmeleri sonrası %10'dan %7'ye revize ediyoruz Buna ek olarak, Rusya faaliyetlerinin karlılığında, zayıf hacimlere rağmen düşen enerji maliyetlerinden olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Son olarak, Ruble'nin bizim son revizyon yaptığımız dönemden sonra dolar karşısında %14 değer kazanmış olması ise diğer pozitif unsur.

**Düz Cam:** 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 2019 yıl sonu itibarıyla 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 Covid-19 şokunun eklemesi ile oluşan zayıf talep koşullarının fiyatlar üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla önceki tahminlerimize paralel olarak Avrupa fiyatlarında EUR bazında %10 gerileme öngörüyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Trakya Cam'ın yurtiçi satışlarında ise %20 daralma beklentimizi koruyoruz, diğer yandan zayıf talep koşulları nedeniyle şirketin ürün fiyatlarına zam yapmasının güç olduğunu düşünüyoruz. Ama doğalgaz zammı gibi maliyetlerinde baskı oluşturabilecek unsurlara karşı fiyatlandırma anlamında aksiyon alabileceklerini de düşünüyoruz. Önceki tahminlerimizde %10 fiyat artışı öngörmüştük. Ek olarak Avrupa'da bozulan arz talep dengesi nedeni ile Türkiye'den yapılan ihracatın yıllık bazda %40 azalmasını bekliyoruz. 2021 yılında ise i) düşük baz etkisi ve ii) düşük faiz ortamının olumlu etkisi nedeni ile %15 hacim büyümesi bekliyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar neticesinde 2020 yılı FAVÖK beklentimizi %20 aşağı yönlü revize ettik. 2021 yılı beklentilerimizde ise sınırlı %2 aşağı yönlü revizyon yaptık.

Potansiyel olumlu tarafta ise Avrupa Birliği'nin Covid-19 sonrası açıkladığı toparlanma paketinde, Avrupa'da mevcut konut stokunun, enerji verimliliğini arttıracak şekilde yenilemesi planı yer alıyor. Çeşitli medya kuruluşlarında çıkan taslak planlara göre kamu binaları için öncelikli olmak üzere, dönüşüm için yıllık 91milyar EUR'luk bir fonlama ayrılması planlanıyor. Konut stokunun renove edilmesi Avrupa Birliği'nin daha önce açıkladığı Avrupa Yeşil Anlaşması'nın bir parçasıydı. Bu plan birçok ekonominin birçok alanını destekleyen inşaat sektörüne katkı sağladığı için önceliklendirilmiş gözüküyor. Planın başarılı şekilde hayata geçirilmesinin Avrupa'da düz cam talebini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

**Kimyasallar:** Soda'nın 2019 yılı soda külü satışlarının %51'i Avrupa bölgesine yapıldı. Bu nedenle diğer grup şirketlerine benzer olarak şirket Avrupa'daki ekonomik zayıflıktan olumsuz etkileniyor. Cam (%62) ve deterjan (%10) sektörleri şirketin satış portföyünün %72'sini oluşturuyor. Covid-19'un olumsuz etkisi özellikle düz cam şirketlerinin soda külü talebini olumsuz etkiledi. Diğer yandan cam ambalaj ve deterjan sektörlerinin üretiminde önemli bir aksama söz konusu değil. 2020 yılı için Soda külü satışlarındaki %10'luk daralma beklentimizi koruyoruz. Diğer yandan fiyatlardaki olumlu görünüm nedeniyle %5'lik daralma beklentimizi %2'ye revize ediyoruz. Krom kimyasalları iş kolunda satışlarında yıllık %10 küçülme beklentimizi %5'e revize ediyoruz. Ürün fiyatları için yıllık %10 daralma beklentimizi ise koruyoruz. Diğer yandan, 2020 yılı için konsolide FAVÖK marjı beklentimizi 3,2 puan yukarı revize ediyoruz. Bunun temel sebepleri olarak, i) zayıf TL'nin operasyonel kaldıraç etkisi, ii) ürün fiyatı beklentilerimizde yukarı yönlü revizyon, iii) doğalgaz fiyatlarında TL bazında yıllık sınırlı %5 artış beklentimiz ve iv) krom kimyasalları tarafında girdi maliyetlerindeki düşüş, öne çıkıyor.

Şişe Cam, grup şirketlerini (TRKCM, Paşabahçe, ANACM, SODA ve DENCM) tek çatı altına birleşme niyetini, 31.01.2020 tarihinde açıkladı. Birleşme işleminin daha yüksek piyasa değerine ve likiditeye sahip şirket ortaya çıkarmasını, şirket verimliliğini artırmasını ve maliyet tarafında sinerjiler yaratmasını bekliyoruz. Şişecam tedarik zincirinin merkezileştirilmesi ve üretim, satış ve pazarlama süreçlerinde potansiyel iyileştirmeler sayesinde, birleşmeyi takip eden 2-3 yıl içinde 350-500mn TL maliyet tasarrufu sağlamayı planlıyor. Şişecam için mevcut beklentilerimiz maliyet kazanımlarının olumlu etkisini henüz yansıtmıyor. Dolayısıyla birleşme sonrası dönemde beklentilerimize yukarı yönlü riskler mevcut.

27 Nisan tarihinde Şişecam'ın devam eden birleşme sürecine ilişkin değişim oranlarının belirlendiği değerlendirme raporu yayınlandı ve şirket birleşme için SPK'ya resmi başvuru yaptığını açıkladı. Şişecam temmuz ayının ilk yarısının sonuna kadar bir karar beklediğini açıkladı. Aşağıdaki tabloda, bizim mevcut Şişecam değerlememize göre değişim oranlarının, halka açık iştirakler için hangi fiyata işaret ettiğini görebilirsiniz. Ancak sürecin henüz tamamlanmadığını hatırlatmak isteriz.

Şişecam için temel risk faktörlerini i) Türkiye, Avrupa ve Rusya'da yavaş ekonomik toparlanma, ii) başta Türkiye doğalgaz olmak üzere, enerji ve girdi maliyetlerinde beklentilerimizin üzerinde artış, iii) düz cam ve soda külü fiyatlarında kalıcı düşüş ve iv) beklentilerimizden güçlü TL ve zayıf EUR/RUB olarak sıralayabiliriz.

Hisse Kodu	Değişim Oranı	Şişecam İçin Hedef Değerimiz	Birleşmeden Sonra Hisse Başına Değer	Hisse Fiyatı (25.06.2020)	Artış Potansiyeli (%)
ANACM	0,88	6,70	<b>5,91</b>	4,61	<b>28%</b>
SODA	1,16	6,70	<b>7,77</b>	6,09	<b>28%</b>
TRKCM	0,68	6,70	<b>4,53</b>	3,59	<b>26%</b>
SISE	1,00	6,70	<b>6,70</b>	5,40	<b>24%</b>

Kaynak: KAP & İş Yatırım

## Sektör Açıklamaları - Endüstriyel Tekstil

71

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	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
KORDS	12.06	2,346	14.60	13.50	21	AL	A	9.2	-1.7	4.1	29	29	5%	44%	1%	12.6	6.8	1.0	0.9	8.5	5.9	8%	14%	3%	5%
<b>Endüstriye Tekstil</b>															<b>12.6</b>	<b>6.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>8.5</b>	<b>5.9</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	

**Kordsa (KORDS.IS):** 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 5 ayındaki %23'lük düşüş ve Mart ayından itibaren şirketin faaliyet gösterdiği diğer coğrafyalarda oluşan zayıf talep koşulları ve üretim aksamaları, Kordsa'nın satışlarını ve karlılığını olumsuz etkiliyor. Şirketin özellikle Asya Pasific ve Güney Amerika operasyonları Covid-19'dan oldukça olumsuz etkilenmiş durumda. Asya Pasifik bölgesi için, talepteki toparlanma yavaş bir seyir izlerken, Çin'in üretim aktivitesinin çok hızlı şekilde normale dönmesinin yarattığı arz/talep dengesizliği, ürün fiyatları üzerinde önemli baskı yaratıyor. Güney Amerika ise Covid-19'un Dünya'daki merkezi konumuna gelmiş durumda.

Lastik güçlendirme tarafındaki zayıflığa ek olarak, şirketin yakın dönemde satın alımlarla varlığını güçlendirdiği 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 2020 yılında yaklaşık %40 gerilemesini ve burada toparlanmanın görece yavaş olmasını bekliyoruz.

Yukarıda özetlediğimiz problemler nedeniyle, Kordsa'nın 2020 yılı FAVÖK'ünde dolar bazında 36% daralma bekliyoruz. (Önceki tahmin:-%30). Tahminlerimizde yaptığımız aşağı yönlü revizyonlara ve görece yavaş toparlanma beklentilerimize rağmen, kur tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon nedeniyle Kordsa için hedef fiyatımızı TL13,5'ten TL14,6'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Diğer yandan şirketin otomotiv ve havacılık sektörünün büyüme dinamiklerinden etkilenmesi nedeni ile baz tahminlerimize hala aşağı yönlü riskler olabileceğini düşünüyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - İletişim

72

Fiyat ve Oranlar										2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021			
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı	2020	2021			
TCELL	16.70	36,740	21.60	17.20	29	AL	A	18	6.2	38	49	83	9%	139%	5%	10.1	8.6	1.8	1.6	4.0	3.4	19%	20%	8%	9%
TTKOM	8.04	28,140	9.80	8.50	22	AL	A	6.1	-4.5	21	15	60	5%	92%	6%	8.4	6.2	2.4	1.9	3.6	3.2	32%	35%	8%	10%
<b>İletişim</b>																<b>9.3</b>	<b>7.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>25%</b>	<b>27%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>

**Fiyat rekabeti beklemiyoruz:** 2019'un son çeyreğinden itibaren operatörler arasında rekabet bir miktar artsa da, bunun şirketlerin karlılığını etkileyecek bir fiyat rekabetine dönüşmesini beklemiyoruz. Özellikle 2015-2018 yılları arasındaki görece zayıf nakit yaratımı sonrası, 2019 yılı Turkcell ve Türk Telekom'un nakit akışlarında anlamlı iyileşmeler gördüğü bir yıl oldu. Sektör oyuncularının güçlü nakit akışını büyümeye tercih edeceğini düşünüyoruz. Turkcell yönetimi, 3 yıllık planlarında yeni müşteri kazanımına eskiye göre daha fazla ağırlık vermeyi hedeflese de, enflasyon üzeri fiyat artışlarını büyüme hikâyesinin önemli parçalarından bir olarak görmeye devam ediyor.

**Covid-19 sonrası görünüm olumlu:** Telekom, mevcut durumdan ileriye yönelik olarak en pozitif etkilenecek sektörlerden biri olarak ön plana çıkıyor. Geçtiğimiz 3 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 olacak. Türkiye'de hane halkı sabit internet penetrasyonu (%58) Avrupa ortalamasının (%78) hala oldukça altında. Bu durum, sektör için yapısal bir büyüme dinamiği olmaya devam ediyor.

**Zayıf TL yatırım harcamaları borçluluk üzerinde baskı yaratıyor:** Sektörün yatırım harcamalarının %60'nın dövize endeksli olması ve uzun vadeli finansmanın önemli bir kısmının döviz olarak temin edebilmesi nedeniyle, sektör oyunları TL'nin değer kaybından olumsuz etkileniyorlar.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü



**Turkcell (TCELL. IS):** Turkcell 2020-2022 yılları arasındaki 3 yıllık döneme ilişkin beklentilerini, gelirlerde %13-%16 aralığında yıllık bileşik büyüme oranı, %40-%42 aralığında FAVÖK marjı, %19-%21 aralığında FVÖK marjı ve %16-%18 seviyesinde operasyonel yatırım harcamalarının (lisans hariç) satışlara oranı olarak paylaştı. Şirketin FAVÖK marjının üst bandının karlılığı görece düşük işlerin hızlı büyümesi nedeni ile gerçekleştirmesinin zor olduğunu düşünüyoruz. Büyüme ve FAVÖK hedeflerinin orta bandı bizim rakamlarımızla büyük ölçüde uyumlu.

**Hedef fiyatımızı 21,6TL'ye yükseltiyoruz:** Bu revizyonda, riskiz getiri oranlarında yaptığımız aşağı yönlü güncellemeye ek olarak, daha önce %6,5 olarak kullandığımız hisse senedi risk primi oranını, sahiplik yapısındaki sadeleşme sonrası %6'ya düşürmemiz etkili oldu.

**Türkiye Varlık Fonu'nun %26,2 pay ile Turkcell'de en büyük hissedar olması, yıllardır devam eden hissedarlar arası anlaşmazlığa son verdi:** Türkiye Varlık Fonu, Teliya Company, Alfa Group, Çukurova Holding ve Ziraat Bankası arasındaki bir dizi hisse transferi sonrası, Turkcell'de %26,2 pay ile en büyük ortak konumuna geldi. Türkiye Varlık Fonu, %15'i imtiyazlı hisseleriyle, Turkcell Yönetim Kurulu'ndaki 9 üyeden 5'ini belirleyecek. Alfa Grubu ise payını %24,8'e çıkararak Turkcell'de en büyük azınlık hissedar haline gelecek. Turkcell'de ortaklık yapısının sadeleşmesinin şirketin stratejik hedeflerine daha kolay/hızlı karar almasını sağlayacak bir gelişme olarak görüyoruz. Bu noktada hisse devri henüz gerçekleşmemiş değil, ilgili yasal mercilerden onay alınması sonrası Ekim ayı gibi tamamlanması planlanıyor.

**5G için ortak fiber altyapı geliştirilmesi ve paylaşımı konusunda potansiyel pozitif gelişmeler olabilir:** Turkcell Genel Müdürü Murat Erkan'ın önceki değerlendirmelerine göre Türkiye'nin başarılı bir 5G geçişi için mevcut fiber altyapısını yaklaşık 3 kat arttırarak 1mn kilometreye ulaştırması gerekiyor. Bu yatırımı mevcut 3 operatörün ayrı ayrı yapmasının maliyetinin 15-16 milyar dolar olması bekleniyor. Diğer yandan operatörlerin ortak altyapı inşası, bu yatırımlar için gereken yatırımı 3-4 milyar seviyesine indirebilir. Ek olarak, Turkcell 2016 yılında imzaladığı ortak altyapı anlaşması sonrasında, fiber altyapı yatırımlarını artırma konusunda, farklı birçok kurumun (belediyeler, BTK ve Ulaştırma Bakanlığı) onayını gerektiren yapı nedeniyle, önemli bir ilerleme sağlayamadı. TVF'nin Turkcell'de hâkim ortak konumuna gelmesinden sonra altyapı yatırımları/paylaşımı konusunda karar alma süreçlerinin hızlanabileceğini düşünüyoruz.

**Turkcell'in içinde değer yaratabilecek birçok varlık mevcut:** Turkcell bünyesinde, Super Online, Global Tower, Financell, Paycell gibi değerli bir çok şirket mevcut. Bu şirketlerin halka arz ya da başka bir stratejik ortaklık kapsamında değerlendirilmesinin, Turkcell'de önemli değer artışı yarabileceğini düşünüyoruz. TVF'nin hâkim ortak olması sonrasında, bu varlıkların değerlendirilmesi konusunda hızlı aksiyon alınabileceğini düşünüyoruz.

**Sağlıklı bilanço yapısı:** Turkcell'in borçluluğu düşük (Net borç/FAVÖK:1,0x) ve kısa vadede döviz açık pozisyonu bulunmayan bilançosunun, şirketi bu dönemde öne çıkaracağını düşünüyoruz.

**Türk Telekom (TTKOM.IS):** 2020 yılında %13 ciro büyümesi, 12,4-12,6 milyar TL FAVÖK ve 6,4 milyar TL yatırım harcaması öngörüyor. Şirketin 2020 yılı hedefleri bizim mevcut beklentilerimize oldukça yakın (İŞY 2020T FAVÖK:12,5milyar TL, İŞY 2020T Yatırım Harcamaları: 6,4milyar TL). Türk Telekom için projeksiyon dönemindeki büyüme beklentimizi, i) hane halkı sabit internet penetrasyonunda Covid-19 sonrası beklediğimiz artış ve ii) artan fiber yatırımlarından beklediğimiz olumlu katkı nedeni ile ortalama %1,8 yukarı revize ediyoruz. Türk Telekom 1Ç20 sonu itibarıyla bir kısmını öne çektiği fiber yatırımları nedeniyle 2020 yatırım harcaması beklentisini 5,8milyar TL'den 6,4milyar TL'ye revize etti.

**Kur riskine karşı daha dirençli bir bilanço:** Şirketin 1Ç20'de 100mn dolar tutarında yeni çapraz para swap işlemi gerçekleştirilmesi ve TL borçlanmasını arttırması neticesinde net döviz açık pozisyonu (finansal kiralama yükümlülükleri dahil), 2019 yıl sonundaki 813mn dolar seviyesinden 612mn dolar seviyesine geriledi. Bu durum, şirketin bilançosunun döviz hareketleri neticesindeki kırılganlığını önemli ölçüde azalttı. Türk Telekom geçtiğimiz 2 yıldan beri döviz açık pozisyonunu istikrarlı bir şekilde azaltıyor.

**Sabit internet penetrasyonu düşük seviyelerde:** Türkiye'de hane halkı sabit internet penetrasyonu (%58) Avrupa ortalamasının (%78) hala oldukça altında. Bu durum, Türk Telekom için yapısal bir büyüme dinamiği olamaya devam ediyor.

Temettü dağıtım kısıtlamasının Eylül sonu itibarıyla kalkması durumunda Türk Telekom'un 2020'de %50 dağıtım oranı ile 1,203 milyar TL temettü ödemesini bekliyoruz.

Risksiz getiri oranlarında yaptığımız aşağı yönlü revizyon neticesinde Türk Telekom hedef fiyatımızı 8,5'ten 9,8'e revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

## Sektör Açıklamaları - Kimyasal Ürün

75

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
ALKIM	13.35	2,003	12.40	9.47	-7	TUT	Y	3.5	-6.8	14	44	14	5%	58%	5%	13.3	11.2	4.4	3.9	9.7	8.1	36%	37%	24%	23%
<b>Kimya</b>																<b>13.3</b>	<b>11.2</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>9.7</b>	<b>8.1</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>

**Alkim (ALKIM. IS):** Alkim'in kimyasallar iş kolundaki satışlarının önemli bir bölümü Sodyum Sülfat, ve bunun da yaklaşık %80 i yurt içindeki büyük deterjan üreticilerine yapıyor. Sodyum Sülfatın dışında Ham Tuz, Yıkanmış Tuz, Rafine Tuz ve Magnezyum Klorür Solüsyonu ile Leonit Gübresi Alkim'in üretim portföyünü tamamıyor. Sodyum Sülfatta yurtiçi satışların geri kalanı ise ihracata yönlendiriliyor. Pandemi döneminde, ek hijyen ihtiyacı ile artan toz deterjan talebi Alkim'in satışlarını özellikle 2. Çeyrekte olumlu etkilemiş gözüküyor. Artan talep aynı zamanda sodyum sülfat fiyatlarını olumlu etkiliyor. Şirket 2019 yılını %96,5 kapasite kullanımı ile tamamladığından fiyat artışlarının Alkim için daha önemli olduğunu düşünüyoruz. Şirketin kimyasallar iş kolunda satışlarının neredeyse 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.

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. Ek olarak, global anlamda gerileyen selüloz fiyatları şirketin karlılığını olumlu etkiliyor. Uzun vadeli olarak ise ALKA'nın sürdürülebilir FAVÖK marjını ortalama %15,5 olarak modelliyoruz.

Bu revizyonda Alkim'in sodyum sülfat üretiminin 2020 yılında %100 kapasite kullanımı ile çalışacağını öngördük (önceki tahmin: %97,5) ve yeni potasyum sülfat yatırımının uzun vadeli FAVÖK marjı beklentisini, şirket yönetimi ile yaptığımız değerlendirme sonrası %30'dan %40'a revize ettik. Tahminlerimizdeki yukarı revizyon ve artan kur tahminlerimiz neticesinde, Alkim için hedef fiyatımızı 12,4 TL olarak revize ediyoruz ve tavsiyemizi SAT'tan TUT'a çekiyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Mobilya

76

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
YATAS	8.44	1,264	9.30	7.10	10	TUT	A	15	3.2	4.4	58	26			2%	16.1	8.6	2.7	2.1	7.5	4.7	18%	28%	8%	13%
<b>Mobilya</b>																<b>16.1</b>	<b>8.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>7.5</b>	<b>4.7</b>	<b>18%</b>	<b>28%</b>	<b>8%</b>	<b>13%</b>

**Yataş (YATAS.IS):** Yataş, Covid 19 virüs salgını nedeniyle kendi bünyesinde faaliyet gösteren perakende satış mağazalarının faaliyetlerine 24.03.2020 tarihinden itibaren geçici süreliğine ara verdiğini duyurmuştu. Şirketin bayiler dahil tüm mağaza faaliyetleri 1 Haziran itibari ile yeniden başladı. Şirket yönetimi mağazaların açılışını takiben ertelenmiş talebin de etkisi ile satışlarında hızlı bir normalleşme görüyor. Haziran ayı itibariyle satışlarda yıllık bazda yaklaşık %15'lik bir artış söz konusu. Ekonomi açılmış olsa da, Covid-19 kaynaklı devam eden endişeleri göz önünde bulundurduğumuzda, öncü göstergelerin Yataş için olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ek olarak yılın ilk çeyreğinde sağlanan %39'luk satış büyümesinin 2020 büyümesindeki negatif etkiyi bir miktar sınırladığını düşünüyoruz. Geçtiğimiz 3 aylık dönemde çok hızlı şekilde düşen faizlerin ve artan kredi büyümesinin satışları destekleyen önemli bir nokta olduğunu düşünüyoruz.

Güçlü 1Ç20 rakamları ve sağlıklı normalleşme göstergeleri nedeni ile 2020 için ciro tahminimizi 1,12milyar TL'den 1,32milyar TL'ye revize ediyoruz. Ek olarak, şirket yeni markası Divanev mağazalarının açılışında, Covid-19'un olumsuz etkilerine rağmen beklentilerimizin üzerinde performans gösteriyor. Yataş, haziran ayı itibari ile bizim yıl sonu beklentimiz olan 20 Divanev mağazasına ulaşmış durumda. Dolayısıyla yıl sonu Divanev mağaza sayısı beklentimizi 20'den 40'a revize ediyoruz. 2021 yılında şirketin 80 Divanev mağazasına ulaşmasını bekliyoruz. (Önceki beklenti: 40). 2021 sonrası ise Divanev mağaza açılış beklentilerimiz oldukça muhafazakâr (her yıl 5 yeni mağaza). Yeni konseptin tüketici beğenisi kazanması ve belli bir karlılık seviyesini sağlaması noktasında kendini kanıtlanması gerektiğini düşünüyoruz. Yataş için uzun dönemli FAVÖK marjı beklentimizi %15 olarak koruyoruz. (TFRS 16 etkileri hariç).

Faaliyetlerin normale dönmesi sonrası da tüm perakende sektörü için gördüğümüz birkaç önemli risk unsuru var; i) ikinci dalga riskinin tam olarak bertaraf edilmediği durumda 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 dönemde biriken stoklar sektör oyuncularını (özellikle yüksek nakit ihtiyacı olanlar) yüksek fiyat indirimleri sağlamaya itebilir.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Teknoloji

77

Fiyat ve Oranlar										2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021			
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı	2020	2021			
LOGO	76.50	1,913	91.60	77.20	20	AL	Y	-0.1	-10	3.5	66	56	2%	54%	2%	17.9	12.8	4.0	3.2	11.2	8.0	25%	28%	13%	15%
INDES	10.85	608		11.40		G.G	D	-3.3	-13	5.6	61	18	7%	49%											
<b>Teknoloji</b>																<b>17.9</b>	<b>12.8</b>	<b>4.0</b>	<b>3.2</b>	<b>11.2</b>	<b>8.0</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>

**Logo Yazılım (LOGO.IS):** 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 kullanımda dönemsel düşüş öngörmekle beraber, orta vadede önemli bir etki beklemiyoruz. Logo'nun hızlanan dijitalleşme sürecinden orta vadede en fazla olumu etiketlenen şirketlerden biri olmasını bekliyoruz.

Güçlü bir 1Ç20 sonuçları sonrası 2020 EBITDA beklentimizi %6 yukarı yönlü revize ediyoruz. 2021 yılında hem ertelenmiş talep hem e-devlet düzenlemesinin olumlu etkisi nedeniyle hızlı bir normalleşme bekliyoruz. Logo hedef fiyatımızı 77,2TL'den 91,6TL'ye revize ediyor ve tavsiyemizi TUT'tan AL'a çekiyoruz.

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.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Tekstil

78

Fiyat ve Oranlar										2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021			
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı	
MAVI	48.04	2,386	53.50		11	TUT	Y	17	5.7	4.7	73	76	1%	30%							

### Tekstil Entegre

**Mavi Giyim (MAVI.IS):** Mavi, Covid-19 kaynaklı devam eden belirsizlikler nedeniyle 2020 için beklenti paylaşmadı, ancak şirketin normalleşme sonrası ilk göstergeleri toparlanmaya işaret ediyor. Şirket 12 Mayıs'ta kademeli olarak başlayarak, 1 Haziran itibari ile Türkiye'deki tüm mağazalarında faaliyete başladı. Haziran ayının ilk haftasında (tüm mağazaların açık olduğu dönem), şirketin benzer mağaza satışları yıllık bazda görece sınırlı %20 azaldı. Buna ek olarak, Türkiye'de online siparişler (satış değil), 1 Mayıs- 7 Haziran döneminde 5,5x artış gösterdi. Mavi 2Ç19'da Türkiye satışlarının yalnızca %2,7'sini internet satışlarından elde etti. Buna karşın siparişlerde 5,5 kat artış anlamalı bir büyüme katkısına işaret ediyor.

Mavi için tavsiyemizi 53,5TL hedef fiyat ile TUT olarak güncelliyoruz. 2020 yılında Mavi'nin satışlarında i) olumlu toparlanma sinyalleri ve ii) güçlü online satışlar nedeniyle sınırlı %12'lik daralma bekliyoruz. 2020 FAVÖK'ünde ise, yüksek sabit maliyetler nedeniyle %47'lik bir düşüş öngörüyoruz. 2021 yılında ise hızlı bir normalleşme beklemekle beraber, 2019 yılına göre %13 büyüme öngörüyoruz. FAVÖK marjında da toparlanmanın i) bu yıl operasyonel giderler tarafında sağlanan tasarrufların 2021'de normalleşmesi ve ii) kur artışının satın alma maliyetleri üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle kademeli olmasını bekliyoruz. Şirketin 2019 yılı (IFRS 16 hariç), FAVÖK marjına 2022 yılında ulaşabileceğini düşünüyoruz. Mavi'nin kira kontratlarında bu yıl elde ettiği kazanımların, 2021 yılına nasıl yansıtılacağına ilişkin karlılık tarafında önemli bir belirleyici olacağını düşünüyoruz.

Faaliyetlerin normale dönmesi sonrası da tüm perakende sektörü için gördüğümüz birkaç önemli risk unsuru var; i) ikinci dalga riskinin tam olarak bertaraf edilmediği durumda 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 dönemde biriken stoklar sektör oyuncularını (özellikle yüksek nakit ihtiyacı olanlar) yüksek fiyat indirimleri sağlamaya itebilir.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

■ **En Çok Önerilen Hisseler**

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

# En Çok Önerilenler Listesi

80

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	5.96	9.20	30,992	54%	4.58	0.51	-	14	-12.1%
AKGRT	24/04/2020	6.6	9.10	2,020	38%	5.02	1.77	-	10	-3.1%
ARCLK	25/06/2020	17.97	23.20	12,143	29%	7.70	1.08	5.40	10	
EKGYO	09/06/2020	1.9	2.54	7,220	34%	5.65	0.51	9.40	10	1.1%
GARAN	31/05/2019	8.19	12.00	34,398	47%	4.36	0.57	-	14	-16.2%
KOZAL	24/03/2020	81.5	93.60	12,429	15%	6.39	1.61	3.90	10	9.4%
TCELL	19/12/2019	16.7	21.60	36,740	29%	10.15	1.80	4.02	12	17.0%
TOASO	23/06/2020	24.54	32.00	12,270	30%	9.04	2.74	6.23	10	2.7%
TTRAK	08/06/2020	76.35	82.15	4,075	8%	18.15	4.59	9.71	10	7.0%



AKBNK		AL	
Fiyat ₺	5.96	3A Hac.mn ₺	58.2
Hedef Fiyat ₺	9.20	Yılıçi Rel.	-27%
Getiri Pot.	54%	Yabancı	60%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	5,352	6,764	9,150
Net Faiz Geliri	15,713	19,670	21,512
Mevduat	224,055	271,174	290,025
Özsermaye	54,362	61,147	70,297
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.8	4.6	3.4
PD/DD	0.6	0.5	0.4
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	2.0	1.6	1.4
Özserm. Karlılık	11%	12%	14%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	26%	35%	27%
Özsermaye	12%	15%	13%
Net Faiz Geliri	25%	9%	12%
Mevduat	21%	7%	13%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-43%	-53%	
PD/DD	-40%	n.m	

## Akbank

### Yatırım Teması

Akbank yıla kaynak maliyetlerinin gerilemesi nedeniyle marjlarını genişleterek başladı. Yıllık bazda net faiz marjı birinci çeyrek sonunda 130 baz artış göstermiş durumda. Ancak salgının etkisiyle banka kredilerini bu sene özel bankaların üzerinde büyüme hedefini en azından ilk yarı için askıya almak zorunda kaldı. KGF ve ihtiyaç kredileri bundan sonraki süreçte büyümenin ana kaynağı olacak. Aktif oran uygulamasından göreceli olarak olumsuz etkilenen bankanın ikinci çeyrekte başlayarak menkul kıymet alımı yaptığını düşünüyoruz. Mevduat oranlarının düşüşü ikinci çeyrek ve sonrası için bankanın marjının öngörülenden daha yüksek seyretmesi sonucunu getirebilir. Net takibe atılan kredilerin ilk çeyrekte hızlı düşüşü ve yüksek karşılık politikasının devamı aktif kalite endişelerini düşürücü etki yapmalı.

Bankanın sermaye yeterlilik oranlarının yüksek oluşu, 2. Grup kredilerde bulunan enerji ve gayrimenkul kredi riskleri için yüksek karşılık politikasının sürdürülmesi ve TTKOM kredisi için muhafazakâr karşılık politikasının devamı, bankanın koruma tamponlarının güçlü oluşunu ortaya koyuyor. 2020 için kar artış beklentimiz %26 seviyesinde. Karşılıkların normalize olduğu ortamda bankanın öz kaynak karlılığının iki sene sonunda tekrar %14-15 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

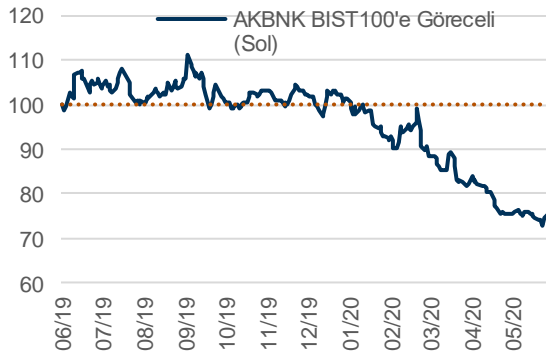
Faizlerin düşük kalacak olması bankanın zaten güçlü marj yapısını daha da kuvvetlendirecek. TTKOM hisselerinin olası bir satışı veya bu şirketin hisse değerinin artışı Akbank'a olumlu yansıtacaktır.

### Değerleme

2020 tahminlerine göre Akbank , 4,7x F/K ve 0,5x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülkeler emsallerine göre %41 iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

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



AKGRT	3A Hac.mn ₺		AL
Fiyat ₺	6.6		1.4
Hedef Fiyat ₺	9.10	Yılıçi Rel.	22%
Getiri Pot.	38%	Yabancı	54%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	351	403	555
Kazanılmış Prim	2,243	2,695	3,189
Özsermaye	931	1,140	1,341
Aktif Toplamı	4,608	5,384	6,113
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.8	5.0	3.6
PD/DD	2.2	1.8	1.5
Özserm. Karlılık	43%	39%	45%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	15%	38%	n.m
Özsermaye	22%	18%	n.m
Kazanılmış Prim	20%	18%	n.m
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	n.m	
PD/DD	n.m	n.m	

## Aksigorta

### Yatırım Teması

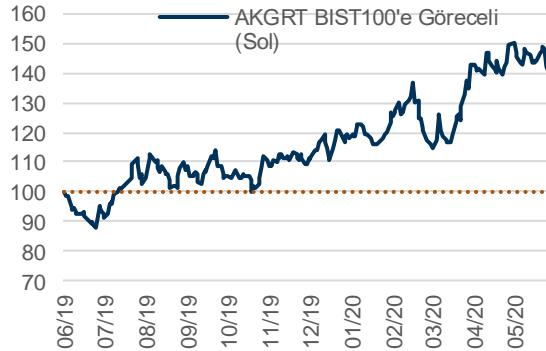
Aksigorta'nın 2020'de %15 kar artışı gerçekleştirip, öz kaynak karlılığını %40 düzeyinde korumasını bekliyoruz. Şirketin trafik segmentinde büyüdüğü bir dönem sonrası hasar frekanslarının bu branşta son dönemlerde azaldığını gözlemliyoruz. Salgın sonrası bu frekans düşüşü çok daha belirgin hale gelerek şirketin hâlihazırda çok kuvvetli olan teknik marjlarını daha da kuvvetlendirecek. Aksigorta'nın yüksek teknik karlılığını portföyün risk dengesinin iyi yönetilmesine bağlıyoruz. Hasar frekanslarının görece düşük olduğu kurumsal branşlardaki yüksek pazar payının yanında risk tarihçesi iyi olan bireysel portföyün varlığı teknik karlılığı yüksek düzeyde tutmaya yardım ediyor. Sağlık branşında şirket yeniden yapılanma sürecinde bu da özellikle salgın sonrası Aksigorta için önemli büyüme potansiyelleri vaat ediyor.

### Değerleme

Zorunlu sigorta kapsamının genişlemesi elementer branşlarda faaliyet gösteren sigorta şirketleri açısından bir fırsat teşkil ediyor. Özellikle trafik segmentinde düşen hasar frekansları ise toplam kombine oranların aşağıya çekilmesi açısından bir zemin teşkil ediyor. Öz sermaye karlılığının %40 seviyesinde olması şirketin yüksek çarpanlar ile işlem görmesi gerektiğini gösteriyor. Aksigorta'nın yüksek karlılığı ise yüksek temettü verimi anlamına geliyor.

### Riskler

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



ARCLK			AL
Fiyat ₺	17.97	3A Hac.mn ₺	24.8
Hedef Fiyat ₺	23.20	Yılıçi Rel.	-14%
Getiri Pot.	29%	Yabancı	49%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	925	1,577	997
Satışlar	31,942	36,548	43,773
FAVÖK	3,338	3,781	4,394
Net Borç	8,018	9,338	11,315
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	13.1	7.7	12.2
FD/FAVÖK	6.1	5.4	4.6
FD/Satışlar	0.64	0.56	0.47
Aktif Karlılık	3%	4%	2%
Özserm. Karlılık	10%	15%	9%
Net Borç/FAVÖK	2.40	2.47	2.58
Net Borç/Özserm.	0.83	0.83	0.98
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	71%	-37%	13%
FAVÖK	13%	16%	16%
Satışlar	14%	20%	16%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-62%	-15%	
FD/FAVÖK	-50%	-50%	



## Arçelik

### Yatırım Teması

Düşen faiz oranlarıyla ivme kazanan konut satışları ve kamu bankalarının beyaz eşya satışları için başlattığı uygun kredi kampanyaları neticesinde 2020 yılı için iç pazar beyaz eşya satışlarında düşük-orta tek haneli büyüme öngörüyoruz. Pandeminin alım gücünü vurduğu Avrupa'da A segmenti ürünlerden B segmenti ürünlere yönelme beklentisi ve artan navlun maliyetleri sonucu Türkiye'nin Avrupa'ya coğrafi yakınlık avantajı nedenleriyle Arçelik'in Avrupa beyaz eşya pazarında pazar payını arttıracaklarını düşünüyoruz. 1Ç20'de zayıf %8.5 (bir defaya mahsus tedarik geliri hariç) FAVÖK marjına rağmen, hammadde fiyatlarındaki gerileme ve iç pazarda yapılan fiyat artışları neticesinde FAVÖK marjının 2020'de 2019 seviyelerine benzer olacağını bekliyoruz. Toplamda yaklaşık 460 milyon TL tutarındaki (240 milyon TL Token satış karı ve 220 milyon TL tedarik tazminat geliri) bir defaya mahsus gelirler ve düşen faiz oranlarıyla gerileyen finansman giderleri Arçelik'in 2020 yılı için hesapladığımız %71 net kar büyümesine büyük katkı yapıyor.

### Değerleme

ARCLK için hedef fiyatımızı yurtiçi beyaz eşya pazar tahminimizdeki yukarı yönlü revizyon, pazar payı kazanımlar neticesinde Avrupa satış tahminlerimizde artış, hammadde maliyetlerindeki gerileme nedeniyle marjlardaki iyileşme, İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması ve güncellenen yurtdışı benzer şirket çarpan değerlememiz ile hisse başına 18.20TL'den 23.20TL'ye yükseltiyoruz. Revize hedef fiyatımızın sunduğu cazip getiri potansiyeli ile hisse için tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz. Hisse 2021T 4.6x Firma Değ./FAVÖK ve 12.2 F/K çarpanları ile 7.8x ve 13.5x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

### Riskler

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

EKGYO		AL	
Fiyat ₺	1.9	3A Hac.mn ₺	54.0
Hedef Fiyat ₺	2.54	Yılıçi Rel.	30%
Getiri Pot.	34%	Yabancı	37%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	781	1,279	2,101
FAVÖK	1,221	1,208	1,902
Aktif Toplamı	23,411	23,868	23,358
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	9.3	5.6	3.4
PD/DD	0.5	0.5	0.5
Özserm. Karlılık	6%	9%	14%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	64%	64%	36%
Özsermaye	4%	6%	3%
Aktif Toplamı	2%	-2%	-1%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	n.m	
PD/DD	n.m	n.m	

## Emlak GYO

### Yatırım Teması

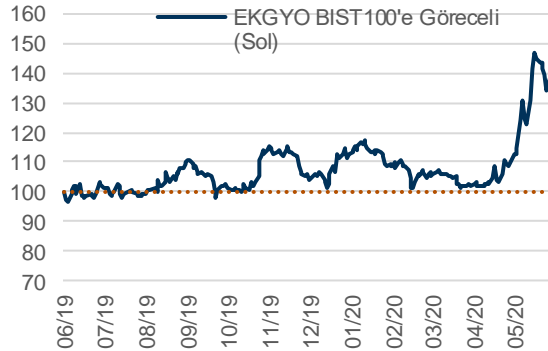
Zor bir 2018-2019 dönemi ardından Emlak Konut için görünümün iyileşmeye başladığını düşünüyoruz. Düşük faiz ortamının i) konut yatırımlarını cazip hale getirmesi ve ii) borçlu bir bilançoya sahip olan Şirket'in faiz maliyetlerini aşağıya çekmesi açısından Emlak Konut GYO için oldukça destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Emlak Konut'un anlaşmalı bankalar ile birlikte başlattığı 2 yıl ödemesiz dönem gibi cazip ödeme planları sunan kampanyanın satış rakamlarında ciddi bir sıçramaya yol açması bekleniyor. Finansmanının büyük bir oranda bankalar tarafından yapıldığı kampanyada Emlak Konut sadece ilk iki yıl için faiz maliyetini üstlenecek ve bu maliyeti yüklenicileri ile paylaşacak. Bu nedenle kampanyanın Şirket'in nakit satışları üzerinde ciddi artışa yol açmasını öngörüyoruz. Çevre ve Şehircilik Bakan'ının yaptığı açıklamaya göre kampanya dahilinde ilk 3 haftada 5900 adet konut satışı yapılarak 8 milyar TL satış değerine ulaşılmış durumda. Dolayısıyla, Şirket'in 2020 yılı için hedeflediği 5.1 milyar TL ön satış hedefini ciddi oranda geçmiş bulunuyor. Güçlü satış performansına ek olarak ticari ve bilanço dışı alacakların tahsili ve Anahtar Teslim projeleri ile ilgili inşaat maliyetlerinin büyük bir kısmı halihazırda yapılmış olması Emlak Konut'un önümüzdeki dönemde serbest nakit akışı üretimini destekleyecek diğer faktörler.

### Değerleme

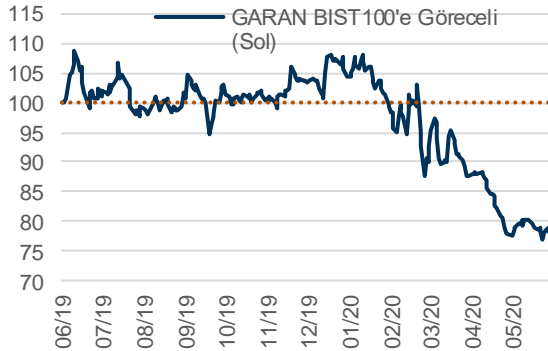
Kampanyanın beklenenden güçlü satış performansı haberleri üzerine EKGYO için hisse başı hedef değerimizi 2.19 TL'den 2.54 TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız 34% artış potansiyeline işaret ediyor. Hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse NAD'ine göre %63 iskonto ile işlem görmekte.

### Riskler

Faiz oranlarında meydana gelebilecek ciddi artışları en önemli risk faktörü olarak görüyoruz. Konut talebi, tüketici güvenine zarar verebilecek ekonomik belirsizliklere oldukça duyarlı. Kısa vadede borçluluk üzerinde baskı yaratacak büyük ölçekli arazi yatırımları da hisse performansı için negatif olabilir.



GARAN		AL	
Fiyat ₺	8.19	3A Hac.mn ₺	159.0
Hedef Fiyat ₺	12.00	Yılıçi Rel.	-26%
Getiri Pot.	47%	Yabancı	60%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	6,241	7,893	9,711
Net Faiz Geliri	19,027	21,814	25,802
Mevduat	248,751	296,144	332,023
Özsermaye	54,051	60,629	68,287
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	5.5	4.4	3.5
PD/DD	0.6	0.6	0.5
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.8	1.6	1.3
Özserm. Karlılık	12%	14%	15%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	26%	23%	23%
Özsermaye	12%	13%	13%
Net Faiz Geliri	15%	18%	13%
Mevduat	19%	12%	15%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-46%	-51%	
PD/DD	-33%	-36%	



## Garanti Bankası

### Yatırım Teması

Garanti Bankası'nın ilk çeyrekte devam eden güçlü karşılıklar öncesi gelir üretim performansı bankaya karşılıklarını rahatça takviye imkânını verdi. İlk çeyrekte bu gelirlerin yıllık olarak %18 artışla TL 5.1 milyara ulaşması sonucunda Garanti önümüzdeki dönemde ekonomide oluşabilecek olumsuzluklar için karşılık oranlarını önden yüklemeli olarak yükseltti. İkinci ve üçüncü gruplar için karşılık oranlarının ilk çeyrekte 2019 yıl ortalamasına göre yaklaşık 260 baz arttığını görüyoruz. Bankanın bunun yanında kötü günler için saklanan TL 2.5 milyar düzeyinde serbest karşılığı da bulunuyor.

Garanti Bankası'nın kuvvetli koruma kalkanlarının yanı sıra, marjların da beklentilerin de üzerinde iyi gittiğini görüyoruz. Garanti için marjın bu sene yıllık bazda 50 baz artmasını tahmin ediyoruz. İlk çeyrek sonuçlarından sonra banka için 2020 yılı kar tahminimizi de %5 yukarı çektik. Garanti aktif oran açısından oldukça rahat bir durumda bulunuyor. Bankanın ekonomide toparlanma anlamında özellikle tüketici ayağında son derece iyi konumlanmış olmasının kendisine avantaj sağlayacağını düşünüyoruz.

Bankanın kur ve faiz oranı risklerine karşı elinde bulundurduğu araçlar ve bilançosunun oldukça esnek oluşu nedeniyle korunaklı olduğunu düşünüyoruz. Bu anlamda, Garanti özellikle güçlü sermaye ve likiditesi ile ekonomide ki bir toparlanmadan en fazla yararlanacak bankalardan bir tanesi. Türk Telekom'da olası bir çözümlenme Garanti Bankası hisseleri için olumlu bir etki yaratabilir.

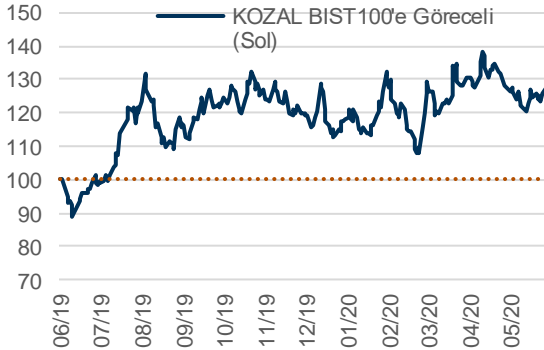
### Değerleme

2020 tahminlerine göre Garanti Bank hisseleri 4,5x F/K ve 0,6x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülkeler emsallerine göre %44 iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

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

KOZAL		AL	
Fiyat ₺	81.50	3A Hac.mn ₺	28.4
Hedef Fiyat ₺	93.60	Yılıçi Rel.	10%
Getiri Pot.	15%	Yabancı	58%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,767	1,945	1,813
Satışlar	2,849	2,934	2,708
FAVÖK	1,823	1,958	1,852
Net Borç	-4,451	-6,144	-7,901
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	7.0	6.4	6.9
FD/FAVÖK	4.2	3.9	4.1
FD/Satışlar	2.68	2.60	2.82
Aktif Karlılık	33%	27%	20%
Özserm. Karlılık	36%	29%	21%
Net Borç/FAVÖK	-2.44	-3.14	-4.27
Net Borç/Özserm.	-0.77	-0.80	-0.83
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	10%	-7%	-1%
FAVÖK	7%	-5%	-3%
Satışlar	3%	-8%	-6%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-61%	-48%	
FD/FAVÖK	-46%	-29%	



## Koza Altın

### Yatırım Teması

Koza Altın, döviz bazlı gelirleri, büyük ölçüde TL maliyetleri ve nakit bakımından zengin bilançosu gibi defansif özellikleriyle öne çıkıyor. Salgının etkisinin daha fazla hissedildiği ve kısıtlamaların getirildiği ikinci çeyrekte üretim operasyonlarının sınırlı da olsa etkilenmiş olabileceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda 2Ç20'de 1Ç20'ye göre nispeten daha düşük bir üretim rakamı görebileceğimizi öngörüyoruz (1Ç20: 72 bin ons). Yılın tamamı için belirlediğimiz 255 bin ons'luk üretim tahminimizi ise koruyoruz. Maliyet tarafına bakıldığında ise, 1Ç20'de 631\$/ons ile yıla yüksek başlayan nakit maliyetlerin, düşen altın tenörü nedeniyle 2020'de 2019'a göre yıllık bazda artmasını bekliyoruz. Ancak 1Ç20'nin yılın geri kalanı için iyi bir indikatör olmayabileceğini düşünüyoruz, yılın geri kalanında nakit maliyetlerin düşmesini bekliyoruz. 2020 yılı için nakit maliyet tahminimizi 540\$/ons'a revize ediyoruz. Yıllık bazda artış gösteriyor olsa da 2020'nin kalanı için nakit maliyetlerde öngördüğümüz toparlanma ve altın fiyatlarının güçlü seyri, 2Ç20 ve yılın tamamı için karlılık adına olumlu sinyaller veriyor. 2019 yılında ortalama 1394\$/ons olan altın fiyatı 1Ç20'de 1582\$/ons olarak gerçekleşti. İkinci çeyrek ortalamasının ise 1700\$/ons civarında olmasını bekliyoruz.

### Değerleme

Revize ettiğimiz nakit maliyet beklentimiz ve yeni makro tahminler ile birlikte, 12 aylık hedef fiyatımızı 99,03TL'den 93,60TL'ye güncelliyor, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yeni hedef fiyatımız %15'lik yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Şirket, 2021 tahminlerimize göre 6,9x F/K ve 4,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu çarpanlar yurtdışı emsallerine göre sırasıyla %48 ve %29'luk iskontoya işaret ediyor.

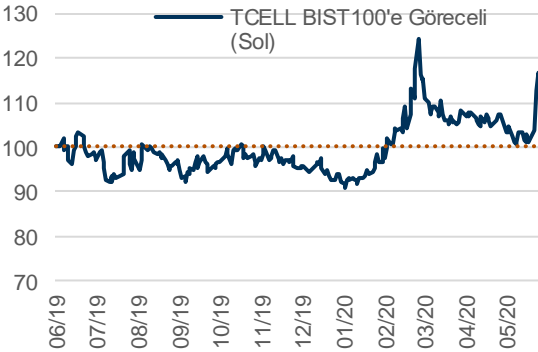
### Riskler

Altın fiyatındaki aşağı yönlü hareketler, yaşanabilecek bir üretim aksaması ve beklentimizden yüksek gelebilecek olan nakit maliyetler değerlememiz için ana risk unsurlarını oluşturuyor.

# En Çok Önerilenler Listesi

87

TCELL		AL	
Fiyat ₺	16.70	3A Hac.mn ₺	38.0
Hedef Fiyat ₺	21.60	Yılıçi Rel.	21%
Getiri Pot.	29%	Yabancı	83%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	3,246	3,620	4,274
Satışlar	23,996	28,155	32,838
FAVÖK	10,745	11,538	13,440
Net Borç	9,716	8,541	7,113
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	11.3	10.1	8.6
FD/FAVÖK	4.3	4.0	3.4
FD/Satışlar	1.93	1.65	1.41
Aktif Karlılık	7%	8%	9%
Özserm. Karlılık	19%	19%	20%
Net Borç/FAVÖK	0.90	0.74	0.53
Net Borç/Özserm.	0.54	0.42	0.31
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	12%	18%	14%
FAVÖK	7%	16%	12%
Satışlar	17%	17%	16%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-15%	-23%	
FD/FAVÖK	-32%	-35%	



## 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.

Türkiye Varlık Fonu'nun %26,2 pay ile Turkcell'de en büyük hissedar olması, yıllardır devam eden hissedarlar arası anlaşmazlığa son verdi. Turkcell'de ortaklık yapısının sadeleşmesinin şirketin stratejik hedeflerine daha kolay/hızlı karar almasını sağlayacak bir gelişme olarak görüyoruz. Turkcell bünyesinde, Super Online, Global Tower, Financell, Paycell gibi değerli bir çok şirket mevcut. Bu şirketlerin halka arz ya da başka bir stratejik ortaklık kapsamında değerlendirilmesinin, Turkcell'de önemli değer artışı yarabileceğini düşünüyoruz. TVF'nin hâkim ortak olması sonrasında, bu varlıkların değerlendirilmesi konusunda hızlı aksiyon alınabileceğini düşünüyoruz.

### Değerleme

2020 tahminlerimize göre Turkcell 10,1x F/K ve 4,0x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %15 ve %32 iskonto 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) yatırım harcamalarının orta vadede beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesi olarak sıralayabiliriz.

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

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



TOASO		AL	
Fiyat ₺	24.54	3A Hac.mn ₺	7.0
Hedef Fiyat ₺	32.00	Yılıçi Rel.	5%
Getiri Pot.	30%	Yabancı	62%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,482	1,357	1,913
Satışlar	18,897	17,943	25,079
FAVÖK	2,480	2,425	3,272
Net Borç	1,125	2,817	3,958
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	8.3	9.0	6.4
FD/FAVÖK	6.1	6.2	4.6
FD/Satışlar	0.80	0.84	0.60
Aktif Karlılık	11%	10%	12%
Özserm. Karlılık	37%	31%	38%
Net Borç/FAVÖK	0.45	1.16	1.21
Net Borç/Özserm.	0.26	0.63	0.70
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	-8%	41%	19%
FAVÖK	-2%	35%	14%
Satışlar	-5%	40%	16%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-39%	-52%	
FD/FAVÖK	-20%	-43%	

## Tofaş Otomotiv

### Yatırım Teması

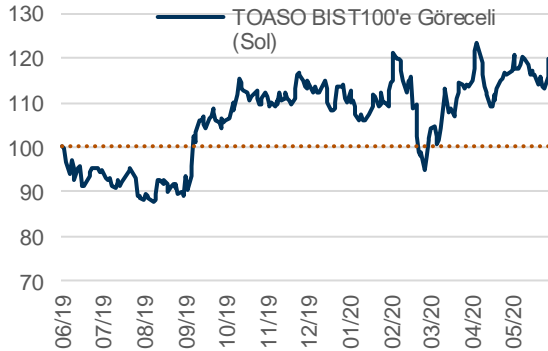
Hem binek araç, hem hafif ticari araç üreticisi olan Tofaş'ın yurtiçi pazardaki güçlü canlanmadan en fazla olumlu etkilenecek oyuncu olduğunu düşünüyoruz. Pandemi nedeniyle zayıf ihracat hacimlerine rağmen, ihracat anlaşmalarındaki al veya öde kontratları marjlar üzerinde koruma sağlayacaktır. 2Ç20'de kısa dönem çalışma ödeneği ve al veya öde ödemelerinin yüksek katkısının operasyonel marjlara ciddi katkı yapması bekliyoruz. Bu nedenle 2020'de toplam satış hacmindeki %23 düşüş tahminimize rağmen, TL'deki değer kaybının da etkisiyle, FAVÖK rakamının 2019'a benzer gerçekleşmesini bekliyoruz. 4Ç20'de lansmanı planlanan makyajlı Agea binek araç ailesinin 4Ç20 ve 2021'de ihracat adetlerini olumlu etkilemesi bekleniyor. 2021'de Tofaş'ın FAVÖK ve Net Kar rakamlarında ihracattaki iyileşme kaynaklı sırasıyla %35 ve %41 büyüme hesaplıyoruz.

### Değerleme

TOASO için İNA ve global benzer şirket çarpan değerleme yöntemleriyle %50-%50 ile ağırlıklandırdığımız revize hisse başına TL32.0 hedef fiyatımız cazip getiri potansiyeli sunuyor.. İtalya'daki potansiyel hurda teşviği programı değerlememiz için yukarı risk unsurudur. Hisse 2021T 4.6x Firma Değ./FAVÖK ve 6.4x F/K çarpanları ile 7.1x ve 9.8x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

### Riskler

Beklentiimizden daha kötü Türkiye ve Avrupa otomotiv pazarı, hammadde fiyatlarındaki artış, borçlanma oranlarındaki artış ve € karşısında TL'nin değer kaybı tahminlerimiz ve tavsiyemiz için en önemli risk unsurları olarak öne çıkıyor.





TTRAK		AL	
Fiyat ₺	76.35	3A Hac.mn ₺	2.8
Hedef Fiyat ₺	82.15	Yılıçi Rel.	44%
Getiri Pot.	8%	Yabancı	52%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	112	225	322
Satışlar	3,806	4,484	6,101
FAVÖK	373	460	672
Net Borç	650	618	723
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	36.4	18.1	12.7
FD/FAVÖK	12.0	9.7	6.7
FD/Satışlar	1.17	1.00	0.73
Aktif Karlılık	4%	8%	10%
Özserm. Karlılık	16%	27%	33%
Net Borç/FAVÖK	1.74	1.34	1.08
Net Borç/Özserm.	0.85	0.70	0.69
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	101%	43%	51%
FAVÖK	23%	46%	32%
Satışlar	18%	36%	25%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-2%	-17%	
FD/FAVÖK	-11%	-33%	

## Türk Traktör

### Yatırım Teması

Pandemi döneminde artan gıda fiyatlarının yurtiçi hububat üretiminde artışa neden olması bekleniyor. Zayıf baz yılı etkisine ek olarak, artan üretim ve fiyatlar neticesinde çiftçilerin gelirlerindeki beklenen artış, borçlanma oranlarındaki düşüş, petrol fiyatlarındaki gerileme ve tarım sektörüne devlet desteklerinin devamı yurtiçi traktör talebindeki için destekleyici unsurlar olarak öne çıkıyor. Tüm bu olumlu gelişmeler ışığında yurtiçi traktör talebinde 2020 ve 2021 yıllarında yıllık %20'şer büyüme ile sırasıyla 31 bin ve 37 bin adet yurtiçi traktör pazar büyüklüğü öngörüyoruz.

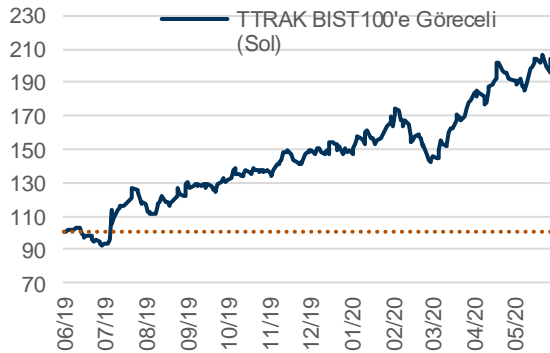
Türk Traktör'ün 2020'de zayıf ihracat hacmi nedeniyle toplam satış hacmi yıllık bazda büyümeye işaret etmese de düşük stok seviyesi nedeniyle üretim hacmindeki artışın birim sabit giderleri aşağıya çekmesini bekliyoruz. İç satışlarıdaki büyüme kaynaklı KKO artışı, görece daha karlı iç satışların artan payı ile hammadde maliyetlerindeki düşüş ile operasyonel karlılıkta iyileşme öngörüyoruz. 2020'de Türk Traktör için düşük baz yılı ve tüm bu olumlu gelişmeler ışığında %23 FAVÖK büyümesi ve faiz giderlerindeki düşüşün desteğiyle iki katında fazla net kar büyümesi tahmin ediyoruz. 2021'de Türk Traktör için sırasıyla %46 ve %43 FAVÖK ve net kar büyümesi tahmin ediyoruz.

### Değerleme

Hisse 2021T 6.7x Firma Değ./FAVÖK ve 12.7 F/K çarpanları ile 8.0x ve 14.9x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

### Riskler

Beklentimizden daha kötü Türkiye ve Avrupa traktör pazarı, kötü hava koşullarının neden olduğu düşük hasat, hammadde fiyatlarındaki artış, borçlanma oranlarındaki artış ve € karşısında TL'nin değer kaybı tahminlerimiz ve tavsiyemiz için en önemli risk unsurları olarak öne çıkıyor.



***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

■ **Takip Listesi**

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

# BIST Grafikler – İş Yatırım Takip Listesi

Fiyat ve Oranlar																				2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021																		
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.	Hedef Fiyat	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Duru	1A TL Perf.	1A Rel. Per	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem	5Y Ort.Dağ	Tem.V	Kar ₺	Satışlar ₺	FAV ÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	FD/FAV ÖK	ROE	Aktif Karlılığı																																
DOCO	358.40	3,492	431.03	417.01	20	AL	A	4.1	-6.3	12	100	15	1%	38%	0%	-70	89	4,319	6,546	226	706	1,757	1,781	-49.8	39.1	2.0	2.0	28.6	9.1	-5%	5%	-1%	1%																							
PGSUS	54.95	5,621	46.15	39.60	-16	SAT	A	2.2	-8	58	36	13			0%	-1,967	-1,778	4,478	7,033	472	1,272	3,831	2,053	-2.9	-3.2	1.5	2.7	30.7	11.4	-43%	-60%	-8%	-6%																							
TAVHL	19.10	6,939	21.60	22.46	13	AL	A	2.1	-8.1	17	44	74	5%	48%	0%	-678	-430	2,212	4,578	561	1,003	9,342	9,065	-10.2	-16.1	0.7	0.8	22.6	12.6	-7%	-5%	-2%	-1%																							
THYAO	12.40	17,112	13.00	10.00	5	TUT	A	11	-0.4	129	50	34			0%	-5,700	-2,468	39,059	61,351	6,302	10,711	40,324	33,813	-3.0	-6.9	0.4	0.5	15.7	9.2	-14%	-7%	-4%	-1%																							
<b>Havayolu Hizmetleri</b>																																																								
DOAS	16.00	3,520	18.15	14.65	13	AL	A	57	42	6.3	15	22	7%	85%	9%	511	548	15,734	20,183	986	1,196	1,756	1,998	6.9	6.4	2.0	1.8	5.6	4.6	34%	29%	10%	8%																							
FROTO	71.35	25,037	83.65	70.00	17	AL	Y	18	6.2	4.5	18	75	6%	74%	4%	1,848	3,151	37,935	52,351	3,073	4,410	5,419	7,461	13.5	7.9	4.6	3.4	9.5	6.6	37%	49%	11%	15%																							
OTKAR	146.50	3,516	173.00	137.50	18	AL	A	5.8	-4.8	2.1	28	22	3%	76%	4%	386	468	2,450	3,280	425	560	824	1,137	9.1	7.5	4.3	3.1	10.5	8.0	53%	48%	14%	15%																							
TOASO	24.54	12,270	32.00	25.00	30	AL	Y	14	2.8	7	24	62	6%	62%	6%	1,357	1,913	17,943	25,079	2,425	3,272	4,486	5,646	9.0	6.4	2.7	2.2	6.2	4.6	31%	38%	10%	12%																							
<b>Otomotiv</b>																																																								
TTRAK	76.35	4,075	82.15	61.31	8	AL	Y	25	13	2.8	25	52	6%	96%	4%	225	322	4,484	6,101	460	672	889	1,053	18.1	12.7	4.6	3.9	9.7	6.7	27%	33%	8%	10%																							
<b>Traktör</b>																																																								
AEFES	20.28	12,008	26.20	22.55	29	AL	Y	13	1.9	13	33	66	3%	n.a	6%	782	1,076	25,128	29,580	4,066	4,741	12,702	13,078	15.3	11.2	0.9	0.9	6.2	5.3	6%	8%	2%	2%																							
COLLA	42.94	10,923	51.50	41.06	20	AL	Y	8.5	-2.3	6.8	28	87	2%	14%	5%	958	1,248	13,235	15,584	2,350	2,647	7,023	7,671	11.4	8.8	1.6	1.4	6.5	5.7	14%	17%	6%	7%																							
ULKER	24.04	8,222	31.20	28.10	30	AL	A	1.6	-8.5	6.4	40	92	1%	31%	2%	851	991	9,003	10,126	1,511	1,691	5,262	6,126	9.7	8.3	1.6	1.3	6.4	5.7	18%	17%	6%	7%																							
TATGD	9.73	1,323		4.48		G.G		4.3	-6.1	8.6	41	13	3%	38%																																										
<b>Gıda &amp; İçecek</b>																																																								
AKCNS	12.83	2,456	12.08	8.91	-6	SAT	D	63	47	3.2	20	15	7%	83%	2%	77	163	1,751	2,044	236	336	1,059	1,175	31.9	15.1	2.3	2.1	11.5	8.1	7%	15%	4%	8%																							
CIMSA	9.78	1,321	10.71	8.21	10	TUT	A	27	14	3.9	36	13	7%	70%	0%	29	145	1,967	2,264	320	450	1,416	1,560	45.5	9.1	0.9	0.8	8.3	5.9	2%	10%	1%	4%																							
<b>Çimento</b>																																																								
TCELL	16.70	36,740	21.60	17.20	29	AL	A	18	6.2	38	49	83	9%	139%	5%	3,620	4,274	28,155	32,838	11,538	13,440	20,358	22,823	10.1	8.6	1.8	1.6	4.0	3.4	19%	20%	8%	9%																							
TTKOM	8.04	28,140	9.80	8.50	22	AL	A	6.1	-4.5	21	15	60	5%	92%	6%	3,336	4,535	26,766	30,000	12,479	13,968	11,673	14,540	8.4	6.2	2.4	1.9	3.6	3.2	32%	35%	8%	10%																							
<b>İletişim</b>																																																								
ARCLK	17.97	12,143	23.20	18.20	29	AL	Y	16	4.2	25	25	49	3%	43%	5%	1,577	997	36,548	43,773	3,781	4,394	11,235	11,601	7.7	12.2	1.1	1.0	5.4	4.6	15%	9%	4%	2%																							
VESBE	25.80	4,902	31.15		21	AL	Y	12	1	1.7	4.8	5.1	8%	68%	15%	822	999	8,246	9,608	1,240	1,344	2,492	2,781	6.0	4.9	2.0	1.8	4.4	4.1	38%	38%	15%	16%																							
VESTL	16.47	5,525	18.01		9	TUT	Y	21	8.9	16	28	16			0%	583	1,017	19,180	23,381	2,859	3,151	4,314	5,380	9.5	5.4	1.3	1.0	4.0	3.6	15%	21%	3%	4%																							
<b>Beyaz Eşya</b>																																																								
ANACM	4.64	3,480		3.93		Ö.Y		11	-0.1	4.2	22	35	3%	21%	3%	432	537	4,986	5,913	1,142	1,393	3,158	3,586	8.1	6.5	1.1	1.0	5.2	4.2	14%	16%	6%	6%																							
SISE	5.49	12,353	6.70	5.17	22	AL	Y	12	1.1	17	31	22	3%	25%	3%	1,670	1,917	19,146	23,705	3,391	4,696	15,873	17,456	7.4	6.4	0.8	0.7	5.8	4.2	11%	12%	4%	4%																							
SODA	6.15	6,150		6.96		Ö.Y		8.7	-2.2	11	37	25	4%	31%	5%	1,245	1,018	4,585	5,423	1,112	1,372	6,742	7,449	4.9	6.0	0.9	0.8	4.9	4.0	20%	14%	14%	10%																							
TRKCM	3.56	4,450		3.22		Ö.Y		11	-0.2	6.3	28	30	3%	26%	2%	449	834	6,073	8,298	791	1,382	6,704	7,448	9.9	5.3	0.7	0.6	9.1	5.2	7%	12%	3%	5%																							
<b>Cam</b>																																																								

## Öneri Durumu

A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

# BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

92

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	2020	2021						
															Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı			
EREGL	8.37	29,295	11.00	9.00	31	AL	Y	3.9	-6.5	33	48	62	8%	77%	10%	2,845	4,006	27,722	34,162	4,549	6,758	59,033	62,638	10.3	7.3	0.5	0.5	5.4	3.6	6%	7%	6%	7%		
KRDMD	3.14	2,450	3.53	2.29	12	TUT	A	28	15	68	92	12	9%	32%	0%	-125	356	5,039	6,091	655	852			-19.6	6.9			5.5	4.2						
<b>Demir Çelik</b>																																			
TUPRS	89.00	22,287	118.00	115.00	33	AL	A	11	-0.1	50	49	52	9%	86%	2%	614	3,834	67,493	84,480	4,462	6,916	13,577	16,870	36.3	5.8	1.6	1.3	7.7	5.0	5%	25%	1%	8%		
PETKM	4.26	8,997	4.60	4.05	8	TUT	A	22	10	66	48	20	7%	66%	3%	574	1,060	8,993	12,187	1,236	1,949	5,434	6,207	15.7	8.5	1.7	1.4	11.6	7.4	11%	18%	4%	7%		
<b>Petrol</b>																																			
BIMAS	70.95	43,081	83.00	64.00	17	AL	A	12	1.1	33	68	68	2%	61%	4%	1,721	1,900	52,738	63,082	4,136	4,791	4,744	5,095	25.0	22.7	9.1	8.5	10.9	9.4	38%	39%	10%	9%		
BIZIM	19.22	1,153	16.00	11.00	-17	SAT	A	52	37	19	44	17	1%	31%	1%	34	38	5,286	5,991	258	289	159	181	33.8	30.2	7.3	6.4	3.6	3.2	23%	22%	3%	3%		
MGROS	37.50	6,790	48.00	34.04	28	AL	A	9.7	-1.3	34	39	40			0%	-239	236	28,283	32,115	2,244	2,545	82	318		29	21.4	5.2	4.6							1%
<b>Ticari Mağazacılık</b>																																			
ASEL	31.50	35,910	29.30	26.40	-7	TUT	A	7.6	-3.2	131	26	35	1%	12%	2%	4,534	4,452	19,909	22,543	4,481	4,932	17,769	21,541	7.9	8.1	2.0	1.7	8.0	7.3	29%	23%	15%	12%		
<b>Savunma Teknolojisi</b>																																			
ALKIM	13.35	2,003	12.40	9.47	-7	TUT	Y	3.5	-6.8	14	44	14	5%	58%	5%	151	179	794	958	198	236	451	513	13.3	11.2	4.4	3.9	9.7	8.1	36%	37%	24%	23%		
<b>Kimya</b>																																			
MPARK	19.00	3,953	20.09	19.06	6	TUT	D	16	4.8	14	33	68				-100	175	3,875	5,080	738	1,057	13	-28	-39.4	22.6		8.3	5.8						4%	
SELEK	8.75	5,434	10.10	7.73	15	TUT	A	-3.7	-13	11	15	50	2%	18%	2%	616	854	20,604	25,204	708	997	3,601	4,355	8.8	6.4	1.5	1.2	6.7	4.7	18%	21%	7%	8%		
<b>Sağlık</b>																																			
LOGO	76.50	1,913	91.60	77.20	20	AL	Y	-0.1	-10	3.5	66	56	2%	54%	2%	107	149	487	664	169	235	476	593	17.9	12.8	4.0	3.2	11.2	8.0	25%	28%	13%	15%		
INDES	10.85	608		11.40		G.G	D	-3.3	-13	5.6	61	18	7%	49%																					
<b>Teknoloji</b>																																			
YATAS	8.44	1,264	9.30	7.10	10	TUT	A	15	3.2	4.4	58	26			2%	78	147	1,317	1,737	194	310	468	591	17.9	12.8	4.0	3.2	11.2	8.0	25%	28%	13%	15%		
<b>Mobilya</b>																																			
MAVI	48.04	2,386	53.50		11	TUT	Y	17	5.7	4.7	73	76	1%	30%																					
<b>Tekstil Entegre</b>																																			
KORDS	12.06	2,346	14.60	13.50	21	AL	A	9.2	-1.7	4.1	29	29	5%	44%	1%	186	347	4,817	6,000	582	830	2,384	2,704	12.6	6.8	1.0	0.9	8.5	5.9	8%	14%	3%	5%		
<b>Endüstriye Tekstil</b>																																			
IPEKE	13.92	3,616	8.85	9.33	-36	SAT	A	-1.6	-11	33	38	32			0%	444	447	3,077	2,840	1,943	1,846	1,624	1,964	8.1	8.1	2.2	1.8	-0.7	-0.8	30%	25%	6%	5%		
<b>Elektrik</b>																																			
KOZAL	81.50	12,429	93.60	99.03	15	AL	A	11	-0.3	28	30	58	3%	30%	0%	1,945	1,813	2,934	2,708	1,958	1,852	7,704	9,517	6.4	6.9	1.6	1.3	3.9	4.1	29%	21%	27%	20%		
<b>Madencilik</b>																																			
KOZAA	13.43	5,212	11.94	12.57	-11	TUT	A	7.8	-3	33	45	52			0%	861	835	3,071	2,834	1,943	1,845	3,750	4,632	6.1	6.2	1.4	1.1	0.1	0.1	26%	20%	11%	9%		
<b>Diğer</b>																																			

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

# BIST Grafikler - İş Yatırım Takip Listesi

Fiyat ve Oranlar		Fiyat ve Oranlar															2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021	
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.Değ.%	Tem.V. Tah.	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı														
EKGYO	1.90	7,220	2.54	2.19	34	AL	A	40	26	54	51	37	4%	31%	5%	1,279	2,101	4,560	5,820	1,208	1,902	14,247	15,069	5.6	3.4	0.5	0.5	9.4	6.0	9%	14%	5%	9%					
ISGYO	1.84	1,764	2.07	1.55	12	TUT	A	12	0.4	14	41	24	5%	19%	0%	200	281	722	328	201	187	4,077	4,376	8.8	6.3	0.4	0.4	14.2	15.2	5%	7%	4%	5%					
TRGYO	3.08	3,080	3.37	2.60	9	TUT	A	27	14	15	21	25	2%	7%	0%	573	910	1,140	1,177	588	612	9,061	9,981	5.4	3.4	0.3	0.3	12.6	12.1	7%	10%	4%	6%					

## Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

5.6 3.4 0.4 0.4 12.6 12.1 7% 10% 4% 6%

Fiyat ve Oranlar		Fiyat ve Oranlar															2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021	
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.Değ.%	Tem.V. Tah.	Kar ₺	Mevduat ₺	Net Faiz G. ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	PD/Net Faiz Geliri	ROE	Aktif Karlılığı										
AKBNK	5.96	30,992	9.20	8.20	54	AL	A	8	-2.8	58	51	60	3%	21%	0%	6,764	9,150	271,174	290,025	19,670	21,512	61,147	70,297	4.6	3.4	0.5	0.4	1.6	1.4	12%	14%	1.7%	1.9%	
ALBRK	1.62	2,187	1.73	1.30	7	TUT	A	22	9.6	14	32	13	3%	14%	0%	152	125					4,021	3,994	14.4	17.5	0.5	0.5			4%	3%	0.3%	0.2%	
GARAN	8.19	34,398	12.00	10.80	47	AL	A	8.6	-2.2	159	50	60	3%	21%	0%	7,893	9,711	296,144	332,023	21,814	25,802	60,629	68,287	4.4	3.5	0.6	0.5	1.6	1.3	14%	15%	1.8%	1.9%	
HALKB	6.13	15,164	8.30	7.00	35	AL	A	17	5.1	37	25	10	2%	9%	0%	3,518	4,071	363,758	416,449	18,377	18,296	44,707	51,413	4.3	3.7	0.3	0.3	0.8	0.8	9%	8%	0.7%	0.7%	
ISCTR	5.34	24,030				Ö.Y		11	0.1	29	33	48	4%	23%																				
TSKB	1.25	3,500	1.50	1.34	20	AL	A	20	8.2	16	39	20	2%	16%	0%	774	933		1,765	1,954	6,083	6,923	4.5	3.8	0.6	0.5			14%	14%	1.7%	1.7%		
VAKBN	5.08	19,841	7.25	6.74	43	AL	A	12	1	47	16	12	1%	5%	0%	4,514	5,224	286,528	320,502	18,665	20,740	42,824	47,733	4.4	3.8	0.5	0.4	1.1	1.0	12%	12%	1.0%	1.0%	
YKBNK	2.36	19,935	3.30	2.85	40	AL	A	7.8	-3	47	30	66	2%	19%	0%	5,382	7,029	257,326	291,129	17,811	20,019	46,570	53,599	3.7	2.8	0.4	0.4	1.1	1.0	12%	14%	1.3%	1.4%	

## Bankacılık

AKGRT	6.60	2,020	9.10	7.34	38	AL	A	3.1	-7.2	1.4	28	54	9%	77%	8%	403	555			1,140	1,341	4.4	3.7	0.5	0.4	1.1	1.0	12%	14%	1.3%	1.4%
ANHYT	7.10	3,053	10.00	8.35	41	AL	A	6.6	-4	0.6	15	54	6%	67%	6%	437	484			1,326	1,461	7.0	6.3	2.3	2.1			33%	35%		
ANSGR	6.18	3,090	7.77	6.23	26	AL	A	7.9	-2.9	0.5	35	19	4%	32%	5%	473	538			2,537	3,026	6.5	5.7	1.2	1.0			22%	19%		

## Sigorta

6.5 5.7 1.8 1.5 33% 35%

Fiyat ve Oranlar		Fiyat ve Oranlar															2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021	
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.Değ.%	Tem.V. Tah.	Kar ₺	Satışlar ₺	FAVÖK ₺	Özsermaye ₺	F/K	PD/DD	ROE	Aktif Karlılığı											
ALARK	5.54	2,410	6.50	5.00	17	TUT	A	6.5	-4.1	11	30	19	4%	8%	5%	317	686	1,700	3,054	275	421	1,766	2,337	7.6	3.5	1.4	1.0			19%	33%	9%	16%	
ENKAI	6.01	33,656	6.72	6.31	12	TUT	A	9.7	-1.3	3.4	9.5	60	3%	45%	4%	2,216	2,369	11,348	16,580	2,893	3,695	40,343	41,815	15.2	14.2	0.8	0.8	6%	6%	4%	5%			
KCHOL	17.10	43,364	22.00	18.29	29	AL	A	12	0.9	17	26	78	2%	19%	3%	4,975	7,003	131,344	162,231	12,236	15,973	40,248	46,156	8.7	6.2	1.1	0.9	13%	16%	3%	5%			
SAHOL	9.00	18,364	12.00	10.00	33	AL	A	6.6	-4	13	47	67	3%	15%	5%	4,600	4,929	70,525	79,625	11,573	12,601	37,246	41,257	4.0	3.7	0.5	0.4	13%	13%	1%	1%			
SISE	5.49	12,353	6.70	5.17	22	AL	Y	12	1.1	17	31	22	3%	25%	3%	1,670	1,917	19,146	23,705	3,391	4,696	15,873	17,456	7.4	6.4	0.8	0.7	11%	12%	4%	4%			
TKFEN	16.67	6,168	19.96	18.22	20	AL	A	20	7.3	28	51	33	4%	38%	1.9%	401	592	11,921	10,293	741	849	5,316	5,788	15.4	10.4	1.2	1.1	7%	11%	3%	5%			
AGHOL	19.14	4,661	24.00	18.00	25	AL	Y	14	2.3	2.7	34	22	1%	n.a	1%	406	1,033	58,348	66,834	6,752	7,728	5,743	6,731	11.5	5	0.8	0.7	7%	17%	1%	1%			

## Holding

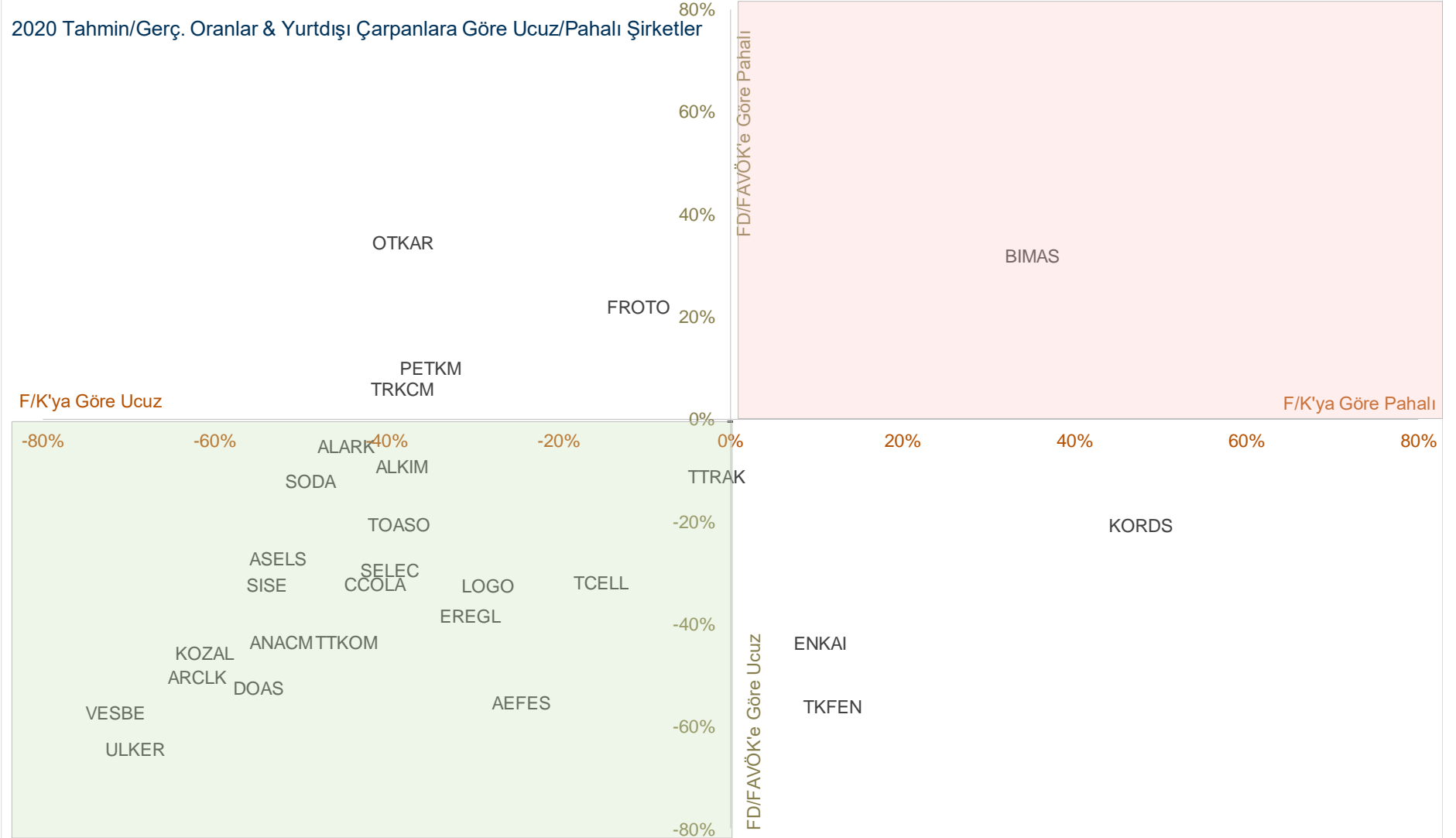
8.7 6.2 0.8 0.8 11% 13% 3% 5%

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

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

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

95

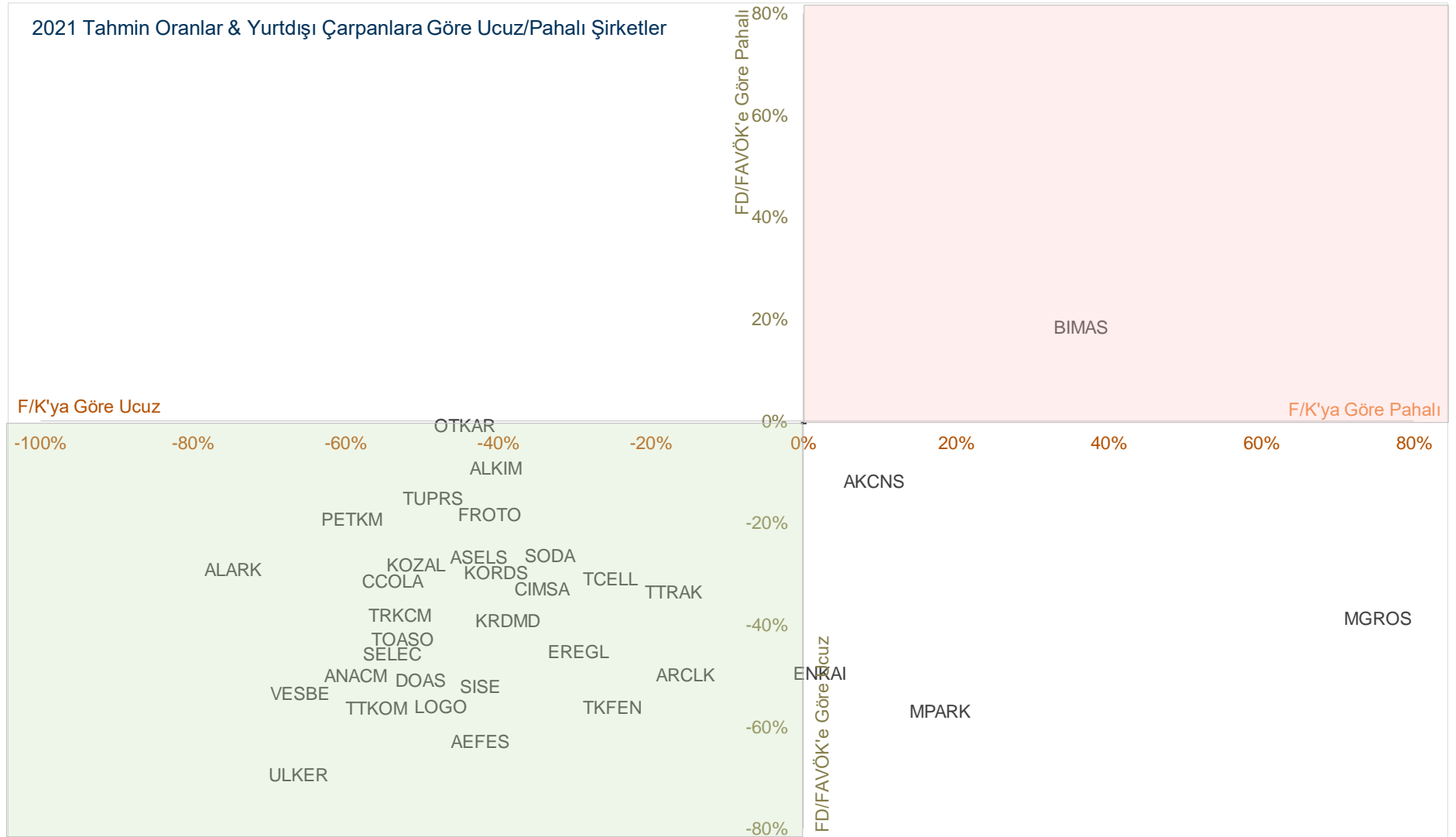


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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 (2021)

96

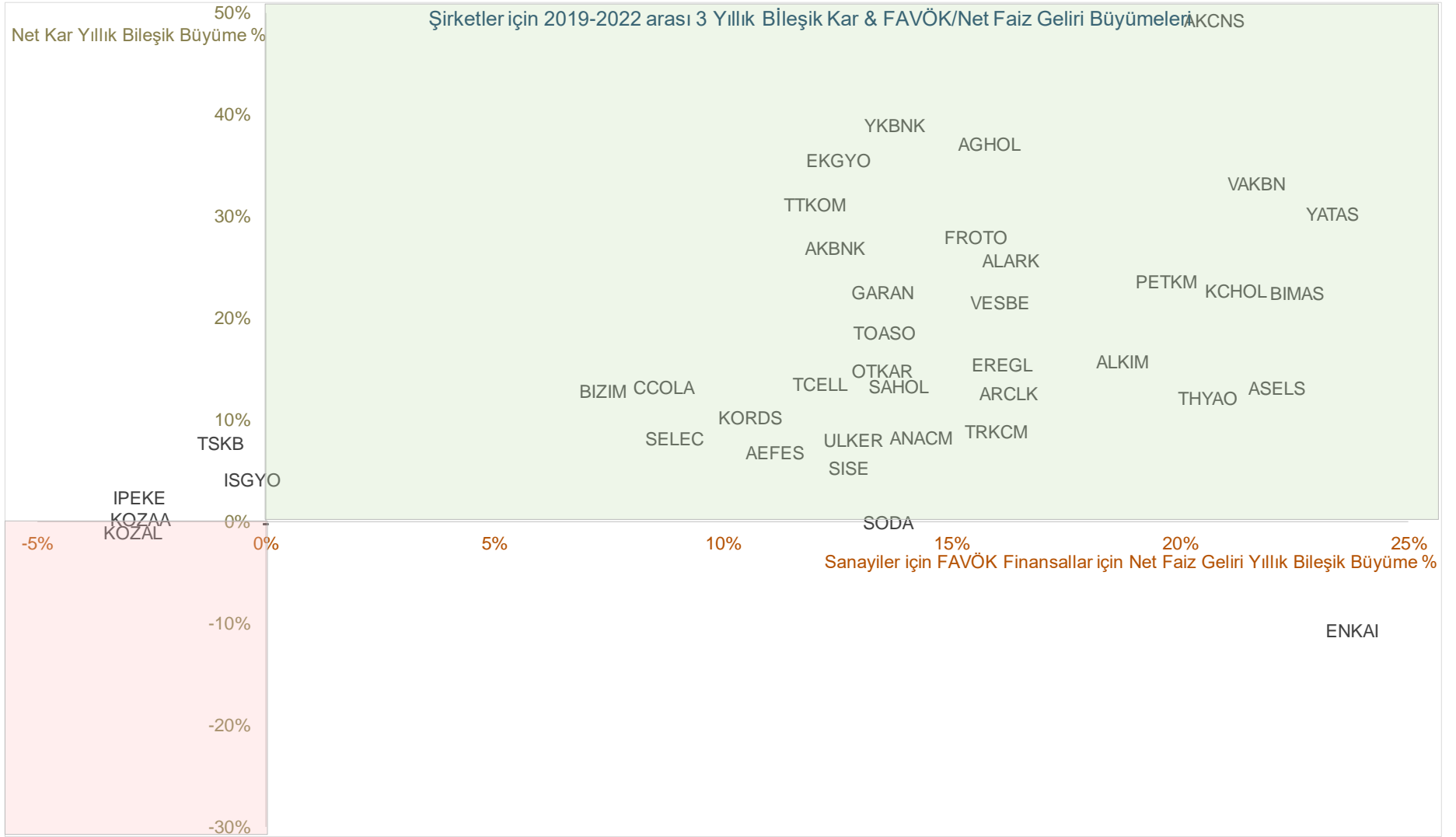


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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



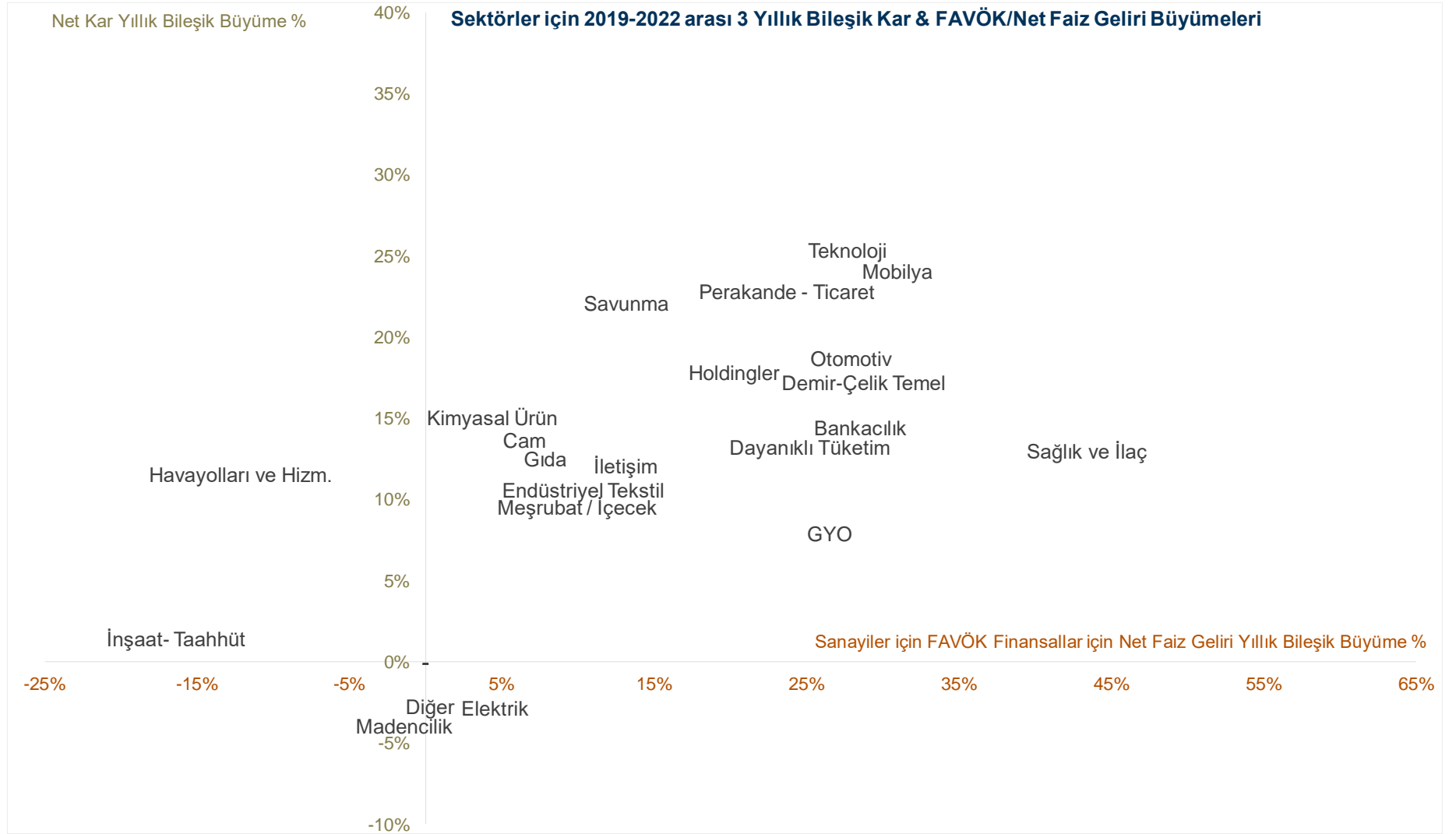
# BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T) 97



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

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

# BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T) 98

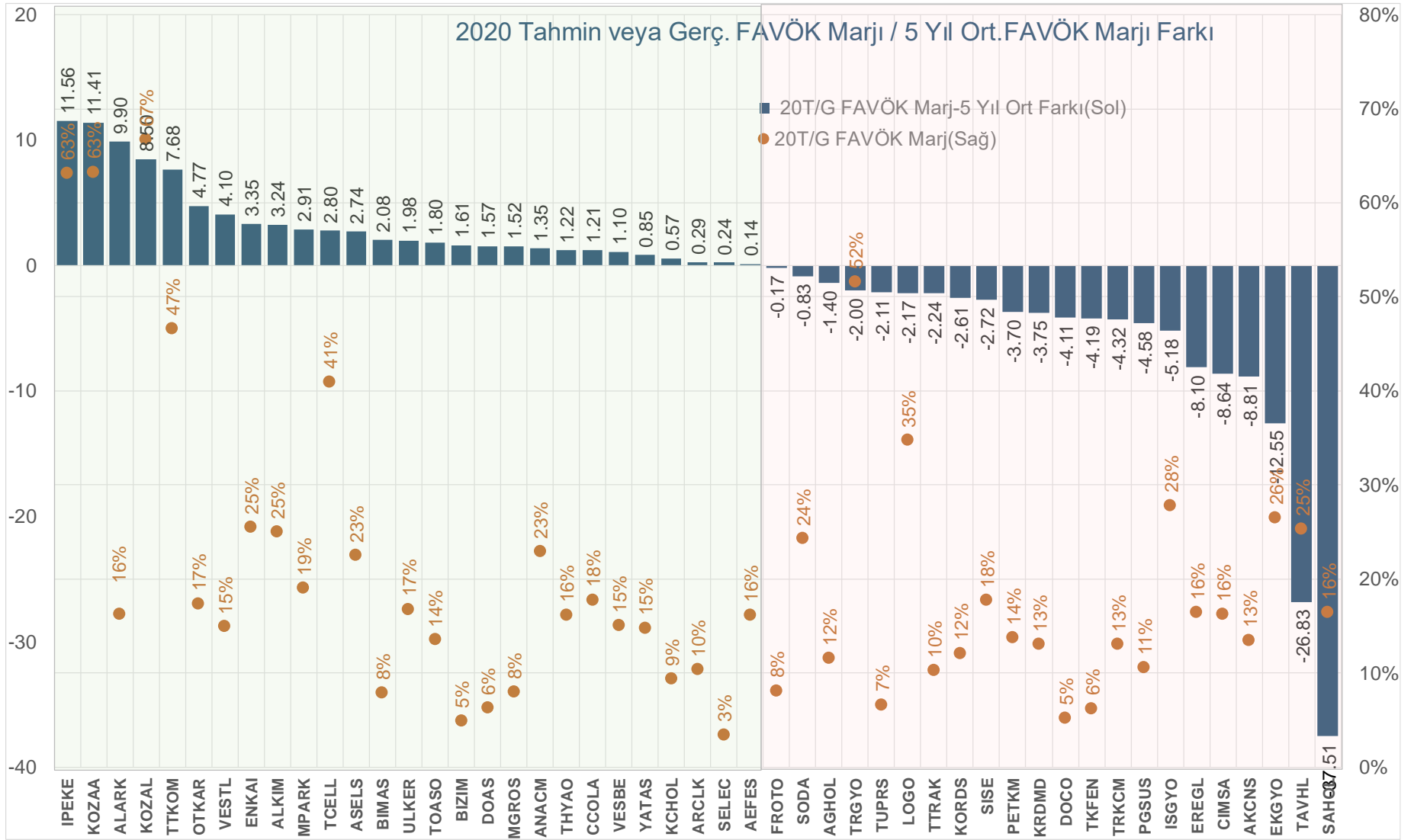


Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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

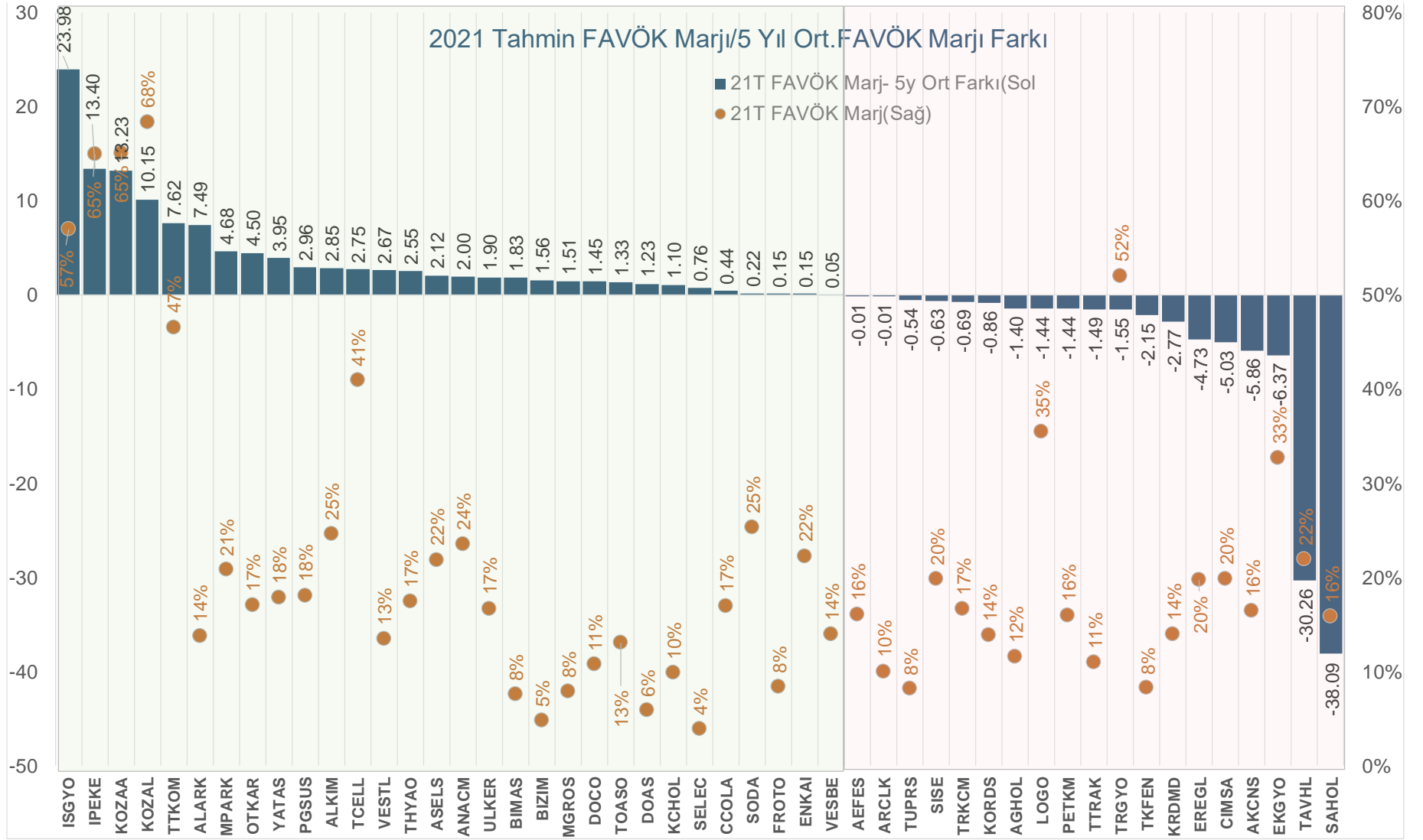
# BIST Grafikler – 2020T/G Marjları ve Tarihsel Ortalamalar

99



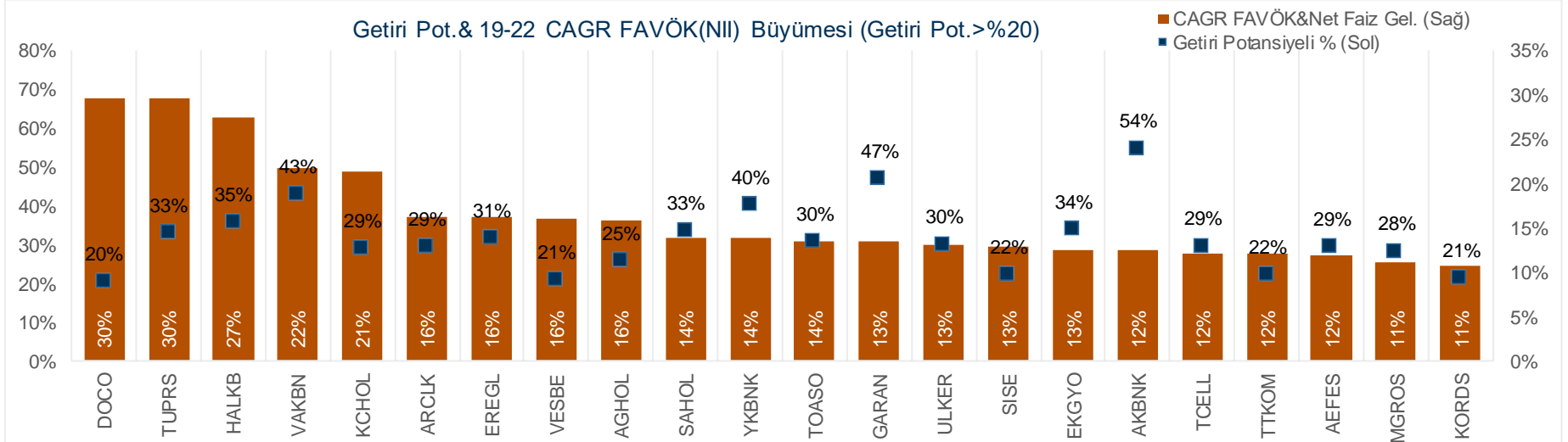
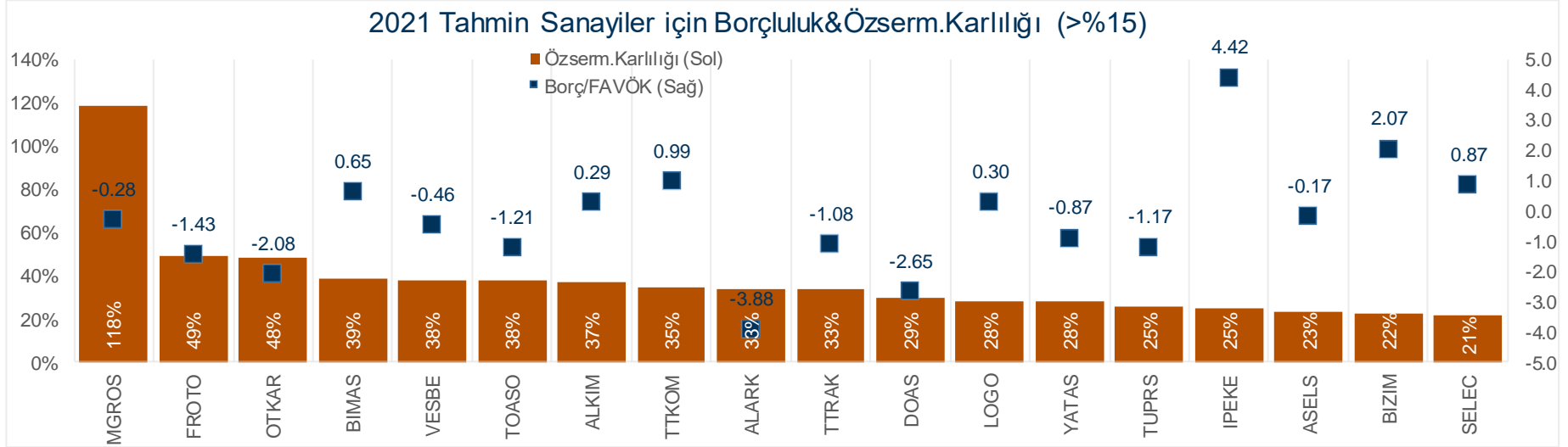
# BIST Grafikler - 2021T Marjları ve Tarihsel Ortalamalar

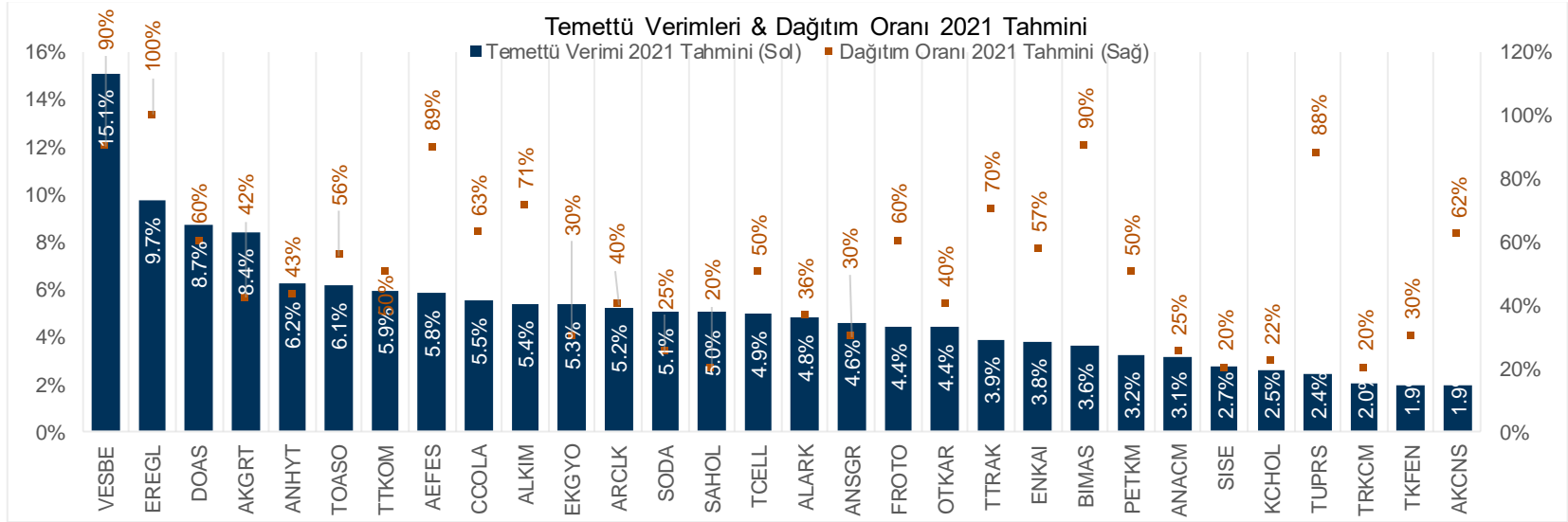
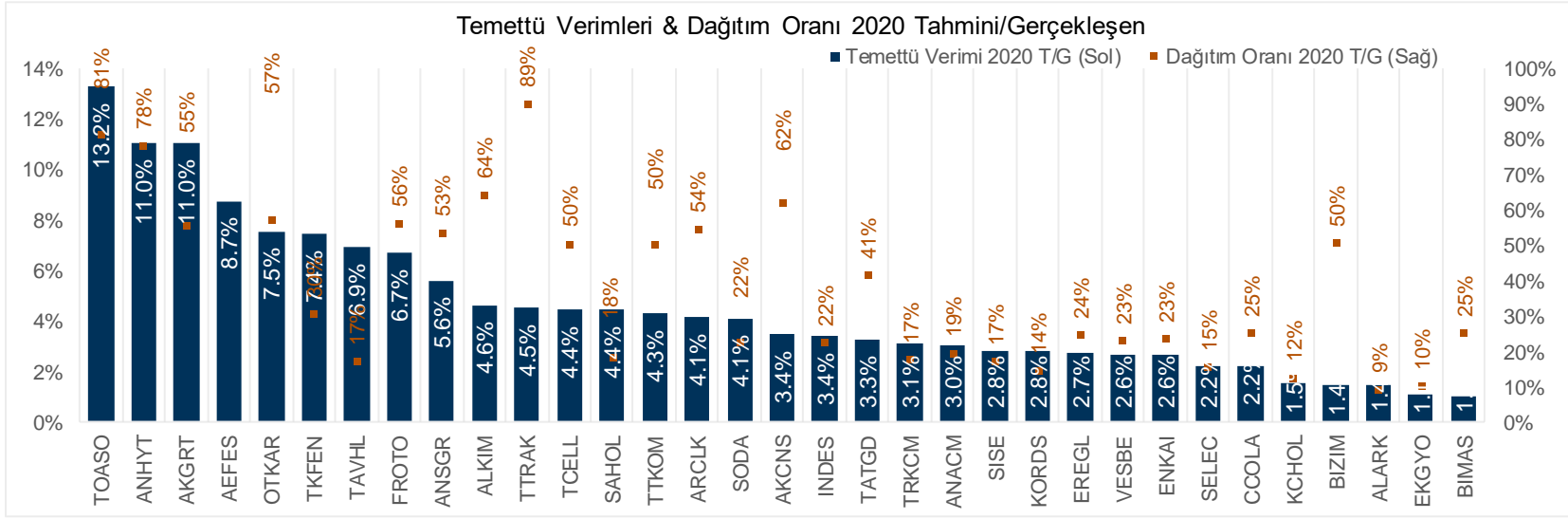
100



# BIST Grafikler – Borçluluk Rasyosu ve Karlılık Momentumu

101





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

103

2020 Tahmin/Gerç. ve Tarihsel Ort.F/K Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. Gerç.F/K Ort.	20T/G F/K	20T/G F/K & Tar.F/K Ort.Karş.
OTKAR	20.50	9.11	-56%
ASELS	16.93	7.92	-53%
COLLA	23.56	11.40	-52%
ULKER	18.87	9.66	-49%
ANHYT	13.00	6.99	-46%
SAHOL	7.08	3.99	-44%
ARCLK	13.52	7.70	-43%
TTKOM	14.57	8.43	-42%
GARAN	7.50	4.36	-42%
AKGRT	8.52	5.02	-41%
YKBNK	6.25	3.70	-41%
AKBNK	7.72	4.58	-41%
EKGYO	8.70	5.65	-35%
VESBE	9.05	5.96	-34%
ALARK	11.08	7.61	-31%
DOAS	9.81	6.89	-30%
VESTL	13.48	9.48	-30%
ANSGR	9.17	6.53	-29%
TCELL	13.34	10.15	-24%
KOZAL	8.23	6.39	-22%
AEFES	19.62	15.35	-22%
TSKB	5.53	4.52	-18%
IPEKE	9.89	8.15	-18%
KOZAA	7.35	6.05	-18%
SODA	5.98	4.94	-17%
HALKB	5.13	4.31	-16%
TOASO	10.75	9.04	-16%
LOGO	20.49	17.92	-13%
SISE	8.32	7.39	-11%
AGHOL	12.69	11.49	-9%
VAKBN	4.75	4.40	-7%
BIMAS	26.34	25.03	-5%
KCHOL	8.96	8.72	-3%

2020 Tahmin/Gerç. Tarihsel FD/FAVÖK Ort. Karş. Göre Ucuz			
Hisse	Tar. Gerç. FD/FAVÖK Ort.	20T FD/FAVÖK	20T/G FD/FAVÖK & Tar.FD/FAVÖK Ort.Karş.
KOZAA	1.30	0.09	-93%
AGHOL	11.76	3.20	-73%
BIZIM	7.51	3.63	-52%
ULKER	12.38	6.36	-49%
ASELS	15.54	8.00	-48%
ENKAI	7.14	3.76	-47%
TKFEN	4.94	2.93	-41%
ARCLK	8.86	5.40	-39%
MGROS	8.04	5.24	-35%
DOAS	8.61	5.62	-35%
COLLA	9.84	6.46	-34%
OTKAR	15.86	10.54	-34%
BIMAS	16.19	10.85	-33%
ALARK	9.42	6.32	-33%
TTKOM	5.17	3.57	-31%
TCELL	5.54	4.02	-28%
TOASO	8.52	6.23	-27%
AEFES	8.28	6.16	-26%
KRDMD	7.32	5.49	-25%
TUPRS	10.11	7.72	-24%
SODA	6.00	4.91	-18%
VESBE	5.31	4.41	-17%
LOGO	12.75	11.21	-12%
ANACM	5.88	5.18	-12%
VESTL	4.40	4.00	-9%
FROTO	10.20	9.46	-7%
TTRAK	9.92	9.71	-2%
KOZAL	3.95	3.90	-1%
EREGL	5.43	5.36	-1%

## BIST Grafikler – Yabancı Payı Değişimleri

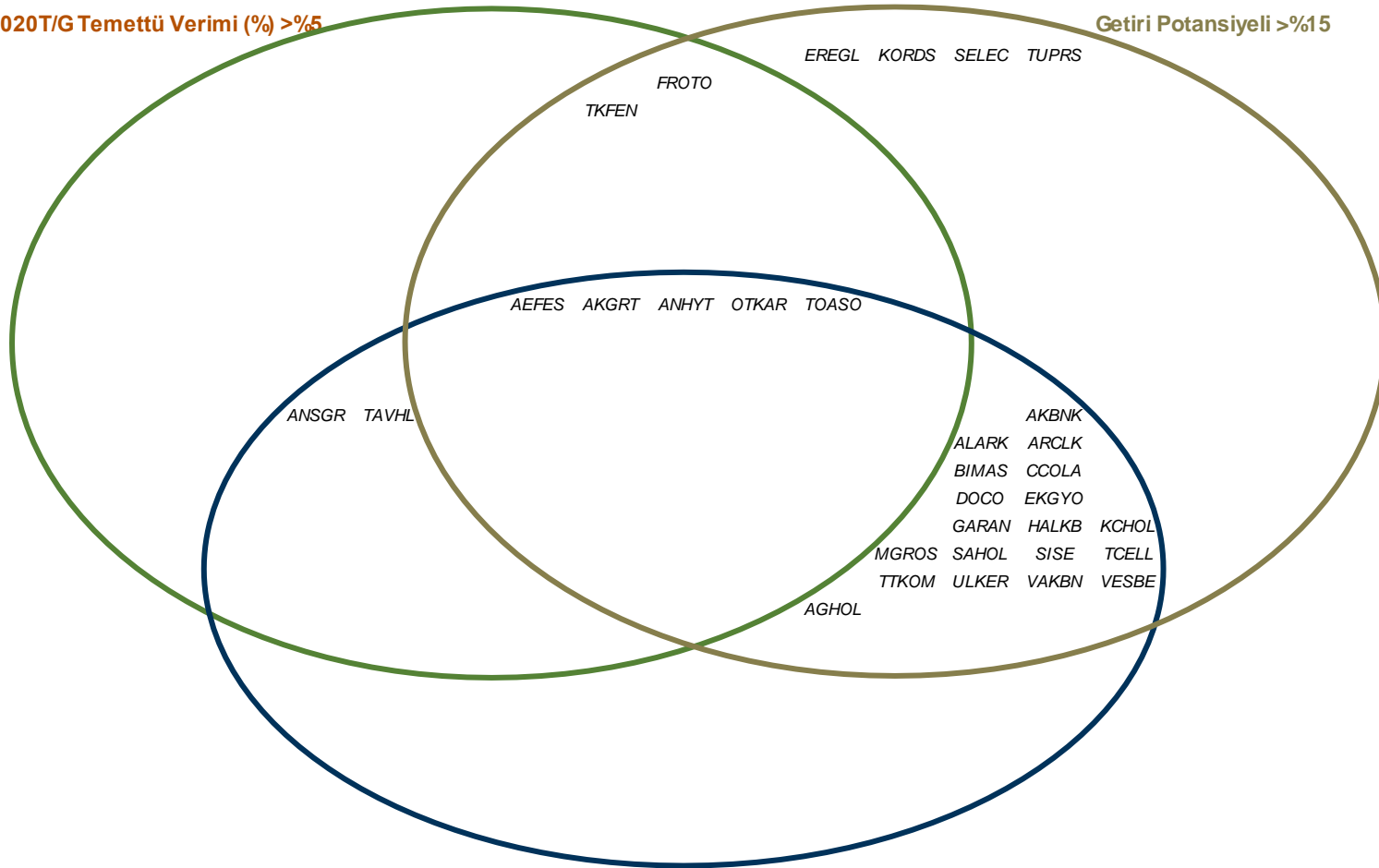
104

Yabancı Payı Değişimi						
Hisse	Cari Oran(%)	1 Ay Yabancı $\Delta$ >0 (baz puan)	Getiri Potansiyeli % >5	2020 Tahmini Kar $\Delta$ >0	1 Ay Göreceli Getiri %	
DOAS	21.9	5.88	13%	574%	41.76	
TTRAK	51.7	4.15	8%	101%	12.85	
YKBNK	66.2	3.12	40%	49%	-3.00	
KOZAL	58.5	2.98	15%	10%	-0.32	
VESTL	15.8	2.94	9%	80%	8.86	
OTKAR	21.6	1.64	18%	10%	-4.78	
AKBNK	60.3	0.60	54%	26%	-2.81	
KCHOL	77.9	0.47	29%	13%	0.94	
BIMAS	67.5	0.28	17%	41%	1.05	
VESBE	5.1	0.19	21%	45%	0.97	



2020T/G Temettü Verimi (%) >%5

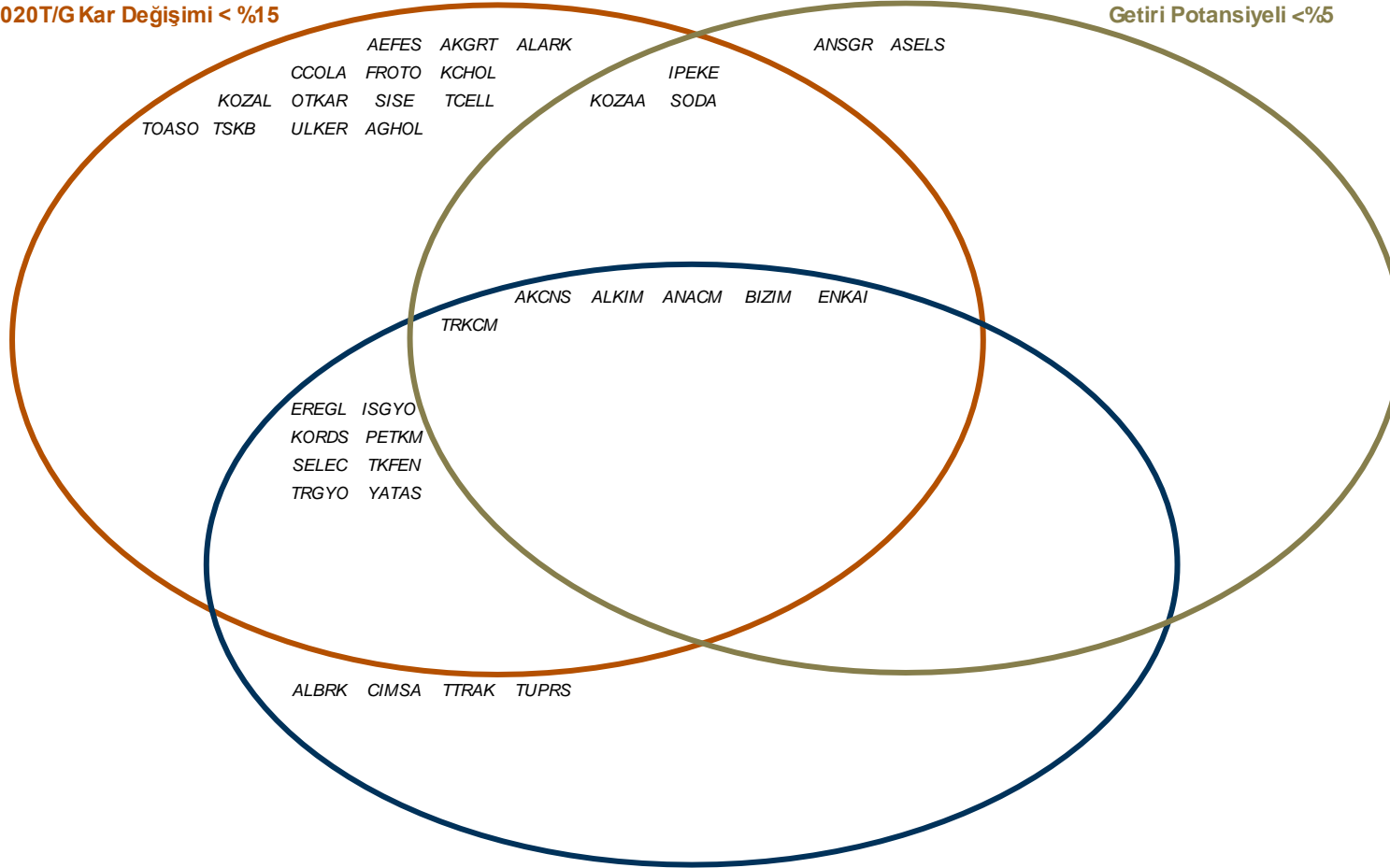
Getiri Potansiyeli >%15



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

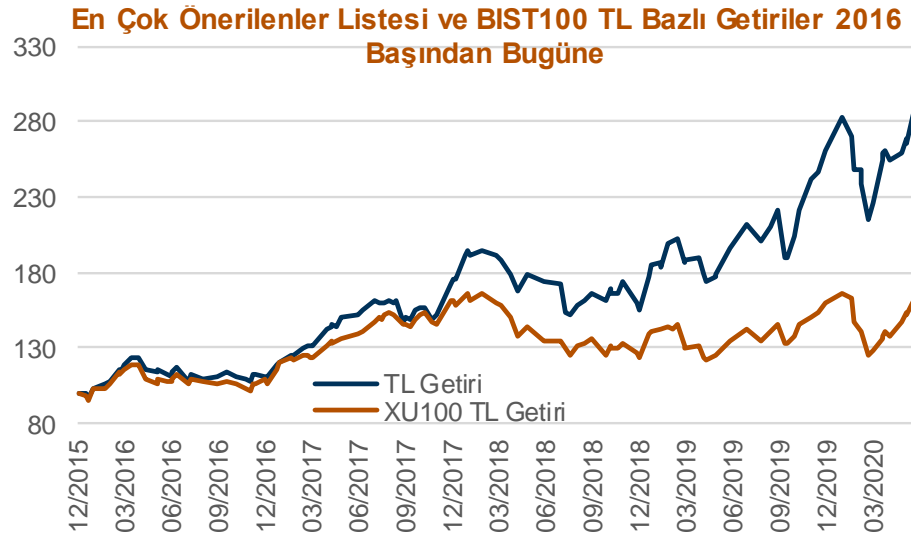
***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

- 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	9.7%	9.7%



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 > %20 : AL  
%5< Artış Potansiyeli < %20 :TUT  
Artış Potansiyeli < %5 : SAT

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