

# Hisse Senedi Stratejisi

## Çeyreksele Değerlendirme

Eylül 2020

**Kur ve Faizde Yeni Denge**

***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

**Yatırım Özeti**

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

# Kur ve Faizde Yeni Denge

## **Dünya piyasalarının aksine Ağustos ayında TR Hisse senetlerinde sert satış**

Temmuz sonunda başlayan kur şoku ve faiz oranlarındaki yükseliş Borsa İstanbul'da sert bir satış dalgasını tetikledi. Ağustos ayında Çin harici gelişmekte olan ülkelere 3,8 milyar dolar girerken Borsa İstanbul'dan 1 milyar dolar çıkış oldu. Ağustos ayında MSCI Türkiye endeksi %8,4 değer kaybederken, MSCI GOÜ ve MSCI Dünya endeksleri sırasıyla %2,1 ve %6,5 getiri elde etti. Türk lirası %9'a yakın kayıpla en çok kaybettiren gelişmekte olan para birimi oldu.

Yabancı yatırımcının çıkışının arkasında iki temel gerekçe var. (i) Doğu Akdeniz'de enerji kavgası nedeniyle artan jeopolitik riskler; (ii) Eşanlı olarak uygulanan genişleyici maliye ve para politikaları ve aktif oranının yol açtığı rezerv kaybı.

Türkiye'nin Doğu Akdeniz'deki enerji kaynaklarından payını almak istemesi en doğal hakkıdır. Enerji bağımsızlığını elde etmek isteyen Türkiye Doğu Akdeniz ve Karadeniz'deki enerji zenginliklerinden yararlanmak için mücadele ediyor. Bu süreçte üçüncü ülkeler ile yapılan pazarlıklarda Avrupa'yı hatta ABD'yi karşımıza almamız gerekebilir.

Buna karşın ekonomi cephesinde hızlı bir politika değişikliği gerekiyor ve Ankara bunun ilk adımlarını atmaya başladı. Pandemi sonrası devreye alınan genişleyici para politikası ve aktif oranı uygulamasından hızlı bir U dönüşü görüyoruz. Olası bir İkinci dalga tehdidine karşı Merkez Bankası politika faizinde (haftalık repo faizi %8.25 ) doğrudan bir artırıma gitmedi. Ancak sıkılaştırma adımları ile ağırlıklı ortalama faizi %7,5 seviyesinden %10'un üstüne taşıdı ve gerekli görürse %11 seviyesinin üzerine taşıyabileceğinin sinyalini verdi. Daha önemlisi aktif oranı hedef değerinin %100'den %95'e indirilmesi ve kamu bankalarının mevduat ve kredi faizlerini yukarı çekmesiyle parasal sıkılaşma ve parasal aktarım mekanizması desteklendi. Kamu Bankalarının konut ve otomotivde cazip kampanyaları son buldu. Aynı dönemde 2 yıllık ve 10 yıllık bono faizleri ise, sırasıyla 240 baz puan ve 32 baz puan genişleyerek %13.5 ve %13.90 seviyelerine geldi.

## **Hisse senedi piyasası için temel soru kurun ve faizin hangi seviyede dengeleneceği**

Geçmişte pek çok kez yaşadığımız gibi mevcut döngüden çıkış kurun ve faizin daha yukarıda denge bulması ve bunun sonucunda ekonomide ihracat lehine yeniden dengelenme ile olacak. Geçmiş verinin incelenmesi Türk lirasını yeniden cazip hale getirmek için %2-%3 civarında bir reel faize ihtiyaç olduğunu gösteriyor. Mevcut enflasyon tahminleriyle bu reel getiri %13-%14 civarında bir nominal faize denk geliyor. Bu yüzden baz senaryomuzda ağırlıklı ortalama fonlama faizini %13 seviyesine çıkardık ve döviz sepetini mevcut seviyelere yakın seviyelerde tuttuk.

FED'in yeni enflasyon hedefi politikası, dolayısıyla faizlerin uzun süre daha düşük kalacak olması, özellikle COVID aşısı ile ilgili potansiyel olumlu gelişmelerin yılın son çeyreğinde küresel risk algısını olumlu etkileyebilecek olması olumlu senaryomuzu destekleyecek unsurlar. Öte yandan, Doğu Akdeniz'de gerginliğin tırmanması ve neticesinde AB ile ilişkilerin bozulması ve kış aylarında tekrar ekonomik kısıtlamalara yol açacak ikinci bir Kovid dalgası tahminlerimiz için temel risk faktörleri.

## **BIST mevcut değerlemeler ile cazip bir getiri / risk fırsatı sunuyor**

BIST Hisseleri hem geçmiş ortalamalarına göre hem de GOÜ benzerlerine göre tarihsel yüksek iskontolarda işlem görüyor. BIST 100 endeksi 200 günlük ortalamasına (1075) oldukça yakın işlem gören ender piyasalardan. Mevcut yurtdışı konjonktür düşünüldüğünde bu seviyenin oldukça güçlü bir destek olacağını düşünüyoruz.

## **Güçlü 3Ç 2020 beklentileri ve aşılı ile ilgili gelişmeler hisse senetlerini destekleyebilir**

Haziran ayında ekonomilerde normalleşmenin başlaması, düşük faiz ortamı ve hızlı kredi genişlemesinin özellikle dayanıklı tüketim malları satan şirketlerin (otomotiv, beyaz eşya, traktör, mobilya) 3Ç sonuçlarına olumlu yansımaları bekleniyor. İhracatçı şirketlerin de 3Ç'de özellikle Avrupa ülkelerinde normalleşmenin başlaması, uygulanan teşvikler ve TL'nin hızlı değer kaybından olumlu etkilenmesi beklenebilir. Yılın son çeyreğinde, 3. faz denemesi süren aşılı ile ilgili olumlu haber akışı özellikle yükselişlerde geride kalan, bankacılık, enerji, demir çelik, ve havacılık gibi döngüsel sektörlerle ilgiyi arttırabilir.

Biz de model portföyümüzde COVID sonrasında gördükleri dip seviyelere yakın işlem gören bankalara ([AKBNK.IS](#) ve [GARAN.IS](#)) piyasa ağırlığının hafif üzerinde bir ağırlıkla yer vermeye devam ediyoruz. TL'nin dengelenmesi ve aktif rasyo uygulamasının yeni dönemde kaldırılması bankacılık hisselerini tetikleyici faktörler olabilir. Sektörün oldukça güçlü gelen Temmuz ayı rakamları da, Ağustos ve Eylül aylarında artan faiz oranlarının yaratacağı marj baskısına rağmen 3Ç sonuçlarını destekleyecektir.

İştiraklerine göre yüksek iskontolu işlem gören Koc Holding'in ([KCHOL.IS](#)), gerek döngüsel sektörlerdeki varlığı gerekse ihracatın toplam satışlarındaki payı nedeniyle önümüzdeki dönemde ön plana çıkabilecek hisselerden olabileceğini düşünüyoruz. Sise Cam'ı ([SISE .IS](#)) da birleşme sonrası yaratılacak sinerjilerin etkisi ihracat ve yurtdışı pazarlarında beklenen toparlanma nedeniyle listemizde tutmaya devam ediyoruz. Güçlü kar momentum olan Türk Traktör'ü ([TTRAK.IS](#)) ise hisse fiyatındaki düzeltme sonrası tekrar listemize ekliyoruz. Son olarak nispeten defansif isimlerden olan Turkcell ([TCELL.IS](#)) ve KOZAL ([KOZAL.IS](#)) hisselerini de model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

# Ağustos Ayında Derinleşen Ayrışma

4

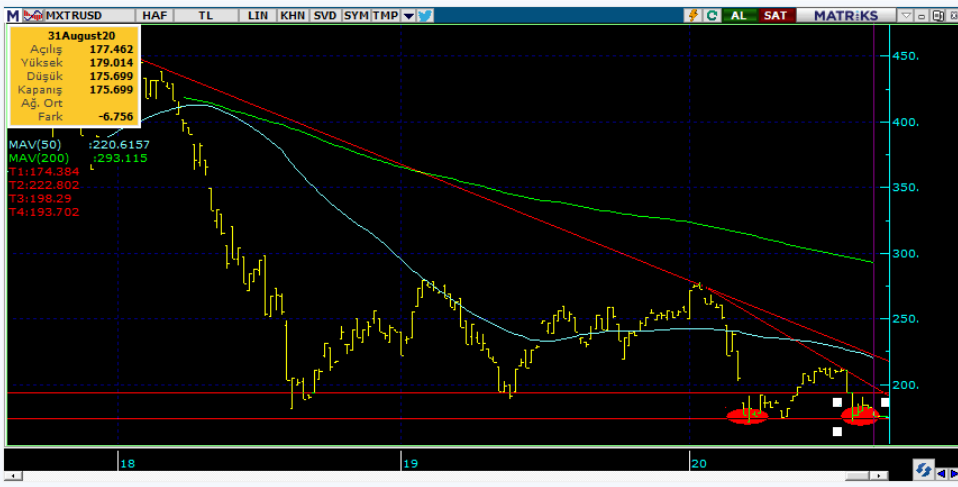
## MSCI Gelismekte Olan Ülkeler Endeksi (Haftalık periyot)



## MSCI Dünya Endeksi (Haftalık periyot)



## MSCI Türkiye Endeksi (Haftalık periyot)

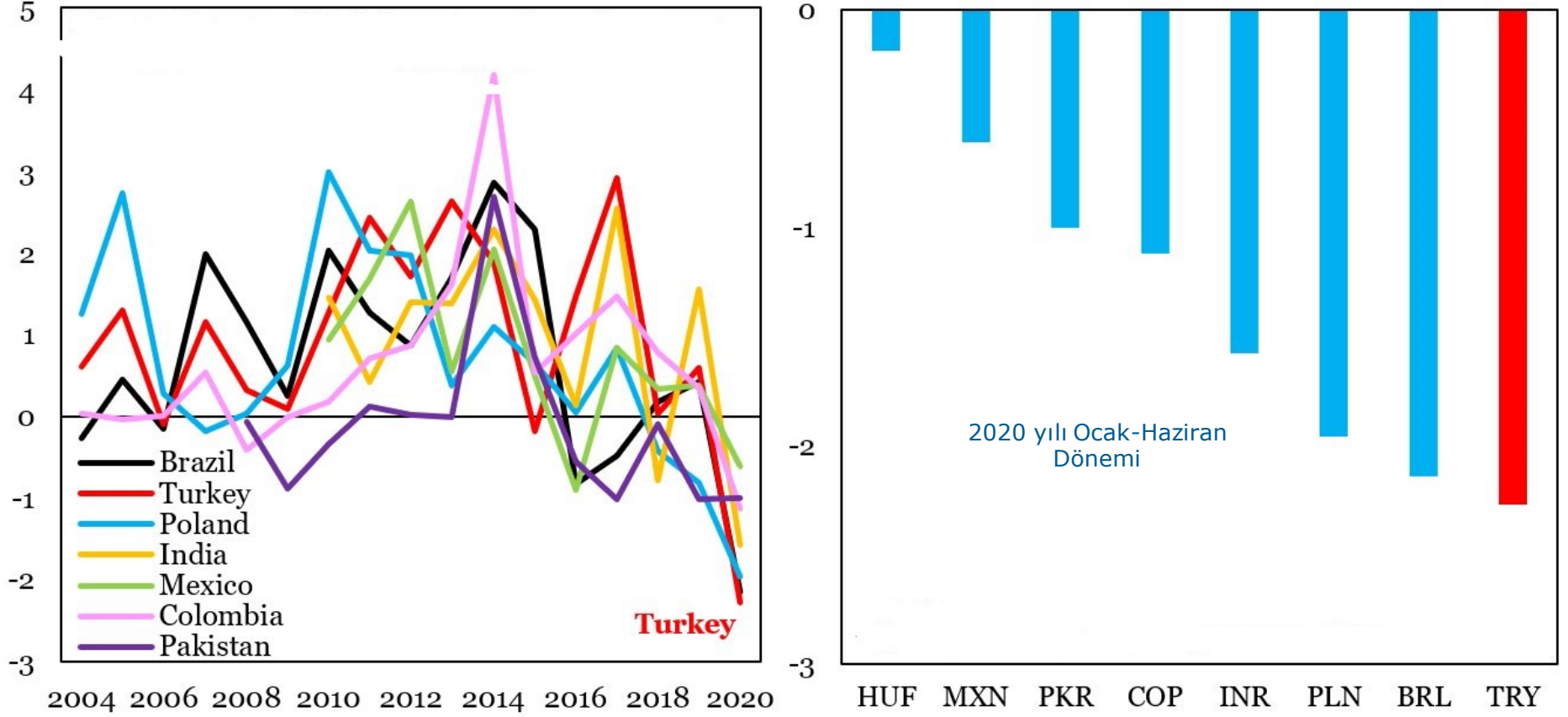


MSCI TR Endeksi Ağustos ayında Mayıs ayındaki dip seviyesini test ederken, MSCI GOÜ ve Dünya endeksleri yükselişi sürdürdü.

IIF verilerine göre Ağustos ayında Çin hariç GOÜ'lere 3.8 milyar dolar giriş olurken, Türkiye hisse senetlerinden 1 milyar dolar yabancı çıkışı oldu.

Kaynak: Matriks

## Ocak-Haziran Döneminde Geçmiş Portföy Hareketleri (xstandard sapma) 5



Yabancı yatırımcıların Portföy çıkışlarında yılın ilk yarısında geçmiş ortalamalardan 2.5 standard sapmaya yakın farkla Türkiye başı çekiyor

Kaynak: Haver ve IIF

# TCMB Ortalama Fonlama Faizi ve Döviz Sepeti

6



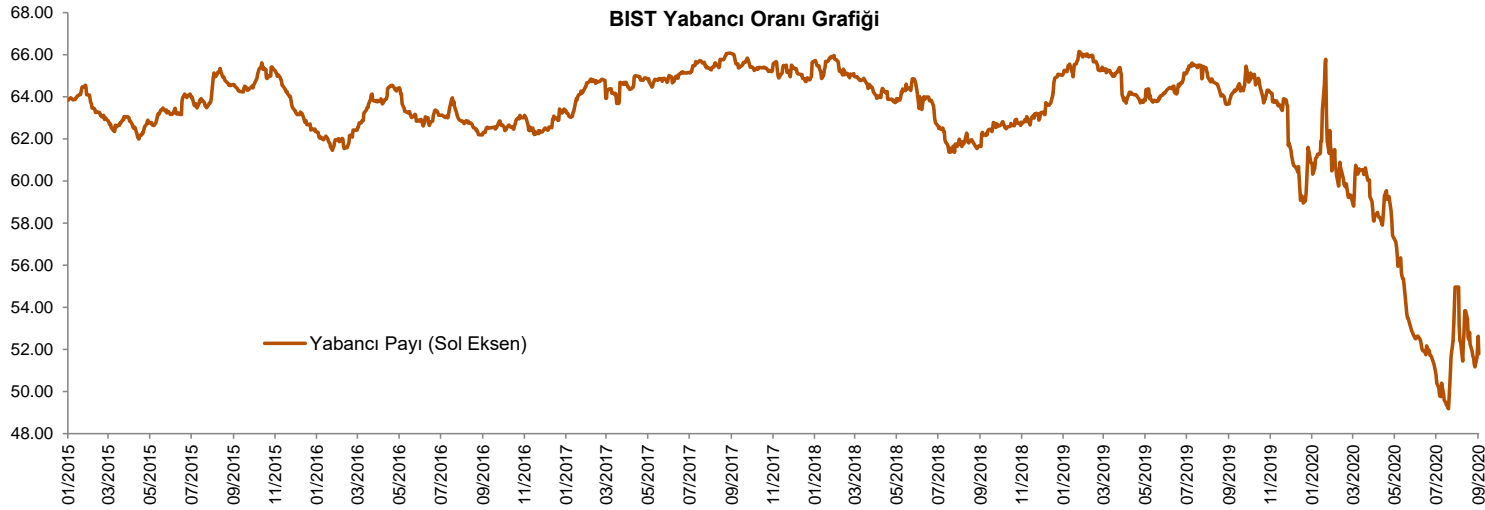
Kaynak: Matriks

# BIST'de Yabancı Payı ve TL Volatilitesi

7



2018'de kur şokunun ardından, faizlerdeki artış ve TL volatilitesindeki düşüş ile birlikte yabancı payında toparlanma gözlenmişti. Bu sefer de kur ve faizin dengelenmesinin ardından benzer bir toparlanma görebiliriz.



Kaynak: Bloomberg, Matriks



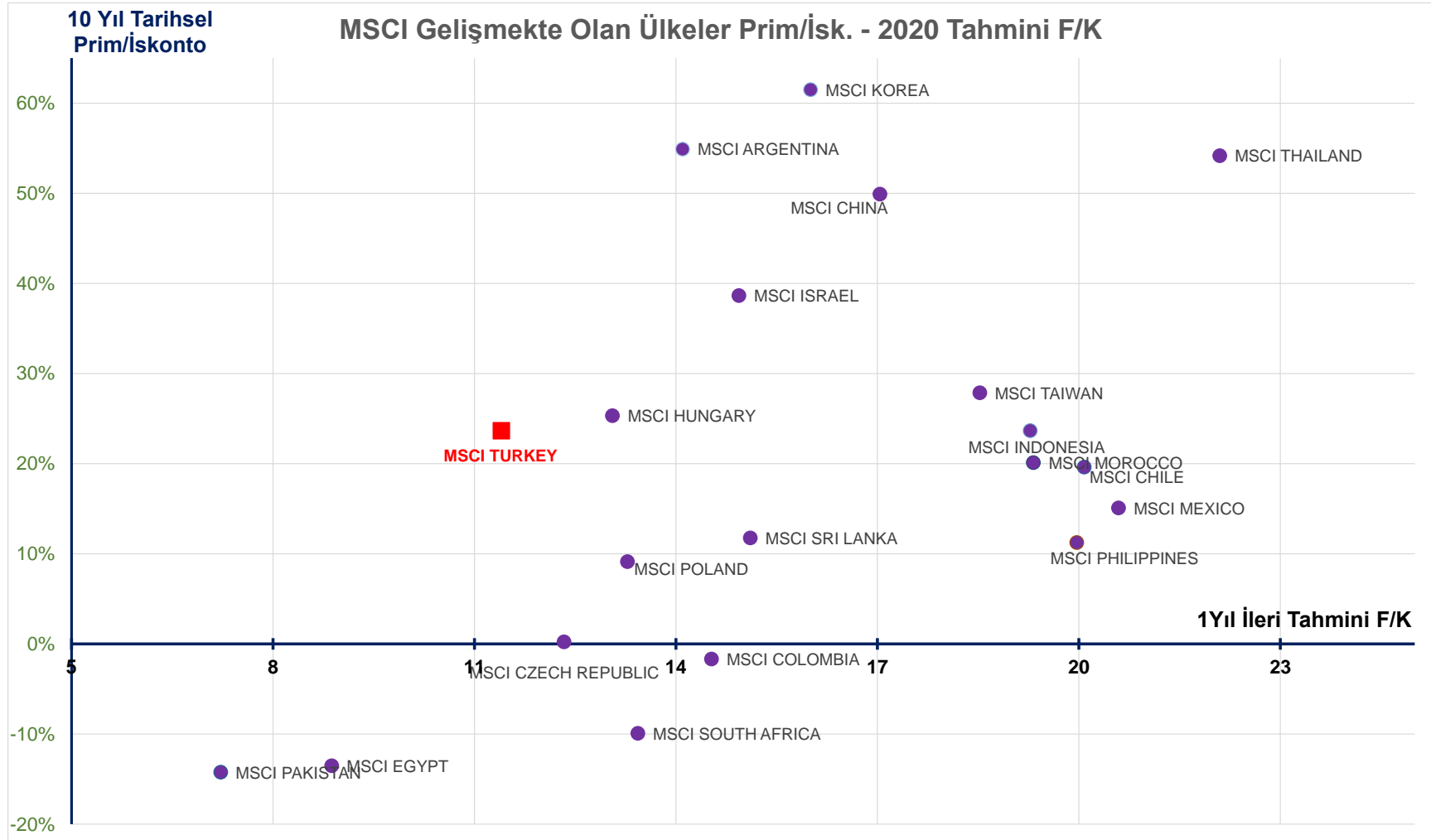
## Yabancı Payı En Çok Azalan Hisseler

En Çok Azalan Hisseler	Cari Değer Yabancı Payı	31/12/2019 Yabancı Payı	Değ. Baz Puan	HAO %	Yılıçi Getiri %	2005 yılından bugüne dip seviye
VAKBN	7.00	70.26	-63.26	15	-25.8	6.81
TUPRS	34.42	77.78	-43.36	49	-37.5	34.37
PGSUS	12.35	51.38	-39.02	36	-48.4	3.99
TKFEN	21.21	58.75	-37.55	51	-20.9	21.21
HALKB	6.98	41.20	-34.22	25	-14.0	6.98
TAVHL	62.54	94.75	-32.21	44	-45.9	54.80
GARAN	48.19	76.06	-27.87	50	-39.3	48.13
TTKOM	45.88	72.02	-26.15	15	-4.0	32.93
TRKCM	17.50	42.60	-25.10	28	17.1	17.01
TSKB	21.01	38.57	-17.56	39	-9.9	12.33
KOZAL	54.78	70.57	-15.79	30	4.0	37.32
SISE	16.20	30.04	-13.84	31	18.4	15.69
ISCTR	45.38	59.16	-13.77	33	-22.0	44.28
THYAO	31.06	44.36	-13.30	50	-28.4	18.25
AKBNK	51.60	64.03	-12.43	51	-39.8	44.41
ARCLK	61.85	74.24	-12.39	25	1.7	46.43
EREGL	58.74	70.69	-11.95	48	-0.9	20.21
TCELL	77.97	89.09	-11.13	49	4.9	77.58
KRDMD	13.28	23.80	-10.51	91	11.7	1.73
KCHOL	72.60	83.04	-10.44	26	-26.5	51.01
SODA	26.69	34.81	-8.11	37	15.7	3.25
EKGYO	40.77	47.82	-7.06	51	18.6	23.73
DOHOL	42.21	48.26	-6.05	36	20.0	18.47
BIMAS	64.01	69.06	-5.05	68	46.0	54.33
KOZAA	54.31	58.33	-4.01	45	28.6	1.07
SAHOL	65.43	68.29	-2.85	47	-14.1	46.79
PETKM	20.42	18.12	2.30	48	1.6	1.27
MGROS	43.57	38.34	5.23	39	58.9	0.72
ASELS	35.78	27.74	8.04	26	61.9	1.84
YKBNK	62.96	46.68	16.28	30	-18.6	31.76

Bankacılık sektöründe yabancı payı 2005 'den bu yana en düşük seviyedeyken, diğer sektörlerde oranlar genel olarak halen geçmişteki en düşük seviyelerin üzerinde.

Kaynak: Matriks

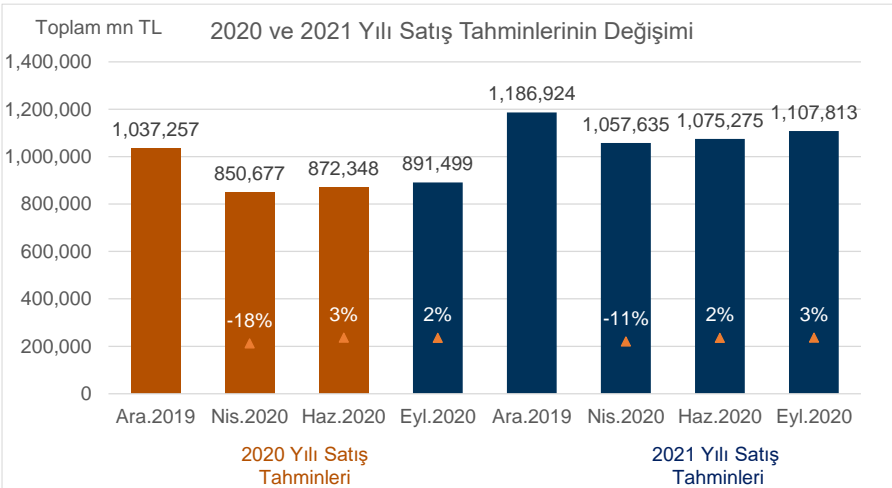
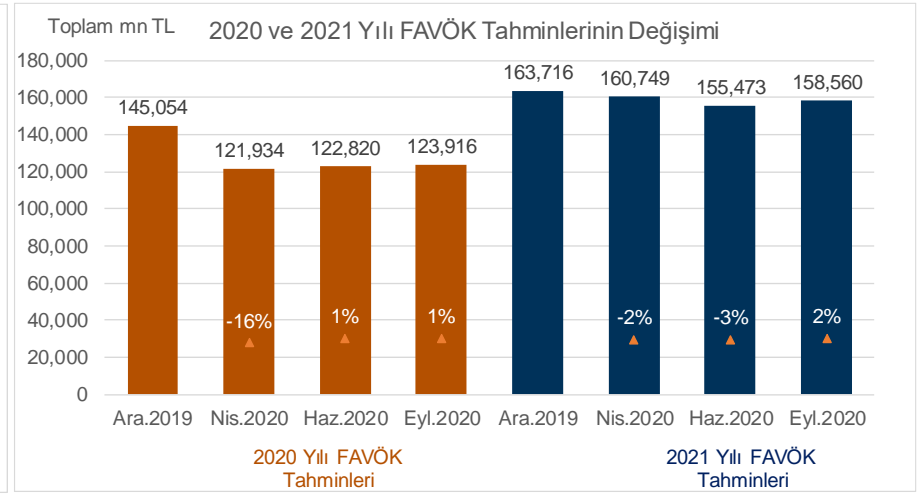
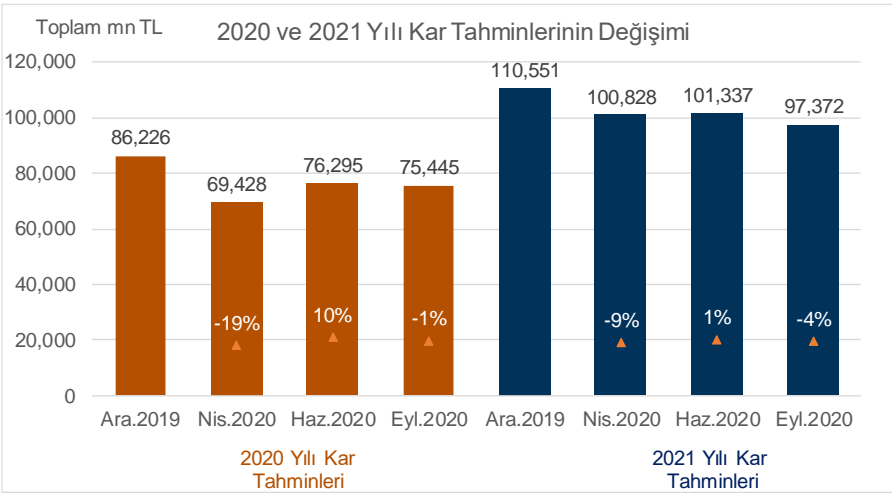
# MSCI TR halen geçmiş ortalama F/K 'sından uzak değil



Kaynak: Bloomberg

# COVID 19 öncesi ve sonrası 2020 ve 2021 projeksiyonlarında değişim

10



Aralık 2019 ve Eylül 2020 rakamlarını karşılaştırdığımızda, 2020 ve 2021 yılı toplu net kar tahminlerimiz COVID-19 öncesine göre, sırasıyla %12.5 ve %12 aşağı geldi.

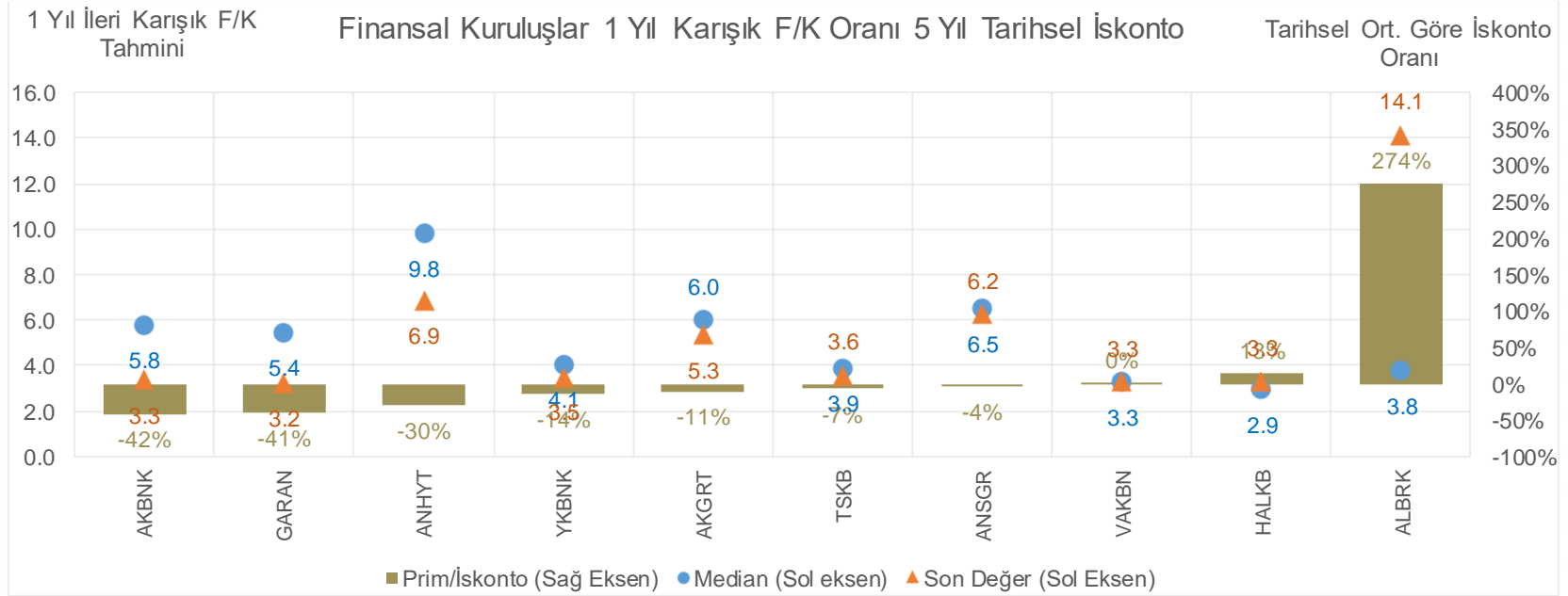
Benzer bir şekilde 2020 ve 2021 toplu FAVÖK tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyon, %14 ve %3 oldu.

İki yılın toplam net kar ve FAVÖK tahminleri ise, sırasıyla %12, ve %8 aşağı revize edildi.

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler

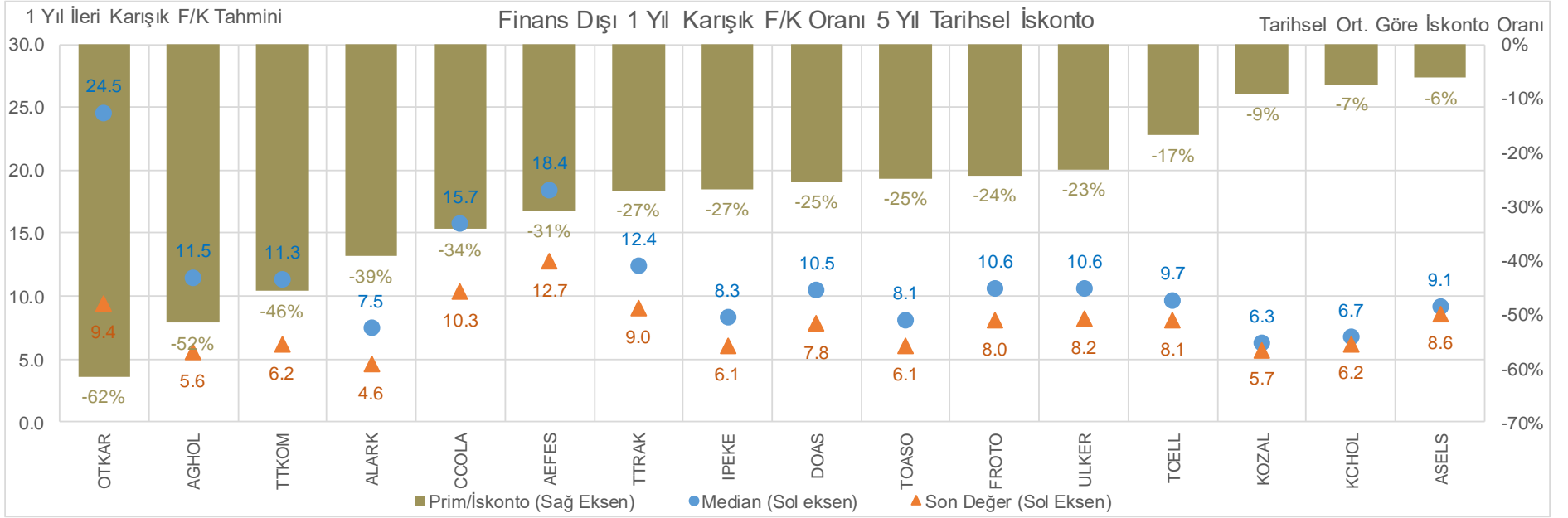
# Özel bankalar ve sigortalar tarihsel ortalama F/K oranlarının altında

11



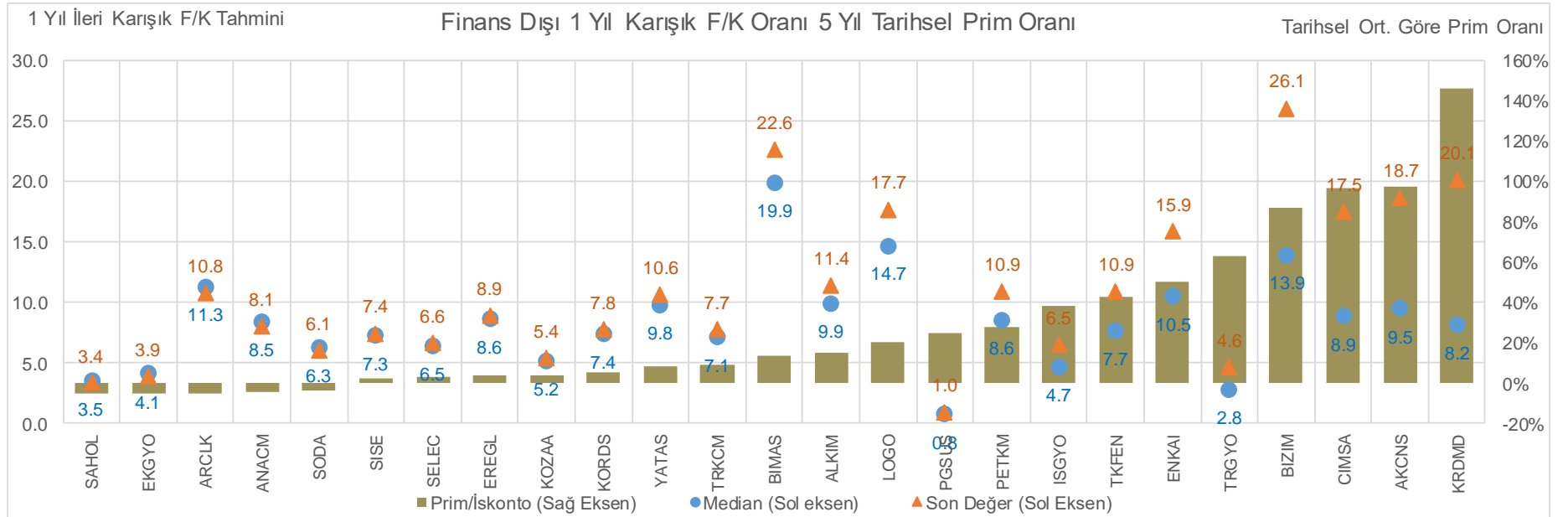
Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini F/K oranları kullanılmıştır

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



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

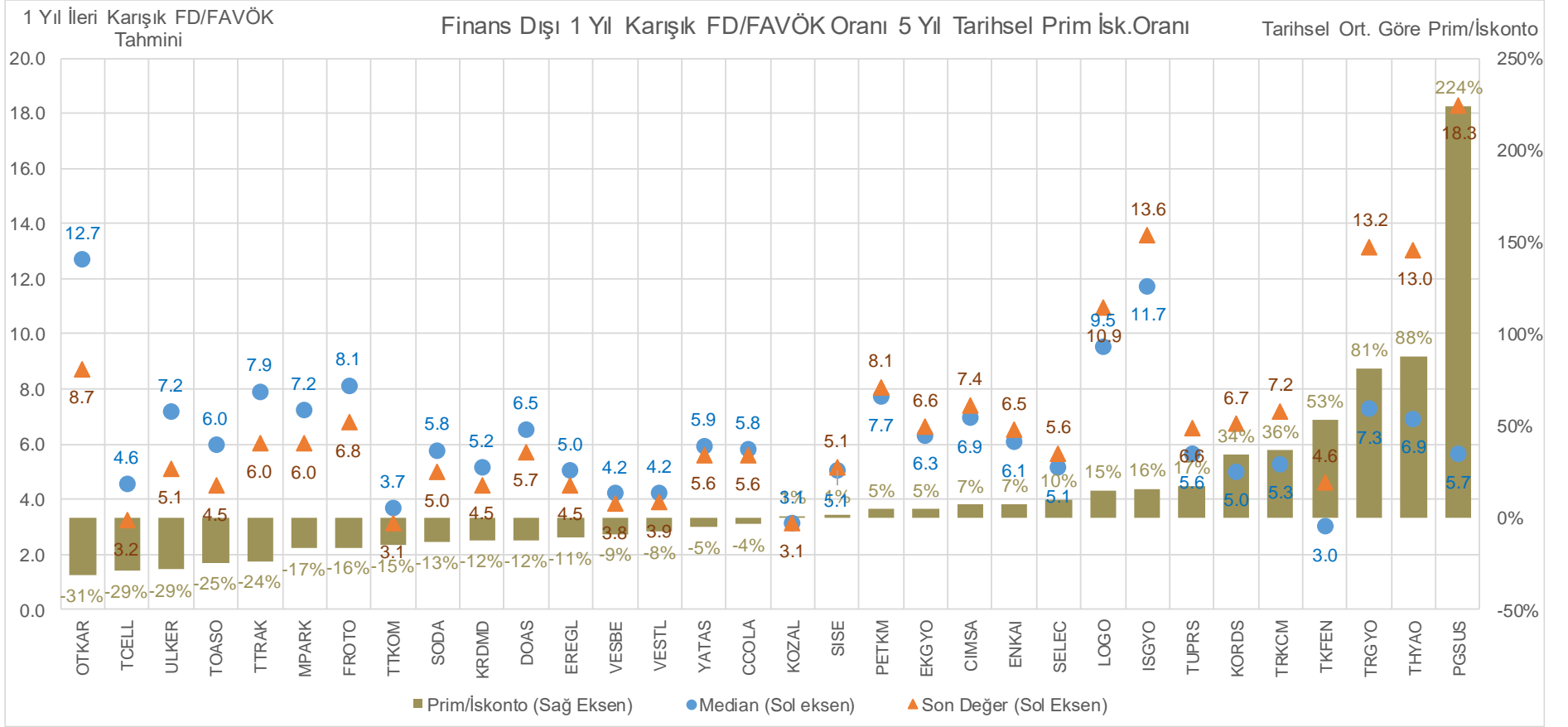
# Geçmiş ortalama F/K oranlarının üzerinde işlem gören finans dışı şirketler 13



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

# Geçmiş ortalama FD/FAVÖK oranına göre iskonto / prim

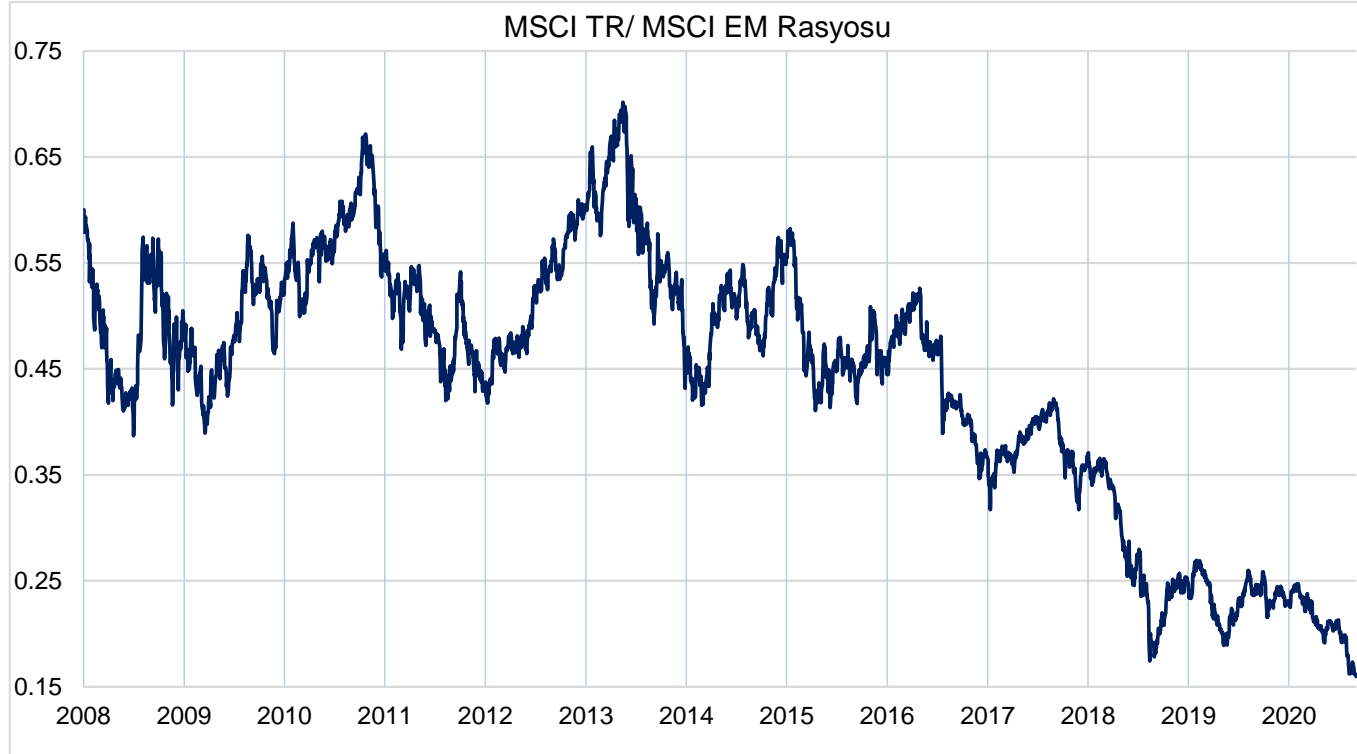
14



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

# MSCI Türkiye / MSCI GOÜ Rasyosu Ağustos ayında yeni bir dip yaptı

## MSCI TR / MSCI EM

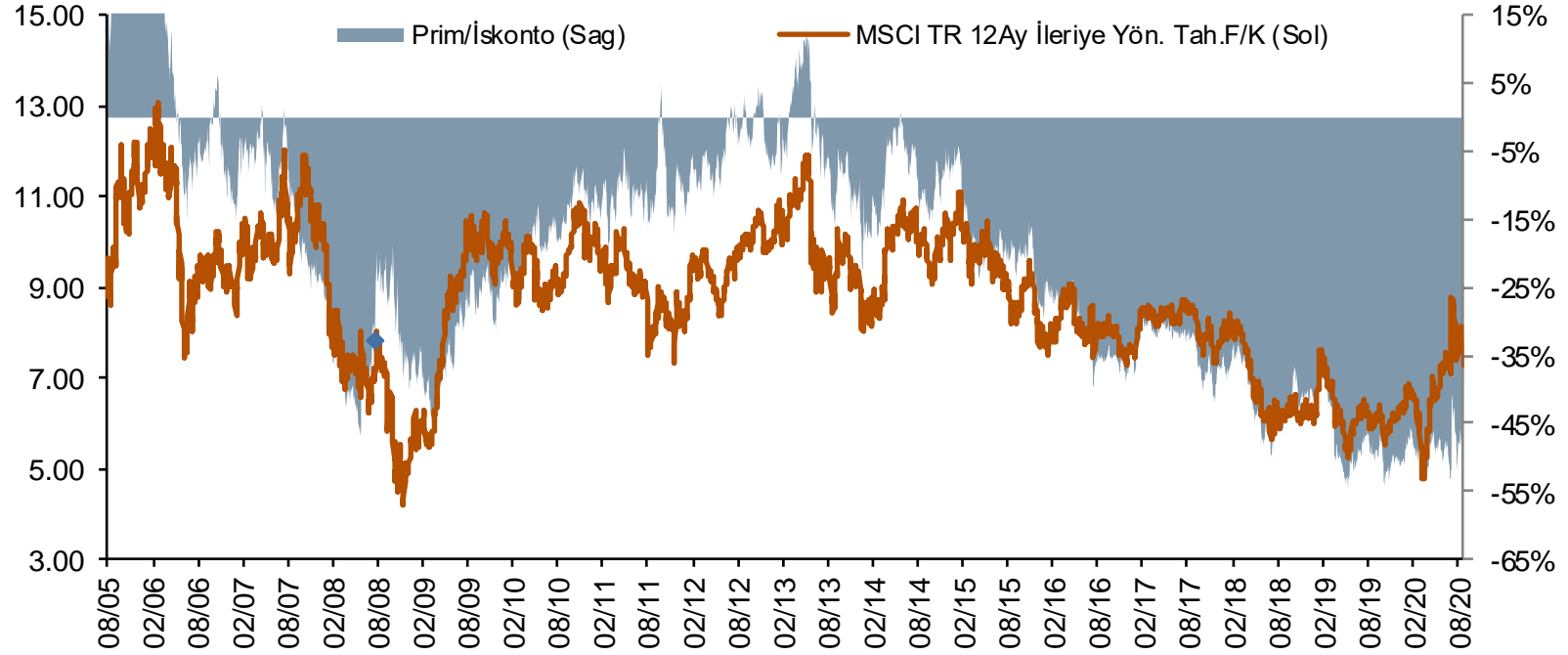


Kaynak: Bloomberg



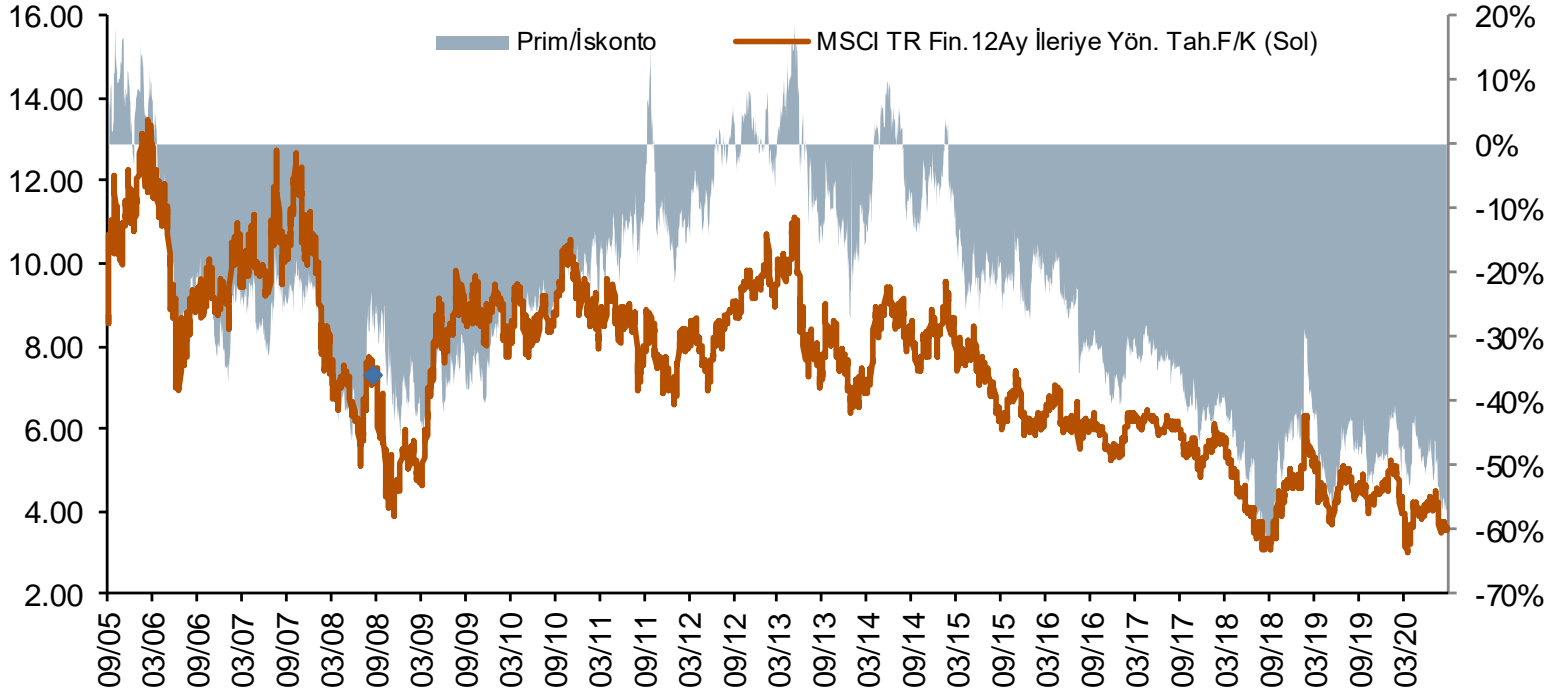
# MSCI Türkiye F/K oranı GOÜ endeksine göre %39 ıskontolu

16



Kaynak: Bloomberg

# MSCI Türkiye Fin.F/K oranı MSCI GOÜ Fin. endeksine göre %57 iskontolu 17



Kaynak: Bloomberg

# COVID-19 İlaç ve Aşı Çalışmaları : Faz 3 denemeleri sonuçlanmaya yakın 18

Dünya'da bir kısmı yeni genetik teknolojileri bir kısmı da canlı virüs bazlı geleneksel teknolojileri kullanan 128 ayrı COVID-19 aşı yaklaşımı mevcut. Bunların 36 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

## **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 aşının etkinliğinin düşük olması ve nüfusun yeterli kısmının aşılanamaması. FDA, aşının %50 etkili olması halinde bile kullanılacağını belirtti. Tabii bu durumda nüfusun daha büyük bir çoğunluğu aşı olmak durumunda.

## **Önde giden aşı çalışmaları**

Rusya'da Gamaleya Enstitüsü geliştirdiği aşı için Ağustos sonunda onay aldı. Halen faz 3 çalışmaları devam etmekte. Yıl sonunda üretime geçilmesi hedefleniyor. Çin'li şirket Can Sino Bio, geliştirdiği aşının kullanımı için kısıtlı onay almış durumda. Faz 3 denemeleri sürmekte.

**Moderna** : ABD'li şirket 27 Temmuz'da 30,000 kişilik faz 3 denemelerini başlattı. 11 Ağustos'da ABD hükümeti, aşının etkinliğinin kanıtlanması durumunda 100mn doz almak için 1.5 milyar dolar finansman sağladı.

**BionTech / Pfizer / Fosun Pharma**: 27 Temmuz'da şirket 2. ve 3. faz denemeleri eş zamanlı başlattı. Aşı Türkiye'de de deniyor. ABD ve Japonya hükümetleri, sırasıyla 100 milyon ve 120 milyon doz sipariş vermiş durumda. Firmalar otoritelerin onay sürecinin Ekim ayında başlayacağını belirtiyor. Onay alması durumunda Pfizer 2021 sonuna kadar dünya çapında 1.3 milyar doz üretebileceğini söyledi. Firma Ekim sonunda sonuç almak için yeterli hastaya ulaşılacağını söyledi.

**Oxford Üniversitesi / Astra Zeneca** : Faz 2 ve 3 denemeleri devam eden aşı en önde giden projelerden. Astra Zeneca Ekim ayında onay alınması durumunda acil kullanıma başlanabileceğini belirtti. Avrupa Birliği 400 mn doz için firmaları anlaşma imzaladı. Şirket onay alması durumunda 2 milyar doz üretim kapasitesine ulaşacağını belirtti.

***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

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
YATAS	9.30	11.50	24%	44%	TUT	AL	1,417	235	88	1,911	341	156	1,317	194	78	1,737	310	147
LOGO	91.60	112.30	23%	26%	AL	AL	533	188	119	719	253	159	487	169	107	664	235	149
CIMSA	10.71	12.69	18%	13%	TUT	TUT	2,077	344	82	2,420	414	135	1,967	320	29	2,264	450	145
ENKAI	6.31	7.33	16%	11%	TUT	TUT	11,114	2,643	3,079	15,976	3,495	2,506	11,348	2,893	2,216	16,580	3,695	2,369
VESTL	18.01	20.10	12%	10%	TUT	TUT	19,681	2,669	328	25,532	3,572	1,128	19,180	2,859	583	23,381	3,151	1,017
EREGL	10.77	12.01	12%	37%	AL	AL	32,697	5,388	3,538	36,795	6,941	4,082	27,722	4,549	2,845	34,162	6,758	4,006
TRGYO	3.37	3.69	10%	7%	TUT	TUT	1,140	588	573	1,177	612	910	1,140	588	573	1,177	612	910
PGSUS	46.15	50.40	9%	12%	SAT	TUT	5,400	743	-1,964	8,474	1,925	-1,341	4,478	472	-1,967	7,033	1,272	-1,778
SELEC	10.10	11.00	9%	39%	TUT	AL	20,604	729	627	25,670	1,054	896	20,604	708	616	25,204	997	854
IPEKE	9.46	10.27	9%	-11%	SAT	SAT	3,381	2,148	480	3,026	1,983	499	3,297	2,081	459	2,890	1,874	453
KOZAA	12.76	13.84	8%	7%	TUT	TUT	3,373	2,147	933	3,019	1,982	925	3,290	2,081	895	2,883	1,873	846
KORDS	14.60	15.60	7%	45%	AL	AL	4,415	534	176	5,771	799	357	4,817	582	186	6,000	830	347
ALKIM	12.40	13.20	6%	5%	TUT	TUT	778	213	168	1,011	262	201	794	198	151	958	236	179
TTKOM	9.63	10.20	6%	47%	AL	AL	27,626	12,837	3,269	31,491	14,530	4,679	26,766	12,479	3,336	30,000	13,968	4,535
MPARK	20.09	21.04	5%	29%	TUT	AL	3,923	817	-73	4,975	1,069	179	3,875	738	-100	5,080	1,057	175
KRDMD	3.53	3.69	5%	22%	TUT	TUT	5,240	625	-260	6,549	839	324	5,039	655	-125	6,091	852	356
KCHOL	22.00	23.00	5%	54%	AL	AL	132,047	11,464	6,610	168,611	14,642	6,252	131,344	12,236	4,975	162,231	15,973	7,003
MGROS	48.00	50.00	4%	31%	AL	AL	28,348	2,178	-421	32,423	2,454	80	28,283	2,244	-239	32,115	2,545	236
CCOLA	51.50	53.50	4%	22%	AL	AL	13,223	2,391	988	15,925	2,685	1,241	13,235	2,350	958	15,584	2,647	1,248
PETKM	4.60	4.76	3%	21%	TUT	TUT	9,263	1,368	538	12,504	1,893	955	8,993	1,236	574	12,187	1,949	1,060
BIMAS	83.00	85.50	3%	26%	AL	AL	53,181	4,384	1,907	63,062	4,801	1,915	52,738	4,136	1,721	63,082	4,791	1,900
AEFES	24.43	25.10	3%	25%	AL	AL	25,153	4,077	741	30,126	4,724	977	25,128	4,066	782	29,580	4,741	1,076
ASELS	14.60	15.00	3%	-11%	TUT	TUT	18,145	4,109	4,303	22,459	4,917	4,484	19,909	4,481	4,534	22,543	4,932	4,452
SISE	8.02	8.22	2%	31%	AL	AL	19,727	3,405	1,578	25,298	5,098	2,080	19,137	3,463	1,604	23,832	4,940	2,057
AKCNS	12.08	12.32	2%	6%	SAT	TUT	1,911	304	90	2,129	352	147	1,751	236	77	2,044	336	163
KOZAL	100.60	101.49	1%	32%	AL	AL	3,223	2,162	2,112	2,885	1,987	1,991	3,144	2,097	2,033	2,755	1,880	1,838
AGHOL	24.00	24.00	0%	46%	AL	AL	58,438	6,696	48	67,805	7,646	821	58,348	6,752	406	66,834	7,728	1,033
AKGRT	9.10	9.10	0%	26%	AL	AL			443			495			403			441
ALBRK	1.73	1.73	0%	19%	TUT	TUT			174			183			152			125
ANHYT	10.00	10.00	0%	36%	AL	AL			437			484			437			484
ANSGR	7.77	7.77	0%	24%	AL	AL			473			538			473			538

\*Fiyatlar 4 Eylül 2020 itibari ile gösterilmektedir.

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

21

Kod	Hedef Fiyat		Değişim	Getiri Pot.	Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)				
					Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK		
ARCLK	27.20	27.20	0%	24%	AL	AL	37,103	3,814	1,529	46,149	4,718	1,128	35,951	3,678	1,535	43,830	4,469	1,212
BIZIM	16.00	16.00	0%	2%	SAT	SAT	5,295	230	31	6,052	267	39	5,286	258	34	5,991	289	38
FROTO	96.15	96.15	0%	14%	AL	AL	43,490	4,223	2,964	59,059	5,132	3,941	40,864	3,883	2,496	55,344	4,679	3,235
TCELL	21.60	21.60	0%	46%	AL	AL	28,155	11,538	3,650	33,026	13,517	4,334	28,155	11,538	3,620	32,838	13,440	4,274
THYAO	13.00	13.00	0%	23%	TUT	TUT	41,455	4,920	-6,144	63,923	10,711	-2,890	39,059	6,302	-5,700	61,351	10,711	-2,468
TOASO	34.50	34.50	0%	52%	AL	AL	20,620	2,830	1,512	28,576	3,724	2,122	19,615	2,666	1,541	26,805	3,456	2,094
DOCO	431.03	417.98	-3%	31%	AL	AL	3,953	204	-77	6,727	728	90	4,319	226	-70	6,546	706	89
ALARK	6.50	6.30	-3%	25%	TUT	TUT	1,754	278	284	3,158	433	669	1,700	275	317	3,054	421	686
TKFEN	19.96	19.06	-5%	27%	AL	AL	12,252	848	475	10,753	1,034	725	11,921	741	401	10,293	849	592
TTRAK	146.50	139.85	-5%	52%	AL	AL	5,971	787	500	7,714	987	577	5,913	780	500	7,811	1,050	665
MAVI	53.50	51.00	-5%	35%	TUT	AL	2,512	341	-26	3,297	710	154						
EKGYO	2.52	2.39	-5%	37%	AL	AL	4,630	1,464	1,233	5,890	2,220	2,014	4,560	1,208	1,293	5,820	1,902	2,059
ULKER	31.20	29.50	-5%	33%	AL	AL	9,125	1,569	570	10,492	1,773	1,066	9,003	1,511	851	10,126	1,691	991
SAHOL	12.00	11.20	-7%	42%	AL	AL	63,717	10,490	4,147	75,266	10,960	4,242	70,525	11,573	4,600	79,625	12,601	4,929
ISGYO	2.07	1.92	-7%	15%	TUT	TUT	548	175	161	360	189	255	722	201	200	328	187	281
TSKB	1.50	1.39	-7%	26%	AL	AL	1,870		682	2,007		976	1,765		774	1,954		933
VESBE	36.00	33.00	-8%	27%	AL	AL	8,551	1,327	796	10,647	1,605	1,163	9,003	1,478	1,011	10,603	1,644	1,219
TUPRS	118.00	107.89	-9%	35%	AL	AL	67,381	3,848	-465	87,207	5,510	2,267	67,493	4,462	614	84,480	6,916	3,834
DOAS	18.15	16.35	-10%	12%	TUT	TUT	14,139	943	459	16,154	889	381	15,734	986	511	20,183	1,196	548
GARAN	12.00	10.75	-10%	58%	AL	AL	21,542		7,286	25,762		8,711	21,814		7,893	25,802		9,711
TAVHL	21.60	19.30	-11%	28%	AL	AL	2,620	302	-1,501	5,801	715	-1,450	2,212	561	-678	4,578	1,003	-430
AKBNK	9.20	8.01	-13%	63%	AL	AL	19,538		6,448	21,769		7,581	19,670		6,492	21,209		8,717
HALKB	8.30	7.17	-14%	41%	AL	AL	20,135		2,957	21,032		4,113	18,377		3,518	18,296		4,071
YKBNK	3.30	2.85	-14%	40%	AL	AL	14,833		4,150	17,945		5,484	16,843		4,554	18,471		5,228
OTKAR	185.50	160.00	-14%	16%	TUT	TUT	2,577	459	348	3,349	570	352	2,520	445	400	3,390	588	490
VAKBN	7.25	5.97	-18%	45%	AL	AL	19,831		4,391	22,408		5,011	18,665		4,514	20,740		5,224

\*Fiyatlar 4 Eylül 2020 itibari ile gösterilmektedir.

## Makro Tahminler (YENİ)

22

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
GSYH büyüme, %	0,9	-3,5	4,0	3,0	4,5	3,5	4,0	4,0	4,0
Tüketim büyümesi, %	0,7	-3,0	4,0	3,5	4,0	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	11,5	10,5	10,0	10,5	10,0	9,0	9,0	8,0
TÜFE (ortalama), %	15,2	11,0	11,0	10,3	10,3	10,3	9,5	9,0	8,5
Cari Denge / GSYH (%)	0,9	-3,6	-2,0	-1,5	-3,5	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5
Para Piyasası Faizi, %	12,0	13,0	11,5	10,0	8,5	10,5	9,5	9,0	8,5
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	12,2	14,0	12,5	12,0	12,5	12,0	11,0	11,0	10,5
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	6,7	7,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
TL/Dolar (ortalama)	5,67	6,90	7,80	8,42	9,14	9,94	10,71	11,49	12,26
TL/Dolar (yıl sonu)	5,94	7,50	8,10	8,75	9,54	10,35	11,07	11,90	12,62
TL/Euro (ortalama)	6,35	7,85	9,12	9,68	10,37	11,18	11,99	12,81	13,61
TL/Euro (yıl sonu)	6,65	8,85	9,40	9,97	10,77	11,59	12,40	13,21	14,00
Avro/Dolar (ortalama)	1,12	1,14	1,17	1,15	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11
Avro/Dolar (yıl sonu)	1,12	1,18	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	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 - Dayanıklı Tüketim

24

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
ARCLK	21.86	14,771	27.20	27.20	24	AL	A	0.6	-2.7	34	25	62	3%	43%	5%	9.7	13.1	1.3	1.3	5.6	4.5	15%	10%	4%	3%
VESBE	26.52	5,039	33.00	36.00	24	AL	A	-2.9	-6.1	2.3	7.3	11	8%	68%	15%	6.3	4.3	2.0	1.7	4.3	3.6	37%	43%	14%	18%
VESTL	18.10	6,072	20.10	18.01	11	TUT	A	15	11	16	28	15			0%	18.5	5.4	1.5	1.2	4.5	3.4	8%	24%	2%	4%
<b>Beyaz Eşya</b>															<b>9.7</b>	<b>5.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>4.5</b>	<b>3.6</b>	<b>15%</b>	<b>24%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	

**Beyaz eşya iç satışlarında kuvvetli 3Ç20 sonrası 4Ç20’de gerileme bekliyoruz** Temmuz ayında beyaz eşya iç satışlarının düşük baz yılı etkisi (Haziran 2019’da ÖTV indirimi sonrası Temmuz 2019’da sert düşüş) ve salgın sonucu ötelenmiş talep nedeniyle yıllık bazda %58 artış gerçekleşirken, 7A20’de kümülatif iç satış hacmi ise düşük baz yılı, düşen faiz oranlarıyla ivme kazanan konut satışları ve kamu bankalarının beyaz eşya satışları için başlattığı uygun kredi kampanyaları neticesinde yıllık bazda %12’e büyüme ile 4.56 milyon adete ulaştı. İç pazarda pandemi koşullarında AVM’lere nazaran cadde üzerinde mağaza/bayii yoğunluğu olan markalar ile online satışlara yönelen markalar pazar paylarını arttırmayı başarabildi. Beklentimizin üzerinde gerçekleşen Temmuz ayı satışları nedeniyle 2020 yılının tamamında beyaz eşya iç satışlarında beklentimizi önceki düşük – orta tek haneli büyümeden orta – yüksek tek haneli büyümeye revize ediyoruz. Beyaz eşya iç satışlarında kuvvetli 3Ç20 performans sonrası 4Ç20’de yüksek baz etkisi ve TL’deki değer kaybı kaynaklı fiyat artışları sonucu daralma öngörüyoruz.

**Sanayi ihracatındaki toparlanma yılın geri kalanında devam edecek** Beyaz eşya ihracat hacmi ise salgının tepe noktaları olan Nisan ve Mayıs aylarındaki yıllık bazdaki sert düşüşünden sonra Haziran ayında yatay seyrederken, Temmuz ayında %18 büyüme gösterdi. 7A20 dönemde ise sektörün ihracat hacmi yıllık bazda %9 gerileme ile 10.78 milyon adete geriledi. 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 düşük tek haneli düşüş beklentimizi koruyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**3Ç20'de yüksek kar marjları bekliyoruz** 3Ç20'de hacim büyümesi ile KKO'da iyileşme, hammadde (çelik ve plastik) maliyetlerindeki gerileme, €/ \$ paritesindeki artış ve TL'deki değer kaybının ihracat marjlarına (düşük maliyetli stok etkisi) olumlu etkisi sonucu 3Ç20 marjlarında hem yıllık bazda hem de çeyrek bazda iyileşme öngörüyoruz. Üreticiler çelik alımlarında plastiğe kıyasla daha uzun süreli kontratlarla satım alma fiyatlarını sabitleyebiliyorlar. O nedenle, 4Ç20'de plastik fiyatlarındaki artışın ve TL'deki değer kaybının maliyetler üzerindeki olumsuz etkisinin marjlarda erozyona neden olmasını bekliyor, 3Ç20'ye nazaran marjlarda bir miktar gerileme olacağını düşünüyoruz.

**Panel fiyatlarındaki artış TV segmenti marjlarını olumsuz etkiliyor** İç pazar TV satışları düşük baz yılı etkisiyle yılın ilk altı ayında adet bazında %15 büyüme gösterdi. 2Y20'da güçlü baz yılı ve TL'deki değer kaybı kaynaklı fiyat artışları nedeniyle talepteki düşüş beklentimiz sonucu 2020'de yurtiçi TV satışlarında %8 büyüme öngörüyoruz. Dünya Kupasının pandemi nedeniyle 2021'e ertelenmesi sonucu TV ihracatındaki %15 düşüş beklentimizi koruyoruz. Panel fiyatlarındaki artış ve TL'deki değer kaybının marjları olumsuz 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 kısılması durumunda Çinli rakiplerin rekabet avantajının artması sektör için önde gelen risk unsurlardır.

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

**Arçelik (ARCLK.IS):** Arçelik 3Ç20'de talepteki kuvvetli toparlanma ile birlikte gelirlerinde € bazında orta tek haneli büyüme öngörüyor. Ayrıca hammadde (çelik ve plastik) maliyetlerindeki düşüş, €/ \$ paritesindeki yükseliş ve zayıf TL'nin ihracat marjlarına olumlu etkisiyle 3Ç20 operasyonları için destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Güçlü siparişlerle birlikte olumlu 3Ç beklentimize rağmen, iç satışlarda güçlü baz etkisi, plastik maliyetlerinde yukarı yönlü trend, TL'de değer kaybı kaynaklı maliyet artışları ve panel fiyatlarındaki yükseliş görece zayıf 4Ç20'e işaret ediyor. Ancak yine de güçlü 3Ç sayesinde 2Y20 performansının 1Y20'dan iyi olmasını bekliyoruz. Arçelik'in 2020'de konsolide satış gelirlerindeki %16 büyüme tahminimiz şirketin %10-%15 ciro büyümesi (Türkiye : %15-%20 artış; uluslararası € bazında %5 düşüş) hedefinin üst bandının sınırlı üzerinde kalıyor. Ayrıca şirketin 2020 için telafi ödemesi de dahil edildiğinde öngördüğü %10.5-%11 FAVÖK marj aralığı da tahminimize benzer. Şirket 2020'de 150 – 160 milyon € yatırım harcaması ve %30'un altında İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro oranı hedefliyor. 2021'de şirketin operasyonel performansında iyileşme öngörmemize rağmen, bir defaya mahsus gelirlerin olmaması (2020'de toplamda TL460mn bir defa mahsus gelir) ve faiz oranlarındaki yükselişin finansman giderlerinde artışa neden olması nedeniyle net karda yıllık bazda yaklaşık %25 düşüş tahmin ediyoruz.

Arçelik Covid-19 sonrası Yeni Normal'de değişen tüketici davranışları ve alışkanlıkları, evde geçirilen zamanın artması ile evdeki konfor ve hijyen ihtiyaçları için daha rekabetçi ve karlı ürünleri pazara sunmak için hazırlık yapıyor. Şirket yeni normalde e-ticaret pazarlarında da büyümeyi hedefliyor. Arçelik yönetimi şirketin rekabetçi operasyonel avantajları ve güçlü bilançosuyla Covid-19 sonrası dönemdeki fırsatlardan yararlanacağını düşünüyor.

ARCLK için 24 Temmuz tarihli 2Ç20 kar analizi raporumuzla revize ettiğimiz 27.20TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2021T 4.5x Firma Değ./FAVÖK ve 13.1x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin sırasıyla 8.4x ve 14.6x çarpan ortalamalarına göre iskontolu işlem görüyor. %50 kar dağıtım oranı tahminimizle, Arçelik'in 2020 karından 2021'de 765 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %5.4 temettü verimine işaret ediyor

**Vestel Beyaz Eşya (VESBE.TI)** : Vestel Beyaz Eşya'nın 1Y20'de düşük baz sonucu pazar payı kazanımları sayesinde iç satış hacmindeki %50'ye yakın büyüme oranına rağmen, güçlü 4Ç19 performansı nedeniyle 2Y20'da büyümede yavaşlama olacağı öngörümüz sonucu 2020'nin tümünde %28 iç satış hacim büyümesi elde edeceğini tahmin ediyoruz. 2020'de beyaz eşya iç pazarında Vestel için yaklaşık yüzde 4 puan pazar payı artışı öngörüyoruz. Vestel Grubu'nun, Ağustos 2018'deki döviz krizinden sonra 4Ç19'a kadar iç piyasa yerine ihracat pazarlarına odaklandığını hatırlatmak isteriz. Diğer taraftan pandeminin lojistik, talep, ve tedarik zincirine olumsuz etkileri sonucu 1Y20'da şirketin ihracat hacmindeki düşük onlu gerileme sonrası Temmuz ayında talepte hızlı canlanma ile şirket aylık bazda tarihi en yüksek ikinci ihracat adetlerine ulaştı. İhracat talebi güçlü kalmaya devam ederken üretim tarafında uygulanan sosyal mesafe ve sıkı sağlık ve hijyen tedbirleri sonucu 2020'de şirketin ihracat hacmindeki bir önceki yüksek tek haneli büyüme beklentimizi düşük tek haneli daralmaya revize ediyoruz. 2020'de şirketin toplam satış hacim büyüme tahminimizi ise bir önceki %10'dan %2'e düşürüyoruz.

2Y20'da Vestel Beyaz'ın yıllık bazda satış gelirlerinde %34, FAVÖK rakamında %68, net kar rakamında ise %77 artış öngörüyoruz. 3Ç20 karlılığının, yüksek hacim büyümesi, TL'deki değer kaybının ihracat marjlarına olumlu etkisi ve düşük emtia fiyatları sayesinde 4Ç20'e nazaran çok daha yüksek olmasını bekliyoruz.

VESBE için hedef fiyatımızı 2020 toplam hacim tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon sonucu önceki 36.0TL'den 33.0TL'ye revize ediyoruz. Hisse için tavsiyemizi AL olarak koruyoruz. Hisse 2021T 3.6x Firma Değ./FAVÖK ve 4.3x F/K çarpanları ile 8.4x ve 14.6x ile işlem gören global benzerlerine göre iskontolu. %95 kar dağıtım oranı tahminimizle, Vestel Beyaz'ın 2020 karından 2021'de 755 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %15.3 temettü verimine işaret ediyor

**Vestel Elektronik (VESTL.TI)** : Vestel'in TV ihracat hacminin, 2020 yılında pandemi nedeniyle düşen alım gücü ve Avrupa Futbol Şampiyonası'nın 2021'e ertelenmesi nedeniyle daralmasını beklediğimiz Avrupa TV talebi nedeniyle %15 oranında küçüleceğini öngörüyoruz. Zira şirketin 1Y20'de TV ihracat hacminde de orta onlu düşüş gerçekleşmişti. Zayıf baz yılı etkisiyle 2020'de yurtiçi TV pazarında ise pazar payı artışı nedeniyle TV iç satış hacminde %10 büyüme öngörüyoruz. Vestel Grubu'nun, Ağustos 2018'deki döviz krizinden sonra 4Ç19'a kadar iç piyasa yerine ihracat pazarlarına odaklandığını hatırlatmak isteriz. Beyaz eşya segmentindeki olumlu görünüme rağmen TV segmentinde panel fiyatlarındaki artış, TL'deki değer kaybı nedeniyle artan maliyetler ve kur farkı giderlerindeki artış sonucu 2Y20'da Vestel Elektronik'in nispeten zayıf performans göstermesini bekliyoruz.

VESTL için makro tahminlerimizdeki güncelleme, İNA değerlememizin üç ay ileriye taşınması ve 2Ç20 sonuçlarını yansıtılması kaynaklı hedef fiyatımızı önceki 18.0TL'den 20.1TL yükseltiyor ancak TUT tavsiyemizi yeniliyoruz. Grup şirketlerinden toplam alacaklar, Grup şirketlerine verilen nakit avanslar ve kur artışının da etkisi ile 1Y19 sonundaki 3.5 milyar TL'den 1Y20 sonu itibarıyla 5.6 milyar TL'ye ulaştı.

## Sektör Açıklamaları - Demir-Çelik

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	2020	2021	2020	2021
															Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
EREGL	8.94	31,290	12.01	10.77	34	AL	A	9.3	5.7	50	48	59	8%	77%	11%	8.8	7.7	0.5	0.5	4.8	3.8	8%	7%	7%	7%
KRDMD	3.02	2,356	3.69	3.53	22	TUT	A	14	9.8	120	91	14	9%	32%	0%	-9.1	7.3			5.5	4.1				
<b>Demir Çelik</b>																<b>-0.1</b>	<b>7.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>5.2</b>	<b>3.9</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>

2020 yılının ilk yarısında çelik tüketimi yıllık bazda %2,4'lük artışla 16,8 milyon ton olarak gerçekleşirken, çelik üretimi ise yıllık bazda %8,9'luk artışla 13,4 milyon ton oldu. Çelik ihracatı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %13,2'lik düşüşle 7,9 milyon ton olarak gerçekleşti. Özellikle Avrupa Birliği'nin pandemi döneminin başlarında uyguladığı korumacı politikaların devam etmesi durumunda sektör satışlarında ihracatın payının düşebileceğini öngörüyoruz. Çelik fiyatlarında haziran ayından itibaren gözlemlediğimiz iyileşmenin yılın geri kalanında devam edeceğini tahmin ediyoruz. Mevcut gidişat da göz önüne alındığında 2020 yılı çelik fiyatları için öngördüğümüz yıllık bazda %8'lik düşüş tahminimizi %4 olarak revize ediyoruz. Hammadde maliyetlerine bakıldığında ise 2019 yılında ortalama 90\$/ton civarında olan demir cevheri fiyatının, demir cevheri ihraç eden ülkelerde salgın kaynaklı yaşanan lojistik sıkıntılar ve Çin'in çelik üretimini arttırması ile ortaya çıkabilecek ek talep sonucu bu sene ortalama 100\$/ton seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Kömür ve hurda fiyatlarındaki düşüşün ise marjları desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısında sektörel bazda üretim hacminde iyileşme öngörmekle beraber, hammadde maliyetlerinin yüksek kalacağını öngörüyor ve karlılıkta belirleyici unsurun çelik fiyatlarının gidişatı olacağını düşünüyoruz.

Ülkeler tarafından Türkiye aleyhine getirilebilecek ek ticaret kotaları, çelik fiyatlarında beklediğimizden yavaş bir toparlanma ve demir cevheri fiyatının artışı çelik sektörü için en önemli risk unsurları olarak öne çıkıyor. 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):** Mayıs ayında dibi gören çelik fiyatlarındaki toparlanma ile kömür fiyatlarındaki iyileşmeye karşın, 2Ç20'de 100\$/ton'un üzerinde seyreden demir cevheri fiyatlarının 3Ç20 üzerinde yaratacağı maliyet baskısı sebebiyle ton başına FAVÖK anlamında 3Ç20'nin bu senenin en kötü çeyreği olacağını tahmin ediyoruz. Şirketin 8,5 milyon ton'luk satış hacmi ve %16-18 FAVÖK marjı şeklinde olan güncel 2020 beklentisi ile demir cevheri fiyatının gidişatını dikkate alarak yaptığımız revizyon sonucu 2020 yılı için ton başına FAVÖK tahminimizi 88\$/ton'dan 93\$/ton'a yükseltiyoruz (2019: 116\$/ton). 2021'de ise ekonomik aktivitedeki artış ile çelik talep ve fiyatındaki toparlanma neticesinde ton başına FAVÖK'ün yıllık bazda %18 artışla 109\$/ton'a çıkmasını bekliyoruz.

Makro tahminlerde yaptığımız revizyon ve çelik fiyatlarında öngördüğümüz olumlu seyir sonucu hedef fiyatımızı 11.0TL'den 12.0TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi yineliyoruz. Yeni hedef fiyatımız %34'lük yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Değerlememiz için en önemli risk faktörleri hammadde maliyetlerinde beklentimizin üzerindeki bir artış ve çelik fiyatlarındaki toparlanmanın beklediğimizden zayıf gerçekleşmesi olacaktır. Geçici regülasyon değişikliği sonucu temettü dağıtım oranını 2020 yılında %24 ile kısıtlayan Erdemir'in 2021'de %100 temettü dağıtım oranı tahminimizle yüksek temettü ödeyen şirketler arasında yer alacağını düşünüyoruz (2021T temettü verimi: %11,5). 2021T 3.8x FD/FAVÖK ve 7.7x F/K çarpanları ile hisse sırasıyla yurtdışı benzer şirketlerin 5.4x FD/FAVÖK ve 8.1x F/K çarpan ortalamalarına göre iskontolu işlem görüyor.

**Kardemir (KRDMD.IS):** Yılın ilk yarısında 1,2 milyon tonluk satış yapan Kardemir'in 2020 yılında yıllık bazda %10 artışla toplam 2,5 milyon ton satış hacmine ulaşmasını bekliyoruz. Hacimde tahmin ettiğimiz artışın geçen seneye göre ortalamada düşen çelik fiyatları ile dengelenmesi sonucunda satışlarda yıllık bazda %4'lük sınırlı bir büyüme öngörüyoruz. Üretim hacmindeki artış, kömür ve hurda fiyatlarındaki düşüş sayesinde Kardemir'in ton başına FAVÖK tutarının 2019 yılındaki 53\$/ton'a göre sınırlı bir iyileşme göstererek 2020 yılında 54\$/ton olacağını hesaplıyoruz. 1Ç20'de 39\$/ton, 2Ç20'de 44\$/ton olan ton başına FAVÖK'ün yılın geri kalanında kademeli olarak iyileşmesini öngörüyoruz. Ayrıca 3Ç20'de tonaj anlamında 2Ç20'ye yakın bir satış hacmi bekliyoruz. Bu varsayımlar altında ve yeni makro tahminlerimizle Kardemir için hedef fiyatımızı hisse başına 3.53TL'den 3.69TL'ye yükseltiyor, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %22'lik bir yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Hisse 2021T 4.1x FD/FAVÖK ve 7.3x F/K çarpanları ile yurtdışı benzer şirketlerin 5.4x FD/FAVÖK ve 8.1 F/K çarpan ortalamalarına kıyasla iskontolu işlem görüyor. Önümüzdeki dönem hakim ortaklar arasındaki anlaşmazlıkların çözülmesi ve savunma sanayisine yapılacak tedarikin ayrıntılarının ortaya çıkması şirket için önemli katalizörler olabilir.

## Sektör Açıklamaları - Havayolları ve Hizmetleri

30

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
DOCO	327.90	3,195	417.97	431.03	27	AL	A	-4.1	-7.3	12	100	6.7	1%	38%	0%	-41.5	35.5	1.6	1.6	31.6	8.9	-5%	5%	-1%	1%
PGSUS	46.18	4,724	50.40	46.15	9	TUT	Y	1.7	-1.6	27	36	12			0%	-2.4	-3.5	1.2	1.9	21.7	8.4	-43%	-42%	-8%	-5%
TAVHL	15.38	5,587	19.30	21.60	25	AL	A	-10	-13	20	44	62	5%	48%	0%	-3.7	-3.9	0.6	0.7	41.2	17.4	-17%	-17%	-5%	-4%
THYAO	10.76	14,849	13.00	13.00	21	TUT	A	0.1	-3.2	112	50	31			0%	-2.4	-5.1	0.4	0.4	20.8	9.6	-15%	-8%	-4%	-1%

### Havayolu Hizmetleri

-3.1 -3.7 0.9 1.1 26.6 9.2 -16% -12% -4% -3%

Tüm dünyada havayolları Covid-19 salgının hızla yayılmasıyla düşen yolcu talebi ve doluluk oranları ve sonrasında uçuş kısıtlamaları ile filolarındaki uçakları yere indirerek kapasite düşürdüler. Türkiye normalleşme sürecinin başlaması ile 4 Haziran'da iç hat uçuşlarının başlamasının ardından 11 Temmuz'da ülkelerin onayladığı belgelere sahip yolcular için bazı dış hat uçuşlarını başlattı. Ağustos başından itibaren Rusya Türkiye'ye uçuşları başlatırken, 4 Ağustos'dan itibaren geçerli olmak üzere de Almanya, Antalya, İzmir, Dalaman ve Bodrum'a seyahat uyarılarını kaldırdı. Bu gelişmelerle birlikte havayolları 2019 dış hat kapasitelerinin Haziran ayında yaklaşık %5'ine, Temmuz ayında yaklaşık %20'sine, Ağustos ayında ise yaklaşık %35'ine ulaşmış oldular. İç hatlarda ise kapasitenin yerine konulması beklentimize paralel dış hatlara göre daha hızlı olsa da 2019 seviyeleri yakalayamadı. 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 yakalanabileceği beklentimizi koruyoruz. 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 yansıtmadaki 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 değerlememiz için aşağı yönlü risk unsurudur.

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

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Türk Hava Yolları (THYAO.IS)** Türk Havayolları 2Ç20'de salgının olumsuz etkisi ile 1Y20'da yıllık bazda %42 düşüşle 3.4 milyar dolar konsolide satış geliri, %40 düşüşle 567 milyon dolar FAVKÖK (şirket tanımı) ve 654 milyon dolar net zarar rakamı açıkladı. THY 2019 kapasitesinin Haziran ayında iç hatlarda %40'ını - dış hatlarda %6'sını - toplam %10'unu; Temmuz ayında ise iç hatlarda %64'ünü - dış hatlarda ise %18'ini - toplamda %25'ini kullandı. THY Ağustos ayında uçuş ağının yarısına uçmuş olmasına rağmen frekans düşüşü nedeniyle şirketin kapasite kullanımı hala düşük seviyede. Ağustos ayında ise THY'nin 2019 kapasitesinin iç hatlarda %75'ine - dış hatlarda ise %35'ine ulaşmasını bekliyoruz. THY yönetimi 2020 sene sonunda 2019 toplam kapasitesinin %50-%55'ine ulaşmasını hedefliyor. Havayolunun doluluk oranları ise 2019'un aynı aylarındaki %80 seviyelerinden 2020'de %65 seviyelerinde seyrediyor. Kargo operasyonlarında yılın ikinci yarısında birim gelirlerde %25-%35 artış beklentisi hacimsel anlamda düşüş olsa da güçlü kargo gelirlerinin devamını gösteriyor. THY'nin baz senaryosuna benzer 2020'de %55 kapasite düşüşü nedeniyle toplam yolcu sayısının %57 azalışla 31.8 milyona gerileyeceği tahminimizi koruyoruz. THY 2020'de iç hat birim gelirlerinde kur etkisi hariç 2019'a benzer seyir beklerken, dış hat birim gelirlerinde ise düşüş öngörüyor. THY Hava -İş sendikası ile pilot ücretlerinde %50, kabin çalışanlarının ücretlerinde %35 ve diğer çalışanlarının ücretlerinde %30 kesinti için anlaşmaya vardı. Protokol koşulları 1 Eylül'den itibaren uygulanmaya başlayacak ve 2021 sonuna kadar geçerli olacak. 2021'de 6 ayda bir enflasyon oranında düzeltme yapılabilecek. Protokol kapsamında THY'de işten çıkarma olmayacak, kısa çalışma ödeneği uygulanmaya devam etmeyecek ve zorunlu ücretsiz izin de olmayacak. 2020'de THY'nin personel giderlerinde yaklaşık %35 düşüş öngörüyoruz. Havayolu trafiğindeki daralmaya paralel olarak, THY uçak üreticileriyle 2021 ve 2022 yıllarındaki teslimatları ertelemek için görüşmelerine devam ediyor. THY yıl sonuna kadar aylık 300 milyon dolar nakit yakımı öngörüyor. THY 1Y20 sonundaki 1.8 milyar dolar nakit pozisyonu ve 2.7 milyar dolar kullanılabilir kredi limiti bulunuyor. Bunlara ek olarak uçuşların artmasıyla operasyonlardan gelen pozitif katkıyla şirket 1Ç21'e kadar nakit ihtiyacı anlamında rahat hissediyor. THY 2020 sonunda net borcunun 14 -14.5 milyar dolar (1Y20: 12.8 milyar dolar) aralığında olmasını bekliyor. Şirket 2Y20'da FAVKÖK (şirket tanımı) rakamının 600 - 800 milyon dolar aralığında olmasını bekliyor (2Y19: 2.2 milyar dolar). İş yatırım olarak, THY'nin konsolide satış gelirlerinin ise %55 düşüşle 6 milyar dolara düşeceğini, kargo gelirlerinin payının ise 2019'daki %13'den 2020'de %37'e artacağını tahmin ediyoruz. FAVKÖK rakamının ise THY tanımı ile 2020'de 1.25 milyar dolar olarak tahmin ediyoruz (2019: 3.1 milyar dolar)

THY'yi 6.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2021 - 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanıyoruz. THYAO için 13.0 TL hedef fiyatımız ile TUT tavsiyemizi koruyoruz. Jeopolitik gelişmeler ve aşı ile ilgili haberlerin önümüzdeki dönemde hisse performansında etkili olabileceğini düşünüyoruz.



**Pegasus Hava Yolları (PGSUS.TI):** Pegasus Havayolları 2Ç20’de salgının olumsuz etkisi ile 1Y20’da yıllık bazda %56 düşüşle 309 milyon € satış geliri, %84 düşüşle 27 milyon € FAVÖK ve 168 milyon € net zarar rakamı açıkladı. Pegasus Havayolları 2019 kapasitesinin Haziran ayında iç hatlarda %39’unu - dış hatlarda %4’ünü – toplamda %13’ünü; Temmuz ayında ise iç hatlarda %76’sını – dış hatlarda ise %22’sini – toplamda %36’sını kullandı. Ağustos ayında ise Pegasus’un 2019 kapasitesinin iç hatlarda %85’ine – dış hatlarda ise %35’ine ulaşmasını bekliyoruz. Pegasus’un doluluk oranları ise 2019’un Haziran ve Temmuz aylarında kıyasla sırasıyla yüzde 18 ve yüze 15 puan düşüş gösteriyor. Ağustos ayında doluluk oranlarında aylık bazda iyileşme öngörüyoruz. Pegasus Havayolları bizim tahminlerimize göre daha iyimser 2020 sonunda 2019 kapasitesinin iç hatlarda tamamına (İş Yatırım: %95), dış hatlarda %75’ine (İş Yatırım: %50) ulaşmayı hedefliyor. Şirket 4Ç21’de 4Q19’deki kapasitesine ulaşabileceğini düşünüyor ki, yıllık bazda bakıldığında bu beklenti yolcu trafiğinin 2022 – 2023 yıllarında 2019 seviyesini yakalayacağına işaret ediyor. Şirket 2020 ilk bütçesindeki aylık €50 milyon nakit harcamasını 2Ç20’de 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. Önümüzdeki dönemde personel giderlerindeki artışın bir kısmının leasing ödemelerindeki öteleme anlaşmalarıyla telafi edilmesi planlanıyor. Şirketin uçak üreticileriyle görüşmeleri devam ediyor. Pegasus Hava Yolları’nın 1Y20 sonu itibarıyla 564 milyon € nakit rezervi bulunuyor.

PGSUS’u 5.0x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerliyoruz. Kur tahminlerimizdeki revizyon ve 2Ç20 sonuçlarının yansıtılması sonrası PGSUS için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 46.15TL’den 50.40TL’ye yükseltiyor ve tavsiyemizi SAT’dan TUT’a değiştiriyoruz. Jeopolitik gelişmeler ve aşırı ile ilgili haberlerin önümüzdeki dönemde hisse performansında etkili olabileceğini düşünüyoruz.

**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 %55 düşüşle 335 milyon €’ya gerileyeceğini, FAVÖK rakamının ise %86 düşüşle 38 milyon €’ya azalacağını tahmin ediyoruz. Şirket devletin kısa dönem çalışma ödeneği desteğini kullanıyor. Bitiminde ise ücretsiz izin programı uygulanacak. TAV aynı zamanda iş ortaklarıyla yürüttüğü görüşmeler neticesinde faaliyet giderlerinde önemli düşüş elde etti. TAV’ın 1Y20 sonu itibarıyla 676 milyon € nakdi bulunuyor. TAV’ın Atatürk Havalimanı kapanışı ile ilgili devletten 1Ç21’de 193 milyon € alacağı bulunmakta. Bununla ilgili ödemenin nakdi olarak ya da yıllık havaalanı kira giderlerinin (yıllık 110 milyon €) mahsuplaşması ile olabileceğini düşünüyoruz. TAVHL için parçaların toplamı değerlendirme metoduyla hesapladığımız hisse başına hedef fiyatımızı 2Ç20 sonuçlarındaki karlılığın beklentilerimizin altında gerçekleşmesi sonrası kar marjı tahminlerimizdeki revizyon ile 21.60 TL’den 19.30TL’ye düşürdük. Hisse için cazip getiri potansiyelinden dolayı AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. TAVHL değerlememiz Kazakistan Almatı Havaalanı’nı içeriyor. Jeopolitik gelişmeler ve aşırı ile ilgili haberlerin önümüzdeki dönemde hisse performansında etkili olabileceğini düşünüyoruz

**DO&CO Aktiengesellschaft (DOCO.IS):** Salgın ile birlikte dünya genelinde uluslararası hava yolculuğunun durması, 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 ana faaliyet kolunu da negatif etkilenmekte. Bu etkilerin en sert hissedildiği 2020/2021 mali yılının ilk çeyreğinde Şirket'in cirosu yıllık bazda %87 düşüşle 33mn EUR'ya gerilerken FAVÖK negatif 8 mn EUR gerçekleşti. 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. Salgına yönelik getirilen kısıtlamaların bir miktar esnetilmesi sonrasında yeniden açılan restoranlar ve ertelenen etkinliklerin kaldığı yerden başlaması nedeniyle Restoranlar, Yolcu Salonları & Otel ve Uluslararası Organizasyon İkram Hizmetleri segmentlerinde toparlanmanın daha hızlı olacağını düşünüyoruz.

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 personel ve üretim giderlerinden tasarruf edilmesine yönelik maliyet azaltma çalışmalarını sürdürmektedir. Pek çok devletin istihdamı destekleme amacıyla sunduğu kısa çalışma ödeneği gibi uygulamalardan faydalanarak ve ürün yelpazesini basitleştirerek maliyet yükünün hafifletilmeye çalışılmaktadır. Aynı zamanda Şirket mevcut mutfaklardaki atıl kapasiteyi değerlendirmek üzere yeni iş modelleri ve satış kanalları üzerinde çalışmakta. Bu beklentiler doğrultusunda 2020/21'de satış gelirleri ve FAVÖK rakamında EUR bazında sırasıyla yıllık 63% ve %46 daralma hesaplıyoruz.

Varsayımlarımız ve makro tahminlerimizdeki değişiklikler sonucu güncellenmiş hisse başı 418 TL hedef fiyatımız (önceki: 431 TL) %31 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

34

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	14.44	3,177	16.35	18.15	13	TUT	A	-8.9	-12	8.6	15	25	7%	85%	9%	6.9	8.3	1.9	1.8	5.5	5.8	31%	22%	9%	7%				
FROTO	86.80	30,459	96.15	96.15	11	AL	A	13	9	5.4	18	77	6%	74%	6%	10.3	7.7	5.0	3.7	8.2	6.7	55%	55%	17%	17%				
OTKAR	138.90	3,334	160.00	185.50	15	TUT	A	-9.3	-12	3.3	25	21	3%	76%	6%	9.6	9.5	4.2	3.6	9.8	7.9	49%	41%	12%	10%				
TOASO	23.40	11,700	34.50	34.50	47	AL	A	2.2	-1.2	9.3	24	63	6%	62%	7%	7.7	5.5	2.5	2.0	5.4	4.1	34%	40%	11%	12%				
<b>Otomotiv</b>																<b>8.7</b>	<b>8.0</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.2</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>				
TTRAK	95.50	5,097	139.85	146.50	46	AL	A	-1	-4.3	5	25	61	6%	96%	9%	10.2	8.8	4.4	4.0	7.1	5.6	52%	48%	15%	14%				
<b>Traktör</b>																<b>10.2</b>	<b>8.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>7.1</b>	<b>5.6</b>	<b>52%</b>	<b>48%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>				

**Araç fiyatlarındaki artış talebi olumsuz etkileyecek** TL'nin € karşısında değer kaybı yılbaşından bu yana %32'yi bulurken, son iki aydaki değer kaybı %14 olarak gerçekleşti. Bununla birlikte yılbaşından bu yana TL'deki değer kaybı kaynaklı araç fiyatlarında yaklaşık %30 artış gerçekleşti. Buna ek olarak, ÖTV oranlarındaki yakın zamandaki değişiklik alt segment binek araçlarda %3-%6 satış fiyatı düşüşüne neden olurken, orta – üst segment araçlarda %12.5-%23 satış fiyatı artışına neden oldu. ÖTV oranı artışının temel amacının ithal araçlara olan talebi azaltmak olduğunu düşünüyoruz. Doğuş Otomotiv gibi ithal araç distribütörleri için kabaca satışların %80'i ÖTV kaynaklı fiyat artışından olumsuz etkilenirken, Tofaş gibi yerli binek araç üreticileri alt segment fiyat düşüşlerinden faydalananıyor.

**Güçlü 3Ç20 sonrası 4Ç20 iç pazar otomotiv satışlarında daralma** 8A20'da zayıf baz yılı etkisi, düşük borçlanma oranları, pandemi etkisi ile şahsi araç kullanımının artması ve e-ticaretin büyümesi ile hafif ticari araçlara olan talebin artması sonucu hafif araç pazarı yıllık bazda %68 büyüme ile 403 bin adete yükseldi. 8A20'de hafif ticari araç segmentindeki %86'lık büyüme binek araç segmentindeki %64'lük büyümenin üstünde gerçekleşti. Ağustos ayında her ne kadar düşük baz yılı etkisiyle yıllık bazda otomotiv iç satışlarında iki katından fazla artış olsa da faizlerdeki ve araç fiyatlarındaki kur kaynaklı artış neticesinde satışlar aylık bazda %30 gerileyerek 61 bin adet seviyelerinde gerçekleşti. Taşıt kredisi faizleri Haziran ayında gördüğü en düşük %11.2'den Ağustos sonunda %15.4'e yükselirken 4Ç19'daki ortalama %14.9'nin üzerinde kaldı. Yılın son dört ayında ise faizlerdeki artış, TL'nin € karşısındaki değer kaybı ile ÖTV artışı kaynaklı binek araç fiyatlarındaki artış ve kamu bankaları faiz kampanyaları destekli güçlü 4Ç19 bazı sonucu hafif araç satışlarında talebinde yıllık bazda %3 gerileme öngörüyoruz. Yılın son dört ayında binek araçlarda %14 daralma beklentimize karşın, hafif ticari araçlarda %40 büyüme tahminimiz bulunuyor. 1Y20'deki %30'luk artışının ardından hafif araç iç pazarı için, kuvvetli

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Temmuz ve Ağustos satışları nedeniyle 3Ç20’de yıllık bazda %128 büyüme ve 4Ç20’de ise yıllık bazda %7 düşüş tahmin ediyoruz. Artan borçlanma oranları ve araç fiyatları (kur ve ÖTV artışı kaynaklı) sonucu 2020 yılı için önceki 650 bin adet yurtiçi hafif araç pazar tahminimizi 635 bin adete, 2021 yılı için önceki 780 bin adetlik tahminimizi 720 bin adete revize ediyoruz. Orta ve üst segment fiyat dilimlerindeki artıştan korunmak adına ithalatçı distribütörlerin daha az donanımlı ve ulaşılabilir giriş seviyede araçlar tedarik edebileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle 2021 yılında iç pazarda hacimsel %10 büyüme öngörümüze rağmen, değer artışının daha az olacağını düşünüyoruz.

**İhracatta daralma önümüzdeki aylarda azalacak** Covid-19 ile ilgili yaşanan tedarik, lojistik sorunları ve Avrupa’daki zayıf talep koşulları nedeniyle otomotiv sanayi ihracat hacmi yılın ilk yedi ayında %36 düşüşle 480 bin adete geriledi. Ağustos ayında fabrika bakım ve onarımları nedeniyle ayın yarısında üretim yapılmadığından Temmuz’a kıyasla ihracat adetlerinde gerileme olacaktır. Avrupa’da İtalya, Fransa, Almanya, İspanya ve Avusturya yeni otomobil satışlarını canlandırmak için destek paketleri açıkladılar. Ancak açıklanan paketlerinin büyük kısmının çevreci elektrikli araçlarla ilgili olduğunu belirtmekte fayda var. Örneğin, klasik içten yanmalı motorlu araçlar için teşvik tutarı İtalya’da €3,500, İspanya’da €2,100 iken, elektrikli araçlarda teşvik tutarları €10,000’ya kadar çıkıyor. Yılın ilk yarısında otomotiv sanayi ihracatında %37’lik düşüşün ardından 3Ç20’de %25 daralma, 4Ç20’de ise %20 daralma öngörümüz bizim 2020 yılının tümü için yıllık bazda %30 düşüşle 880 bin adet ihracat hacim tahminine ulaştırıyor. Zayıf ihracat performansı nedeniyle otomotiv sanayi üretim hacminin 2020’de yıllık bazda %20 düşmesini bekliyoruz.

**Marjlarda 3Ç20’de iyileşme sonrası 4Ç20’de gerileme** Otomotiv şirketleri 1Y20’da sıkı faaliyet gider yönetimi, kısa dönem çalışma ödeneği desteği, iç talepte büyüme, fiyat artışları sayesinde kar marjlarını arttırmayı başardılar. 3Ç20’de de özellikle ihracatçı otomotiv şirketlerinin ihracat hacmindeki çeyreksel bazlı iyileşme ile artan KKO, güçlü iç pazar, sıkı gider yönetiminin devamı, kısa dönem çalışma ödeneğinin devamı ve TL’deki keskin değer kaybının ihracat marjlarına olumlu etkisi ile karlılıkta iyileşme bekliyoruz. 4Ç20’de ise zayıf TL ile artan maliyetlerle, iç pazarda beklenen daralma ve satış kampanyalarıyla kar marjlarında erime öngörüyoruz.

**Traktör Sektörü** Türkiye traktör pazarı yılın ilk yedi ayında %79 artış ile 22K bin adete ulaştı. Zayıf baz yılı etkisine ek olarak, pandemi nedeniyle artan tarımsal üretim ve fiyatlar neticesinde çiftçilerin gelirlerindeki artış, borçlanma oranlarındaki düşüş, petrol fiyatlarındaki gerileme ve tarım sektörüne devlet desteklerinin devamı yurtiçi traktör talebindeki artışın temel unsurları olarak öne çıkıyor. Ziraat Bankası’nın yerli üretim traktör alımları için Ocak ayında açıkladığı sübvansiyonlu %4.5 faiz oranında yılın geri kalanında değişiklik öngörmüyoruz. Hükümet önceden Ekim 2020 olarak açıkladığı 50-100 beygir traktörler için Tier 4 motor geçiş takvimini Nisan 2021’e ötelendi. 2020 yılı Türkiye traktör pazarı yıllık bazda %78 büyümeye işaret eden 46 bin adet beklentimizi değiştirmeyen, 2021 yılı önceki 55 bin adet pazar beklentimizi TL’deki değer kaybı kaynaklı fiyat artışlarının talebe olumsuz etkisi ve öne çekilen talep nedeniyle 50 bin adete revize ediyoruz.

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 Fabrika için 2020 yılı için 102 bin (Tofaş : 102 bin) adet iç pazar satış ve 120 bin (Tofaş : 110 – 140 bin) adet ihracat hacim beklentimiz 2Y20'de pandemi etkisiyle ihracattaki yıllık bazda gerilemeye rağmen (ilk yarıya nazaran iyileşme) güçlü iç satış performansı beklentisiyle 2Y19'a benzer toplam satış adetlerine işaret ediyor. 2020 tüm yıl içinse toplam satış hacminde %18 düşüş öngörüyoruz. Yerli üretici olmanın verdiği avantajla Tofaş'ın binek araç satışlarının %80'si ÖTV oranlarındaki değişikliğin %3-%6 düşüşüne neden olan alt segmentte yer alıyor. Bunun sağladığı fiyat avantajıyla Tofaş'ın iç satış adet tahminlerimizde yukarı yönlü potansiyel risk olabileceğini düşünüyoruz. TL'nin € karşısındaki değer kaybının 2Y20'de ihracat satış gelirlerinde ve marjlarında olumlu etkilemesi beklenirken, ihracat kontratlarındaki al veya öde gelirleri marjları destelemeye devam edecek. Şirket €50mn'u 1Y20'da harcamış olmakla birlikte 2020 yılı için €150mn yatırım harcaması bütçeliyor. Tofaş'ın yeni model yatırımları takvimi ise şu şekilde özetlenebilir; **1)** Aegea ailesi facelift yatırımı : €150mn 2020'de, €50mn 2021'de olmak üzere toplamda €200mn yatırım harcaması ile ilk etap modellerin (2 dizel ,1 benzinli) önümüzdeki Ekim ayında lansmanı yapılacak, ancak tüm ürün gamı 2021'de tamamlanacak. **2)** Fiorino hafif ticari aracının ürün döngüsünün süre uzatımı : Aracın ürün döngü süresinin 2022'den 2024'de uzatılmasıyla 2021'de Fiorino için yatırım harcaması öngörülüyor. **3)** Yeni nesil Doblo yatırımı : FCA'nın likiditeyi koruma önceliği, FCA ile PSA'nın devam eden birleşme süreci ve pandeminin olumsuz etkilediği Avrupa otomotiv talebi neticesinde yeni nesil Doblo'nun lansmanı 2022 başından 2023'e ertelenecek gibi duruyor. Mevcut Doblo'nun ürün döngüsü ve ihracat anlaşması 2021'de bitiyor. Yeni nesil Doblo yatırımının öteleniyor olması mevcut Doblo'nun ürün döngüsünün ve ihracat anlaşmasının 2022'e uzatılmasını gerektiriyor.

TOASO için 28 Temmuz tarihli 2Ç20 kar analizi raporumuzla revize ettiğimiz hisse başına 34.50 TL hedef fiyatımızı koruyoruz. Cazip değerlemesi, iç pazardaki rekabet üstünlüğü ve al veya öde ihracat anlaşmaları sayesinde defansif iş modeli ile AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 2021T 4.1x Firma Değ./FAVÖK ve 5.5x F/K çarpanları ile 7.6x ve 11.8x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir.

**Ford Otomotiv (FROTO.IS)** Ford Otosan'ın 2020'de iç pazar satış hacminin yıllık %81 artışla 88 bin adete (Ford Otosan: 80-90 bin) ulaşacağını, ihracat hacminin ise yıllık bazda %30 düşüşle 235 bin adete (Ford Otosan: 230 -240 bin) gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2Y20'de şirketin toplam satış hacminde ihracattaki toparlanma ve hafif ticari araç iç satışlarındaki kuvvetli seyir kaynaklı yıllık bazda %3 artış öngörüyoruz. Ford Otosan'ın, TL'deki değer kaybının ihracat gelirlerine ve marjlarına olumlu etkisi ve çeyrek bazda KKO'da iyileşme ile 3Ç20'de güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. 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. Ford Otosan'ın Temmuz ortasında yeni ürün yatırımı ile birlikte üretim tesisi verimlilik, kapasite ve modernizasyon yatırımı için IFC'den 150 milyon dolar karşılığı € bazlı kredi anlaşmasını beklenen yatırımın ön adımları olarak yorumluyoruz. Haziran ayı ortasında ise global Ford-Volkswagen arasında 2019 yılında temelleri atılan işbirliği kapsamında ortak üretilen ürünün hayat döngüsü boyunca 8 milyon ticari aracı bulacağı açıklaması gerçekleşmişti.

FROTO için 28 Temmuz tarihli 2Ç20 kar analizi raporumuzla revize ettiğimiz 96.15TL hedef fiyatımız koruyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. 2021'de Ford Otosan'ın FAVÖK ve Net Kar rakamlarında özellikle ihracattaki iyileşme kaynaklı sırasıyla %22 ve %33 büyüme hesaplıyoruz. VW-Ford stratejik ortaklığı ile gündeme gelebilecek potansiyel hafif ticari araç ek üretim kapasitesi ve sinerjiler hisse için katalizör olabilir. Hisse 2021T 6.7x Firma Değ./FAVÖK ve 7.7x F/K çarpanları ile 7.6x ve 11.8x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Ford Otosan'ın Kasım ayında 400 milyon TL tutarında ikinci taksit temettü ödemesini (%1.7 temettü verimi) yapabileceğini tahmin ediyoruz.

**Doğuş Otomotiv (DOAS.IS)** Salt ithalatçı distribütör olarak sadece iç pazardaki talep koşullarına bağımlı olan Doğuş Otomotiv 1Y20'de faizlerdeki gerileme ve düşük baz yılı etkisiyle çarpıcı büyüme kaydeden otomotiv satışlarından en fazla fayda sağlayan oyuncu oldu. Şirket 1Y20'de %42 hacim büyümesi ve sıkı gider kontrolü ile elde ettiği güçlü operasyonel performans ve faiz oranlarındaki gerileme kaynaklı finansman giderlerindeki düşüş sayesinde 1Y19'da kaydettiği 44 milyon TL net zarar rakamına karşın 1Y20'de 229 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Doğuş Otomotiv'in ürün gamının çoğunlukla orta – üst segmentten oluşmasından dolayı ÖTV artışından en fazla olumsuz etkilenen sektör oyuncularının başında geleceğini düşünüyoruz. Her ne kadar kuvvetli Temmuz ve Ağustos satışlarıyla 3Ç20'de yıllık bazda büyüme devamını beklesek de 4Ç20'de şirket finansallarında sınırlı da olsa gerileme bekliyoruz. Borçlanma oranlarındaki artışın finansman giderlerine ve net kar rakamına olumsuz etkisinin daha çok 2021'de hissedileceğini düşünüyoruz. 2021'de binek araçlarda ürün karması değişikliğinden (üst ÖTV diliminden alta kayış amaçlı) dolayı binek araç başına satış gelirlerinde düşüş olabileceğini düşünüyoruz ki bu da karlılığı olumsuz etkileyecektir. Tüm bunların ışığında güçlü geçen 2020'nin ardından 2021 yılında Doğuş Otomotiv'in FAVÖK rakamında yıllık bazda %6 net kar rakamında ise %17 düşüş hesaplıyoruz.

DOAS için yurtiçi otomotiv pazarı ve şirket binek araç başına gelir tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyon neticesinde hedef fiyatımız 18.15TL'den 16.35TL'ye düşürüyor ancak TUT tavsiyemizi koruyoruz. Doğu Otomotiv için %60 kar dağıtım oranı tahminimizle, 2020 karından 2021'de 275 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %8.7 temettü verimine işaret ediyor.

**Otokar (OTKAR.IS):** Otokar'ın devam eden yurtdışı askeri araç teslimatları (US\$218mn) ve Gürcistan'a otobüs siparişleri (€19mn) ile ilgili olarak 1Y20 sonu itibariyle 1.6 milyar TL bakiye sipariş tutarı bulunuyor. Bu tutara Ağustos ayında kesinleşen İzmir Belediyesi'nin 476 milyon TL tutarındaki otobüs siparişleri de eklendiğinde bakiye sipariş tutarı 2.1 milyar TL'ye ulaşıyor. Otokar'ın 1Y20 sonu itibariyle US\$218mn bakiye siparişi tutarı bulunan yurtdışı askeri araç teslimatlarının 2021 de de devam edeceğini düşünüyoruz. Gürcistan otobüs teslimatlarının 4Ç20'de başlayıp 1Ç21'e kadar, İzmir Belediyesi otobüs teslimatlarının ise yine 4Ç20'de başlayıp 2021'de tamamlanması bekleniyor. 2Y20'da Otokar'ın satış gelirlerinde otobüs teslimatları ve TL'deki değer kaybının etkisiyle yıllık bazda %25 artış öngörüyor, ancak emtia fiyatlarındaki artış ve kur kaynaklı maliyet artışları nedeniyle FAVÖK artışının %6 ile sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Ortalamada düşüş kaydeden borçlanma oranları neticesinde 2Y20 net kar rakamında ise %12 büyüme hesaplıyoruz. Kesinleşen otobüs teslimatlarına ek olarak turizm sektörüne ilişkin ertelenen ticari araç segmentinde 2021'deki olası canlanma beklentimiz nedeniyle şirketin satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında 2020'e kıyasla sırasıyla %30 ve %24 büyüme öngörüyoruz. Ancak artan borçlanma oranlarının finansman giderlerine olumsuz etkisi sonucu şirket net kar rakamında sınırlı %3 artış tahmin ediyoruz.

OTKAR için çarpan analizi ile ulaştığımız hisse başına 160.0TL hedef fiyatımız %15 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Otokar için %57 kar dağıtım oranı tahminimizle, 2020 karından 2021'de 200 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %6 temettü verimine işaret ediyor. Potansiyel askeri zırhlı araç siparişleri hisse için katalizör olabilir.

**Türk Traktör (TTRAK.IS)** Türk Traktör için şirket beklentilerinin üst bandında yer alan 2020 yılı 21.5 bin adet iç pazar satış ve 12.5 bin adet ihracat hacim beklentimiz 2Y20'de güçlü iç satış performansı beklentisiyle yıllık bazda %48 toplam hacim büyümesine işaret ediyor. Nitekim güçlü iç satışlar nedeniyle şirket üretiminin 3 vardiyaya geçtiğini ve personel sayısını arttırdığını öğrendik. Kuvvetli iç talep sonucu şirket yılbaşından bu yana yurtiçi traktör satış fiyatında yaptığı artış yaklaşık %25'e ulaştı. İç satışlardaki büyüme kaynaklı KKO artışı, görece daha karlı iç satışların artan payı, hammadde maliyetlerindeki düşüş ve 3Ç'de TL'deki sert değer kaybı sonucu ihracat marjlarında iyileşme sonucu 2Y20'de operasyonel karlılıkta iyileşme bekliyoruz. Operasyonel karlılıktaki iyileşmenin yanı sıra faiz oranlarındaki düşüşle gerileyen finansman giderleri de net kar büyümesini destekliyor. 2Y20'de Türk Traktör'ün FAVÖK rakamının yıllık bazda iki katından daha fazla, net kar rakamının ise yıllık bazda üç katından daha fazla büyüyeceğini tahmin ediyoruz.



Faiz oranlarındaki son dönemdeki artışın 2020'den ziyade 2021 yılı ortalama borçlanma maliyetleri yukarı çekeceğine inanıyoruz. 2021'de Türk Traktör için sırasıyla %25 ve %15 FAVÖK ve net kar büyümesi tahmin ediyoruz. Hisse 2021T 5.6x Firma Değ./FAVÖK ve 8.8x F/K çarpanları ile 8.9x ve 16.2x global benzer şirket çarpan medyanına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. %95 kar dağıtım oranı tahminimizle, Türk Traktör'ün 2020 karından 2021'de 475 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %9.3 temettü verimine işaret ediyor. TTRAK için hedef fiyatımı 2021 yılı traktör iç pazar büyüme tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon (%20'den %10'a) ve faiz oranlarındaki artışın 2021 yılı finansman giderlerindeki artışa neden olmasıyla önceki 146.50TL'den 139.85TL'ye indiriyoruz. Yeni hedef fiyatımızdaki cazip getiri oranı ve yüksek temettü verimi nedeniyle hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.



## Sektör Açıklamaları - Bankacılık

40

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	4.93	25,636	8.01	9.20	62	AL	A	3.6	0.2	77	51	52	3%	21%	0%	4.0	3.4	0.4	0.4	1.3	1.2	11%	12%	1.6%	1.6%
ALBRK	1.49	2,012	1.73	1.73	16	TUT	A	1.4	-2	24	32	12	3%	14%	0%	11.6	11.0	0.5	0.5			4%	5%	0.3%	0.3%
GARAN	6.82	28,644	10.75	12.00	58	AL	A	3.7	0.2	163	50	48	3%	21%	0%	3.9	3.3	0.5	0.4	1.3	1.1	13%	14%	1.7%	1.7%
HALKB	5.08	12,567	7.17	8.30	41	AL	A	1.6	-1.8	53	25	6.7	2%	9%	0%	4.2	3.1	0.3	0.2	0.6	0.6	8%	9%	0.5%	0.6%
ISCTR	5.05	22,725					Ö.Y	6.8	3.2	31	33	46	4%	23%											
TSKB	1.10	3,080	1.39	1.50	26	AL	A	2.8	-0.6	28	39	21	2%	16%	0%	4.5	3.2	0.5	0.5			12%	15%	1.5%	1.9%
VAKBN	4.11	16,052	5.97	7.25	45	AL	A	1.2	-2.1	59	15	7	1%	5%	0%	3.7	3.2	0.4	0.3	0.8	0.7	12%	11%	0.9%	0.9%
YKBNK	2.04	17,232	2.85	3.30	40	AL	A	-0.5	-3.8	46	30	63	2%	19%	0%	4.2	3.1	0.4	0.3	1.2	1.0	10%	11%	1.0%	1.2%
<b>Bankacılık</b>																<b>4.2</b>	<b>3.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>

**Risklerin yüksek seyretmesi banka hisselerini baskılamaya devam ediyor.** Salgının olumsuz etkileri ve yoğun düzenlemelere rağmen bankalarımız aslında büyüme ve kar marjı anlamında 2020'nin ilk yarısını olumlu bir şekilde tamamladılar. Ancak parasal gevşeme ve yeni düzenlemelerin kredi büyüme odaklı oluşu başta cari açık ve enflasyon olmak üzere başka dengesizliklere sebep olmuş gözüküyor. TL'nin hızlı değer kaybı sonucu parasal sıkılaştırma süreci ile beraber birincisine göre değişik bir ikinci yarıyıl olacak. Marjlarda ilk yarıya göre belirgin bir gerileme beklerken, kredi büyümesinin yavaşladığını karşılık giderlerinin bir miktar ilk yarıya göre gerilediğini göreceğiz. Sürecin zorluğu ve makro/jeopolitik risklerin yüksek seyretmesi ile bankacılık hisseleri endeksten olumsuz ayrılmaya devam ederek değerlendirme anlamında daha önce görülmemiş düşük seviyelere gelmiş durumda. Orta ve uzun vadede çok önemli getiri potansiyelinin olduğunu düşünsek de kısa vadede özellikle TL'nin istikrarı sektör hisseleri için birincil önemini koruyor.

**Aktif kalite ile birlikte faiz ve kur riskini yönetmek de önem kazanıyor.** Bankalar özellikle döviz cinsi kredilerini yönetmeye çalışırken pandemi nedeniyle ortaya çıkan sorunlar nedeniyle artan bir şekilde kredi riskiyle karşı karşıya kaldılar. Yoğun yeniden yapılandırma, öteleme ve muhafazakâr biçimde karşılık ayırarak bu risklerle baş etmeye çalışıyorlar. Ancak TL'nin hızla yavaşlaması sonucu gelen sıkılaştırma özellikle ikinci yarıdan itibaren gündeme faiz ve kur riskini de sokmuş durumda. Artan faizler vade uyumsuzluğu nedeniyle marjları ikinci yarıda aşağıya çekerken, özellikle zayıflayan TL son dönemde açık pozisyonları artan kamu bankaları açısından kur riskini daha iyi yönetme gereğini ortaya koyuyor. Tüm risk perspektifleri açısından özel bankaların daha iyi konumlandıklarını düşünüyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Revizyonlardan sonra 2020 için araştırma kapsamındaki bankalarımızdan % 31'lik bir kar büyüme rakamı bekliyoruz.** Kuvvetli geçen ikinci çeyrekte sonra bankalarımız için kar büyüme tahminimizi %25'ten %42'ye revize etmiştik. Artan faizler, kredi yavaşlaması ve zayıflayan TL'nin etkileri ile 2020 için ortalama kar büyüme tahminimizi % 31 artış olarak güncelliyoruz. Bunda net faiz marjının bir önceki seviyeye göre düşürülmesi yanında, karşılıkların yüksek seyretmesinin yanında özellikle kamu bankalarının görece daha yüksek olmasını beklediğimiz kur farklarının olumsuz etkileri ön plana çıkacak.

**Hedef piyasa değerlerimizi yaklaşık ortalama %12 aşağı yönlü revize ettik.** Kar revizyonlarımızdan sonra artan faizlerin bir yansıması olarak öz kaynak maliyetimizi de yaklaşık 20 baz puan arttırdık. 2020 yılı için kar tahminimizi aşağı yönlü revize ederken uzun vadeli öz kaynak getiri varsayımlarımızı da 75-100 baz puan arasında aşağıya çektik. Bunun sonucunda hedef piyasa değerlerimiz %12 aşağı yönlü revize olmuş oldu. Yine de bankalarımız ortalama olarak % 46 getiri potansiyeli vadediyor. Kamu bankalarında artan bilanço riskleri nedeniyle hedef piyasa değerlerimiz özel bankalara göre daha fazla geriledi.

Türk Bankalarının çarpanları benzer ülke banka çarpanlarına göre yaklaşık % 55 iskontolu işlem görüyor. Söz konusu iskonto oranı bir önceki raporumuzda %40-45 aralığında seyrediyordu. Ayrıca kendi yakın tarihi ortalamalarına göre iskonto %25'den, %35'e ilerlemiş durumda. Bu arada sektörün BIST 100 endeksine göre sene başından beri % 25 daha kötü performans göstermesi de dikkat çekici bir diğer nokta. Pandemi döneminde global ölçekte de bankacılık hisseleri baskı altındaydı ancak Türk Bankalarının bugün geldiği değerlendirme seviyeleri ancak 2001 krizinde gözlemlenen seviyeler.

Model portföyümüzde bankacılık hisselerini endeks ağırlığının bir miktar üzerinde taşımaya devam ediyoruz. Her ne kadar faaliyet ortamındaki riskler oldukça yüksek olmaya devam etse de değerlemelerin bugünkü seviyesi bu belirsizliklerin büyük ölçekte fiyatlarda olduğunu gösteriyor. Covid-19 sonrası normalleşme dönemini hedefleyerek hem fiyat cazibesi hem de kar momentumu nedeniyle bankacılık hisselerini önermeye devam ediyoruz. Salgının ise reel sektörde şu ana kadar yarattığı tahribat asimetric olsa da yönetilebilir gözüküyor. Karşılık ve sermaye koruma kalkanları kuvvetli, kaldıraçları düşük, maliyet ve gelir etkinliği bulunan **GARAN.IS** ve **AKBNK.IS**'i model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

**YKBNK.IS:** Yapı Kredi'nin yükselen faiz ortamında marjlarını görece daha iyi koruyabileceğini düşünüyoruz. Bankanın son dönemlerde perakende mevduat tabanının güçlendirme stratejisi ve kredi rekabetine çok girmemiş olması marj anlamında da düşüşü sınırlandıracaktır. 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 sektörlerde 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. İkinci çeyrek sonuçları ve sıkılaştırmanın başlamasından sonra bank için 2020 kar tahminimizi %7 aşağı yönlü revize ediyoruz. İlk çeyrekte kuvvetli gelirler nedeniyle önemli derecede önden yüklemeli karşılıklar ayrıldı. Bu momentumun ikinci yarıda düşmesini bekliyoruz. Banka için 2020 yılı kar büyüme tahminimiz %18 düzeyinde

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.

**HALKB.IS:** Halkbank, her ne kadar yüksek kredi büyüme neticesinde mevduat tabanını güçlendirmiş olsa da vade uyumsuzluğu ve TL'nin bilançodaki ağırlığının yüksek oluşu nedeniyle yılın ikinci yarısında ilk altı aya göre keskin bir marj düşüşü yaşayacak. Marjlarda ilk yarıya göre beklediğimiz 100 baz puan üzerindeki düşüşe rağmen gerek net faiz marjı gerekse net kar rakamı yine de geçen seneye göre oldukça kuvvetli olacak. Ortalama net faiz marjının bu sene geçen yılın iki katı seviyede olan %4'ler düzeyinde olmasını bekliyoruz. Kuvvetli gelirlerin bankanın karşılık giderlerini karşılaması açısından oldukça olumlu buluyoruz çünkü bu sene kuvvetli kredi artışı takibe atılan ve yakın izlemedeki kredilerin artışına neden olacaktır.

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. Kamu bankalarının son dönemde genişleyen açık pozisyonlar nedeniyle kur riskine daha fazla maruz kaldıklarını görüyoruz. Geçtiğimiz günlerde artan döviz bazlı menkul kıymet alımları bu riski aşağıya çekse de TL'nin zayıflığına bağlı olarak burası bir risk unsuru olmaya devam ediyor. Halkbank için 2020 net kar tahminimiz %17 aşağı yönlü revize ediyoruz. Buna rağmen 2019'a göre kar artışı %70 düzeyinde oluşuyor

**VAKBN.IS:** Faizlerin artış sürecinde bankanın marjlarının 2020'nin ikinci yarısında ilk yarıya göre 130 baz puan gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu revizyona rağmen bankanın net faiz marjı yıl sonunda 2019'a göre 60 baz puan artmış olacak. Son dönemde hem kredilerde hem de mevduatta kazanılan pazar payının ileride karlılık açısından çok olumlu olduğunu düşünüyoruz. 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 yarıda kuvvetli bir kar açıkladığını görüyoruz. Yüksek karşılıkların bütün yıl süreceğini ve kredilerin %2 civarında bir meblağın karşılık gideri olarak ayrılacağını tahmin ediyoruz. Kur farkı giderlerinin de bu sene banka için karlılık anlamında olumsuz bir unsur olmaya devam ettiğini görüyoruz. Vakıfbank için 2020 yılında yıllık %56 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 4,5x F/K ve 0.5x 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 1.50'den TL 1.40'a revize ediyoruz.

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 ilk yarı 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 etkisi, aktif oran cezası ve artan karşılıklar nedeniyle bu olumlu performans net kara henüz istenilen ölçüde yansımadı. 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.

## Sektör Açıklamaları - Sigorta

Fiyat ve Oranlar																				
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	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	7.25	2,219	9.10	9.10	26	AL	-0.7	-0.2	2.9	28	43	9%	77%	8%	5.0	4.5	1.9	1.5		38%
ANHYT	7.34	3,156	10.00	10.00	36	AL	-6.6	-6.2	0.8	15	51	6%	67%	6%	7.2	6.5	2.4	2.2	33%	35%
ANSGR	6.28	3,140	7.77	7.77	24	AL	0.2	0.7	0.4	35	18	4%	32%	4%	6.6	5.8	1.2	1.0	22%	19%
<b>Sigorta</b>															<b>6.6</b>	<b>5.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>28%</b>	<b>35%</b>

**Elementer branşlarda kinci çeyrekte prim üretiminde büyüme dönüyor.** Salgının özellikle ticari hayatı yavaşlatması nedeniyle prim üretimi üzerinde olumsuz bir etkisi oldu. Salgının etkisiyle duraklayan prim üretiminin özellikle ikinci çeyrek sonundan itibaren hızlı büyüme dönmesi bu sene prim artışının %10-15 aralığında olabileceğini destekliyor. Düşük faiz ortamının etkisi, kısıtlamaların kaldırılması ile özellikle araç ve konut talebinin artışı prim üretimine olumlu yansıdı. Teknik karlılıklarda pandemi nedeniyle düşen hasar frekanslarının olumlu etkisi yerini yavaş yavaş normalleşmeye bırakıyor. Bu seferde yükselen faizlerin yatırım gelirlerini olumlu etkileyerek bir dengeleyici etki yapması muhtemel gözüküyor. 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 değiştirmiyoruz.

**Hayat ve Emeklilik 2020 için favori sektörlerimizden biri olmaya devam ediyor.** 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 normalleşmiş gözüküyor. Bunun yanında otomatik katılım sektörüne ek 5-6 milyon katılımcı sağladı. Yönetilen fonlardaki artış düşük faizlerin etkisi ve aktif fiyatlarındaki artışın yardımıyla yükselmeye devam etti. Hayat tarafında ise kredilerde görülen yavaşlama ile sektörün prim üretiminin çok yavaşlaması bekleniyordu. Ancak son dönemlerde kredi büyümesinin hızlı seyri prim üretiminin olumlu etkilerken ikinci yarıda prim üretim ivmesinde yüksek faiz ve yavaşlayana kredi hacimleriyle bir duraksama görebiliriz. Yine de geçtiğimiz yıla göre çok güçlü seyreden bir hayat prim üretimi var. Anadolu Hayat için karlılık ve hedef piyasa değerlerimizi koruyoruz.

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 çekinmelerinden ötürü hastanelere gitmemesinden kaynaklı. Dolayısıyla burası normalleşince sağıktaki hasar oranları da ikinci yarı artışa geçecektir. Pandemi nedeniyle hızla iyileşen kombine oranları ekonominin açılmasıyla normalleşme eğilimine girdi. Burada artan hasar frekanslarının yükselen faizlerin olumlu yansıması olarak yönünü yukarı çeviren yatırım gelirleriyle kısmen dengeleneceğini düşünüyoruz. Orta vadede şirketin düzeltilmiş öz sermaye getirisinin %25-30 aralığında olmasını bekliyoruz.

**ANHYT.IS:** Sigorta sektöründe 2020 için favori alt sektörümüz, hayat ve emeklilik olacak. Hayat branşında krediye bağlı üretilen primlerin yüksek seyretmesi karlılığı da olumlu etkileyecek. 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 artırmasını bekliyoruz. Kıdem tazminatlarının BES' e devredilmesi (tamamlayıcı BES) konusu somutlaşırsa sektör fonlarının büyümesi açısından katalizör etkisi yapabilir.

## Sektör Açıklamaları - Çimento

47

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					
AKCNS	11.80	2,259	12.61	12.08	7	TUT	Y	3.7	0.3	4.8	20	18	7%	83%	2%	25.1	15.3	2.1	1.9	8.2	7.1	9%	13%	5%	7%
CIMSA	11.38	1,537	13.12	10.71	15	TUT	A	15	11	4.7	36	17	7%	70%	0%	18.6	11.4	1.0	1.0	8.0	6.7	6%	9%	2%	3%
OYAKC	8.06	9,348	3.41		-58	SAT		5.2	1.7	23	27	1.7	11%	110%	1%	130.0	95.8	4.8	4.7	32.9	26.2	7%	5%	4%	3%

### Çimento

Faiz oranlarındaki düşüşe ek olarak konut üreticileri ve kamu bankaları tarafından başlatılan çekici satış kampanyalarının konut satışları üzerinde yarattığı canlanma sonucu inşaat aktivitesinde meydana gelen artışın 2020 yılı yurt içi çimento talebine bir miktar olumlu katkı yapmasını bekliyoruz. Özellikle Haziran ayında bekleyen talebin harekete geçmesiyle yurt içi çimento satışlarında meydana gelen iyileşme yılın üçüncü çeyreğinde de devam ediyor. Bu nedenle 2020 yılı yurtiçi çimento talebi için daha önce öngördüğümüz %5-10 daralma tahminimizi %0-5'e düşürüyoruz. Talepteki hafif toparlanmaya rağmen yurtiçi çimento pazarındaki kapasite fazlası ve fiyat rekabeti şirketlerin geçmiş yıllarda enerji maliyetlerinde meydana gelen artışı fiyatlara yansıtmasını zorlaştırıyor. Bu nedenle zayıf arz/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. TÇMB'nin verilerine göre yılın ilk 5 ayında çimento ihracat hacimleri geçen yılın aynı dönemine kıyasla %35 klinker hacimleri ise %25 artış gösterdi. Pandemi nedeniyle ihracat siparişlerinde yılın ikinci çeyreğinde bir ertelenme yaşanmış olsa da yıllık bazda ihracat büyümesi üzerinde bir risk görmüyoruz. Maliyet tarafında ise yakıt maliyetlerindeki düşüşün elektrik fiyatlarında meydana gelen belirgin artışı telafi etmesi nedeniyle stabil bir görünüm hakim. Fakat, kurdaki artış ve 2021 yılı için petrokok fiyatlarının tekrar bir yükseliş trendine girme beklentisi 2021 marjları üzerinde risk yaratıyor.

**Akçansa Çimento (AKCNS.IS):** Güçlü ihracat gelirleri ve faiz giderlerindeki düşüş ile birlikte 2020'de Akçansa'nın yıllık bazda satış gelirlerinde %5, FAVÖK rakamında %24, net kar rakamında ise %20 artış öngörüyoruz. Akçansa'nın 2Y20'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 ihtiyacındaki düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Diğer yandan geçtiğimiz sene ertelenen bakım ve onarım yatırımlarının bu sene devreye girmesi nedeniyle yatırım harcamalarında %60'a yakın artış gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda 2020 için 1.1x NetBorç/FAVÖK rasyosu hesaplıyoruz (2019: 1.3x). Makro tahminlerimizde ve beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonrasında AKCNS için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 10.71TL'den 12.61TL'e yükseltiyor ve tavsiyemizi SAT'dan TUT'a değiştiriyoruz. Yeni hedef fiyatımız %8 artış potansiyeli sunmakta. Hisse 2020T 8.1x FD/FAVÖK ve 24.8x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre %11 ve %103 prim ile işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü



**Çimsa Çimento (CIMS.A.IS):** Güçlü 2Ç20 sonuçları ve yurtiçi satış tahminlerimizde yaptığımız yukarı revizyon ışığında Çimsa için 2020 yılı ciro ve FAVÖK beklentimizi %6 ve %10 oranında arttırıyoruz. Özellikle Çimsa'nın faaliyet gösterdiği Akdeniz ve İç Anadolu bölgelerinde talebin geçen yıla göre daha kuvvetli seyretmesi ve ihracat hacimlerindeki artış ile Şirket'in 2020 yılında %20 ciro ve %27 FAVÖK büyümesi kaydedeceğini öngörüyoruz. Operasyonel performanstaki iyileşmeye ek olarak i) faiz giderlerindeki düşüş, ii) ihracat gelirlerindeki artışa bağlı olarak alacak günleri, dolayısıyla işletme sermayesi ihtiyacının azalması ve iii) kapasite yatırımlarının geçen sene sona ermesiyle yatırım harcamalarında yarıdan fazla düşüş meydana geleceği beklentisi ile Şirket'in nakit yaratımında belirgin bir iyileşme bekliyoruz. Buna bağlı olarak 2020T NetBorç/FAVÖK oranının 2019 yılındaki 5.3x seviyesinden 4.1x seviyesine düşeceğini öngörüyoruz. 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 dâhil edemiyoruz. Şirketin 189 milyon \$ piyasa değeri göz önüne alındığında, bu denli büyük ölçekli bir yatırımın hissenin uzun vadedeki performansını pozitif etkileyeceğini düşünüyoruz. Fakat kısa vadede borçluluğu daha da arttıracığından hisse üzerinde baskı oluşabilir. Güncellenmiş hisse başı 13.12 TL hedef fiyatımız ile sınırlı artış potansiyeli sunan CIMS.A için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse 2020T 8.0x FD/FAVÖK ve 18.4x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre %1 ve %94 prim ile işlem görüyor.

**Oyak Çimento (OYAKC.IS):** Birleşme sonrasında ilk kez konsolide finansal tablolarını paylaşan Oyak Çimento yılın ilk yarısında yıllık bazda %8.5 artış ile 1094 milyon TL ciro ve %40 artış ile 99 milyon TL FAVÖK açıkladı. 2Y20'de yurtiçi talepte meydana gelmesi beklenen toparlanma ve ihracat gelirlerindeki artış ile birlikte Şirket'in 2020 yılında 2493 mn TL ciro ve 291 mn TL FAVÖK kaydedeceğini öngörüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, birleşme ile grubun stratejik planları ve çimento sektöründeki hedefleri doğrultusunda sinerji oluşturulması hedeflenmişti. Oyak Çimento'nun hammadde tedariki gibi bazı faaliyetlerini hâlihazırda tek çatı altında yürütmesinden dolayı şirketlerin arasında bazı sinerjiler zaten mevcut durumda. Fakat şirketlerin tek bir idari merkez ve tüzel kişilik altında birleştirilmesi sonucunda hukuki ve yönetim yapısının sadeleştirilmesi ile uzun vadede ek sinerjilerin mümkün olduğunu düşünüyoruz. Diğer yandan hissenin yıl başından bu yana endeksin %38 üzerinde performans gösterdiği göz önüne alındığında potansiyel sinerjilerin fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz. Hisse için 12 aylık 3.41 TL hedef fiyat hesaplıyoruz. Hedef fiyatımız %55 düşüş potansiyeline işaret ettiğinden hisse için SAT tavsiyesi veriyoruz. OYAKC 2020 tahminlerimize göre 31x FD/FAVÖK ve 122x F/K çarpanları ile yurt içi benzerleri AKCNS ve CIMS.A'ya göre oldukça primli işlem görüyor.

## Sektör Açıklamaları - GYO

49

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	1.82	6,916	2.39	2.52	31	AL	A	-7.1	-10	177	51	41	4%	27%	5%	5.6	3.4	0.5	0.5	7.3	4.8	9%	14%	5%	8%					
ISGYO	1.70	1,630	1.92	2.07	13	TUT	A	-3.4	-6.6	19	41	20	5%	19%	0%	10.1	6.4	0.4	0.4	15.4	14.3	4%	6%	3%	5%					
TRGYO	3.54	3,540	3.69	3.37	4	TUT	A	-6.8	-9.9	27	21	20	2%	7%	0%	6.2	3.9	0.4	0.4	13.6	13.1	7%	10%	4%	6%					
<b>Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları</b>															<b>6.2</b>	<b>3.9</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>13.6</b>	<b>13.1</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 başlatılan çekici satış kampanyaları Haziran ayında ertelenmiş talebi tetikleyerek konut satışlarında ciddi bir canlanmaya neden oldu. TÜİK'in verilerine göre konut satışları 2020 Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %124,3 artarak 229 bin 357 gerçekleşti ve bir ayda kaydedilen en yüksek satış rakamı oldu. İpotekli konut satışlarının toplam satışlara oranı da ilk kez %57'ye çıktı. Böylece Ocak-Temmuz ayları döneminde toplam konut satışları yıllık bazda %41 artış gösterdi. Konut kredisi faizlerinin tekrar aylık %1.1 seviyesinin üzerine çıkması ve talebin ciddi oranda öne çekilmiş olması nedeniyle Ağustos ayından itibaren konut satışlarında kademeli bir ivme kaybı yaşanmasını bekliyoruz. Konut talebi, piyasalardaki dalgalanmalara ve döviz hareketlerine karşı oldukça hassas.

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 kira indirimleri ya da mağaza ciroları üzerinden kira alınması uygulamaları yılın geri kalanı için söz konusu olacaktır. Alışveriş merkezi trafiğinde toparlanmanın ne kadar süreceği konusundaki belirsizlikler ve ikinci bir dalga etkisi düşünüldüğünde AVM portföyüne sahip GYO'ların kira gelirleri üzerindeki riskler devam etmekte.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Emlak GYO (EKGYO.IS):** Düşük faiz ortamı ve Şirket'in anlaşmalı bankalar ile birlikte başlattığı cazip konut kampanyası sayesinde Emlak Konut yılın ilk yarısında 10.2 milyar TL ön-satış değerine ulaştı. Finansmanının büyük bir oranda bankalar tarafından yapıldığı kampanyada Emlak Konut sadece ilk iki yıl için faiz maliyetini üstlenmekte ve bu maliyeti yüklenicileri ile paylaşmakta. Bu nedenle kampanyanın Şirket'in nakit satışları üzerinde ciddi artışa yol açacağını öngörüyoruz. Özellikle Haziran ve Temmuz ayında gerçekleştirilen güçlü satış performansının, 3Ç20 bilançosuna yansımalarıyla Şirket'in nakit pozisyonunda belirgin bir iyileşme görmeyi bekliyoruz. Güçlü satış performansına ek olarak ticari ve bilanço dışı alacakların tahsili, faiz giderlerindeki düşüş ve Anahtar Teslim projeleri ile ilgili inşaat maliyetlerinin büyük bir kısmı halihazırda yapılmış olması Emlak Konut'un bu dönemde nakit akışı üretimini destekleyecek diğer faktörler. Diğer taraftan, Şirket'in geçtiğimiz hafta duyurduğu 1.42 milyar TL (%18 KDV hariç) bedel ile satın alacağı Kanal İstanbul güzergahında bulunan arsa yatırımı nedeniyle nakit pozisyonundaki iyileşme daha sınırlı olacaktır. Bu beklentiler doğrultusunda Şirket'in net borç pozisyonununun 2Ç20'deki 3.82 milyar TL seviyesinden 2020 yıl sonucunda 2.01 milyar TL seviyesine düşeceğini bekliyoruz. Konut kredisi faizlerinin tekrar aylık %1.1 seviyesinin üzerine çıkması ve kurdaki dalgalanmalar ön-satış ve hisse performansı üzerinde baskı oluşturuyor. Öte yandan, güçlü nakit satışı performansı sonrası net borçta meydana gelmesi beklenen düşüş ile birlikte Şirket'in NAD iskontosunun daha da genişleyeceğini düşünüyoruz. Şu anki piyasa değerine göre hisse, tarihi ortalaması %42'in üzerinde, %68 NAD iskontosunu ile işlem görüyor. Yeni 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 2.39 TL olarak koruyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

**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 %26 düşüş göstererek 603 mn TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Diğer taraftan, konut faizlerindeki tarihi düşük seviyeler nedeniyle Şirket yönetiminin 2020 yılı için koyduğu 488mn TL'lik konut satış hedefinin büyük oranda geçebileceğini düşünüyoruz. Özellikle 5. Levent Projesi'ndeki satış performansının güçlü olması bekleniyor. Şirket, projenin 2. etabına son çeyrekte yada 1Ç21'de başlamayı planlıyor. Hisse için hedef fiyatımızı hisse 3.37 TL'den 3.69 TL'ye yükseltiyoruz. Kira gelirlerindeki kayıp, yüksek borçluluk ve sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TRGYO için TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %56 iskonto ile işlem görmekte (tarihi iskonto: %58).

**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 ünitelerin büyük bir bölümünden Nisan-Ağustos aylarında kira alınmaması, 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 %15'lik düşüşle 209mn TL'ye gerileyeceğini öngörüyoruz. Konut tarafında ise, faizlerin tarihi düşük seviyelere inmesiyle üçüncü çeyrekte Ege Perla ve Manzara Ada Projeleri'nin satış performansında belirgin bir artış öngörüyoruz. Düşük faiz ortamı, aynı zamanda, Şirket'in vadeli satışlara olan ihtiyacını azaltmakta ve nakit satışlarını arttırarak nakit akışını desteklemekte ve faiz giderlerini düşürmekte. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 1,92TL ile %12 yukarı potansiyel sunmakta. Sınırlı artış potansiyeli sebebiyle TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %57 iskonto ile işlem görmekte. Tarihi iskontosunu %59 seviyesindedir.

## Sektör Açıklamaları - Sağlık ve İlaç

51

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	17.00	3,537	21.04	20.09	24	AL	Y	8.8	5.2	14	33	55				-48.5	19.8	22.5	10.5	7.0	5.3	-38%	73%	-2%	4%				
SELEC	8.06	5,005	11.00	10.10	36	AL	Y	-1.7	-5	5.9	15	45	2%	18%	2%	8.0	5.6	1.4	1.1	6.8	4.7	19%	22%	7%	8%				
<b>Sağlık</b>																<b>-20.3</b>	<b>12.7</b>	<b>12.0</b>	<b>5.8</b>	<b>6.9</b>	<b>5.0</b>	<b>-9%</b>	<b>47%</b>	<b>2%</b>	<b>17%</b>				

### MLP Sağlık (MPARK.IS):

Salgının ile birlikte Mart ayında başlayan seyahat kısıtlamaları, sokağa çıkma yasakları ve alınan sağlık önlemleri neticesinde aciliyeti bulunmayan ameliyatların ve doktor ziyaretlerinin ertelenmesi nedeniyle 2Ç20'de Şirket'in satış gelirleri yıllık bazda %15, FAVÖK rakamı ise %3 düşüş gösterdi. Cirodaki düşüş; fiyat artışları, sıkı maliyet yönetimi, kira indirimleri, SGK ödemeleri ve kısa çalışma ödeneği gibi bazı devlet destekleri sayesinde bir miktar telafi edildi. Mayıs ve Nisan aylarında hasta sayılarında meydana gelen ciddi düşüş sonrasında, Haziran ayından itibaren hayattın normalleşmesi ile birlikte hasta sayılarında iyileşme görülmeye başlandı. Ertelenmiş talep nedeniyle üçüncü çeyrekte hasta sayılarındaki iyileşmenin daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Maliyet tarafında ise kısa çalışma ödeneği gibi desteklerden kısmi olarak faydalanılmaya devam edilmesi ve alınan maliyet azaltıcı önlemler sayesinde Şirket'in operasyonel karlılığını korumaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2020 yılında Şirket'in 8% ciro büyümesi ve yıllık bazda 1 puan düşüş ile %20.8 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. 2021 için ise yıllık %27 ciro %31 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. Vaka sayılarının artması sonucu sokağa çıkma yasakları ve diğer tedbirlerin tekrar devreye sokulması, sağlık turizmi gelirlerindeki iyileşmenin beklenenden uzun sürmesi Şirket'in karlılığı ve açık pozisyonu üzerindeki en önemli risk unsurları. 2Y20 finansalları ve yeni makro tahminlerimiz ışığında MPARK için hedef fiyatımızı 19.1TL'den 20,09TL'ye revize ediyoruz. Hisse en son tavsiye güncellemesi yaptığımız 25 Haziran tarihinden bu yana endeksin %10 altında performans göstererek %15 nominal düşüş kaydetti. Yeni hedef fiyatımıza göre %35 artış potansiyeli sunan MPARK için tavsiyemizi yeniden TUT'tan AL'a çekiyoruz. Şirket'in tamamlayıcı sigorta sektöründeki lider konumu ve düşük maliyetli yeni hastane yatırımları nedeniyle uzun vadeli büyüme potansiyeline inanmaya devam ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

### Selçuk Ecza Deposu (SELEC.IS):

**TL'nin EUR karşısında hızlı değer kaybı 2021/2022 yılı ilaç fiyat artış beklentilerimizi yukarı çekti, tavsiyemizi AL'a revize ediyoruz:** Kur tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyon neticesinde 2021 yılı ilaç fiyatlarında artış beklentimizi %20'den %24'e, 2022 yılı içinse %9'dan %16'ya revize ediyoruz. 2021 yılındaki yüksek artışın temel sebebi ortalama EUR/USD tahminlerimizde 1,09'dan, 1,17'ye yaptığımız revizyon. İlaç fiyatlarında yaptığımız yukarı yönlü revizyonun olumlu etkisi nedeni ile 2021/2022 FAVÖK beklentimizi %6/%16 yukarı çekiyoruz. Projeksiyon dönemindeki FAVÖK beklentilerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyon neticesinde Selçuk Ecza için hedef fiyatımızı 10,1 TL'den 11,0 TL'ye çekiyoruz ve tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz. Diğer yandan, özellikle TL'de değer kaybının yüksek olduğu yıllarda, ilaç fiyat artışlarına sınırlama geldiği veya EUR kuruna uygulanan iskonto arttırıldığı dönemler olduğunu hatırlatmak isteriz. Mevcut fiyatlama mekanizmasında ortalama EUR kuruna uygulanan iskonto %40 seviyesinde. Bunun %45'e çıktığı bir senaryo hedef fiyatımıza %8 aşağı yönlü risk oluşturuyor.

**2Ç20 sonuçları oldukça zayıf gerçekleşti ancak yılın geri kalanında nakit akışında iyileşme öngörüyoruz:** Yılın ilk çeyreğinde bir miktar önce çekilen talep ve Covid-19 kaynaklı önlemler nedeni ile azalan doktor ve eczane ziyaretleri nedeniyle ilaç pazarının 2Ç20'de kutu bazında %6 daraldığını tahmin ediyoruz. Zayıf satışların işletme sermayesi (özellikle ticari borçlar günleri nedeniyle) üzerinde yarattığı baskı nedeniyle şirketin faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı negatif 497mn TL oldu (2Ç19 operasyonel nakit akışı: pozitif 189mn TL). Bu noktada azalan ilaç alımları şirketin tedarikçilerine yaptığı ödemeleri erkene çekmiş gözüküyor. Yılın 2. yarısında şirketin nakit döngüsünde normalleşme öngörüyoruz.

**Riskler:** i) İlaç fiyat artışlarına uygulanacak ek iskonto, ii) sektörün kar marjlarını azaltacak regülasyon değişiklikleri, iii) SGK'nın eczanelere ödeme yaptığı vadeyi uzatması, iv) beklentilerimizin üzerinde gerçekleşecek işletme sermayesi ihtiyacı ve EUR/TL kurunun projeksiyon döneminde beklentilerimizin altında kalması hedef fiyatımız için temel risk faktörleri.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları – Gıda & İçecek

53

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı						
AEFES	20.04	11,866	25.10	24.43	25	AL	A	7.5	3.9	11	33	72	3%	n.a	6%	16.0	12.1	0.9	0.9	6.0	5.2	6%	8%	2%	2%	
COLLA	45.08	11,467	53.50	51.50	19	AL	A	13	8.9	6	28	89	2%	14%	5%	11.6	9.2	1.6	1.5	6.5	5.8	15%	17%	6%	7%	
ULKER	22.34	7,640	29.50	31.20	32	AL	A	1.1	-2.3	9	42	91	1%	31%	1%	13.4	7.2	1.5	1.3	5.3	4.7	12%	19%	4%	7%	
TATGD	10.52	1,431				G.G		7	3.5	7.4	41	17	3%	38%												
<b>Gıda &amp; İçecek</b>															<b>13.4</b>	<b>9.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>6.0</b>	<b>5.2</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>		

**İçecek sektörü pandemiye 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. Ancak Mart'ın son iki haftası dip yapan hacimler 2Ç20 boyunca hafif hafif toparlamaya başlarken Haziran ile birlikte normalleşmenin başlaması ve kısıtların kalkması ile toparlanma daha da görünür hale geldi. Bir önceki raporumuzda toparlanmanın beklentimizden daha önce başlaması ve daha hızlı gerçekleşiyor olması nedeniyle hacimlerdeki daralma beklentilerimizi iyileştirmiştik. Güncel tahminlerimizde de var olan hacim beklentilerimizde önemli bir değişikliğe gitmiyoruz. Bu yıl için alkolsüz içecek hacimlerinin %8, alkollü içecek hacimlerinin ise %5 daralmasını öngörüyoruz. Hacimlerdeki daralmaya rağmen, fiyat artışları ve FX çevrim farkları sayesinde cirolarda sınırlı da olsa her iki ürün grubu için de %8 büyüme öngörümüzü koruyoruz.

**Hacimlerdeki daralmanın marjlar üzerindeki olumsuz etkisi maliyet tarafında alınan önlemler ile kısmen telafi ediliyor:** Hacim daralması operasyonel kaldıraç nedeniyle karlılık üzerinde olumsuz etki yapıyor. Ancak maliyet ve yatırım harcamalarında ciddi kısıntılara gitmeleri sayesinde karlılık ve nakit akışı üzerindeki etkinin sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bira grubu FAVÖK marjında yaklaşık 180 baz puanlık bir daralma beklerken (2020E: 14.1%), CCI için de raporlanan FAVÖK marjının 80 baz puan daralacağını tahmin ediyoruz (2020E: 18.1%). Ancak CCI için maliyet kısıtlarına ek olarak fiyat artışlarının da etkisi ile düzeltilmiş FAVÖK marjında (nakit akışı riskinden korunma yöntemi etkisinden arındırılmış) 150bps 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 COLLA için AL tavsiyemizi yineliyoruz:** Hedef değerimize sırayla 25% ve 19% getiri potansiyeli sunan ve 2021 çarpanlarına göre cazip seviyelerde bulunan hisseler için AL tavsiyelerimizi koruyoruz. AEFES 2021T FD/FAVÖK'e göre 5.2x, COLLA ise 5.8x ile işlem görüyor. AEFES benzerlerine göre %50 iskonto ile işlem görüyorken, 2 yıllık tarihsel ortalamasına göre iskontonun 15% civarı genişlediği görülüyor. COLLA ise 2021 FD/FAVÖK çarpanına göre benzerlerine göre tarihsel ortalamalarının hafif üzerinde %32 iskonto ile işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

### ULKER (ULKER.IS):

**Operasyonel nakit akışı yılın ilk yarısında zayıf gerçekleşti:** Ülker'in 1Y20 FAVÖK'ü yılın ilk yarısında %23 artış gösterirken, faaliyetlerinden nakit yaratımı, artan işletme sermayesi ihtiyacına bağlı olarak yıllık bazda %45 geriledi. Şirketin ticari borç günlerindeki azalma zayıf nakit yaratımının arkasındaki temel sebep olarak ön plana çıkıyor. Şirket yönetimi hammadde alımlarında sağlanan avantajlı kontratlar nedeniyle borç günlerinde bozulma olduğunu ve bunun brüt kâr marjı üzerine olumlu etki yaptığını belirtti.

**Uzun USD kısa EUR bilanço pozisyonu 2Y20'de net kar üzerinde baskı yaratacak:** Ülker bilançosunda 699mn USD uzun 507mn EUR kısa döviz pozisyonu taşıyor. Bu durumun Ülker'in uzun süredir devam ettirdiği bir politikaydı ve geçmişte şirketin net karına olumlu katkı yaptı. Ancak paritede 2Ç20'den sonra görülen hızlı artış nedeniyle 2Y20'de 225mn TL kur farkı zararı hesaplıyoruz. EUR/USD tahminlerimizde yaptığımız %8'lik yukarı revizyon nedeniyle 2020 yılı net kar beklentimizi %33 aşağı revize ediyoruz. Şirketin finansal varlıklarında elde edeceği olası kar/zarar net kar beklentilerimizde sarmaya neden olabilir.

Ülker'in, i) öngörülebilirliği yüksek defansif iş modeli, ii) hem yerel hem global benzer şirketlerine göre oldukça iskontolu değerlendirme çarpanları ve iii) 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 iii) geçtiğimiz iki yıldaki güçlü operasyonel sonuçlar ve Godiva Belgium'dan elde edilen 138mn dolarlık temettü gelirin karşı temettü ödenmemesini olumsuz olarak değerlendiriyoruz. Öngördüğümüz kur farkı zararlarının net borç pozisyonu üzerindeki olumsuz etkisi ve 2Ç20 gerçekleşmeleri sonrası nakit döngüsü tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyon neticesinde Ülker için hedef fiyatımızı 31,2 TL'den 29,5 TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

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 atıştırılabilirlik kategorisindeki ürünlere ek vergi getirmesi, iv) üretim problemleri kaynaklı şirketin temel girdi maliyetlerinde olası sert yükseliş ve v) net işletme sermayesi ihtiyacında beklentilerimizin üzerinde artış olarak sıralayabiliriz.



## Sektör Açıklamaları - Holdingler

55

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. Tah.	F/K	PD/DD			ROE	Aktif Karlılığı					
ALARK	5.11	2,223	6.30	6.50	23	TUT	A	3	-0.4	8.1	30	17	5%	8%	5%	7.8	3.3	1.3	1.0			18%	33%	8%	16%	
ENKAI	6.68	37,408	7.33	6.31	10	TUT	A	4.5	1.1	8	9.3	58	3%	45%	3%	12.1	14.9	0.9	0.9			8%	6%	6%	5%	
KCHOL	14.91	37,810	23.00	22.00	54	AL	A	-0.6	-3.9	26	26	72	2%	19%	4%	5.7	6.0	0.9	0.8			17%	14%	5%	4%	
SAHOL	7.89	16,099	11.20	12.00	42	AL	A	1	-2.3	16	47	65	3%	15%	6%	3.9	3.8	0.4	0.4			12%	11%	1%	1%	
SISE	6.29	14,153	8.22	8.02	28	AL	A	4.3	0.9	114	31	15	3%	25%	2%	9.0	6.8	0.9	0.8			10%	12%	4%	5%	
TKFEN	15.47	5,724	19.06	19.96	23	AL	A	8	4.4	54	51	21	4%	38%	2.5%	12.0	7.9	1.1	1.0			9%	13%	4%	6%	
AGHOL	16.49	4,016	24.00	24.00	46	AL	A	-5.1	-8.3	2.6	31	21	1%	n.a	1%	83.9	5	0.7	0.7			1%	14%	0%	1%	
<b>Holding</b>																<b>9.0</b>	<b>6.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>			<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>4%</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 coğrafya, sektör ve iştirak bazında çeşitlendirilmiş olması, güçlü solo nakit pozisyonu, iştiraklerinden yüksek temettü geliri, 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 yaratmaya ve hisse fiyatını baskılamaya devam ediyor. Ancak negatiflerin büyük ölçüde fiyatlandığını, hisse fiyatının Holding'in gerçek değerini yansıtmadığını düşünüyoruz.

**Net aktif değer iskontosu cazip seviyede:** Portföyün yaklaşık 1/6'sını oluşturan Tüpraş'ın zayıf rafineri marjları ve yine portföyün 1/6'sını oluşturan bankacılık sektörüne ilişkin artan riskler nedeni ile hisse yılbaşından beri endeksin %22 gerisinde kaldı. Bu dönemde hisselerin performansı halka açık portföyünün hisse performansına göre de daha zayıf olması nedeni ile halka açık portföyünün piyasa değerine olan primi iskontoya döndü. Halka açık portföyünün değerine olan primi 1Y/3Y ortalamaları olan %10/%11'e kıyasla %10 iskontoya döndü. Hisse cari net aktif değerine (NAD) göre 1Y/3Y iskonto ortalamaları olan %9'a karşın %25 iskonto ile işlem görüyor. İskontoların seviyesi holding hissesinin iştirak hisselerinden daha cazip olduğuna işaret ediyor.

**AL tavsiyemizi yineliyoruz:** Hedef değerimizi 23TL'ye %54 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü



### Sabancı Holding (SAHOL.IS):

**Net aktif değer iskontosu %46'ya yükseldi:** 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 8 puan üzerinde %46 seviyesinde bulunuyor. Benzer halka açıklık oranı olan ve 20% 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 %29-32 seviyelerine karşın %55'e yükseldi. 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 orta vadede 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:** Hedef değerimizi 11.2 TL'ye %42 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):

**Holding cari net aktif değerine (NAD) iskontosunu yeniden cazip seviyelere geldi:** Mayıs ayında %20'lere kadar daralan cari NAD iskontosunu sonrasında beklentilerimize paralel iştirak hisseleri holding hissesinden daha güçlü performans gösterdi. Son 3 aylık dönemde Holding hisseleri %13 değer kaybederken, halka açık iştirak portföyü %10 değer kazandı. İştiraklerin güçlü performansının ardından cari NAD iskontosu yeniden tarihsel ortalamalarının üzerine yükseldi. Holding cari NAD iskontosu 3 aylık ve 1 yıllık ortalamaları olan %32 ve %35'e karşın %43'e yükseldi. Aynı şekilde sadece halka açık iştiraklerindeki paylarının piyasa değeri ve solo borç pozisyonundan oluşan cari NAD'ine olan iskontosu da 1000 baz puan yükselerek %42'lere yakınsadı. Piyasalarda riskten kaçınma moduna geri dönmüş olması, kurda oynaklığın artması ve faizlerin yükselme trendinde girmesi iskonto üzerinde olumsuz etki yaratan temel unsurlar olarak öne çıkıyor. Ancak diğer taraftan hem holding seviyesinde hem de iştirak bazında borçluluğun azaltılması süreci halen devam ediyor. İskontonun geldiği mevcut seviyenin yüksek olduğunu ve holding hisselerinin yüksek iskontoyu göz önünde bulundurduğumuzda yeniden cazip seviyelere geldiğini düşünüyoruz. Hedef değerimiz 24TL'ye %46 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. İştirak portföyünde AEFES, COLA ve Migros hisseleri için de AL tavsiyemiz bulunduğunu 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 2Ç20 itibari ile 15.1 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Düzeltmiş Net Borç / FAVÖK rasyosu 2.2x seviyesinde bulunuyor. Güçlü operasyonel karlılık ve nakit akışı, Mc Donald's'ın satışının tamamlanması, potansiyel gayrimenkul satışları ve düşen finansman maliyetleri nedeniyle 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 karlılığında iyileşme ve güçlü nakit akışı sayesinde borçluluğun düşürülmesi, son dönemde cazip TL faizlerden yararlanılarak borcun kısmen TL'ye çevrilmesi ve taahhüt segmentindeki zayıf görünümün son dönemde imzalanan yurtdışındaki projeler ile iyileşmesi hisse ile ilgili olumlu gelişmeler olarak öne çıkarken, taşıdığı döviz borçlardan dolayı kur riski en önemli negatif unsurdur.

**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. Önemli bir kısmı uzun vadeli FX cinsi proje finansman kredilerinden oluşan kombine net borç 2Ç20 itibari 660mn dolar (IFRS 16 etkisi hariç) seviyesindeyken net borç/FAVÖK rasyosu 1.9x seviyesinde bulunuyor.

**Borçluluğun düşmesi çarpanların genişlemesine yardım edecek:** 6.3TL olan hedef değerimize %23 getiri potansiyeli sunan hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2020 tahminlerimize göre 7.8x F/K, 2021 yılı tahminlerimize göre 3.3x 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 (ENKA.IS):

Enka 1Y20'de inşaat segmentinde bazı müşterilerden alınan ek ödemeler nedeniyle dolar bazında yıllık bazda %30 büyümesi ve %20 FAVÖK marjı (yıllık 2.3 puan artış) kaydetti. Yılın ikinci yarısında rakamlarda bir normalleşme göreceğimiz beklentisi ile segmentin 2020 yılı için 1255 milyon \$ ciro (yıllık %12 artış) ile %17.4 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. Yılın geri kalanında Enka'nın portföyüne 750 milyon \$ seviyesinde yeni proje ekleyebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in 2Ç20 sonu itibariye 2.53 milyar \$ bakiye sipariş büyüklüğü bulunmakta. Salgın nedeniyle mevcut projelerde gecikmeler yaşansa bile 2020 için marjlar üzerinde ciddi bir risk yaratacağını öngörmüyoruz. Ek olarak, inşaatı tamamlandıktan sonra Enka tarafından devlet garantili fiyat anlaşmaları ile 15 yıl işletilecek Gürcistan'da yer alan 433mw kapasiteli Hidroelektrik Santrali projesinin Enka'nın portföyüne dâhil edilmesi bekleniyor. Santrallerin yapımına Temmuz ayında başlamış.

Rusya'daki gayrimenkul operasyonları COVID-19 salgını sonucu alışveriş merkezi trafiğindeki keskin yavaşlama ve Rusya ekonomisindeki bozulmadan olumsuz etkilenmekte. Bu nedenle Şirket'in 2020 gelirlerinde dolar bazında yaklaşık %17 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. Şirketin yapımına bu yıl başlaması planlanan AVM ve ofis yatırımlarında ertelenme olacağını düşünüyoruz.

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 7.33 TL'ye yükseltiyoruz. Ancak, hisselerin hedef fiyatımıza göre düşük artış potansiyeli sunması nedeniyle hisse için tavsiyemiz TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız %13 artış potansiyeline işaret ediyor. Hisse 2020T 4.1x FD/FAVÖK ve 12.0x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %28 ve %1 iskonto ile işlem görüyor.

### Tekfen Holding (TKFEN.IS):

Özellikle petrol zengini coğrafyalarda ekonominin zayıflaması sonucu altyapı ve sanayii yatırımlarında yavaşlama ve planlanan ihalelerde meydana gelebilecek iptal veya ertelemeler son yıllarda rekabetçi olmakta zorlanan Tekfen'in portföyüne yeni projeler eklemesini zorlaştırabilir. Tekfen'in petrol zengini ülkelerde (Rusya, CIS ve MENA) yer alan taahhüt projeleri toplam bakiye sipariş büyüklüğünün %90'sini oluşturuyor. 2Ç20 itibarıyla Tekfen'in bakiye sipariş büyüklüğü 1,49 milyar US\$ seviyesinde. Mevcut riskleri göz önünde bulundurarak Tekfen'in yılın geri kalanında portföyüne US\$250mn yeni proje eklemesini bekliyoruz. Bu da 2020 yıl sonunda bakiye sipariş büyüklüğünün yaklaşık 1 milyar US\$ seviyesine ineceğine işaret ediyor (ciro karşılama oranını 0.34x olarak hesaplıyoruz). Hatırlanacak olursa, Tekfen 1Y20'de inşaat segmentinde taahhüt projelerinde meydana gelen ek maliyet ve zararlar nedeniyle negatif FAVÖK kaydetmişti. Pandemi dolayısıyla inşaatlarda meydana gelebilecek gecikmelerin ve ek maliyetlerin yanı sıra karlılığı düşük proje karması nedeniyle marjların zayıf seyretmeye 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 %14 FAVÖK büyümesi öngörüyor. Son olarak, salgının sanayi üretimini olumsuz etkilemesi nedeniyle şirketin elleçleme faaliyetlerinin olumsuz etkileneceğini fakat buradaki kayıpların petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle petrol ürünleri tankları doluluk oranlarında meydana gelen artış ile telafi edilmesi bekleniyor. Özellikle yılın son çeyreğinde gübre fiyatlarında süregelen düşüşün devam etmesi 2020 hedefleri üzerinde risk oluşturabilir.

Taahhüt tarafındaki olumsuz görünüme rağmen, Şirket'in sağlıklı bilançosu döviz bazlı gelirleri ve stabil tarımsal-sanayi operasyonları nedeniyle değerlemesinin ucuz olduğunu düşünüyoruz. Şirketin 2Ç20 itibarı ile 1.82 milyar TL nakit pozisyonu bulunmakta. Hisse performansı için en önemli katalizörlerin büyük ölçekli yeni proje kazanımı ve zarar edilen projelerden alınan ek ödemeler olduğuna inanıyoruz. Fakat, iki konuda da kısa vadede bir beklenti yok. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 19,06TL ile %23 yukarı potansiyel sunmakta. Hisse 2020T 3.1x FD/FAVÖK ve 11.7x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %37 iskonto ve %27 prim ile işlem görüyor.

## Sektör Açıklamaları - Perakende - Ticaret

61

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
BIMAS	67.70	41,107	85.50	83.00	26	AL	A	8.2	4.6	41	68	64	2%	61%	4%	21.6	21.5	8.3	8.0	9.7	8.9	42%	38%	11%	9%
BIZIM	16.03	962	16.00	16.00	0	SAT	A	11	7.3	19	44	7.8	1%	30%	1%	30.8	24.8	6.2	5.3	3.1	2.7	21%	23%	3%	3%
MGROS	38.30	6,934	50.00	48.00	31	AL	A	-0.6	-3.9	21	39	44			0%		86		5.2	4.6					1%
<b>Ticari Mağazacılık</b>																<b>26.2</b>	<b>24.8</b>	<b>7.3</b>	<b>6.7</b>	<b>5.2</b>	<b>4.6</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>

### 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 yarısında %38 ciro büyümesi ile sektörde en yüksek büyümeyi gösteren ve en yakın halka açık benzerinden 500 baz puan daha yüksek düzeltilmiş 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.

**Yılın ikinci yarısında büyümede ve karlılıkta normalizasyon bekliyoruz:** Şirket beklediğimiz gibi güçlü ilk yarı yıl sonuçlarının ardından öngörülülerini yukarı revize etti. Yeni ciro öngörülerini beklentilerimize yakın gerçekleşirken, FAVÖK marj revizyonu sürpriz oldu. Yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla büyümede ve karlılıkta normalizasyon beklemekle birlikte, hem güçlü benzer mağaza büyümeleri hem de yeni mağaza açılışları sayesinde ciro büyümesinin güçlü seyrinin devam etmesini bekliyoruz.

**AL tavsiyemizi koruyoruz:** Hisse 11.5x 2021T FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi) ile yakın dönem geçmiş ortalamalarına 15% iskonto ile işlem görüyor. Büyümenin halen güçlü seyretmesi, nakit akışında iyileşme, pandemi ile mücadelede olası bir ikinci dalga riskinde güçlü kalacak olması ve genel olarak son dönemde faizlerin düşmesi ile birlikte çarpanların genişliyor olması nedenleriyle iskontolu işlem görüyor olmasını çok anlamlandıramıyoruz. 85,5TL olan hedef değerimize %26 getiri potansiyeline sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

### 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: 800, A101: 1000, Şok 1.500) kıyasla önemli bir rekabet avantajına sahip. Zengin ürün çeşitliliği, yüksek markalı ürün ağırlığı, geniş taze ürün portföyü ve farklı mağaza formatlarıyla yüksek müşteri memnuniyeti yaratırken müşteri trafiği de olumlu etkileniyor. 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 arzi 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, düşen faiz maliyeti ve olası gayrimenkul satışları sayesinde hızla iyileşmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca borç seviyesinin azalması, vadenin kısılması 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, 6.8x düzeltilmiş 2021T FD/FAVÖK ile Bim'e halen 40% iskonto ile işlem görüyor. Güncel hedef değerimiz 50TL'ye %31 getiri sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

**BC Partners'ın olası hisse satışını önemli bir risk olarak görmüyoruz:** BC Partners'ın 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.

### **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.

**Güçlü ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz:** Şirket yılın ilk yarısını düşük marjlı sigara ve şeker hariç %21 büyüme gösterdi. Yılın geri kalanında güçlü büyüme trendinin devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, toplam gelirlerdeki ağırlığı %10'u aşan Franchise operasyonlarının 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 arıza tutar arındırıldığında Şirket'in brüt kar marjı ve FAVÖK marjının geçen sene göre iyileşme eğiliminin yılın geri kalanında da devam edeceğini öngörüyoruz.

**Primli işlem görüyor olması nedeniyle SAT tavsiyemizi yineliyoruz:** Bizim Toptan 31x 2020T F/K ve 25x 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

64

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı						
TUPRS	80.35	20,121	107.89	118.00	34	AL	A	3.2	-0.3	88	49	35	9%	86%	-2%	-43.3	8.9	1.6	1.3	8.1	5.6	-4%	16%	-1%	5%	
PETKM	4.01	8,469	4.76	4.60	19	TUT	A	10	6.5	106	48	21	7%	66%	3%	15.7	8.9	1.6	1.4	9.8	7.1	11%	17%	4%	6%	
<b>Petrol</b>																<b>-13.8</b>	<b>8.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>9.0</b>	<b>6.4</b>	<b>3%</b>	<b>17%</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	

### Tüpraş (TUPRS.IS):

**Ürün marjlarında sınırlı iyileşme:** Ürün marjları açısından Haziran ayında başlayan toparlanma Temmuz ayında sürse de, Ağustos ayı ürün marjları genel anlamda bir önceki aya göre kötü gerçekleşti. Mobilitenin artması benzin marjlarını olumlu etkiledi, ancak özellikle ağır yük taşımacılığında kullanılan ve pandemi döneminin başında nispeten güçlü seyreden dizel ürün marjı, stok birikimi ve rafinerilerin zayıf havacılık sektörü sebebiyle jet yakıtının bir kısmını dizele çevirmeleri sonucu Temmuz ayına göre zayıfladı. Jet yakıtı marjında da talepte beklenen toparlanmanın yaşanmaması sonucu bir önceki aya göre düşüş gözlemlendi. Genel anlamda ürün marjlarında 4Ç20'de daha belirgin bir toparlanma öngörüyoruz.

**Ağustos ayında Brent-ağır petrol makası Tüpraş lehine gelişti:** Tüpraş'ı ağır petrol işleme kabiliyeti sebebiyle olumlu etkileyen Brent-Ural fiyat farkı, Haziran ayında Tüpraş için olumsuz şekilde Ural lehine genişleyerek 2,4\$/v seviyelerine ulaştı. Sonrasında OPEC+ kesintilerinde gevşeme de dahil piyasadaki ağır petrol arzını arttıran gelişmeler sonucu Ural lehine olan fiyat farkı Temmuz ayında 1,0\$/v, Ağustos ayında 0,1\$/v seviyelerine kadar geriledi. Ural'ın yanı sıra çeşitli başka ağır ham petrol türlerinden tedarik edebilmekte olan Tüpraş'ın Brent'e göre Ural'dan daha yüksek bir iskonto yakalayabileceğini düşünüyoruz.

**Kapasite kullanımında artış ve olumlu stok etkisi bekliyoruz:** İzmir'deki rafinerinin tekrar devreye alınmasıyla birlikte yılın geri kalanında kapasite kullanım oranının daha yüksek olacağını ve operasyonel karlılığı olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Bunun yanında, Brent petrol fiyatındaki toparlanma ile 1Ç20'de yazılan stok zararının kısmen 3Ç20'de telafi edileceğini tahmin ediyoruz.

**AL tavsiyemizi yineliyoruz:** Bu varsayımlar dahilinde ve yeni makro beklentilerimiz ile Tüpraş için hedef fiyatımızı hisse başına 118TL'den 108TL'ye revize ediyor, AL tavsiyemizi yineliyoruz. Yeni hedef fiyatımız %34'lük yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2021 tahminlerimize göre 5,6 FD/FAVÖK ve 8,9 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.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

### Petkim (PETKM.IS):

**Ürün talebinde ve fiyatlarda toparlanma devam ediyor:** Mayıs ayında dip yapan petrokimya ürünleri talep ve fiyatı, Haziran ayından itibaren normalleşme süreci ile birlikte artmaya devam ediyor. Halen geçen senenin altında olmakla birlikte, 3Ç20'de ürün fiyatları 2Ç20'ye göre daha iyi seyrediyor. Benzen ve C4 gibi aromatiklerde zayıflık devam ederken, termoplastik ve fiber grubunda daha iyi fiyatlamalar gözlemleniyor. Ürün fiyatları için gösterge niteliğindeki etilen fiyatı, 2Ç20'de ortalama 483\$/ton iken, şu ana kadar yılın 3. çeyreğinde 695\$/ton seviyelerinde seyrediyor (3Ç19: ortalama 951\$/ton). 2Ç20'de ortalama 254\$/ton olan etilen-nafta makası ise şu ana kadar 3Ç20'de 323\$/ton seviyelerinde seyrediyor (3Ç19: ortalama 478\$/ton).

**Ürün karlılıkları yükselen nafta maliyetine rağmen iyileşme gösteriyor:** Özellikle 2Ç20'de düşük petrol fiyatları sayesinde ucuzlayan naftanın etkisiyle genişleyen ortalama ürün fiyatı-nafta makası Petkim'in karlılığını olumlu etkiledi. Normalleşme sürecinde petrol talebinin toparlanmasıyla artan nafta fiyatının etkisi ile Haziran ayına doğru daralan bu makas ürün talebi ve fiyatındaki artış sayesinde Haziran ayından itibaren düzenli olarak genişliyor. Ana senaryomuzda (petrol fiyatlarında arz kaynaklı yeni bir şok veya salgın sürecinde olası bir ikinci dalga olmaması durumunda) 4Ç20'de ürün karlılıklarındaki iyileşmenin daha belirgin olmasını bekliyoruz. 3Ç20'nin ise operasyonel karlılık anlamında 2Ç20'ye benzer gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

**TUT tavsiyemizi yineliyoruz:** Bu varsayımlar dahilinde 2019 yılında 104\$/ton olan ton başına FAVÖK'ün 2020 yılında %23 daralarak 80\$/ton'a düşeceğini öngörüyoruz. Modelimizi yeni makro tahminler ve benzer şirket çarpanları ile güncelleyerek, hedef fiyatımızı 4,60TL'den 4,76TL'ye yükseltiyor, %19'luk 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 faktörleri olarak öne çıkmaktadır. 7.1x olan 2021E EV/EBITDA çarpanı benzerlerine göre %22 iskontoya işaret ediyor. Tarihsel olarak da benzerlerine yaklaşık %25 iskonto ile işlem görüyor.

## 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
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
ASELS	16.90	38,532	15.00	14.60	-11	TUT	A	0.7	-2.7	149	26	36	1%	11%	2%	9.0	8.6	2.2	1.8	9.6	8.0	28%	23%	15%	12%
<b>Savunma Teknolojisi</b>															<b>9.0</b>	<b>8.6</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>9.6</b>	<b>8.0</b>	<b>28%</b>	<b>23%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	

### Aselsan (ASELS.IS):

**Güçlü büyüme, sürdürülebilir yüksek karlılık ve öngörülebilirlik sunuyor:** Aselsan 9,5 milyar dolarlık bakiye siparişi ve yaklaşık 4x ciro karşılama oranı (bakiye sipariş / 2019 ciro) ile uluslararası benzerlerine göre yüksek öngörülebilirlik sunuyor. Güçlü bakiye sipariş büyüklüğü sayesinde 2020 yılında dolar bazında %15 büyüme öngörüyoruz. 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.

**COVID-19 operasyonlar için önemli bir risk teşkil etmiyor:** Tedarik tarafında alınan önlemlerden kaynaklı önemli bir sorun yaşanmazken, ürün kabullerinde yaşanan gecikmelerden dolayı 6A20 ciro büyümesi sınırlı kaldı. Yılın geri kalanında hem mevsimselliğin pozitif etkisi hem de ürün kabullerinin yılın ikinci yarısına sarkması nedeniyle büyümenin güçlenmesini bekliyoruz.

**Nakit akışındaki zayıf görünüm devam ediyor:** İki yıldır zayıf seyreden nakit akışının en önemli risk unsuru olduğunu düşünüyoruz. 2020 yılında yüksek büyümeye bağlı olarak işletme sermayesindeki artışın nakit akışı üzerinde olumsuz etkilerinin görülmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca 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.

**Zayıf nakit akışı nedeni ile benzerlerine yüksek iskonto ile işlem görüyor:** Hisse %50-50 ağırlıklandırılmış düzeltilmiş 2021T F/K @8.6x ve 2021T FD/FAVÖK @8.0x çarpanlarına göre benzer şirketlere kıyasla %30 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.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Cam

67

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
ANACM	5.36	4,020				Ö.Y		7.4	3.9	6	22	31	3%	21%											
SISE	6.29	14,153	8.22	8.02	28	AL	A	4.3	0.9	114	31	15	3%	25%	2%	9.0	6.8	0.9	0.8	7.2	4.8	10%	12%	4%	5%
SODA	7.03	7,030				Ö.Y		5.1	1.6	27	37	27	4%	31%											
TRKCM	4.08	5,100				Ö.Y		4.6	1.2	46	28	17	3%	26%											
<b>Cam</b>																<b>9.0</b>	<b>6.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>7.2</b>	<b>4.8</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>

**Şişecam (SISE.IS):** Şişecam'ın için hedef fiyatımızı, kur tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyonun, özellikle kimyasallar iş kolunun değerlemesindeki olumlu etki nedeniyle, TL8,02'den 8,22TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Birleşme sürecinde sona gelindi:** SPK onayı sonrasında 26-28 Ağustos 2020 tarihleri arasında birleşme özel gündemiyle gerçekleştirilen Olağanüstü Genel Kurul toplantıları sonucunda; Anadolu Cam Sanayii A.Ş., Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş., Paşabahçe Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş., Soda Sanayii A.Ş. ve Trakya Cam Sanayii A.Ş.'nin tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. bünyesine devrolması suretiyle birleşmesi onaylandı. Şişecam'ın Genel Kurul toplantısında karar ret oyu olmadan alınırken, Soda Sanayi, Trakya Cam ve Anadolu Cam'da ret oyları oldukça sınırlı seviyede kaldı. Genel Kurullar tarafından alınan onay kararları sonrasında ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde birleşme sürecinin Eylül ayı sonuna kadar tamamlanması bekleniyor.

**Birleşmenin Şişecam için olumlu olduğunu düşünüyoruz:** Birleşme işleminin Şişe Cam'ın değerini arttıracakı beklentimizin ardındaki temel sebepler. i) Toplam maliyetlerde tasarruf, ii) Sadeleşen yapı sonucunda karar alma mekanizmalarında iyileşme ve iii) Artan halka açık piyasa değeri ve işlem hacmi ile birlikte MSCI endeksine dahil edilme ihtimali. Ayrıca şirket döviz bazlı gelirleri, defansif iş modeli, güçlü bilançosu, düşük borçluluk oranı, uzun döviz pozisyonu ve düzenli temettü ödeme politikası ile içinde bulunduğumuz zorlu makro koşullara göre iyi konumlanmış durumda.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Enerji fiyatlarındaki dengelenme karlılık açısından olumlu:** Botaş 1 Temmuz 2020 tarihi itibarı ile elektrik üreticileri ve sanayi tesislerinin kullandığı doğalgazda sırasıyla %12,5 ve %9,8 indirimine gitti. Türkiye’de tedarik edilen doğalgazın toplam satılan malın maliyetindeki payı 1Y20 itibarı ile %12. Yılın geri kalanında fiyatlarda bir değişiklik olmaması durumunda doğalgaz indirimi elektrik üreticileri ve sanayi tesisleri için yıllık ortalama maliyette dolar bazında % 16 ve %23 oranında bir indirim işaret etmekte. 1Y20 sonu itibarı ile Şişe Cam’ın toplam gelirlerinin %56’sının yabancı para cinsinden olduğunu hatırlatmakta fayda var. Brent petrol fiyatlarındaki düşüş Türkiye’nin Rusya’dan ithal ettiği doğalgaz alım fiyatlarını (petrol fiyatına endekli kontratlar üzerinden) olumlu etkiliyor. Ek olarak, düşük fiyatlı LGN’nin toplam doğalgaz ithalatı içinde artan payı Botaş’ın elini rahatlatan diğer bir önemli unsur. Dolayısıyla yılın geri kalanında mevcut kur tahminlerimiz üzerinden doğalgaz fiyatlarında artış öngörmüyoruz.

**Fiyat Hedefimiz ile ilgi ana riskler:** i) Türkiye, AB ve Rusya pazarlarında toparlanmanın beklenenden yavaş olması, iii) Girdi maliyetlerinde tahminlerimiz üzerinde artışlar, iii) düz cam ve soda külü fiyatlarında olası düşüş, iii) beklenenden daha güçlü TL ve/veya daha zayıf EUR ve RUB.

## Sektör Açıklamaları - Endüstriyel Tekstil

69

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
KORDS	10.98	2,136	15.60	14.60	33	AL	A	-1.1	-4.4	3.2	29	26	5%	44%	1%	12.2	6.0	0.9	0.8	9.0	6.0	8%	14%	2%	5%
<b>Endüstriye Tekstil</b>																<b>12.2</b>	<b>6.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>9.0</b>	<b>6.0</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>2%</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 7 ayındaki %13'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 Pasifik ve Güney Amerika operasyonları Covid-19'dan oldukça olumsuz etkilenmiş durumda. Asya Pasifik bölgesi için, talepteki toparlanma görece yavaş bir seyir izlerken, Çin'in üretim aktivitesinin çok hızlı şekilde normale dönmesinin yarattığı arz/talep dengesizliği, ürün fiyatları üzerinde önemli baskı yaratıyor. Lastik güçlendirme tarafındaki zayıflığa ek olarak, şirketin yakın dönemde satın alımlarla varlığını güçlendirdiği kompozit iş kolundaki en büyük müşterisi, COVID-19 salgından en fazla etkilenen alanlardan biri olan havacılık sektörü. (Boeing, Axiom Materials'ın en büyük müşterisi). Boeing'in paylaştığı analist sunumuna göre şirketin bakiye siparişleri artan iptaller nedeniyle yılın ilk 7 ayında yaklaşık %20 geriledi. Pandeminin etkisine ek olarak şirketin 737 Max modelinin, geçen yıl Mart ayında gerçekleşen kazadan sonra yere indirilmiş olması zayıf siparişlerin arkasındaki diğer önemli etken. Kordsa'nın paylaştığı sektör raporlarında da, iki iş kolunda da 2019 seviyelerine dönüşün 2023 yılında gerçekleşebileceği öngörülmüyor.

Bu revizyonda görece zayıf 2Q20 sonuçları ve arz/talep dengesindeki yavaş toparlama nedeniyle 2020 yılı ciro ve EBITDA beklentimizi dolar bazında %7 aşağıya revize ediyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız aşağı yönlü revizyonlara ve görece yavaş toparlanma beklentilerimize rağmen, i) kur tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, ii) 30 yıllık hazine EuroBond faiz oranında yaptığımız ortalama 30 baz puan aşağı revizyon ve düşen LIBOR oranı nedeniyle azalan borç maliyeti (projeksiyon döneminde %5,2'den, %3,9'a revize ettik) nedeniyle hedef fiyatımızı TL14,6'den TL15,8'e revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - İletişim

70

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
TCELL	14.86	32,692	21.60	21.60	45	AL	A	-0.3	-3.6	57	49	78	9%	139%	6%	9.0	7.5	1.6	1.4	3.6	3.0	19%	20%	8%	9%
TTKOM	6.97	24,395	10.20	9.63	38	AL	A	0.1	-3.2	29	15	46	4%	70%	7%	7.5	5.2	2.1	1.7	3.2	2.9	31%	36%	8%	10%
<b>İletişim</b>															<b>8.2</b>	<b>6.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	

### Turkcell (TCELL. IS):

**Turkcell yönetimi 2020 hedeflerini korudu:** Hatırlamak gerekirse Turkcell 2020'de %10-%12 satış büyümesi, %40-%42 FAVÖK, %19-%21 FVÖK marjı öngörüyor. Operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranı beklentisi %17-%19 aralığında. Şirket yönetimi 2020 hedeflerinin üst bandının gerçekleştirilebilir olduğunu düşünüyor. Biz 2020'de %12 gelir büyümesi, %41,0 FAVÖK marjı ve %18,0% yatırım harcaması/satış oranı öngörüyoruz. Turkcell'in ilk yarı sonuçlarının 2020 yılında gelir büyümesi tarafında bir miktar yukarı yönlü risk teşkil ettiğini düşünmekle beraber, faturalı abone başına gelir (ARPU) artışında yılın 2. çeyreğindeki zayıflık (+3,4% YoY) nedeniyle öngörülerimizde değişikliğe gitmiyoruz.

**Mobil tarafta yılın ikinci yarısında fiyat artışları bekliyoruz:** Turkcell'in daha önce paylaştığı şekilde pandemi döneminde fiyat artışlarını ertelemesi ve dolaşım gelirlerindeki düşüş yılın ikinci çeyreğinde mobil tarafta büyümeyi olumsuz etkiledi. Şirket 2Ç20'de abone başına %14'lük gelir artışı elde etse de bunun önemli kısmı baz etkisinden kaynaklandı. Turkcell yönetimi, enflasyona paralel fiyat artışlarını büyüme hikâyesinin önemli bir parçası olarak görmeye devam ettiğini ve bu konuda 2Ç20 sonrasında aksiyon aldığını belirtti. Diğer yandan Türkiye'de son bir yıldır devam eden dezenflasyon süreci ve satışların genelde 1 yıllık süre için sabit fiyatla yapılması, ARPU büyüme hızında yılın ikinci yarısı için (geçtiğimiz yılın güçlü bazına kıyasla) yavaşlamaya işaret ediyor.

**Türkiye Varlık Fonu'nun %26,2 pay ile Turkcell'de en büyük hissedar olması için varılan anlaşmanın Ekim-Kasım aylarında tamamlanması bekleniyor:** Hisse devrinin tamamlanması sonrası 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.

**Turkcell'in içinde değer yaratabilecek birçok varlık mevcut:** Turkcell'in 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.

**Turkcell, yeni hissedar yapılanmasında %24,8 paya sahip olacak IMTIS Holdings'in (Rus Alfa), hisselerini borsada işlem gören nitelikteki hisseye dönüştürmek yaptığı başvuru SPK tarafından onaylandı:** Turkcell'in SEC belgelerine göre IMTIS Holdings'in hisse transferinin tamamlanmasını takip eden ilk yılda Turkcell'in sermayesinin %5'ine karşılık gelen hisseyi piyasada satabilme ihtimali var. Ancak olası satış için hisse devrinin gerçekleşmesi gerekiyor. Geriye kalan %19,8'lik hisse için ise borsada satış, hisse transferini takip eden ilk yılda, yapılan anlaşmaya göre mümkün değil.

### **Türk Telekom (TTKOM.IS):**

**Şirketin 2020 yılı beklentilerine risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz:** Türk Telekom 2Ç20 sonuçları sonrası, 2020 yılı için %13 ciro büyümesi, 12,4-12,6 milyar TL FAVÖK ve 6,4 milyar TL yatırım harcaması beklentilerini korudu. Diğer yandan sabit internet tarafındaki güçlü abone kazanımları ve mobil tarafta yılın 2. yarısı için öngördüğümüz toparlanma nedeniyle, yılın 3. çeyreğinde şirketin beklentilerine yukarı yönlü revizyon yapabileceğini düşünüyoruz. Bu revizyonda 2020/2021/2022 FAVÖK beklentilerimizi sırasıyla %3/%4/%4 yukarı yönlü revize ettik. Beklentilerimizdeki yukarı yönlü revizyon neticesinde Türk Telekom hedef fiyatımızı 9,6'dan 10,2'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Sabit internet iş kolunda rekor abone kazanımı:** Türk Telekom, 2Ç20'de 595 bin net abone kazanımıyla halka arzından buna yana sağladığı en abone artışını gerçekleştirdi. Günlük hayatta Covid-19 kaynaklı değişimler (uzaktan eğitim, çalışma vs.) şirketin sabit internet iş kolunda yeni abone kazanımını ve abone başına elde ettiği geliri olukça olumlu etkilemiş gözüküyor. Ek olarak, üst paketlere geçiş ve toplam satışlar içinde fiberin artan payı şirketin 2Ç20'de halka arzdan beri ulaştığı en yüksek abone başına aylık gelir artışını (+%14) sağladı. Yeni müşteri kazanımlarının 12-24 aylık kontrat periyoduyla sağladığı düşünüldüğünde, abone artışının ve ARPU büyümesinin kalıcı olacağını düşünüyoruz. Ek olarak, Türkiye'de hane halkı sabit internet penetrasyonu (%58) Avrupa ortalamasının (%78) hala oldukça altında. Bu durum, Türk Telekom için yapısal bir büyüme dinamiği olmaya devam ediyor.

**Mobil tarafta yılın 2. yarısında toparlanma bekliyoruz:** Turkcell'in abone kazanımı tarafında daha agresif bir strateji takip etmesi ve yılın 2. çeyreğinde fiyat artışlarını ertelemesi, Türk Telekom'un mobil tarafta büyümesini yılın ilk yarısında olumsuz etkiledi. Mobil tarafta Turkcell'in kademeli olarak fiyat artışlarının etkisiyle yılın ikinci yarısında toparlanma bekliyoruz. Operatörler arasında sektörün karlılığını etkileyecek bir fiyat rekabetinin, özellikle zayıf TL'nin yatırım harcamaları ve borçluluk üzerinde yarattığı baskı düşünüldüğünde rasyonel olmadığını düşünüyoruz.

**Kur riskine karşı daha dirençli bir bilanço:** Şirketin net döviz açık pozisyonu (finansal kiralama yükümlülükleri dahil), 2019 yıl sonundaki 813mn dolar seviyesinden 1Y20'de 706mn dolar seviyesine geriledi. Türk Telekom geçtiğimiz 2 yıldan beri döviz açık pozisyonunu istikrarlı bir şekilde azaltıyor. Mevcut seviyelerin şirket için yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz.



# Sektör Açıklamaları - Kimyasal Ürün

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							
ALKIM	12.85	1,928	13.20	12.40	-4	TUT	A	0.4	-2.9	15	44	13	5%	58%	5%	11.4	9.6	4.1	3.5	8.7	7.0	39%	39%	28%	27%				
<b>Kimya</b>																<b>11.4</b>	<b>9.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.5</b>	<b>8.7</b>	<b>7.0</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>				

## Alkim (ALKIM. IS):

**Yeni yatırım gündemde:** Alkim, Ankara Çayırhan'daki sodyum sülfat üretim kapasitesini 210 bin tondan 390 bin tona çıkarmak için Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) belgesi almak için başvuruda bulundu. Gerçekleşmesi durumunda, bu toplam üretim kapasitesinde 420 bin tondan, 600 bin tona %43'lük bir artış anlamına geliyor. Sodyum sülfat üretiminde tam kapasite kullanımına yakın faaliyet gösteren Alkim, 2021 yılında devam eden yatırımın tamamlanmasının ardından, sodyum sülfat üretiminin bir kısmını da potasyum sülfat üretimine yönlendirecek. Alkim'in potasyum sülfat üretiminde tam kapasiteye ulaştığında mevcut kapasitesinin yaklaşık %10'unu potasyum sülfat üretimine yönlendireceğini tahmin ediyoruz. Şirketin azalan etkin kapasitesi, %100'e yakın kapasite kullanım oranı, üstün ürün kalitesi ve sağlıklı talep koşulları göz önüne alındığında yeni yatırımın şirket için gerekli ve değer artırıcı olduğuna inanıyoruz. Alkim, kapasite artışı için yaklaşık 13 Milyon EUR yatırım öngörüyor ve yatırımın ÇED belgesinin alınmasını takiben on iki ay içerisinde bitireceğini tahmin ediyor. Yatırımın finansmanının %50 öz kaynak, %50 orta vadeli yatırım kredisi ile gerçekleştirilmesi planlanıyor. ÇED onayı sonrası yatırımın pozitif etkisini değerlememize dahil edeceğiz. Yatırımın 2021 yıl sonunda başlayıp 2023 başında tamamlandığı ve %50 kapasite kullanımından 3 yıl içinde 100% kapasite kullanıma ulaştığı senaryoda mevcut hedef fiyatımıza %20'lik yukarı yönlü risk görüyoruz. Şirketin diğer bir önemli yatırımı olan yıllık 50 bin ton üretim kapasiteli potasyum sülfat yatırımının Haziran 2021'de tamamlanıp üretime başlaması bekleniyor. Şirketin yakın zamanda paylaştığı üretim takvimi bizim mevcut beklentilerimizle uyumlu.

**Kimyasallar iş kolunda 1Y20 marjları zayıf gerçekleşti:** Kimyevi ürünler iş kolunun satışları, TL'nin Euro karşısında değer kaybı ve %3 artış gösteren sodyum sülfat satışlarının etkisiyle yıllık bazda %14 artışla TL172mn gerçekleşti. EUR bazında satış büyümesi ise yıllık bazda %1 oldu. Şirketin sodyum sülfat üretiminde kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı dönemindeki %103 seviyesinden %95 seviyesine geriledi. Alkim'in doğal üretim yaptığı göllerdeki iklim koşulları kapasite kullanımını dönemsel olarak etkileyebiliyor. Şirket, yılın ilk yarısında pandemi nedeniyle artan sodyum sülfat talebinin yaklaşık %15'ini ticari ürün sağlayarak (kendi üretimi olmayan) karşılamış gözüküyor. Alkim'in 1H20 FAVÖK marjında görülen yıllık 5.8 puanlık gerilemenin önemli bir kısmının düşen üretim ve artan ticari ürün satışlarından kaynakladığını düşünüyoruz. 2H20'de normalleşen talep koşulları ve olumlu baz etkisi nedeniyle karlılıkta normalleşme bekliyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

**Kâğıt iş kolunun karlılığı pandemi döneminde düşen girdi maliyetlerinin etkisiyle tarihi ortalamalarının oldukça üzerine çıktı:** Alkim Kâğıt'ın FAVÖK'ü yılın ilk yarısında 88% artışla 45mn TL oldu. 1H20 FAVÖK marjı yıllık 10,9 puan artışla %22,6 oldu. Kâğıt iş kolunun oldukça güçlü performansı 1H20'de konsolide karlılığı destekleyen temel faktör oldu. Pandemi döneminde düşen girdi maliyetlerinin karlılık artışının temel sebebi olduğunu düşünüyoruz. Şirketin geçtiğimiz 4 yıllık ortalama EBITDA marjı ise %15,4 seviyesinde. Dolayısıyla yılın ilk yarısındaki güçlü performansın kalıcı olacağını öngörmüyoruz. Projeksiyon döneminde ALKA için ortalama FAVÖK marjı öngörümüz %15,5 seviyesinde. Şirket 2021 tahminlerimize göre 8,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor.

**Potasyum sülfat üretimi için yeni proje:** Alkim geçtiğimiz günlerde, üretim merkezlerinden biri olan Acıgöl'ün üst solüsyonunda düşük yoğunluklu potasyum ve magnezyum türevlerinin çıkarılması için ARGE çalışması başlattığını açıkladı. Şirketin çalışmalarının amacı göl suyu içeriğinde bulunan bütün minerallerin doğal işletme düzeninde yazın güneş ile buharlaşma, kış aylarında soğuklar ile kristalleşme metotlarının uygulanarak verimli bir biçimde elde edilmesi. Potasyum ve magnezyum Acıgöl'de düşük yoğunlukta bulunduğu için dolayı elde edilebilecek potasyum sülfat ve magnezyum sülfatın miktarlarının da sınırlı olması bekleniyor. Şirket bu konuda herhangi bir öngörü paylaşmadı.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Mobilya

74

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	
YATAS	8.35	1,251	11.50	9.30	38	AL	Y	2.7	-0.7	3.6	58	23			2%	14.2	8.0	2.6	2.1	6.3	4.3	20%	29%	9%	13%
<b>Mobilya</b>																<b>14.2</b>	<b>8.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>6.3</b>	<b>4.3</b>	<b>20%</b>	<b>29%</b>	<b>9%</b>	<b>13%</b>

### Yataş (YATAS.IS):

**Pandemin olumsuz etkine rağmen 1Y20 rakamları güçlü gerçekleşti ve 3. Çeyrek öncü göstergeleri toparlamaya işaret ediyor:** Yataş, Covid-19 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. Yılın ilk yarısındaki zorlu faaliyet ortamına rağmen Yataş'ın satışları yıllık bazda %9 artış gösterdi. Diğer Yandan 1H20 FAVÖK (IFRS 16 hariç) kur artışının maliyetler üzerinde yarattığı baskı nedeniyle yıllık bazda %10 daraldı. Şirketin görece güçlü 1H20 rakamları ve sağlıklı normalleşme göstergeleri nedeni ile 2020/2021 ve 2022 EBITDA tahminlerimizi sırasıyla %21/%10 ve %10 yukarı revize ediyoruz ve 11,5 TL hedef fiyatla tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz.

**Perakende sektöründe azalan öngörülebilirliğe rağmen bayi mağaza açılışlarındaki ivmelenmeyi olumlu bir sinyal olarak görüyoruz:** Şirket yeni mağaza açılışlarında Covid-19'un olumsuz etkilerine rağmen beklentilerimizin üzerinde performans gösteriyor. Yataş yılın ilk yarısında 39 tanesi yurtiçinde 6 tanesi yurtdışında olmak üzere toplam 43 yeni mağaza açılışı gerçekleştirdi. Önemli bölümü yılın 2. Çeyreğinde gerçekleşen yeni mağaza açılışlarının, perakende sektöründeki zorlu koşullar dikkate alındığında olumlu bir sinyal olduğunu düşünüyoruz. Yataş yıl sonuna kadar yeni markası ""Divanev"" mağaza sayısının 70'e ulaşmasını hedefliyor. Bu revizyonda "Divanev" mağaza sayısı beklentimizi 40'tan 60'a revize ediyoruz. 2021 yılında şirketin 100 "Divanev" mağazasına ulaşmasını bekliyoruz. (Önceki beklenti: 80). Ek olarak, güçlü 2Ç20 gerçekleştirmelerinden sonra Divan-ev hariç yeni mağaza açılışı beklentimizi 20'den 35'e revize ediyoruz. 2021 sonrası ise "Divanev" mağaza açılışı beklentilerimiz oldukça muhafazakâr (her yıl 5 yeni mağaza). Yeni konseptin tüketici beğenisi kazanması ve şirketin mevcut karlılık seviyesini sağlaması noktasında kendini kanıtlaması gerektiğini düşünüyoruz. Yataş için uzun dönemli FAVÖK marjı beklentimizi %15 olarak koruyoruz. (IFRS 16 etkileri hariç).

**Riskler:** i) Covid-19 vaka sayılarında sonbahar-kış döneminde olası hızlı artışın ekonominin bazı alanlarında kapanma önlemlerini beraberinde getirmesi. ii) Ekonomide yeni bir kapanma olmasa dahi vaka sayılarındaki olası artışın tüketicilerin bir kısmını belli ölçüde sosyal izolasyonu (mağaza ziyareti yapmamak gibi) devam ettirip tüketimi ertelemeye itmesi. iii) Kur kaynaklı maliyet artışlarının rekabet ortamı nedeni ile fiyatlara yansıtılamaması. iv) Faiz oranlarında beklentilerimizin üzerinde artış.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Teknoloji

75

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	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı						
LOGO	90.50	2,263	112.30	91.60	24	AL	A	6.5	3	2.2	66	56	2%	54%	2%	19.1	14.2	4.6	3.7	11.8	8.7	28%	29%	14%	15%	
INDES	14.28	800		-0.36		G.G	A	16	12	6	61	19	7%	49%												
<b>Teknoloji</b>															<b>19.1</b>	<b>14.2</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>11.8</b>	<b>8.7</b>	<b>28%</b>	<b>29%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>		

### Logo Yazılım (LOGO.IS):

**Şirketin daha önce geri çektiği 2020 yılı EBITDA beklentisinin gerçekleştirilebilir olduğunu düşünüyoruz:** Logo sene başında paylaştığı 2020 yılı öngörülerini 1Ç20 finansal sonuçlarının açıklaması sonrasında, Covid-19 kaynaklı belirsizlikler nedeniyle geri çekmişti. Diğer yandan i) yılın ilk yarısındaki güçlü sonuçlar, ii) yoğunluğu e-devlet hizmetlerinden oluşan ertelenmiş gelirlerin kademeli olarak IFRS finansallarına girecek olması ve iii) ekonomik aktivedeki toparlanma sinyalleri, yılın 2. Yarısı için güçlü büyümeye işaret ediyor.

**Yazılım sektörünün büyüme dinamiklerinden faydalanan kaliteli bir şirket:** Logo'nun, benzerlerine göre oldukça düşük yazılım penetrasyonuna sahip olan Türkiye'deki güçlü pazar konumunun iyi bir büyüme hikayesi sunduğuna inanıyoruz. Yoğunlukla büyük ölçekli şirketlere hizmet veren SAP ve Microsoft hariç bakıldığında, Logo'nun kendi müşteri segmentinde yaklaşık %50 pazar payı var. Logo'nun standartlaştırılmış ve uygulaması kolay ürün portföyü, uluslararası firmalara göre oldukça rekabetçi fiyatları ve 800'den fazla iş ortağından oluşan kapsamlı dağıtım ağına önemli rekabetçi avantajları olduğunu düşünüyoruz.

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

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

## Sektör Açıklamaları - Tekstil

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					
															Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı										
MAVI	37.80	1,877	51.00	53.50	42	AL		3.8	0.4	3.6	73	72	1%	30%	0%	-71.0	12.2	4.3	3.2	7.5	3.6	-6%	30%	-1%	7%					
<b>Tekstil Entegre</b>																<b>-71.0</b>	<b>12.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.2</b>	<b>7.5</b>	<b>3.6</b>	<b>-6%</b>	<b>30%</b>	<b>-1%</b>	<b>7%</b>					

**Mavi Giyim (MAVI.IS): Değerleme oldukça cazip hale geldi tavsiyemizi AL olarak revize ediyoruz:** Mavi için hedef fiyatımızı 53,5TL'den, 51,5 TL'ye ve tavsiyemizi TUT'tan AL'a revize ediyoruz. 2020 yılında Mavi'nin satışlarında i) perakende faaliyetlerindeki normalleşme 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.

**Normalleşme sonrası satış performansı toparlanmaya işaret ediyor:** Mavi'nin 2Ç20'de benzer mağaza satışları (takvim etkisine ve mağazaların açık kaldığı günlere göre düzeltilmiş) yıllık bazda %13 artışa işaret ediyor. Mağaza trafiğinde ortalama% 30'luk bir düşüşe rağmen, yüksek satışa dönüşüm oranları neticesinde adet bazında satışlarda düşüş sınırlı %6. Diğer yandan sepet büyüklüğü 2Ç20'de yıllık bazda %20 artışa işaret ediyor. Mavi.com ve diğer platformlar üzerinden gerçekleştirilen online satışlarda yıllık bazda Türkiye'de %300, yurtdışı faaliyetlerinde %61 artış söz konusu. Online satışlar geçen yılın aynı döneminde toplam Türkiye satışlarının, %3,9'unu oluştursa da %300'lük artış konsolide büyümeye 2Ç20 için yaklaşık %7'lik katkıya işaret ediyor.

**Önemli gider kalemleri ve stoklar kontrol altında:** Mavi daha önce açıkladığı üzere mağazaların kapalı olduğu sürece kira ödememe konusunda mal sahipleriyle anlaştı. Şirket düşen satışlara karşın, kira oranlarının günlük bazda müzakere edilmesi neticesinde kira / ciro oranında 2020 yılında bir bozulma beklemiyor. Ek olarak şirket, 2Ç20'de kısa çalışma ödeneğinden ek 6,2mn TL ek ücret sübvansiyonu sağladı.2Ç20 itibariyle Mavi'nin Türkiye perakende envanterinin %90'ı sezonluk ürünlerden oluşuyor ve bu oran geçen yılın aynı dönemine göre iyileşmeye işaret ediyor. Son olarak, şirket önceki tüm borçlarını yeniden finanse etmek için 2Ç20'de düşük faiz oranından yararlandı. Şirketin kısa vadeli açık döviz pozisyonu bulunmuyor.

**Riskler:** i) Covid-19 vaka sayılarında sonbahar-kış döneminde olası hızlı artışın ekonominin bazı alanlarında kapanma önlemlerini beraberinde getirmesi. ii) Ekonomide yeni bir kapanma olmasa dahi vaka sayılarındaki olası artışın tüketicilerin bir kısmını belli ölçüde sosyal izolasyonu (mağaza ziyareti yapmamak gibi) devam ettirip tüketimi ertelemeye itmesi. iii) Kur kaynaklı maliyet artışlarının rekabet ortamı nedeni ile fiyatlara yansıtılamaması. iv) Faiz oranlarında beklentilerimizin üzerinde artış.

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

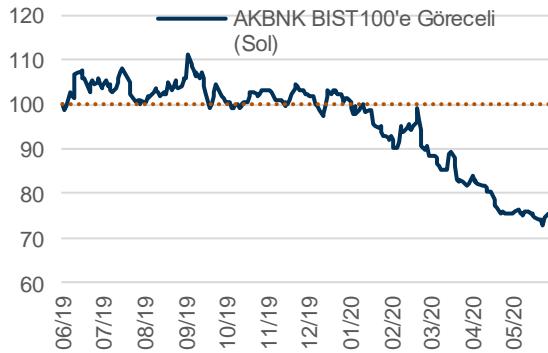
Portföy Getirileri

# En Çok Önerilenler Listesi

78

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	4.93	8.01	25,636	62%	3.98	0.42		11	-24.7%
AKGRT	24/04/2020	7.27	9.10	2,225	25%	5.02	1.87		13	12.3%
GARAN	31/05/2019	6.82	10.75	28,644	58%	3.93	0.47		11	-27.8%
KCHOL	14/08/2020	14.91	23.00	37,810	54%	5.72	0.90	-	13	-0.7%
KOZAL	24/03/2020	77.2	101.49	11,773	31%	5.57	1.50	3.03	13	7.4%
SISE	04/08/2020	6.29	8.22	14,153	31%	8.97	0.90	7.24	13	9.2%
TCELL	19/12/2019	14.86	21.60	32,692	45%	8.96	1.60	3.56	13	7.7%
TTRAK	08/09/2020	95.5	139.85	5,097	46%	10.19	4.38	7.08	13	

AKBNK		AL	
Fiyat ₺	4.93	3A Hac.mn ₺	77.0
Hedef Fiyat ₺	8.01	Yılıçi Rel.	-37%
Getiri Pot.	62%	Yabancı	52%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	5,352	6,448	7,581
Net Faiz Geliri	15,713	19,538	21,769
Mevduat	224,055	261,223	263,793
Özsermaye	54,362	60,830	68,411
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	4.8	4.0	3.4
PD/DD	0.5	0.4	0.4
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.6	1.3	1.2
Özserm. Karlılık	11%	11%	12%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	20%	18%	17%
Özsermaye	12%	12%	11%
Net Faiz Geliri	24%	11%	15%
Mevduat	17%	1%	10%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-52%	-53%	
PD/DD	n.m	n.m	



## Akbank

### Yatırım Teması

Bankanın selektif kredi büyüme stratejisinin yanında, kredi rekabetine çok fazla girmemiş olması ve verilen kredilerin kısa vadeli TL şirket kredilerinde yoğunlaşması yükselen faizlerden görece daha az etkilenmesine yol açacak. Ayrıca TÜFEX'in ilk altı ayda düşük enflasyon varsayımıyla değerlendirilmesi ve bunun muhtemelen sene sonunda yukarı revizyonu marjlar anlamında ek bir koruma sağlıyor. 2020 için bankanın net faiz marjının 10-20 baz aralığında artış göstermesini bekliyoruz. Bankanın muhafazakâr karşılık ayırma politikasının ikinci yarıda da devam edeceğini düşünüyoruz. Tüm sene için kredi risk maliyet tahminimiz 300baz puan civarında.

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. Akbank'ın 2020-22 yılı kar tahminlerimizi ortalama %10 aşağı yönlü revize ediyoruz. 2020 için kar artış beklentimiz %19 seviyesinde. Karşılıkların normalize olduğu ortamda bankanın öz kaynak karlılığının üç sene sonunda tekrar %14-15 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Vade uyumsuzluğunun rekabete göre daha düşük olması bankayı kar marjı anlamında daha iyi konumlandırıyor. TTKOM hisselerinin olası bir satışı veya bu şirketin hisse değerinin artışı Akbank'a olumlu yansiyacaktır.

### Değerleme

2020 tahminlerine göre Akbank, 4x F/K ve 0,4x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı gelişmekte olan Ülkeler emsallerine göre %52 iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

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



AKGRT	3A Hac.mn ₺		AL
Fiyat ₺	7.27		2.9
Hedef Fiyat ₺	9.10	Yılıçi Rel.	40%
Getiri Pot.	25%	Yabancı	43%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	366	443	495
Kazanılmış Prim	2,243	2,482	3,212
Özsermaye	899	1,187	1,444
Aktif Toplamı	4,608	5,387	6,096
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	6.1	5.0	4.5
PD/DD	2.5	1.9	1.5
Özserm. Karlılık	45%	42%	38%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	21%	12%	n.m
Özsermaye	32%	22%	n.m
Kazanılmış Prim	11%	29%	n.m
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	n.m	
PD/DD	n.m	n.m	

## Aksigorta

### Yatırım Teması

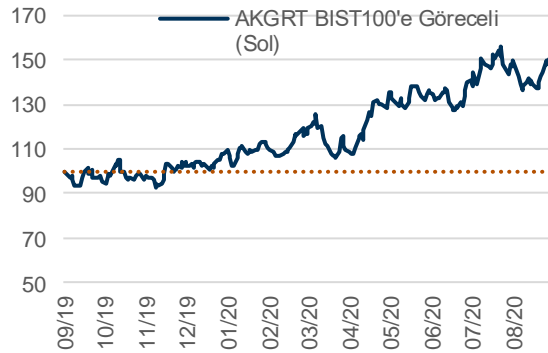
Çok güçlü biri ikinci çeyrekte sonra şirket için 2020 kar beklentimizi TL 404mn'dan TL 444mn'a yükseltiyoruz. Aksigorta'nın 2020'de yıllık %45 kar artışı gerçekleştirip, öz kaynak karlılığını %40'lı seviyelerin üzerinde korumasını bekliyoruz. Şirketin trafik segmentinde büyüdüğü bir dönem sonrası hasar frekanslarının bu branşta son dönemlerde geçmişe göre bir miktar azaldığını gözlemliyoruz. Burada üçüncü çeyrek de bir miktar normalleşme görsek de çok kuvvetli olan teknik marjlarının çok etkileneceğini düşünmüyoruz. 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

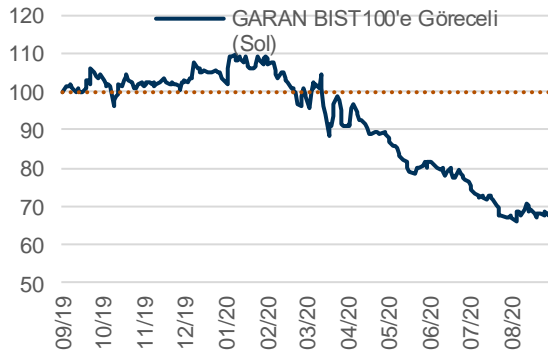
Zorunlu sigorta kapsamının genişlemesi elementer branşlarda faaliyet gösteren sigorta şirketleri açısından bir fırsat teşkil ediyor. Özellikle trafik segmentinde düşen hasar frekansları ise toplam kombine oranların aşağıya çekilmesi açısından bir zemin teşkil ediyor. Öz sermaye karlılığının %40 seviyesinde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



GARAN		AL	
Fiyat ₺	6.82	3A Hac.mn ₺	162.8
Hedef Fiyat ₺	10.75	Yılıçi Rel.	-36%
Getiri Pot.	58%	Yabancı	48%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	6,241	7,286	8,711
Net Faiz Geliri	19,027	21,542	25,762
Mevduat	248,751	305,536	335,932
Özsermaye	54,051	61,052	67,869
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	4.6	3.9	3.3
PD/DD	0.5	0.5	0.4
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	1.5	1.3	1.1
Özserm. Karlılık	12%	13%	14%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	17%	20%	29%
Özsermaye	13%	11%	13%
Net Faiz Geliri	13%	20%	18%
Mevduat	23%	10%	15%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-53%	-55%	
PD/DD	n.m	n.m	



## Garanti Bankası

### Yatırım Teması

Garanti Bankası'nın ilk yarıda devam eden güçlü karşılıklar öncesi gelir üretim performansı bankaya karşılıklarını rahatça takviye imkânını verdi. İlk yarıda bu gelirlerin yıllık olarak %39 artışla TL 10.1 milyara ulaşması sonucunda Garanti önümüzdeki dönemde ekonomide oluşabilecek olumsuzluklar için karşılık oranlarını önden yüklemeli olarak yükseltti. İkinci ve üçüncü gruplar için karşılık oranlarının ilk yarıda 2019 yıl ortalamasına göre yaklaşık 400-500 baz puan aralığında arttığını görüyoruz. Bankanın bunun yanında kötü günler için saklanan TL 3.1 milyar düzeyinde serbest karşılığı da bulunuyor.

Garanti Bankası'nın kuvvetli koruma kalkanlarının yanı sıra, marjların da beklentilerin üzerinde iyi gittiğini görüyoruz. Garanti için marjın bu sene yıllık bazda 50 baz artmasını tahmin ediyoruz. İlk yarı sonuçlarından sonra banka için 2020 yılı kar tahminimizi de %8 aşağı revize ettik. Buna rağmen 2020 yılı karının 2019'a göre %18 artmasını tahmin etmekteyiz. 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 3,9x F/K ve 0,5x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülkeler emsallerine göre %53 iskontoya işaret ediyor.

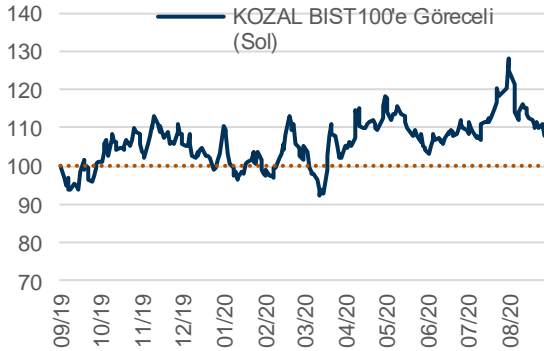
### Riskler

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

# En Çok Önerilenler Listesi

82

KOZAL			AL
Fiyat ₺	77.20	3A Hac.mn ₺	23.8
Hedef Fiyat ₺	101.49	Yılıçi Rel.	9%
Getiri Pot.	31%	Yabancı	55%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,767	2,112	1,991
Satışlar	2,849	3,223	2,885
FAVÖK	1,823	2,162	1,987
Net Borç	-4,451	-6,263	-8,206
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	6.7	5.6	5.9
FD/FAVÖK	3.6	3.0	3.3
FD/Satışlar	2.30	2.03	2.27
Aktif Karlılık	33%	29%	21%
Özserm. Karlılık	36%	31%	22%
Net Borç/FAVÖK	-2.44	-2.90	-4.13
Net Borç/Özserm.	-0.77	-0.80	-0.83
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	20%	-6%	1%
FAVÖK	19%	-8%	-2%
Satışlar	13%	-10%	-5%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-66%	-55%	
FD/FAVÖK	-64%	-47%	



## Koza Altın

### Yatırım Teması

Koza Altın, döviz bazlı gelirleri, büyük ölçüde TL maliyetleri ve nakit bakımından zengin bilançosu gibi defansif özellikleriyle öne çıkıyor. Üretim nabızı bakımından yılın üçüncü çeyreğinde 2Ç20'ye benzer bir görünüm bekliyoruz. 2020 yılının ilk yarısında 2019'a göre yaklaşık %22 yukarıda 602\$/ons olan nakit maliyetlerdeki yüksek seyrin ise geçen seneye göre düşük gerçekleşen maden tenörü sebebiyle devam edeceğini tahmin etmekle beraber, yılın geri kalanında TL'deki değer kaybı sonucu iyileşme öngörüyoruz. 2020 yılı için nakit maliyet tahminimiz 540\$/ons seviyesinde. Öte yandan, Eylül sonuna doğru yapılacağını öğrendiğimiz Koza-İpek Holding'in hazineye müsadere edilmeyen payları hakkındaki duruşmayı takip ediyor olacağız.

### Değerleme

Güncel makro tahminler ve benzer şirket çarpanları ile birlikte hisse başına 100,60TL olan hedef fiyatımızı 101,49TL olarak güncelliyor, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yeni hedef fiyatımız %31'lik bir yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Şirket, 2021 tahminlerimize göre 5,9x F/K ve 3,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu çarpanlar yurtdışı emsallerine göre sırasıyla 55% ve 47%'lik iskontoya işaret ediyor.

### Riskler

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



KCHOL		AL	
Fiyat ₺	14.91	3A Hac.mn ₺	25.9
Hedef Fiyat ₺	23.00	Yılıçi Rel.	-22%
Getiri Pot.	54%	Yabancı	72%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	4,391	6,610	6,252
FAVÖK	10,696	11,464	14,642
Aktif Toplamı	151,344	136,089	169,707
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	8.6	5.7	6.0
PD/DD	1.0	0.9	0.8
Özserm. Karlılık	13%	17%	14%
Büyüme	2019%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	51%	-5%	16%
Özsermaye	15%	11%	13%
Aktif Toplamı	-10%	25%	7%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-	-	
FD/FAVÖK	-	-	

## Koç Holding

### Yatırım Teması

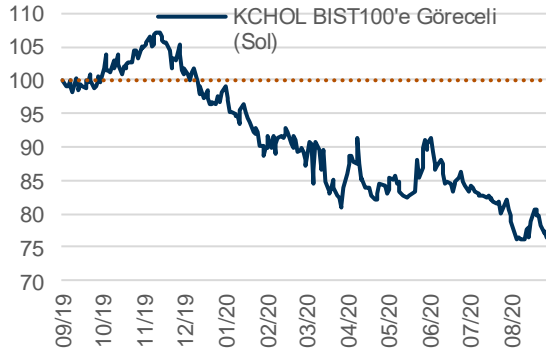
Holding'in portföyünde halka açık iştiraklerin payının yüksek olması (halka açık + nakit: %90) nedeni ile portföyün şeffaf olması, risklerin coğrafya, sektör ve iştirak bazında çeşitlendirilmiş olması, güçlü solo nakit pozisyonu, iştiraklerinden yüksek temettü geliri, dolar bazlı gelirlerin ağırlığının 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 yaratmaya ve hisse fiyatını baskılamaya devam ediyor. Ancak negatiflerin büyük ölçüde fiyatlandığını, hisse fiyatının Holding'in gerçek değerini yansıtmadığını düşünüyoruz.

### Değerleme

Portföyün yaklaşık 1/6'sını oluşturan Tüpraş'ın zayıf rafineri marjları ve yine portföyün 1/6'sını oluşturan bankacılık sektörüne ilişkin artan riskler nedeni ile hisse yılbaşından beri endeksin %22 gerisinde kaldı. Bu dönemde hisselerin performansı halka açık portföyünün hisse performansına göre de daha zayıf olması nedeni ile halka açık portföyünün piyasa değerine olan primi iskontoya döndü. Halka açık portföyünün değerine olan primi 1Y/3Y ortalamaları olan %10/%11'e kıyasla %10 iskontoya döndü. Hisse cari net aktif değerine (NAD) göre 1Y/3Y iskonto ortalamaları olan %9'a karşın %25 iskonto ile işlem görüyor. İskontoların seviyesi holding hisselerinin iştirak hisselerinden daha cazip olduğuna işaret ediyor.

Hedef değerimizi 23TL'ye %54 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

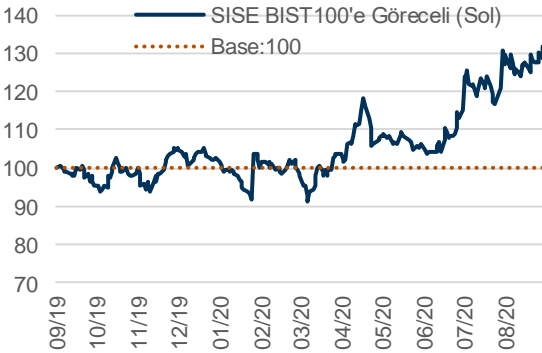
**Riskler:** Pandemi ile mücadelede olası bir ikinci dalga ile kısıtların geri dönmesi, ekonomik yavaşlama ve faaliyet gösterilen sektörlerde aleyhte yapılan yasal düzenlemeler en önemli aşağı yönlü risk faktörleri olarak öne çıkıyor.



# En Çok Önerilenler Listesi

84

SISE	3A Hac.mn ₺		AL
Fiyat ₺	6.29		113.8
Hedef Fiyat ₺	8.22	Yılıçi Rel.	28%
Getiri Pot.	31%	Yabancı	15%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,905	1,578	2,080
Satışlar	18,059	19,727	25,298
FAVÖK	3,831	3,405	5,098
Net Borç	7,051	8,030	7,875
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	7.4	9.0	6.8
FD/FAVÖK	6.4	7.2	4.8
FD/Satışlar	1.36	1.25	0.97
Aktif Karlılık	6%	4%	5%
Özserm. Karlılık	14%	10%	12%
Net Borç/FAVÖK	1.84	2.36	1.54
Net Borç/Özserm.	0.48	0.51	0.45
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	-17%	32%	9%
FAVÖK	-11%	50%	16%
Satışlar	9%	28%	17%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-60%	-47%	
FD/FAVÖK	-22%	-47%	



## Şişecam

### Yatırım Teması

Şişecam'ın döviz bazlı gelirleri (%60), defansif (kimyasallar ve cam ambalaj bölümleri) ve dengeli portföy dağılımı, rekabetçi maliyet yapısı, güçlü bilançosu, düşük borçluluk oranı (1,5x net borç/FAVÖK), uzun döviz pozisyonu ve düzenli temettü ödeme politikası ile içinde bulunduğumuz zorlu makro koşullara göre iyi konumlanmış durumda olduğunu düşünüyoruz. Yılın ilk yarısında şirket için en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz ve yılın ikinci yarısında, talep koşullarındaki iyileşme ve enerji maliyetlerindeki dengelenme nedeniyle karlılıkta toparlanma bekliyoruz. SPK onayı sonrasında 26-28 Ağustos 2020 tarihleri arasında birleşme özel gündemiyle gerçekleştirilen Olağanüstü Genel Kurul toplantıları sonucunda; Şişecam birleşmesi hissedarlar tarafından onaylandı ve işlemin Eylül ayı sonuna kadar tamamlanması bekleniyor. Birleşme işleminin i) Toplam maliyetlerde tasarruf, ii) Sadeleşen yapı sonucunda karar alma mekanizmalarında iyileşme ve iii) Artan halka açık piyasa değeri ve işlem hacmi ile birlikte MSCI endeksine dahil edilme ihtimali nedeniyle Şişecam için olumlu olduğunu düşünüyoruz.

### Değerleme

Şişecam'ın iş kolları için indirgenmiş nakit akım analizi ve Paşabahçe için 2021E 6,0x FD/FÖVÖK çarpanı kullanıyoruz. Bölümler, için bulduğumuz hedef değerleri "Parçaların Toplamı" metodolojisi kullanarak ve holdingin net borçları ve diğer varlıklarını da hesaba katarak Şişecam hedef değerimize ulaşıyoruz. Şirket 2021T 4.8x FD/FAVÖK ve 6.8x F/K oranlarına göre uluslararası benzer şirketlere göre 47% iskonto ile işlem görüyor.

### Riskler

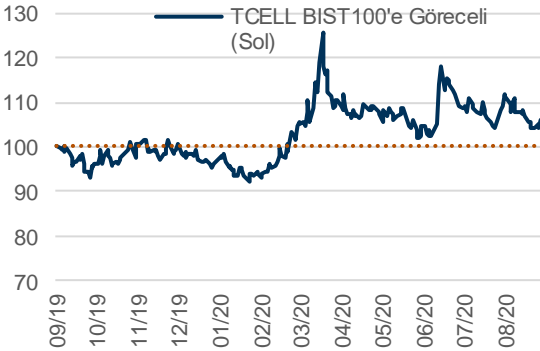
Fiyat Hedefimiz ile ilgi ana riskler: i) Türkiye, AB ve Rusya pazarlarında toparlanmanın beklenenden yavaş olması, iii) Girdi maliyetlerinde tahminlerimiz üzerinde artışlar, iii) düz cam ve soda külü fiyatlarında beklentilerimizden yavaş toparlanma ve iii) beklentilerimizde daha güçlü TL ve/veya daha zayıf EUR ve RUB.

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

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

# En Çok Önerilenler Listesi

TCELL		AL		
Fiyat ₺	14.86	3A Hac.mn ₺	57.1	
Hedef Fiyat ₺	21.60	Yılıçi Rel.	12%	
Getiri Pot.	45%	Yabancı	78%	
Mutlak Değer ₺		2019G	2020T	2021T
Net Kar	3,246	3,650	4,334	
Satışlar	23,996	28,155	33,026	
FAVÖK	10,745	11,538	13,517	
Net Borç	9,716	8,510	7,080	
Oranlar		2019G	2020T	2021T
F/K	10.1	9.0	7.5	
FD/FAVÖK	3.8	3.6	3.0	
FD/Satışlar	1.71	1.46	1.24	
Aktif Karlılık	7%	8%	9%	
Özserm. Karlılık	19%	19%	20%	
Net Borç/FAVÖK	0.90	0.74	0.52	
Net Borç/Özserm.	0.54	0.42	0.31	
Büyümler		20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	12%	19%	14%	
FAVÖK	7%	17%	12%	
Satışlar	17%	17%	16%	
Yurtdışı İskonto		2020	2021	
F/K	-21%	-29%		
FD/FAVÖK	-41%	-46%		



## Turkcell

### Yatırım Teması

Turkcell'i i) hızlı büyüyen dijital servislerdeki güçlü konumu ve bu alandaki stratejik önceliği, ii) 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 borçluluğu düşük (1H20: net borç/FAVÖK:0,9x) ve kısa vadede döviz açık pozisyonu bulunmayan bilançosunun, şirketi bu dönemde öne çıkaracağını düşünüyoruz.

Turkcell'in 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 8,9x F/K ve 3,0x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %29 ve %46 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.

TTRAK		AL	
Fiyat ₺	95.50	3A Hac.mn ₺	5.0
Hedef Fiyat ₺	139.85	Yılıçi Rel.	88%
Getiri Pot.	46%	Yabancı	61%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	112	500	577
Satışlar	3,806	5,971	7,714
FAVÖK	373	787	987
Net Borç	650	632	885
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	45.5	10.2	8.8
FD/FAVÖK	14.9	7.1	5.6
FD/Satışlar	1.46	0.93	0.72
Aktif Karlılık	4%	15%	14%
Özserm. Karlılık	16%	52%	48%
Net Borç/FAVÖK	1.74	0.80	0.90
Net Borç/Özserm.	0.85	0.54	0.70
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	347%	15%	84%
FAVÖK	111%	25%	48%
Satışlar	57%	29%	35%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-41%	-41%	
FD/FAVÖK	-40%	-51%	

## Türk Traktör

### Yatırım Teması

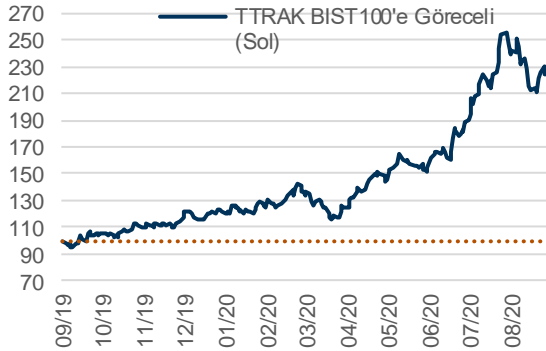
Pandemi döneminde artan gıda fiyatlarının yurtiçi hububat üretiminde artışa neden olması bekleniyor. Zayıf baz yılı etkisine ek olarak, artan üretim ve fiyatlar neticesinde çiftçilerin gelirlerindeki beklenen artış, borçlanma oranlarındaki düşüş, petrol fiyatlarındaki gerileme ve tarım sektörüne devlet desteklerinin devamı yurtiçi traktör talebindeki için destekleyici unsurlar olarak öne çıkıyor. Tüm bu olumlu gelişmeler ışığında 2020'de yurtiçi traktör pazarının %78 artışla 46 bin adete ulaşacağını öngörüyoruz. Türk Traktör'ün 2020'de iç satışlarındaki büyüme kaynaklı KKO artışı, görece daha karlı iç satışların artan payı, hammadde maliyetlerindeki düşüş, iç pazarda yıl başından buyana yapılan %25 fiyat artışı ile operasyonel karlılıkta iyileşme öngörüyoruz. 2020'de düşük borçlanma oranı finansman giderlerinde düşüşe neden olduğundan net karı da olumlu etkiliyor.

### Değerleme

Güçlü iç talep nedeniyle şirketin yakın zamanda 3 vardiya üretime geçmesini olumlu karşılıyoruz. Güçlü iç satışlar kaynaklı kuvvetli 3Ç20 sonuçlarının kısa vadede hisse için katalizör olacağını düşünüyoruz. %95 kar dağıtım oranı tahminimizle, Türk Traktör'ün 2020 karından 2021'de 475 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %9.3 temettü verimine işaret ediyor. Hisse 2021T 5.6x Firma Değ./FAVÖK ve 8.6x F/K çarpanları ile 8.9x ve 16.2x 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

89

Fiyat ve Oranlar																																		
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem.V.	5Y Ort. Dağ. %	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021							
															Tem.V	Kar ₺		Satışlar ₺		FAVÖK ₺		Özsermaye ₺		F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı		
EREGL	8.94	31,290	12.01	10.77	34	AL	A	9.3	5.7	50	48	59	8%	77%	11%	3,538	4,082	32,697	36,795	5,388	6,941	59,033	63,331	8.8	7.7	0.5	0.5	4.8	3.8	8%	7%	7%	7%	
KRDMD	3.02	2,356	3.69	3.53	22	TUT	A	14	9.8	120	91	14	9%	32%	0%	-260	324	5,240	6,549	625	839			-9.1	7.3			5.5	4.1					
<b>Demir Çelik</b>																																		
TUPRS	80.35	20,121	107.89	118.00	34	AL	A	3.2	-0.3	88	49	35	9%	86%	-2%	-465	2,267	67,381	87,207	3,848	5,510	12,498	15,174	-43.3	8.9	1.6	1.3	8.1	5.6	-4%	16%	-1%	5%	
PETKM	4.01	8,469	4.76	4.60	19	TUT	A	10	6.5	106	48	21	7%	66%	3%	538	955	9,263	12,504	1,368	1,893	5,398	6,084	15.7	8.9	1.6	1.4	9.8	7.1	11%	17%	4%	6%	
<b>Petrol</b>																																		
BIMAS	67.70	41,107	85.50	83.00	26	AL	A	8.2	4.6	41	68	64	2%	61%	4%	1,907	1,915	53,181	63,062	4,384	4,801	4,930	5,128	-13.8	8.9	1.6	1.4	9.0	6.4	3%	17%	1%	6%	
BIZIM	16.03	962	16.00	16.00	0	SAT	A	11	7.3	19	44	7.8	1%	30%	1%	31	39	5,295	6,052	230	267	156	180	30.8	24.8	6.2	5.3	3.1	2.7	21%	23%	3%	3%	
MGROS	38.30	6,934	50.00	48.00	31	AL	A	-0.6	-3.9	21	39	44			0%	-421	80	28,348	32,423	2,178	2,454	-100	-20		86			5.2	4.6				1%	
<b>Ticari Mağazacılık</b>																																		
ASEL	16.90	38,532	15.00	14.60	-11	TUT	A	0.7	-2.7	149	26	36	1%	11%	2%	4,303	4,484	18,145	22,459	4,109	4,917	17,537	21,376	9.0	8.6	2.2	1.8	9.6	8.0	28%	23%	15%	12%	
<b>Savunma Teknolojisi</b>																																		
ALKIM	12.85	1,928	13.20	12.40	3	TUT	A	0.4	-2.9	15	44	13	5%	58%	5%	168	201	778	1,011	213	262	467	555	11.4	9.6	4.1	3.5	8.7	7.0	39%	39%	28%	27%	
<b>Kimya</b>																																		
MPARK	17.00	3,537	21.04	20.09	24	AL	Y	8.8	5.2	14	33	55				-73	179	3,923	4,975	817	1,069	157	336	-48.5	19.8	22.5	10.5	7.0	5.3	-38%	73%	-2%	4%	
SELEK	8.06	5,005	11.00	10.10	36	AL	Y	-1.7	-5	5.9	15	45	2%	18%	2%	627	896	20,604	25,670	729	1,054	3,612	4,408	8.0	5.6	1.4	1.1	6.8	4.7	19%	22%	7%	8%	
<b>Sağlık</b>																																		
LOGO	90.50	2,263	112.30	91.60	24	AL	A	6.5	3	2.2	66	56	2%	54%	2%	119	159	533	719	188	253	488	611	19.1	14.2	4.6	3.7	11.8	8.7	28%	29%	14%	15%	
INDES	14.28	800				G.G	A	16	12	6	61	19	7%	49%																				
<b>Teknoloji</b>																																		
YATAS	8.35	1,251	11.50	9.30	38	AL	Y	2.7	-0.7	3.6	58	23			2%	88	156	1,417	1,911	235	341	478	608	19.1	14.2	4.6	3.7	11.8	8.7	28%	29%	14%	15%	
<b>Mobilya</b>																																		
MAVI	37.80	1,877	51.00	53.50	35	AL		3.8	0.4	3.6	73	72	1%	30%	0%	-26	154	2,512	3,297	341	710	434	587	-71.0	12.2	4.3	3.2	7.5	3.6	-6%	30%	-1%	7%	
<b>Tekstil Entegre</b>																																		
KORDS	10.98	2,136	15.60	14.60	42	AL	A	-1.1	-4.4	3.2	29	26	5%	44%	1%	176	357	4,415	5,771	534	799	2,374	2,705	12.2	6.0	0.9	0.8	9.0	6.0	8%	14%	2%	5%	
<b>Endüstriye Tekstil</b>																																		
IPEKE	11.56	3,003	10.27	9.46	-11	SAT	A	-3.4	-6.6	24	38	22			0%	480	499	3,381	3,026	2,148	1,983	1,650	2,023	6.3	6.0	1.8	1.5	-1.2	-1.3	32%	27%	6%	5%	
<b>Elektrik</b>																																		
KOZAL	77.20	11,773	101.49	100.60	31	AL	A	-10	-13	24	30	55	3%	30%	0%	2,112	1,991	3,223	2,885	2,162	1,987	7,871	9,862	5.6	5.9	1.5	1.2	3.0	3.3	31%	22%	29%	21%	
<b>Madencilik</b>																																		
KOZAA	12.95	5,026	13.84	12.76	7	TUT	A	-5	-8.1	28	45	55			0%	933	925	3,373	3,019	2,147	1,982	3,808	4,773	5.4	5.4	1.3	1.1	-0.2	-0.2	28%	22%	12%	9%	
<b>Diğer</b>																																		

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yüksetildi
D	Düşürüldü



***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

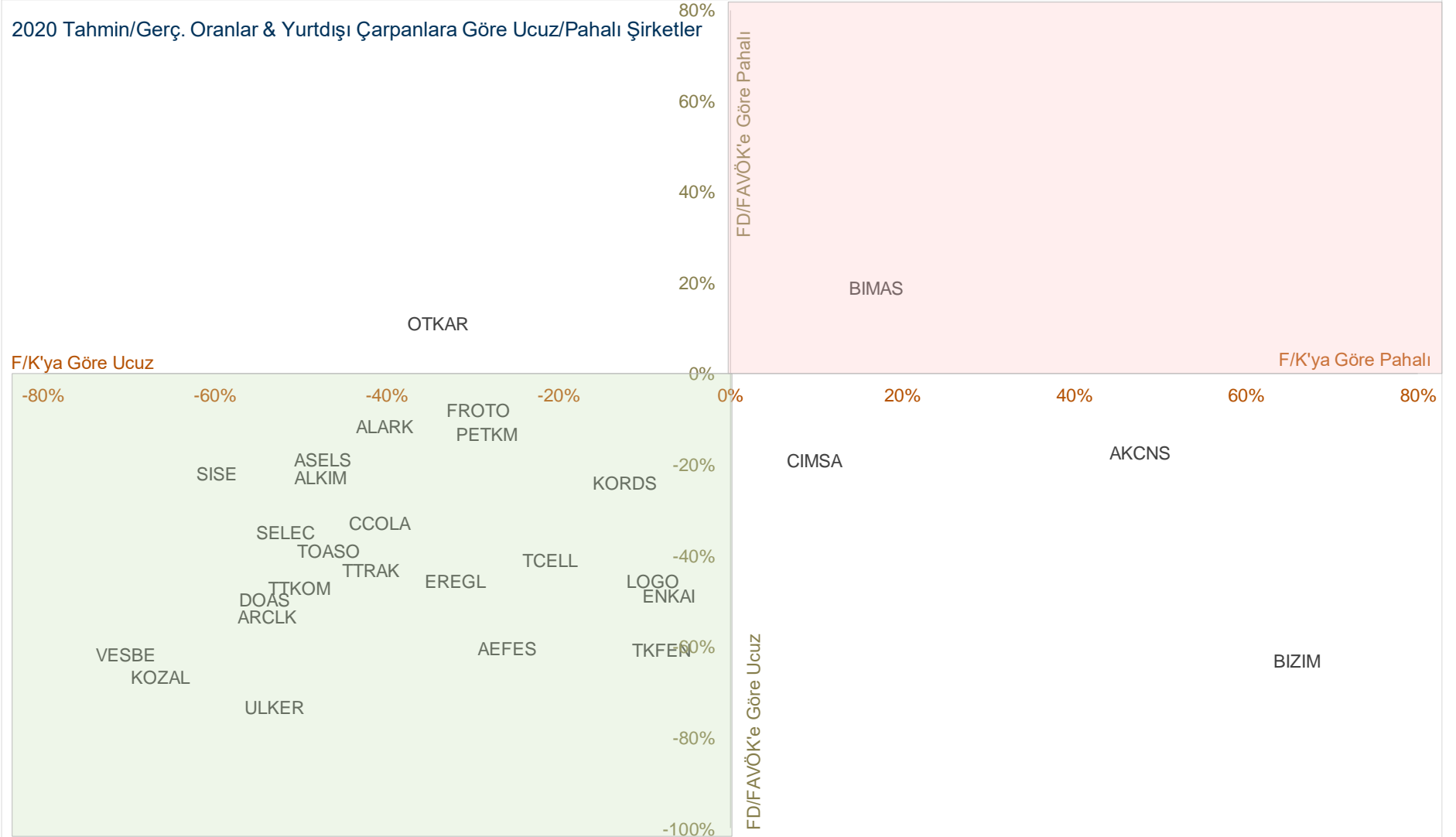
Takip Listesi

**BIST Grafik & Veriler**

Portföy Getirileri

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

92

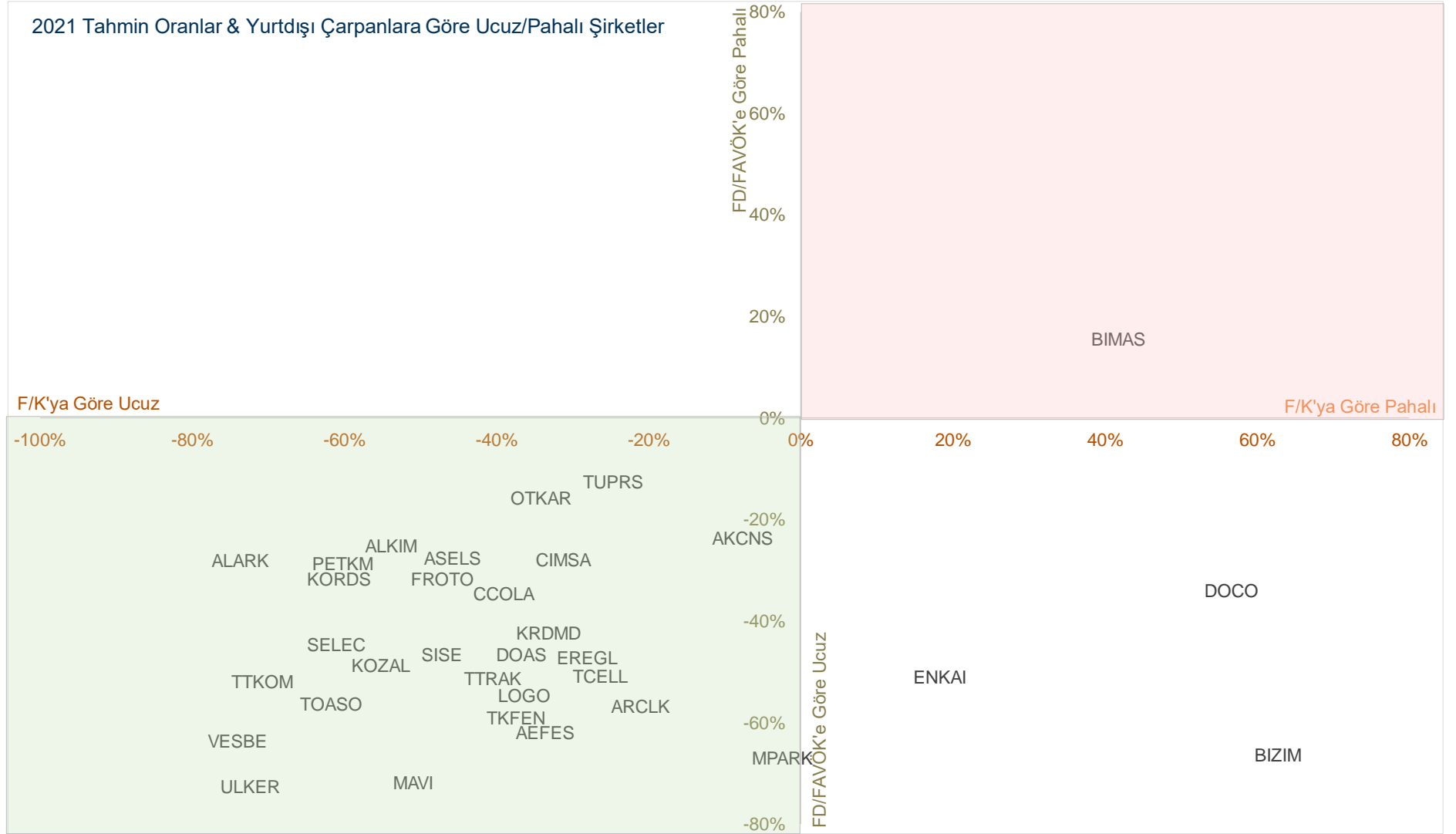


Prim iskonto oranı %80'den büyük ve -%80 den küçük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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

# BIST Grafikler - Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2021)

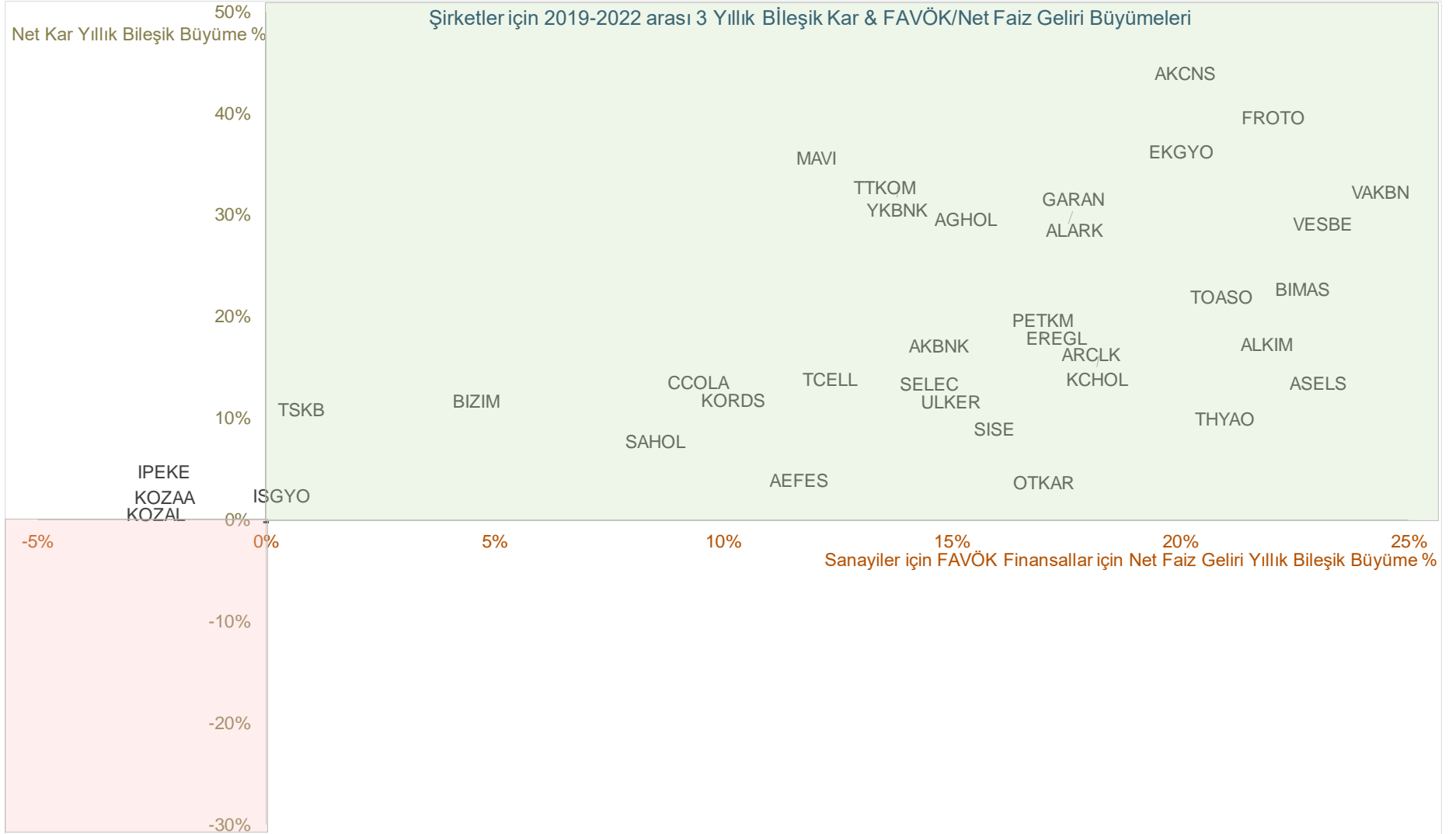
93



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>

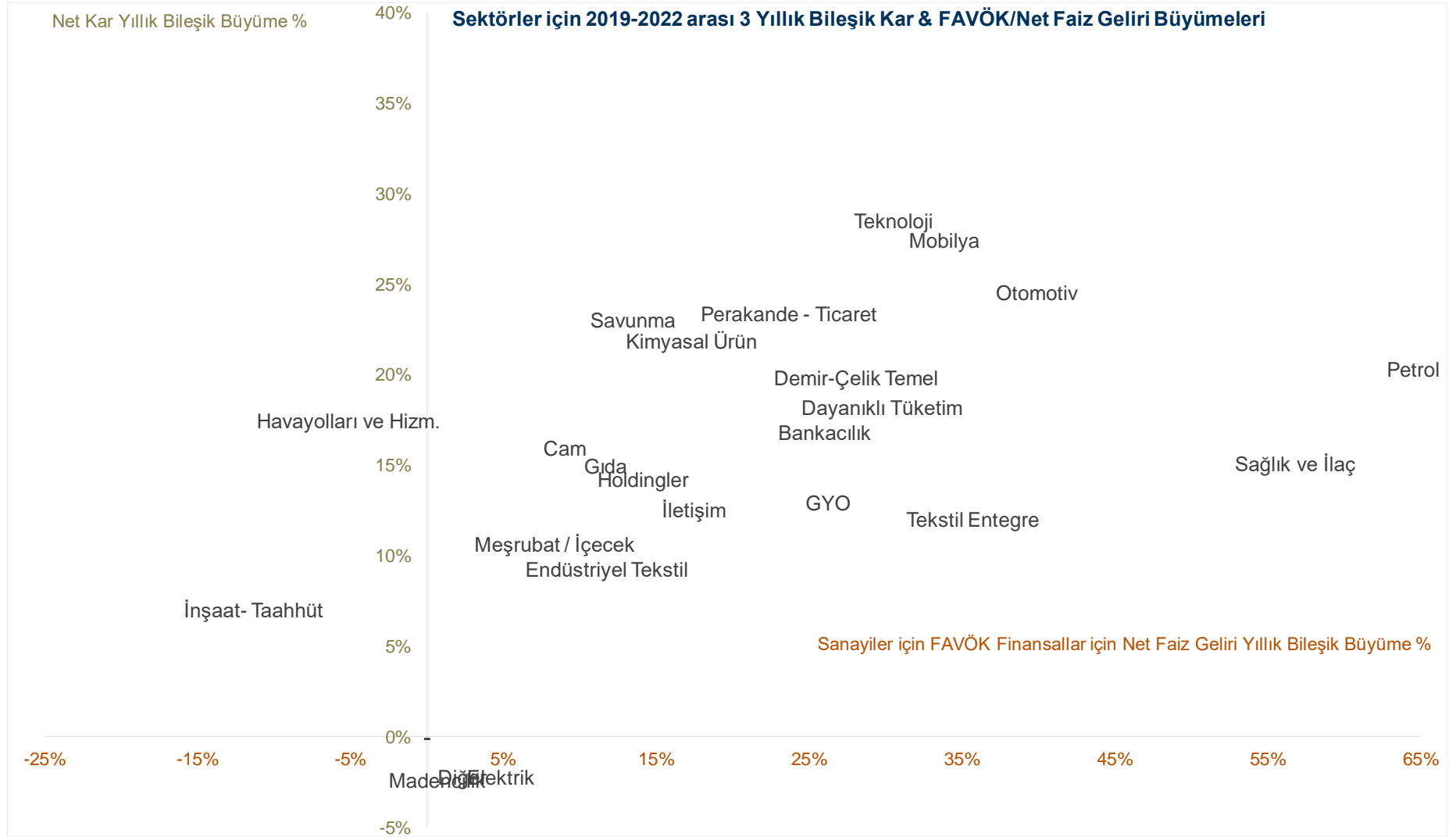
# BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T) 94



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

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

# BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T) 95



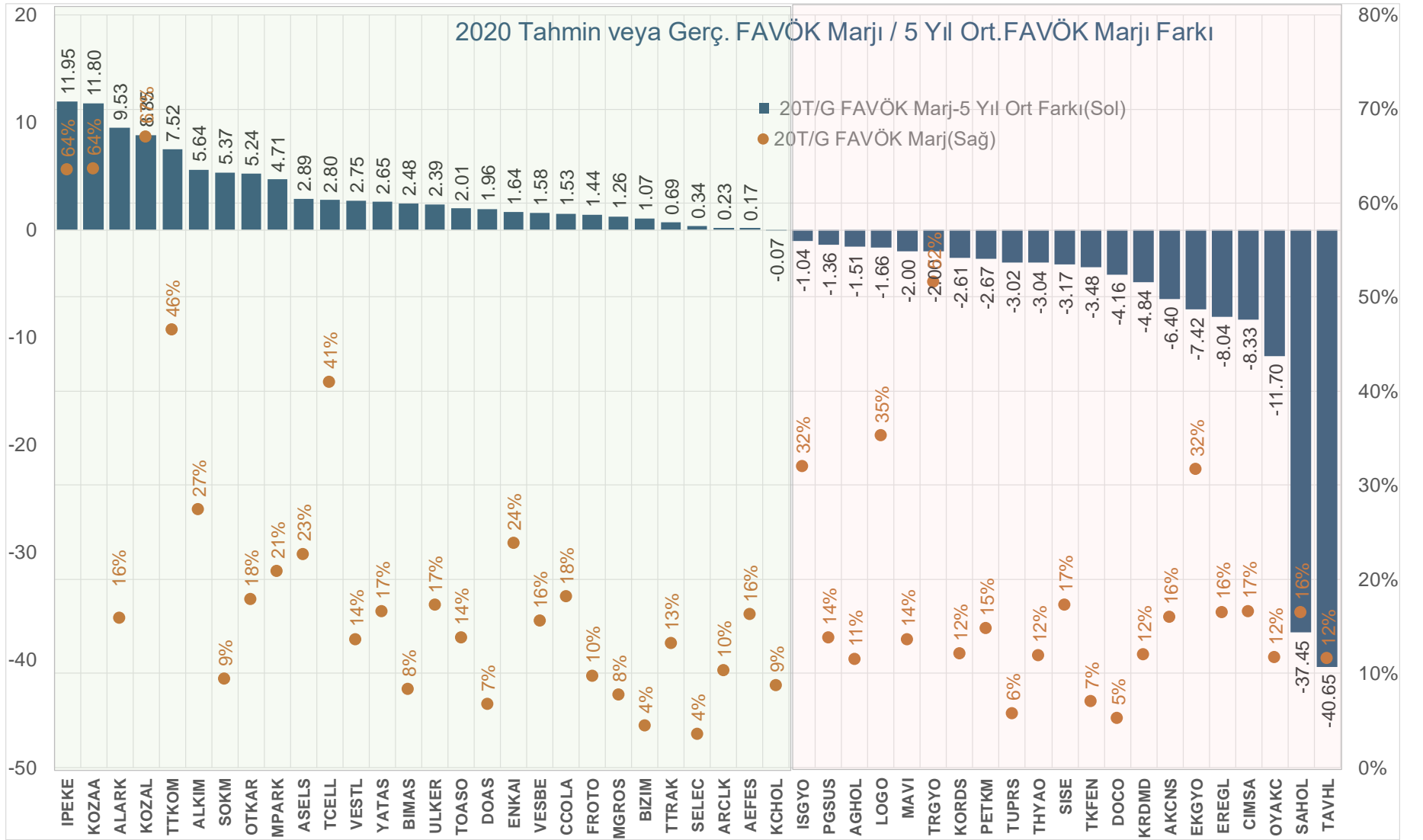
Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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

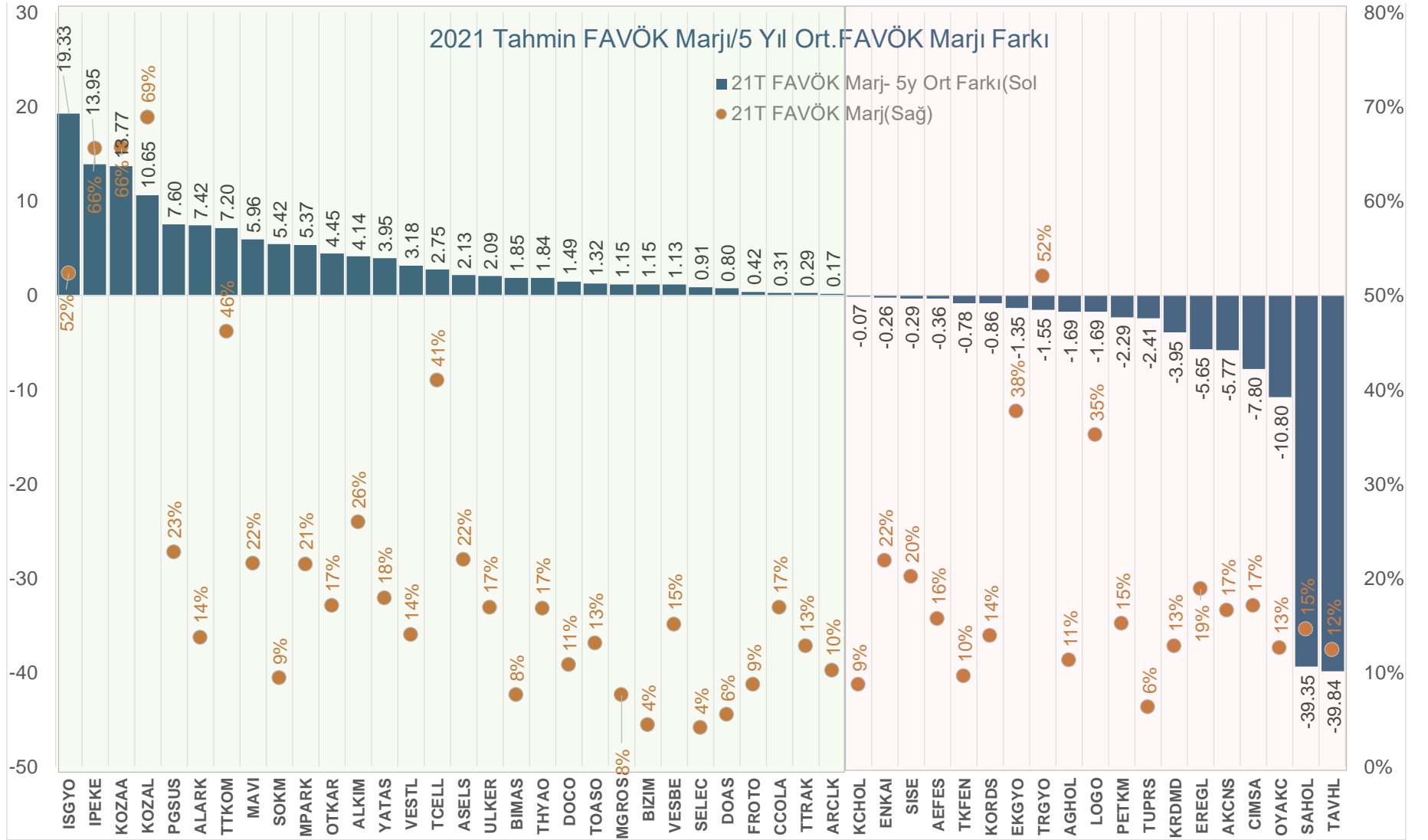


# BIST Grafikler – 2020T/G Marjları ve Tarihsel Ortalamalar

96

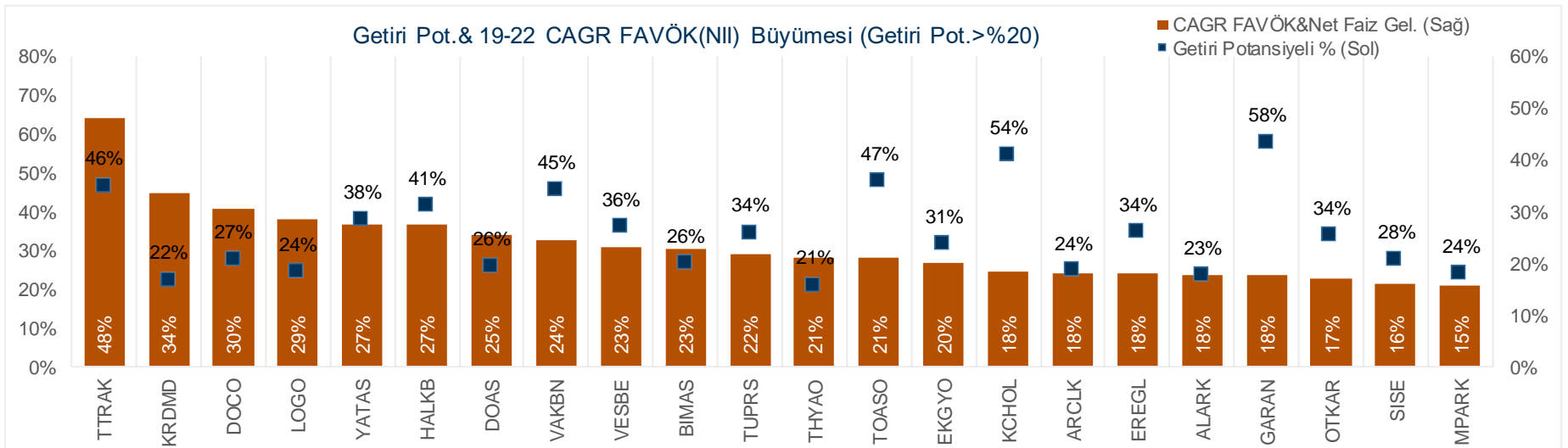
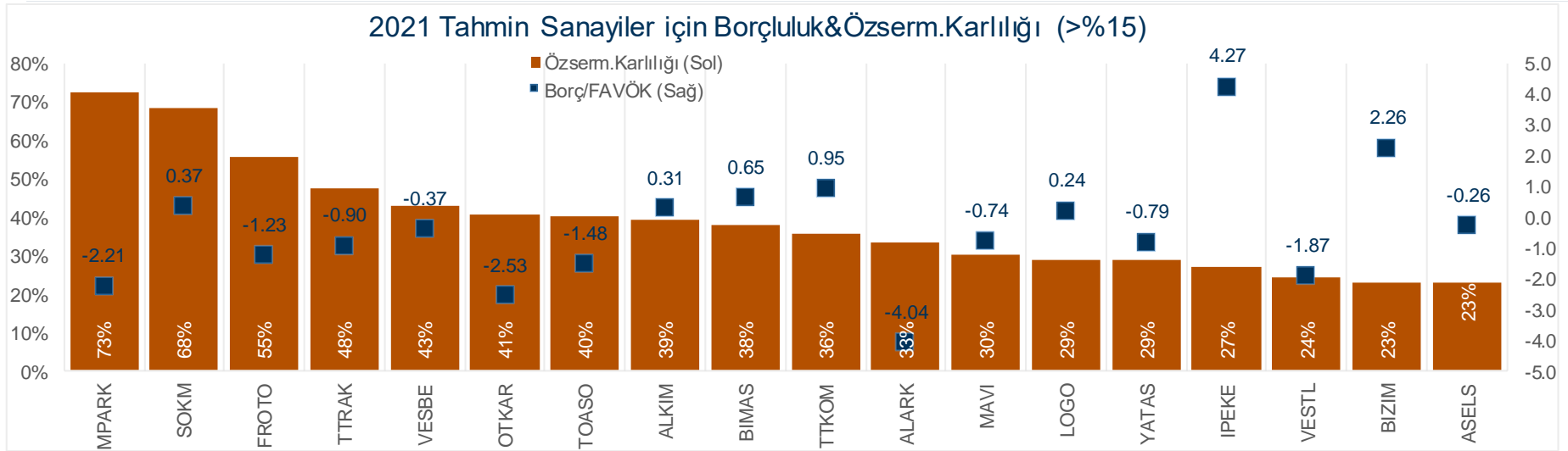


## BIST Grafikler - 2021T Marjları ve Tarihsel Ortalamalar

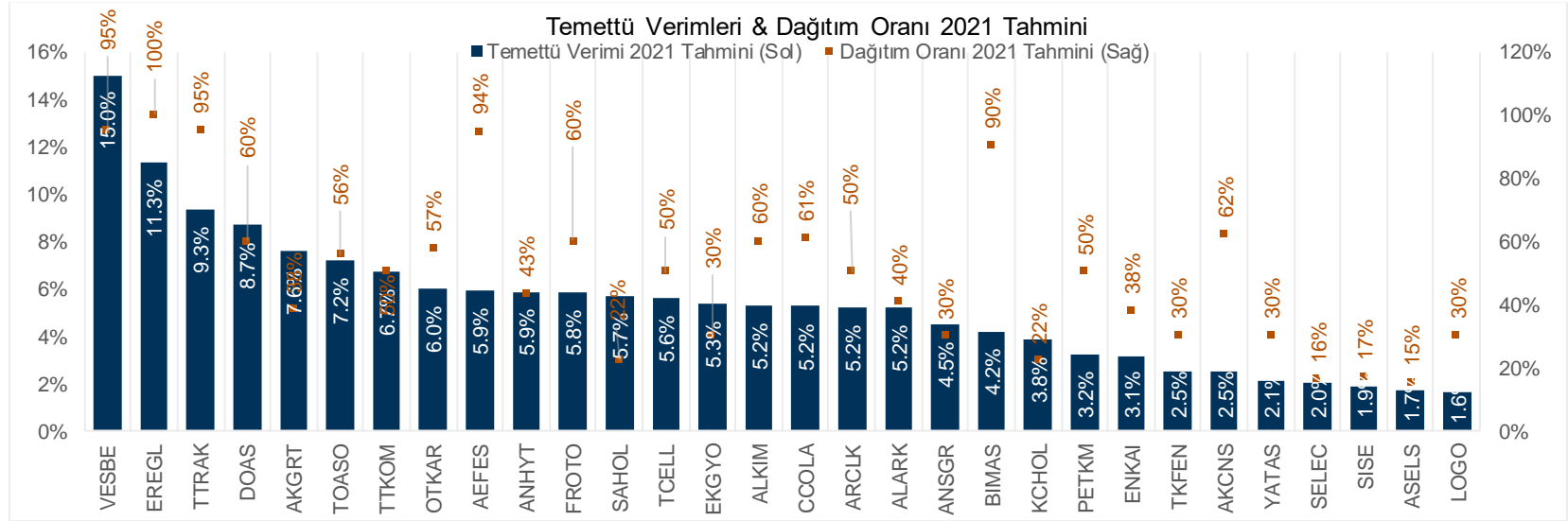
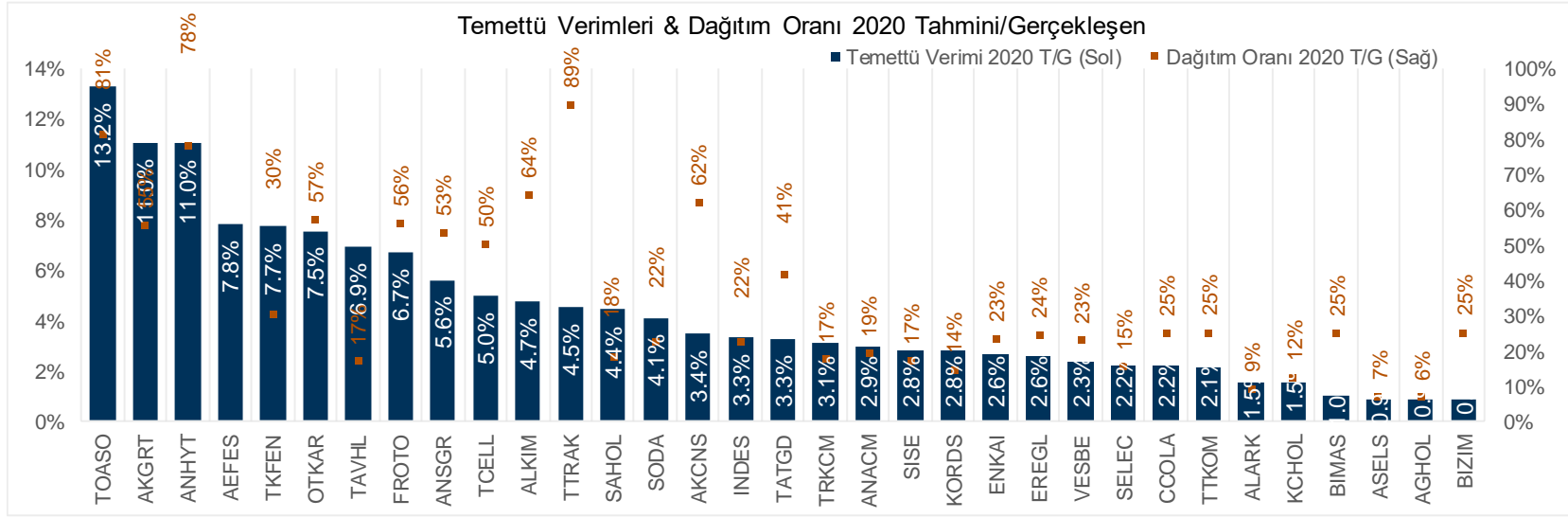


## BIST Grafikler – Borçluluk Rasyosu ve Karlılık Momentumu

98



# BIST Grafikler – Temettü Verimi & Temettü Dağıtım Oranları



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

100

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	20.20	9.59	-53%
CCOLA	22.78	11.60	-49%
AKBNK	7.63	3.98	-48%
TTKOM	14.18	7.46	-47%
GARAN	7.45	3.93	-47%
ASELS	16.71	8.96	-46%
SAHOL	6.99	3.88	-44%
ANHYT	12.80	7.39	-42%
AKGRT	8.34	5.02	-40%
EKGYO	8.84	5.61	-37%
İPEKE	9.84	6.25	-36%
KCHOL	8.89	5.72	-36%
YKBNK	6.20	4.15	-33%
TCELL	13.21	8.96	-32%
KOZAL	8.17	5.57	-32%
VESBE	9.04	6.33	-30%
DOAS	9.75	6.92	-29%
ARCLK	13.43	9.66	-28%
ALARK	10.85	7.82	-28%
TOASO	10.71	7.74	-28%
ULKER	18.33	13.40	-27%
ANSGR	9.08	6.65	-27%
KOZAA	7.32	5.39	-26%
TTRAK	13.64	10.19	-25%
FROTO	13.34	10.28	-23%
VAKBN	4.69	3.66	-22%
TSKB	5.53	4.52	-18%
BIMAS	26.09	21.56	-17%
HALKB	5.10	4.25	-17%
AEFES	18.75	16.01	-15%
EREGL	9.84	8.85	-10%
LOGO	20.47	19.06	-7%

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	-0.21	-116%
AGHOL	11.43	2.86	-75%
BİZİM	7.37	3.08	-58%
ULKER	12.17	5.30	-56%
ENKAI	7.12	4.33	-39%
BIMAS	15.98	9.75	-39%
ASELS	15.45	9.61	-38%
OTKAR	15.73	9.84	-37%
TTKOM	5.12	3.23	-37%
TOASO	8.48	5.42	-36%
DOAS	8.53	5.45	-36%
ARCLK	8.78	5.61	-36%
MGROS	7.95	5.17	-35%
TCELL	5.47	3.56	-35%
SOKM	7.21	4.71	-35%
TKFEN	5.00	3.33	-33%
CCOLA	9.74	6.50	-33%
TTRAK	9.93	7.08	-29%
TUPRS	11.30	8.08	-28%
AEFES	8.16	6.00	-26%
KRDMD	7.42	5.52	-26%
KOZAL	3.93	3.03	-23%
EKGYO	9.30	7.29	-22%
ALARK	9.41	7.48	-20%
FROTO	10.20	8.15	-20%
VESBE	5.32	4.30	-19%
MPARK	8.18	6.99	-14%
EREGL	5.46	4.85	-11%
SAHOL	32.97	30.46	-8%
LOGO	12.72	11.78	-7%

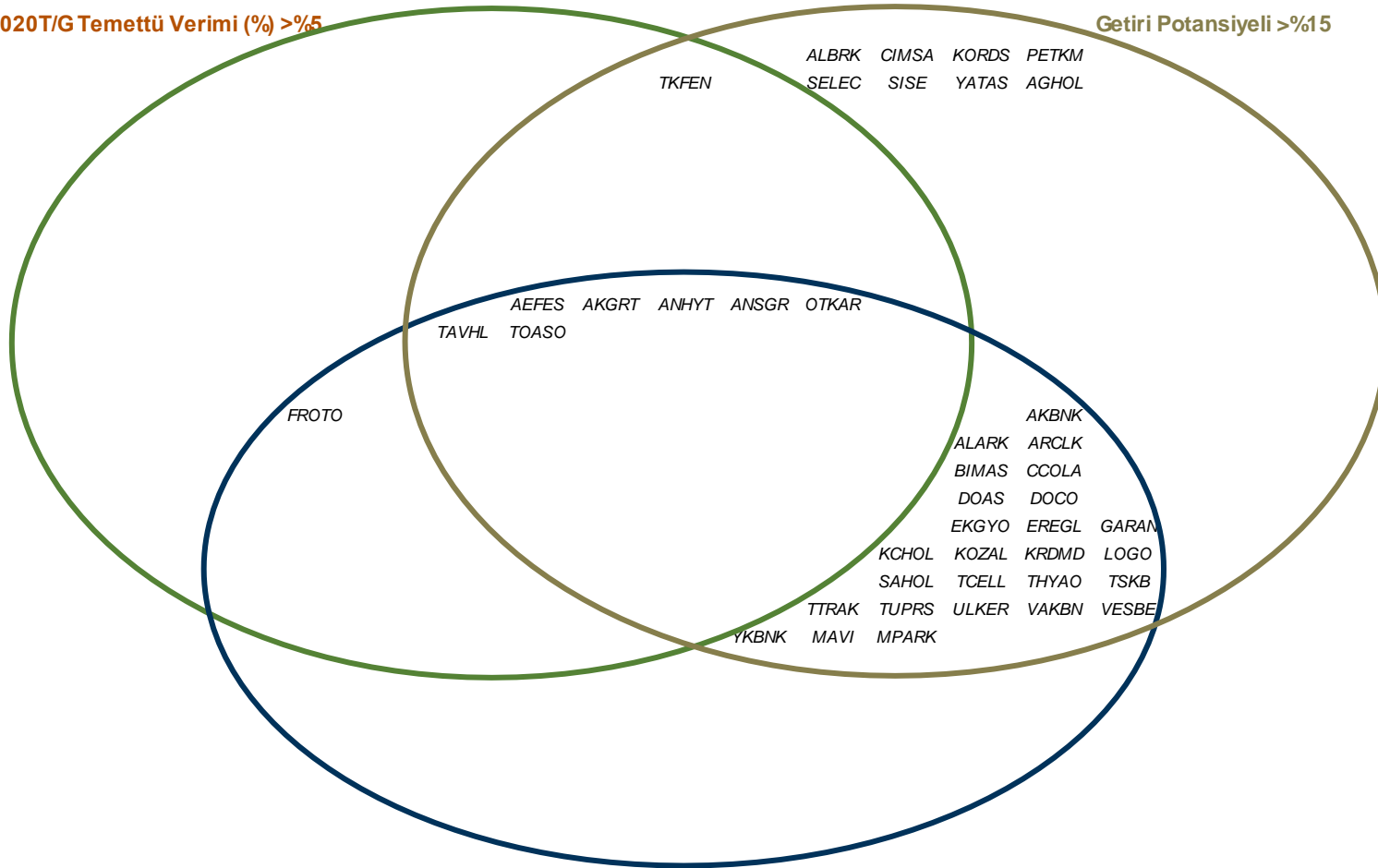
## BIST Grafikler – Yabancı Payı Değişimleri

101

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 %	
CIMSA	17.3	3.45	15%	526%	11.37	
EKGYO	40.8	2.40	31%	58%	-10.21	
AKCNS	18.2	2.31	7%	20%	0.26	
ARCLK	61.5	2.18	24%	65%	-2.69	
CCOLA	89.1	1.65	19%	2%	8.92	
FROTO	77.2	1.49	11%	51%	9.00	
TTRAK	60.7	0.61	46%	347%	-4.31	
ALBRK	11.6	0.59	16%	80%	-1.99	

2020T/G Temettü Verimi (%) >%5

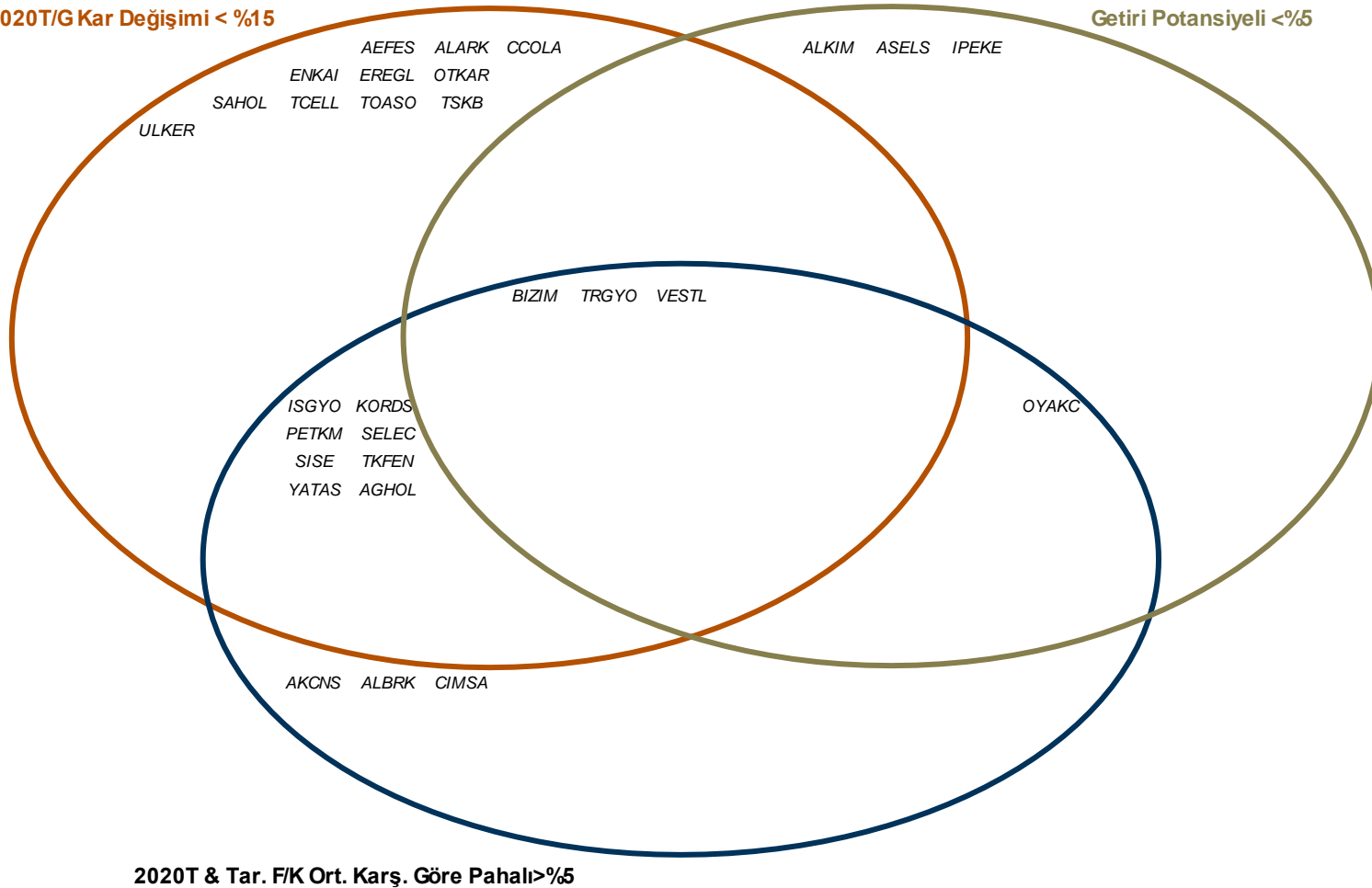
Getiri Potansiyeli >%15



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

2020T/G Kar Değişimi < %15

Getiri Potansiyeli < %5





***Türkiye Hisse  
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

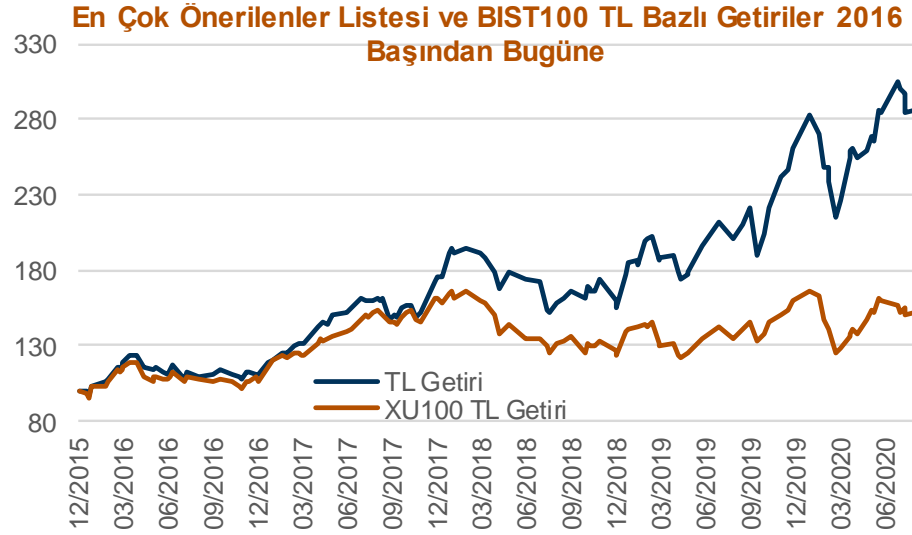
BIST Grafik & Veriler

**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	9.9%	15.7%



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

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