

Hisse Senedi Stratejisi Çeyreksele Değerlendirme

Kasım 2020

Ekonomi Yönetiminde Yeni Sayfa

Kur ve faizde en sonunda yeni denge

Eylül başında yayınladığımız bir önceki raporda Pandemi sonrası devreye alınan genişleyici para politikası ve aktif oranı uygulamasından hızlı bir U dönüşüne dikkat çekmiştik. Raporumuzu takiben Eylül ayında Merkez Bankası'nın politika faizini 200 baz puan yükseltmesi ve bankaların yurtdışı swap limitlerini artırması kur ve faizde yeni dengenin oluşacağına dair beklentilerimizi güçlendirmişti. Ardından Ekim ayında TCMB'nin, beklentilerin aksine politika faizindeki artışa devam etmemesi, TL 'de tekrar sert satışlara yol açmıştı. Neyse ki yanlıştan hızlı dönüldü. Geçtiğimiz hafta Merkez Bankası Başkanı ve Hazine ve Maliye Bakanının değişmesi ve yeni ekonomi yönetiminin piyasa dostu adımlara ve enflasyon ile mücadeleye devam edileceğine dair güçlü mesajları dolar kurunun 7.5 – 8.0 TL arasında dengeye oturmasını sağladı. Yapılan sadeleşme ile politika faizi %15 seviyesine yükseltildi. Enflasyona karşı daha kararlı bir duruş sergileneceğini beklemekteyiz. Önümüzdeki dönemde, Jeopolitik riskler, ABD ve AB ile ilişkilerde yaşanabilecek sorunlar, dengenin korunmasına yönelik en önemli riskler olarak önümüze çıkıyor.

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 görmeye devam ediyor. Yabancı yatırımcı ilgisinin son dönemde artmasıyla, BIST'de yılın ilk yarısında BIST 30 dışı hisselerin önderliğinde gerçekleşen yükselişin yılın geri kalanında bankalar ve holdingler öncülüğünde devam etmesini bekliyoruz.

Dolayısıyla, model portföyümüzde geçtiğimiz günlerde, nispeten defansif bir isim olan Koza Altın'ı çıkartarak mevcut bankaların, **Akbank ve Garanti Bankası ağırlığını %22'den %28'e yükselttik.**

Tarihsel ortalama iskontosunun halen üzerinde işlem gören Koç Holding'i portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Nitekim, Pandemi süresince baskılanan Yapı Kredi Bankası ve Tüpraş'ın performanslarının, TL'nin denge bulması ve aşı haberleriyle toparlanmasının ve iskonto oranının halen tarihsel ortalamasının üzerinde olmasının **Koç Holding** hisselerini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

2021 yılında normalleşen talep koşulları ile yükselmesi beklenen çelik fiyatlarının olumlu etkisin dikkate alarak, yüksek temettü potansiyeli sunan **Erdemir**'i portföyde tutmaya devam ediyoruz.

Hissedarlık yapısı ve şirketin kontrolündeki belirsizliklerin ortadan kalkmasının **Turkcell** 'in orta vadeli performansına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Şirketin 2020 yılında daralan dolaşım gelirlerinin 2021 yılı ikinci yarıdan itibaren toparlanmaya başlamasını beklerken, pandemi süresinde değişen çalışma alışkanlıklarının kısmen kalıcı olacağını ve data talebini olumlu etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Yüksek temettü dağıtma potansiyeli olan Turkcell'i de portföyde tutuyoruz.

Kur ve faizde en sonunda yeni denge

2020 yılında model portföye ekleyip çıkarttığımız **Arçelik**'in güçlü 2021 beklentilerini dikkate alarak tekrar portföyümüze ekledik. 2021 yılında yurtiçi beyaz eşya pazar büyümesinde yavaşlama beklerken, sanayinin ihracat hacminin ise %10 büyümesini öngörüyoruz.

İç talepte yükselen faiz oranları etkisi ile özellikle ilk çeyrekte beklediğimiz düşüşe rağmen, **Yataş**'ın büyüme ve mağaza açılışlarında yakaladığı güçlü momentumun 2021 yılında da devam edeceğini öngörüyoruz.

Son olarak güçlü karlılık ve yüksek temettü potansiyeli sunan **Aksigorta**'yı portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Aşı Haberleri ve ABD Seçim sonucu Gelişmekte Olan Ülkeleri (GOÜ) destekliyor

Aşı ile ilgili olumlu gelişmeler ve ABD Seçim Sonuçları GOÜ hisse senetlerini desteklemeye devam edebilir

Pfizer ve BionTech'in geliştirdikleri aşıda etkinlik oranınının 3. faz denemeleri neticesinde %90'nın üzerinde olduğunu açıklaması piyasalara moral verdi. Benzer şekilde 3. faz denemeleri sonucunda Moderna'da da yüksek bir etkinlik oranı açıklandı.

Aşı ile ilgili olumlu gelişmelerin GOÜ'lerin de dahil olduğu riskli varlık sınıflarında ve pandemiden en olumsuz şekilde etkilenen, havacılık ve turizm hisselerinde desteklediği yükseliş trendinin orta ve uzun vadede devam edeceğini öngörüyoruz. Öte yandan kısa vadede özellikle kış aylarında olası kapanma ve hareketliliğin sınırlandırılmasına yönelik önlemlerin ise yüksek oynaklık yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu oynaklığın orta ve uzun vadeli perspektife sahip yatırımcılar için alım fırsatı olarak değerlendirilmesi kanaatindeyiz. Nitekim, takip listemizdeki THY ve PGSUS için TUT olan tavsiyelerimizi bu raporla birlikte AL'a çekiyoruz. Yaptığımız değişiklikte daha önce pandemi öncesi yolcu sayılarına 2023 yılında ulaşılacağı öngörümüzü aşı ile ilgili olumlu gelişmeler neticesinde 2022'ye çekmemiz ve her iki şirketin maliyetlerini kısma yolunda attığı başarılı adımların 2021 yılında da devam edeceği beklentimiz etkili oldu.

Öte yandan, Biden'ın dış ilişkiler ve ticarette Trump'a göre daha ılımlı ve öngörülebilir bir politika izleyeceği yönünde beklentiler ve ABD 'de açıklanması beklenen teşvik paketinin dolar üzerinde yaratabileceği baskı da GOÜ varlıklarını olumlu etkileyecek gelişmeler olarak görülüyor. 2020 yılında özellikle ilk yarı yılda GOÜ varlıklarından rekor seviyelerde gerçekleşen çıkışların 2021 yılında terse dönmesi bekleniyor. Nitekim Ağustos ayından itibaren Çin hariç GOÜ'lere portföy girişlerinin artıya döndüğü görülüyor. Şu ana kadar bu girişlerden faydalanamayan TL varlıklarda da portföy girişlerinin, yakın dönemde atılan olumlu adımların olumlu etkisi ile Kasım ayının ikinci yarısından itibaren artıya dönmesi beklenebilir. Öte yandan, Türkiye'nin ve yeni ABD yönetiminin ülkeler arasındaki mevcut sorunları (S400, F35 ve Halkbank davası) çözmeye yönelik yaklaşımları TL varlıkların bu olumlu havadan ne ölçüde faydalanacağı konusunda belirleyici olacak.

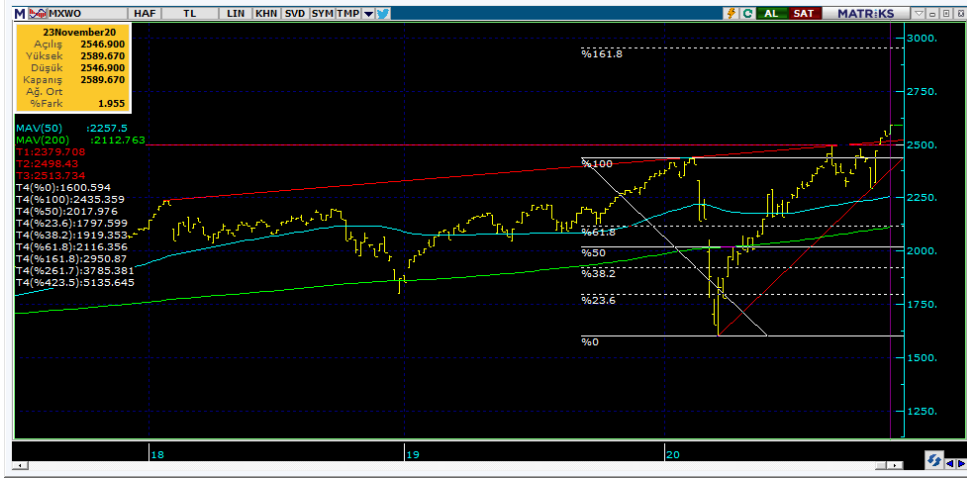
MSCI TR Endeksi dipten dönüş yaptı

4

MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi (Haftalık periyot)



MSCI Dünya Endeksi (Haftalık periyot)



MSCI Türkiye Endeksi (Haftalık periyot)



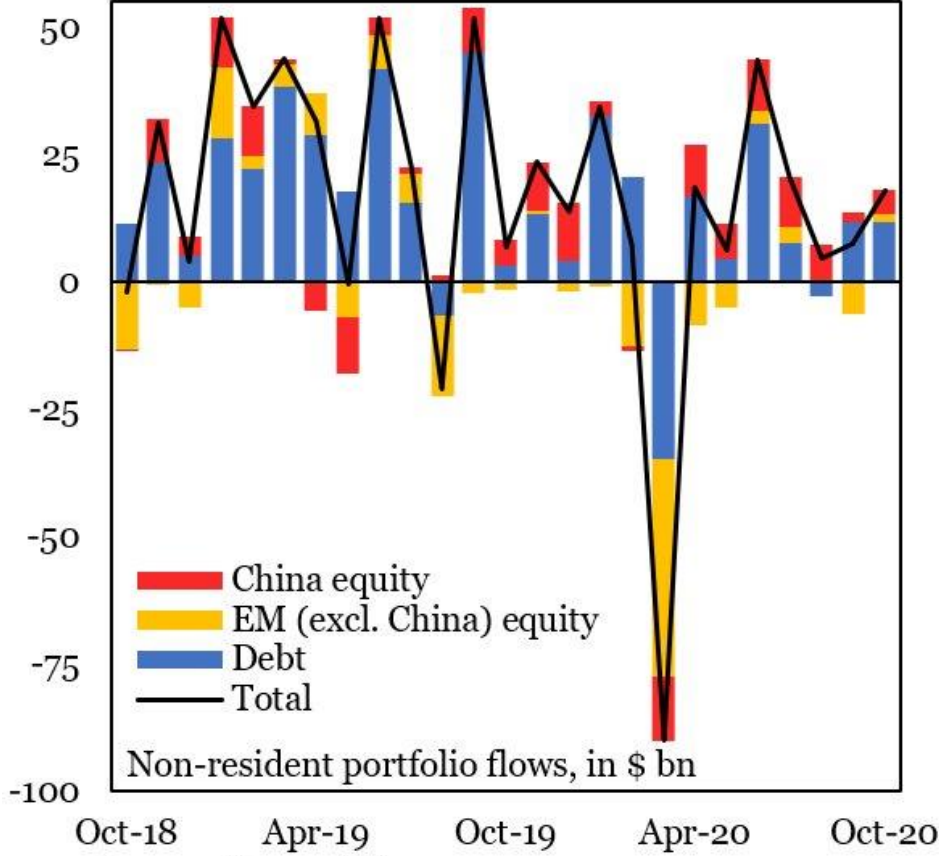
MSCI TR Endeksi Kasım ayında dip seviyesinden dönerken MSCI GOÜ ve Dünya endeksleri yükselişi sürdürdü.

IIF verilerine göre Ekim ayında GOÜ'lere 17.9 milyar dolar giriş olurken, Türkiye hisse senetleri ve bonolardan toplam 116 milyon dolar dolar yabancı çıkışı oldu, Kasım ayının başından itibaren ise TL varlıklara 1,6 milyar dolar giriş oldu.

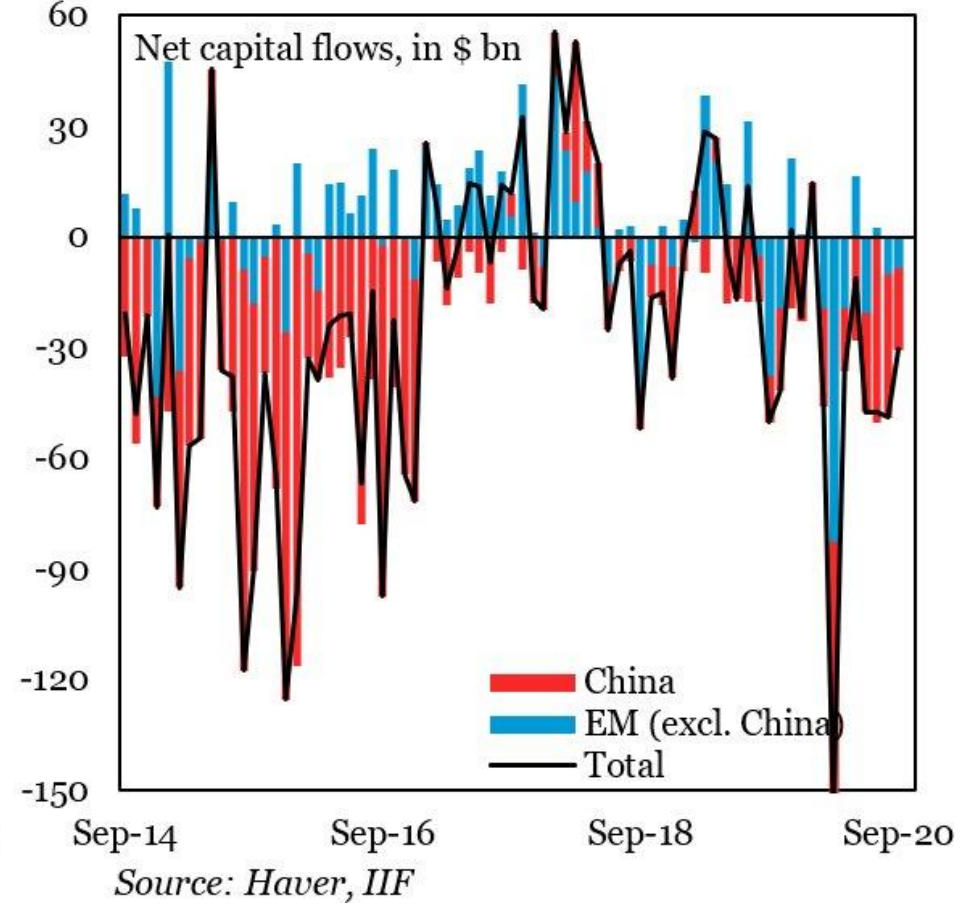
Kaynak: Matriks

GOÜ'lere yabancı sermaye girişleri Ekim ayında hızlanarak devam etti

Non-Resident Portfolio Flows to EM



Net Capital Flows to Emerging Markets



Kaynak: Haver ve IIF

TCMB Ortalama Fonlama Faizi ve Döviz Sepeti

6



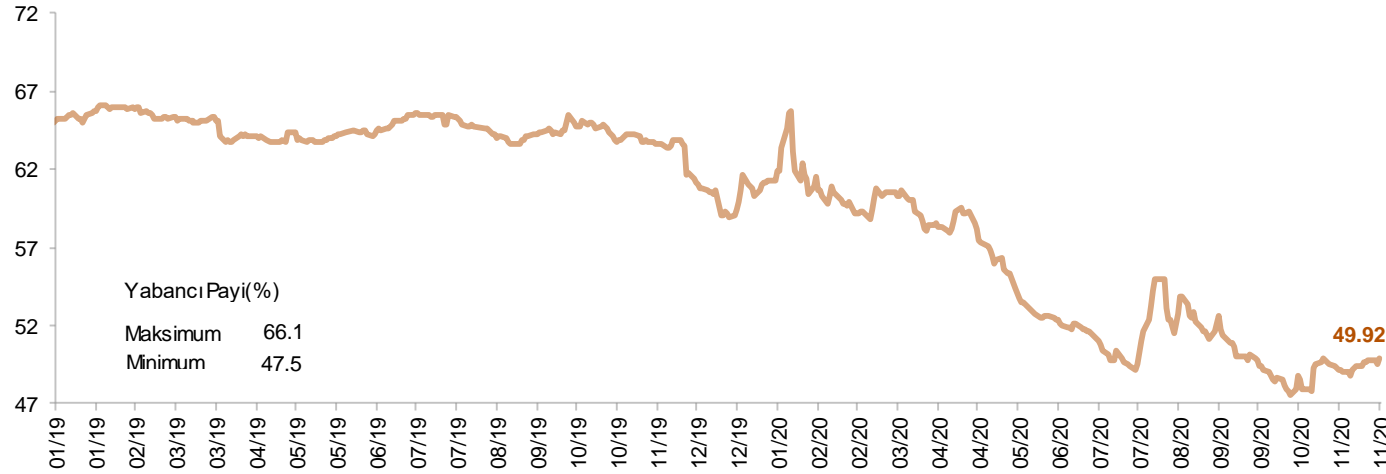
Kaynak: Matriks

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

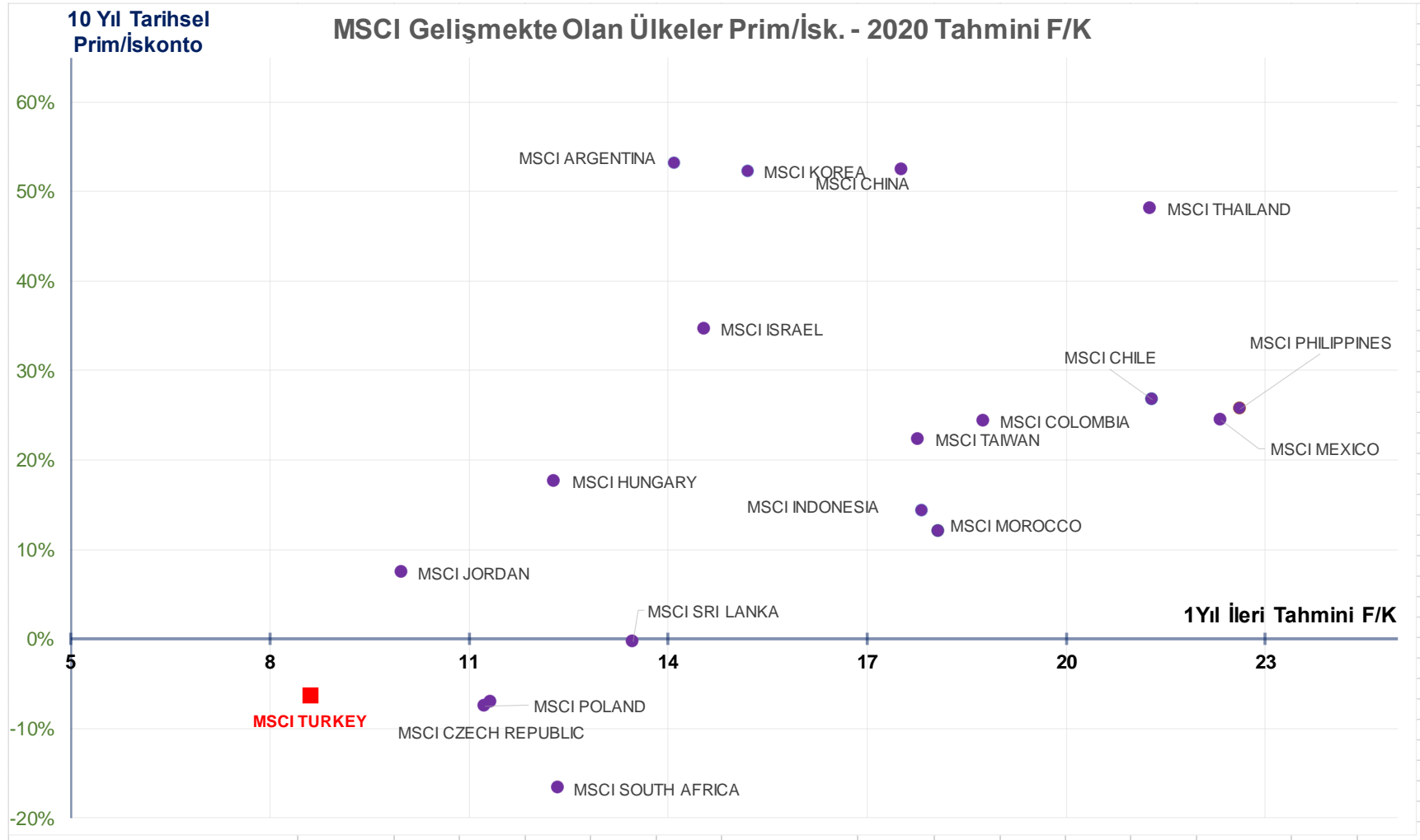
En Çok Azalan Hisseler	Cari Değer Yabancı Payı	Yıllık Değişime Göre			Yıllık Getiri %	2005 Yılından Bugüne Dip Seviye
		31/12/2019 Yabancı Payı	Puan Chng. bps	HAO %		
AKBNK	58.18	64.03	-5.85	51	-20.5	44.4
ARCLK	64.63	74.24	-9.61	25	37.1	46.4
ASELS	41.76	27.74	14.02	26	75.6	1.8
BIMAS	64.01	69.06	-5.05	68	52.1	54.3
DOHOL	42.54	48.26	-5.72	36	37.2	17.5
EKGYO	41.77	47.82	-6.05	51	43.5	23.7
EREGL	59.62	70.69	-11.07	48	34.6	20.2
GARAN	57.28	76.06	-18.78	50	-16.2	43.0
GUBRF	10.86	9.03	1.83	24	470.2	3.2
HALKB	6.58	41.20	-34.62	25	-7.8	5.8
ISCTR	48.19	59.16	-10.97	33	6.1	44.3
KCHOL	71.80	83.04	-11.24	26	-4.4	50.1
KOZAA	53.44	58.33	-4.89	45	35.9	1.1
KOZAL	45.27	70.57	-25.30	30	5.3	37.3
KRDMD	20.66	23.80	-3.14	91	94.7	1.0
MGROS	37.31	38.34	-1.03	39	68.3	0.7
OYAKC	2.50	8.58	-6.08	27	37.0	0.8
PETKM	21.83	18.12	3.71	48	30.3	1.3
PGSUS	25.10	51.38	-26.28	36	-26.3	4.0
SAHOL	67.22	68.29	-1.07	48	12.4	46.5
SISE	27.96	30.04	-2.08	49	37.3	15.3
TAVHL	69.06	94.75	-25.69	44	-25.2	54.8
TCELL	80.91	89.09	-8.18	49	14.9	51.4
THYAO	31.93	44.36	-12.43	50	-15.6	0.5
TKFEN	17.94	58.75	-40.82	51	-14.5	18.0
TSKB	11.88	38.57	-26.69	39	120.7	7.7
TTKOM	54.98	72.02	-17.05	15	8.5	32.9
TUPRS	38.91	77.78	-38.87	49	-26.1	33.0
VAKBN	7.08	70.26	-63.18	16	-12.7	5.1
YKBNK	67.76	46.68	21.08	30	23.8	31.8

Kaynak: Matriks

Bankacılık sektöründe yabancı payı 2005 'den bu yana en düşük seviyelerden toparlanma eğiliminde.

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

9

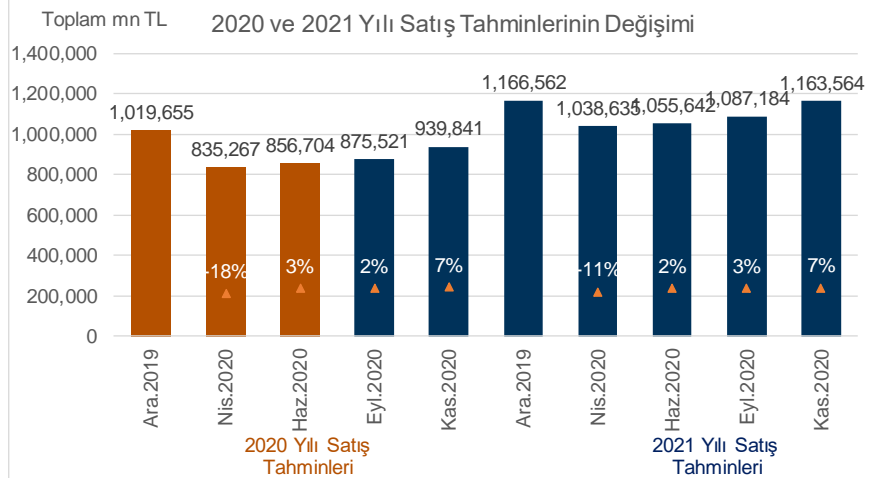
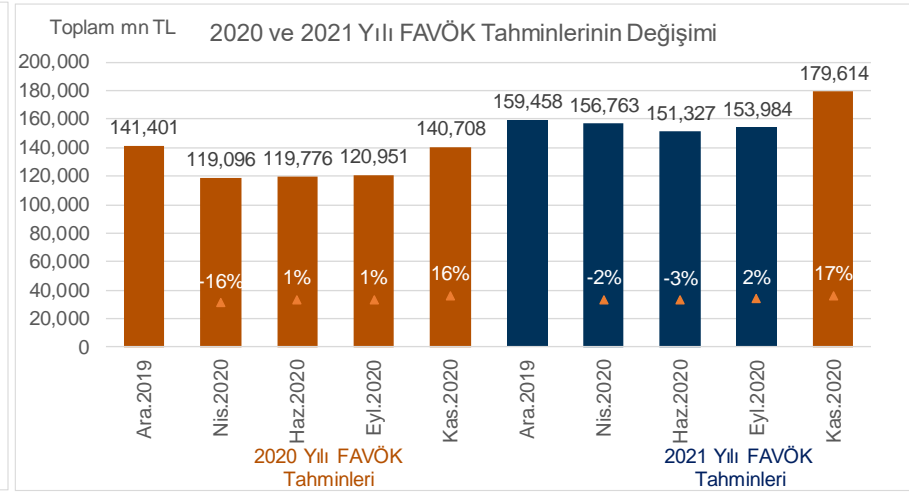
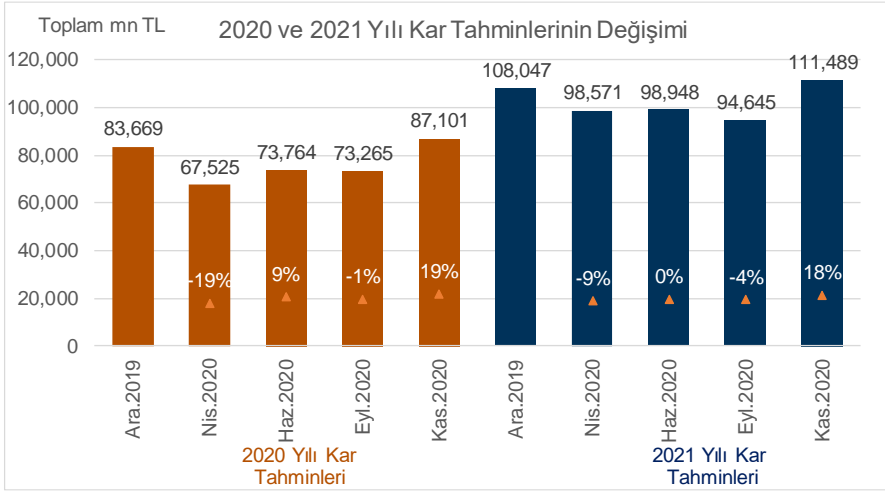


Kaynak: Bloomberg, 1 yıllık tahmini F/K Oranları



COVID 19 öncesi ve sonrası 2020 ve 2021 Net Kar, FAVÖK ve Satış tahminlerinde değişim*

10



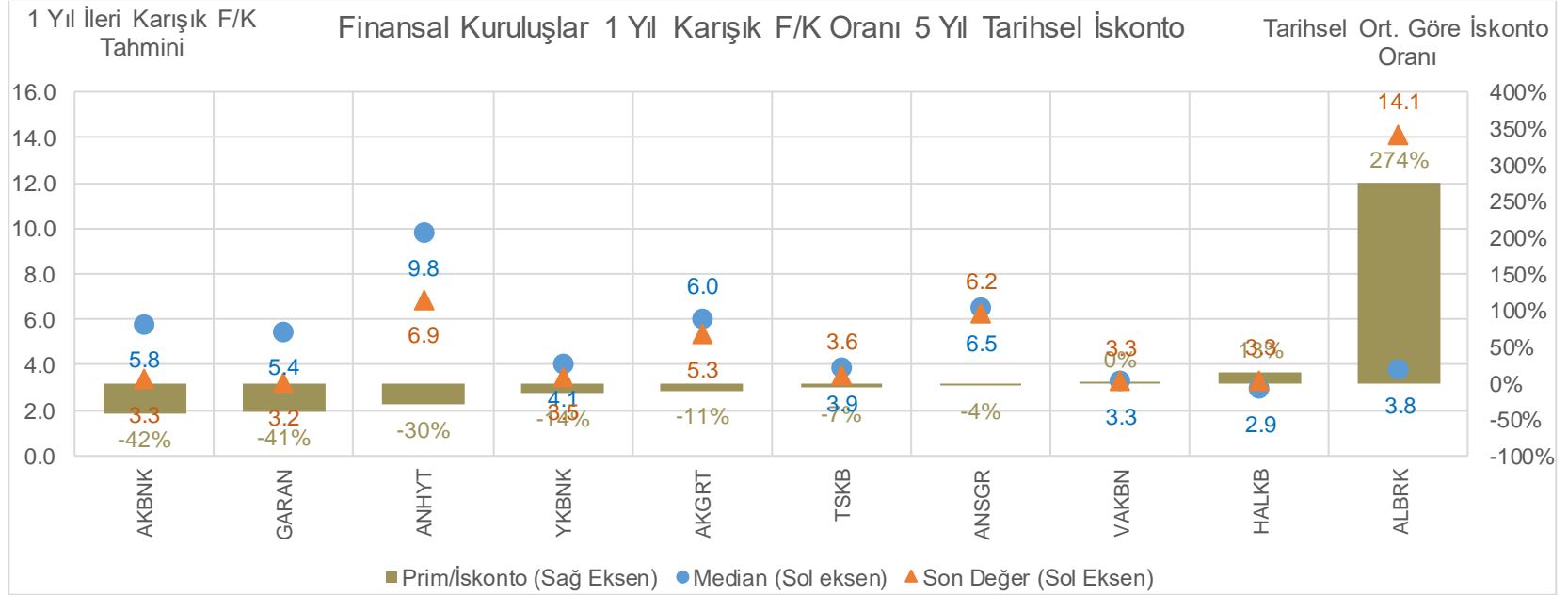
Aralık 2019 ve Kasım 2020 rakamlarını karşılaştırdığımızda, 2020 ve 2021 tahminlerimiz Aralık 2019 seviyesini geçti.

Benzer bir şekilde 2020 toplu FAVÖK tahminimiz Aralık seviyesine yaklaşırken 2021 tahmini Aralık'taki seviyenin hafif üzerinde.

Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, *Takip Listemizdeki Şirketler

Özel bankalar ve sigortalar tarihsel ortalama F/K oranlarının altında

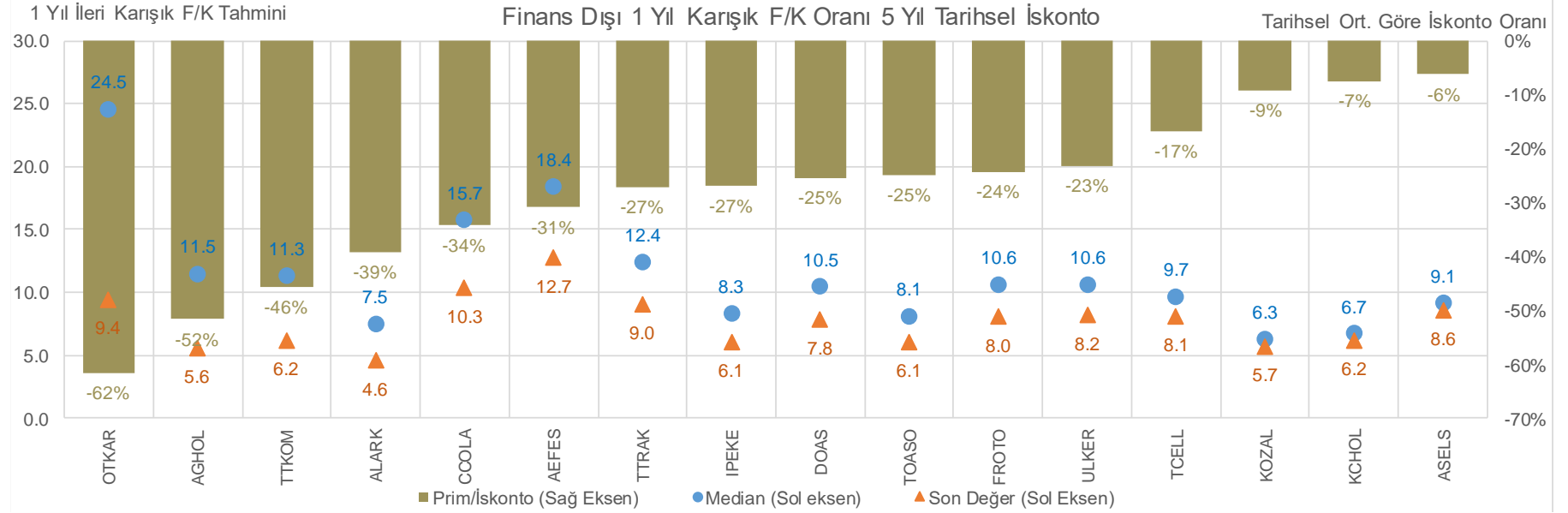
11



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

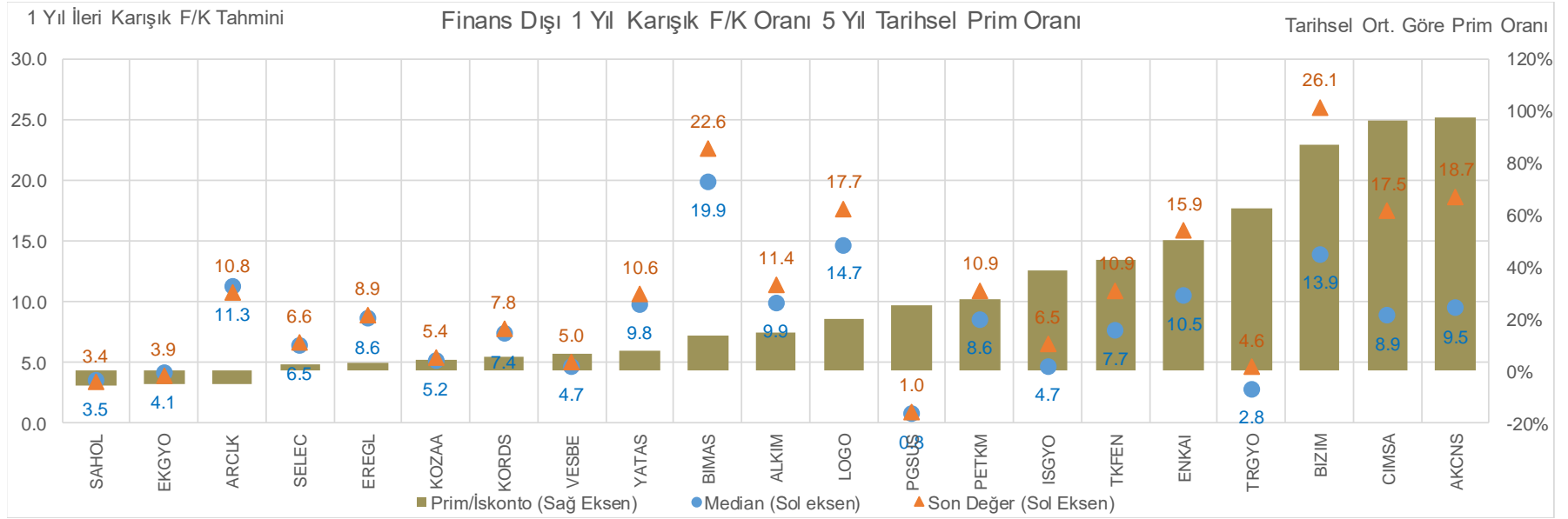
Geçmiş ortalama F/K çarpanlarının altında işlem gören finans dışı şirketler

12



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

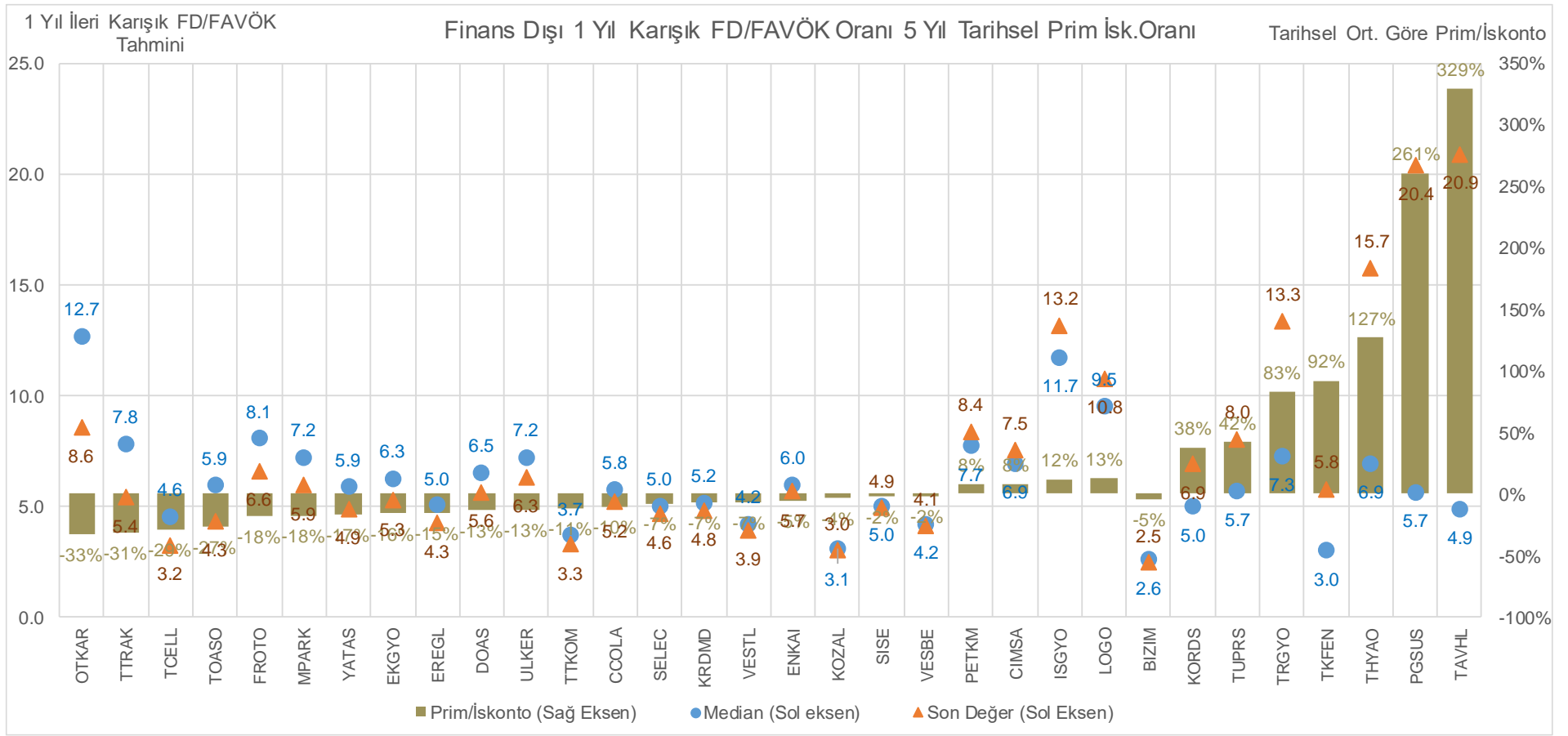
Geçmiş ortalama F/K oranlarının üzerinde işlem gören finans dışı şirketler 13



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

Geçmiş ortalama FD/FAVÖK oranına göre iskonto / prim

14

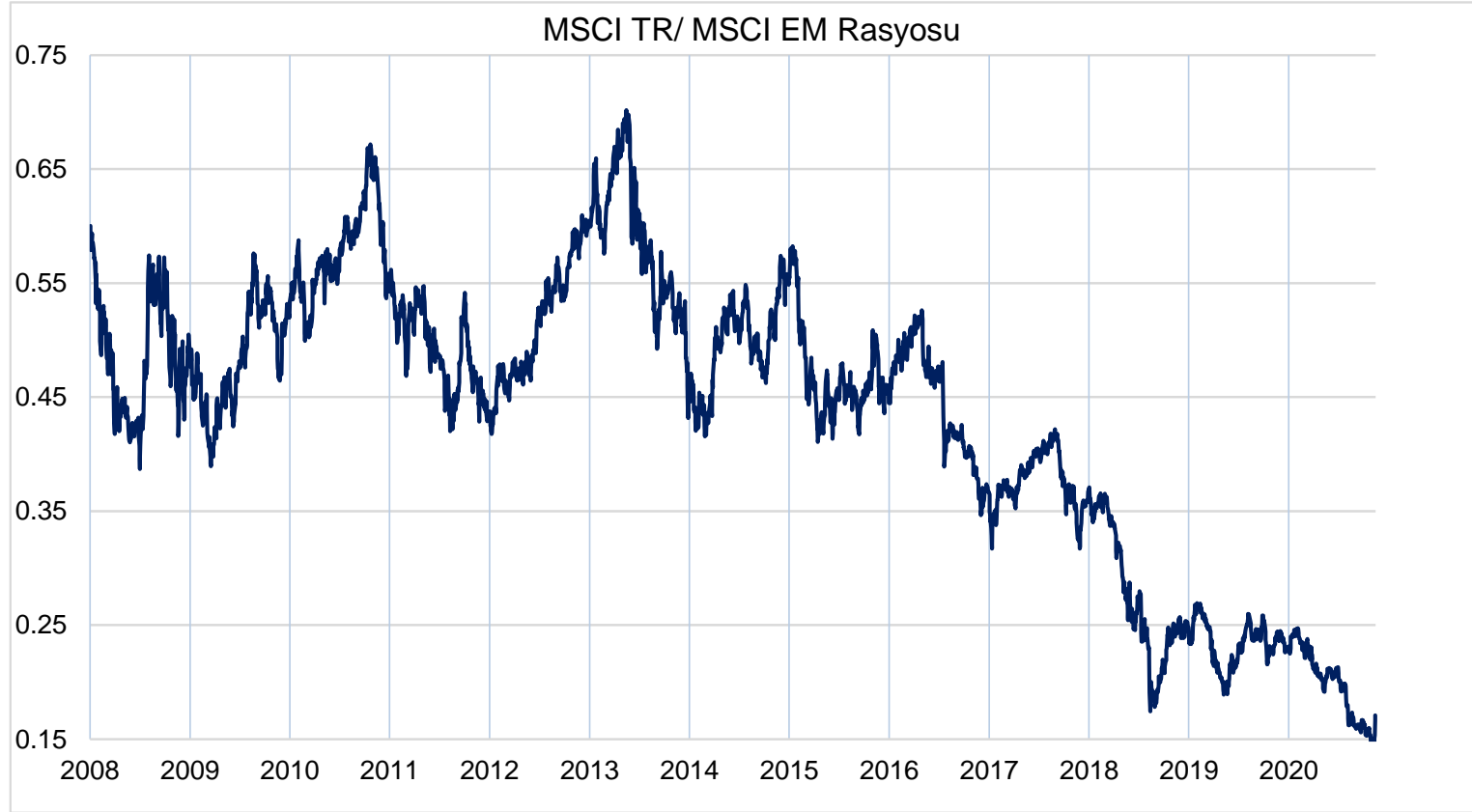


Kaynak: İş Yatırım Menkul Değerler, Ağırlıklı Ortalama Tahmini FD/FAVÖK oranları kullanılmıştır

MSCI Türkiye / MSCI GOÜ Rasyosu dipten dönüyor

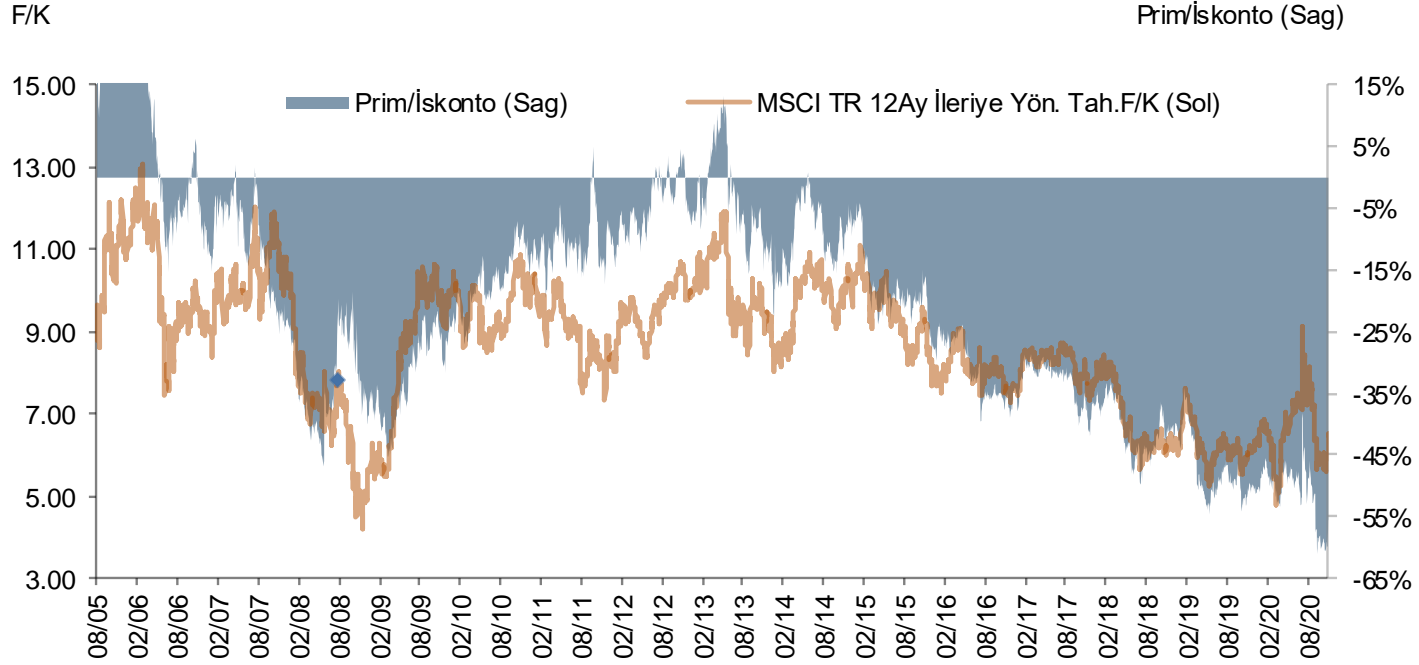
15

MSCI TR / MSCI EM



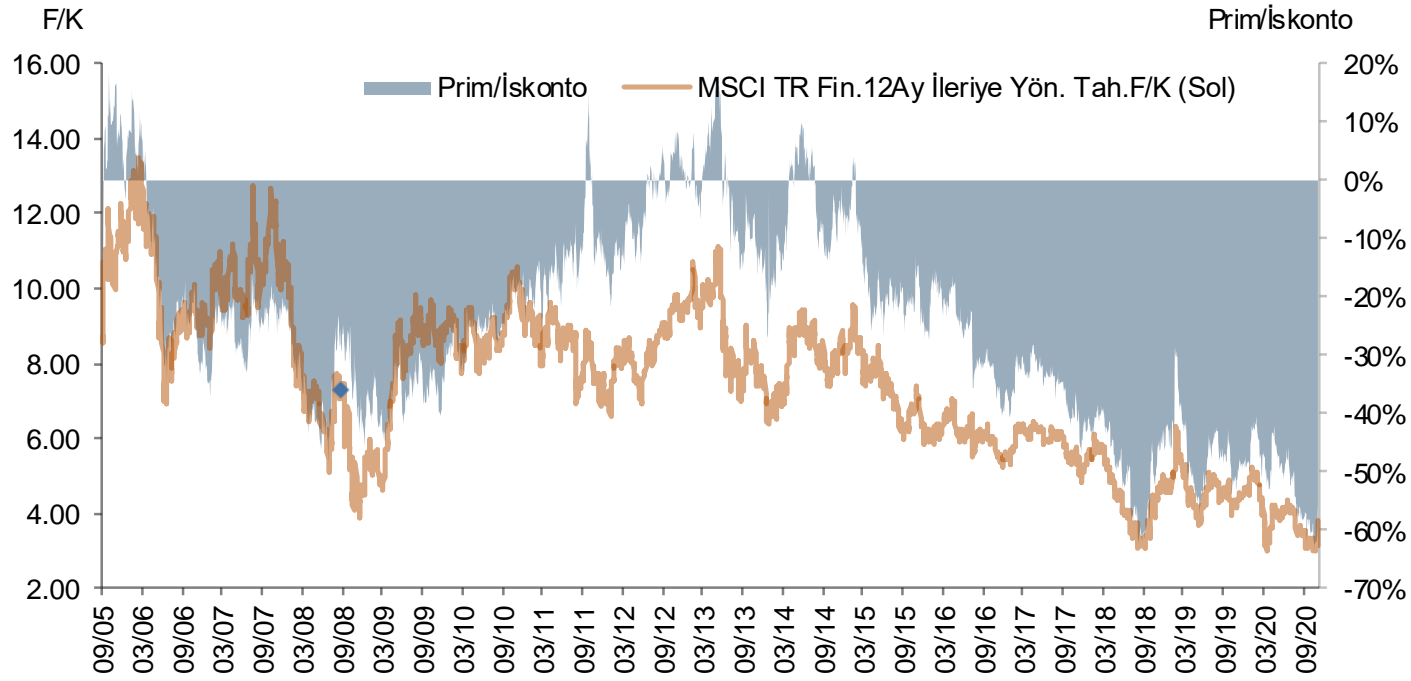
Kaynak: Bloomberg

MSCI Türkiye F/K oranı GOÜ endeksine göre %57 iskontolu



Kaynak: Bloomberg

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



Kaynak: Bloomberg

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

■ **Hedef Fiyat Değişiklikleri**

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

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

19

Kod	Hedef Fiyat				Öneri		Yeni						Eski					
	Eski	Yeni					2020T (TL mn)			2021T (TL mn)			2020T (TL mn)			2021T (TL mn)		
			Değişim	Getiri Pot.	Eski	Yeni	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK	Net Satış /NFG	FAVÖK	NK
OTKAR	160.00	265.00	66%	10%	TUT	TUT	2,679	602	505	3,484	750	564	2,577	459	348	3,349	570	352
KRDMD	3.69	6.04	64%	17%	TUT	AL	5,434	821	-27	6,334	1,299	502	5,240	625	-260	6,549	839	324
PGSUS	50.40	78.25	55%	23%	TUT	AL	5,318	974	-1,590	8,336	1,824	-1,329	5,400	743	-1,964	8,474	1,925	-1,341
CCOLA	52.67	75.00	42%	22%	AL	AL	14,081	3,063	1,502	16,405	3,476	1,721	13,223	2,391	988	15,925	2,685	1,241
YKBNK	2.85	4.00	40%	30%	AL	AL	16,144		5,856	18,924		7,435	16,098		5,938	19,831		7,123
VAKBN	5.97	8.00	34%	66%	AL	AL	21,518		5,422	26,069		6,724	19,831		4,391	22,408		5,011
OYAKC	3.41	4.55	34%	-44%	SAT	SAT	2,731	425	240	3,273	548	294	2,493	291	72	2,912	367	98
TAVHL	19.30	24.80	29%	22%	AL	AL	2,429	241	-1,760	5,524	1,263	-716	2,620	302	-1,501	5,801	715	-1,450
VESTL	20.10	25.45	27%	27%	TUT	TUT	20,775	3,506	1,410	26,079	3,770	1,579	19,681	2,669	328	25,532	3,572	1,128
AKBNK	8.01	10.00	25%	55%	AL	AL	19,115		5,868	20,934		8,891	19,538		6,448	21,769		7,581
AEFES	25.10	31.00	23%	33%	AL	AL	26,478	4,891	927	30,259	5,573	1,269	25,153	4,077	741	30,126	4,724	977
GARAN	10.75	13.21	23%	41%	AL	AL	23,353		7,214	28,608		10,536	21,542		7,286	25,762		8,711
AKCNS	12.61	15.36	22%	11%	TUT	TUT	1,850	317	114	2,174	398	178	1,911	304	90	2,129	352	147
AGHOL	23.88	29.00	21%	35%	AL	AL	61,369	8,053	-73	68,419	8,821	304	58,438	6,696	48	67,805	7,646	821
TSKB	1.60	1.93	21%	-28%	SAT	SAT	1,922		734	2,072		879	1,922		734	2,072		879
SAHOL	11.20	13.50	21%	32%	AL	AL	66,417	11,637	4,895	78,639	13,562	5,741	63,717	10,490	4,147	75,266	10,960	4,242
EREGL	12.01	14.32	19%	21%	AL	AL	33,652	6,598	2,591	46,333	10,820	6,501	32,697	5,388	3,538	36,795	6,941	4,082
THYAO	13.00	15.45	19%	27%	TUT	AL	45,943	5,423	-6,968	73,454	12,010	-2,942	41,455	4,920	-6,144	63,923	10,711	-2,890
MAVI	51.00	60.00	18%	23%	AL	AL	2,525	417	16	3,309	729	163	2,512	341	-26	3,297	710	154
HALKB	7.17	8.43	18%	55%	AL	AL	20,492		3,052	19,514		5,054	20,135		2,957	21,032		4,113
KCHOL	23.00	27.00	17%	41%	AL	AL	167,568	23,755	10,968	208,005	29,595	9,467	132,047	11,464	6,610	168,611	14,642	6,252
ALARK	6.22	7.30	17%	16%	TUT	TUT	1,564	338	499	2,806	407	572	1,754	278	284	3,158	433	669
SELEC	11.00	12.79	16%	20%	AL	AL	20,806	724	629	26,649	1,130	962	20,604	729	627	25,670	1,054	896
ISGYO	1.92	2.22	16%	6%	TUT	TUT	516	168	149	372	191	314	548	175	161	360	189	255
ALBRK	1.73	2.00	16%	16%	TUT	TUT			174			183			174			183
LOGO	112.30	128.98	15%	18%	AL	AL	526	189	125	690	250	162	533	188	119	719	253	159
FROTO	114.05	130.60	15%	5%	AL	AL	48,797	5,105	4,107	61,247	6,101	4,794	48,892	5,012	3,911	64,716	6,144	4,773
ASELS	14.98	17.00	14%	-7%	TUT	TUT	15,584	3,431	4,181	20,357	4,403	4,084	18,145	4,109	4,303	22,459	4,917	4,484
TRGYO	3.69	4.15	12%	10%	TUT	TUT	1,030	517	328	1,104	577	717	1,140	588	573	1,177	612	910
ENKAI	7.33	8.20	12%	15%	TUT	TUT	11,419	2,897	3,156	15,395	3,460	2,514	11,114	2,643	3,079	15,976	3,495	2,506

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

20

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		
MPARK	21.04	23.33	11%	20%	AL	AL	4,010	956	52	5,010	1,125	207	3,923	817	-73	4,975	1,069	179
ANHYT	10.00	11.00	10%	32%	AL	AL			437			484			437			484
AKGRT	9.10	10.00	10%	30%	AL	AL			443			495			443			495
ANSGR	7.77	8.50	9%	20%	AL	TUT			473			538			473			538
VESBE	40.80	44.60	9%	29%	AL	AL	9,040	1,694	1,268	11,271	1,950	1,514	8,939	1,686	1,096	11,442	1,897	1,475
ARCLK	36.60	39.60	8%	39%	AL	AL	39,551	4,769	2,332	48,231	5,468	1,875	39,003	4,758	2,403	48,368	5,504	1,895
YATAS	13.73	14.85	8%	26%	AL	AL	1,590	270	137	2,001	357	182	1,579	268	130	2,016	360	184
TOASO	35.45	38.20	8%	31%	AL	AL	23,398	2,911	2,154	29,261	3,482	2,384	22,801	2,829	1,922	31,092	3,573	2,058
EKGYO	2.39	2.56	7%	23%	AL	AL	5,389	1,089	930	5,799	2,202	2,178	4,630	1,464	1,233	5,890	2,220	2,014
TUPRS	107.89	115.02	7%	23%	AL	AL	69,334	1,711	-2,578	87,631	4,391	939	67,381	3,848	-465	87,207	5,510	2,267
SISE	8.22	8.72	6%	24%	AL	AL	20,680	4,023	1,782	25,951	5,193	2,122	19,727	3,405	1,578	25,298	5,098	2,080
MGROS	50.00	53.00	6%	30%	AL	AL	28,496	2,162	-191	32,830	2,520	192	28,348	2,178	-421	32,423	2,454	80
PETKM	3.96	4.20	6%	2%	TUT	TUT	10,150	1,530	687	13,471	1,959	1,020	9,263	1,368	538	12,504	1,893	955
TTKOM	10.20	10.81	6%	38%	AL	AL	27,861	12,940	3,379	31,904	14,736	4,646	27,626	12,837	3,269	31,491	14,530	4,679
BIMAS	85.50	89.00	4%	27%	AL	AL	54,289	4,756	2,317	63,202	4,919	2,105	53,181	4,384	1,907	63,062	4,801	1,915
DOAS	26.00	27.00	4%	-5%	TUT	SAT	18,146	1,644	1,131	19,000	1,333	874	18,112	1,640	1,135	20,812	1,354	861
TKFEN	18.67	19.24	3%	24%	AL	AL	12,788	721	356	12,041	1,079	729	12,252	848	475	10,753	1,034	725
TCELL	21.60	21.99	2%	39%	AL	AL	28,835	12,140	4,236	33,375	13,867	5,125	28,155	11,538	3,650	33,026	13,517	4,334
TTRAK	161.60	164.00	1%	14%	AL	TUT	6,257	1,015	669	7,799	1,112	702	6,275	1,015	665	8,212	1,160	740
IPEKE	10.27	10.14	-1%	-16%	SAT	SAT	3,571	2,180	514	3,105	2,048	535	3,381	2,148	480	3,026	1,983	499
KOZAA	13.84	13.65	-1%	0%	TUT	TUT	3,563	2,181	962	3,099	2,046	984	3,373	2,147	933	3,019	1,982	925
BIZIM	15.86	15.50	-2%	-1%	SAT	SAT	5,313	233	31	6,257	274	50	5,295	230	31	6,052	267	39
ALKIM	13.20	12.54	-5%	-11%	TUT	TUT	786	219	173	1,003	250	193	778	213	168	1,011	262	201
ULKER	29.50	27.50	-7%	24%	AL	AL	9,248	1,589	911	10,545	1,777	1,085	9,125	1,569	570	10,492	1,773	1,066
KOZAL	101.49	90.57	-11%	16%	AL	AL	3,405	2,207	2,084	2,961	2,050	2,103	3,223	2,162	2,112	2,885	1,987	1,991

Bu rapor ile CIMS A, DO CO, INDES, KOR DS ve TATGD hisselerini takip listemizden çıkarıyoruz.

Makro Tahminler (YENİ)

21

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

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

■ **Sektör Açıklamaları**

En Çok Önerilen Hisseler

Takip Listesi

BIST Grafik & Veriler

Portföy Getirileri

Sektör Açıklamaları - Bankacılık

23

Fiyat ve Oranlar															2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	Tem. V. Tah.	F/K	PD/DD	PD/Net Faiz Geliri	ROE	Aktif Karlılığı					
AKBNK	6.45	33,540	10.00	8.01	55	AL	A	33	13	83	51	58	3%	21%	0%	5.7	3.8	0.6	0.5	1.8	1.6	10%	14%	1.4%	1.7%
ALBRK	1.73	2,336	2.00	1.73	16	TUT	A	11	-5.5	27	32	9.9	3%	14%	0%	13.4	12.7	0.6	0.6			4%	5%	0.3%	0.3%
GARAN	9.34	39,228	13.21	10.75	41	AL	A	38	18	302	50	57	3%	21%	0%	5.4	3.7	0.6	0.6	1.7	1.4	13%	16%	1.6%	1.9%
HALKB	5.45	13,482	8.43	7.17	55	AL	A	13	-3.6	53	25	6.6	2%	9%	0%	4.4	2.7	0.3	0.3	0.7	0.7	8%	11%	0.5%	0.7%
ISCTR	6.80	30,600					Ö.Y	33	14	43	33	48	4%	23%											
TSKB	2.67	7,476	1.93	1.60	-28	SAT	A	39	19	84	39	12	2%	17%	0%	10.2	8.5	1.3	1.1			13%	14%	1.6%	1.7%
VAKBN	4.81	18,786	8.00	5.97	66	AL	A	25	6.5	62	16	7.1	1%	5%	0%	3.5	2.8	0.4	0.4	0.9	0.7	14%	14%	1.0%	1.0%
YKBNK	3.07	25,932	4.00	2.85	30	AL	A	47	25	93	30	68	2%	19%	0%	4.4	3.5	0.6	0.5	1.6	1.4	13%	15%	1.3%	1.4%
Bankacılık																5.4	3.7	0.6	0.5	1.6	1.4	13%	14%	1.3%	1.4%

Güçlenen TL bankacılık sektör hisselerini olumlu etkiliyor. Piyasalarda Kasım ayına kadar yaşanan aşırı oynaklık ve TL'nin diğer para birimlerine karşı zayıflığı özellikle bankacılık sektörü hisselerini yılbaşından bu yana çok olumsuz etkilemişti. Kasım ayında TL'nin güçlenmesiyle beraber bankaların hem görece hem de mutlak hisse performanslarında çok hızlı bir toparlanma görüyoruz. Finansal istikrara ve piyasalardaki (aşı vb. nedenlerle) toparlanma beklentilerine en olumlu tepki verecek sektörlerden biri bankacılık olacaktır. Bu oynaklığa rağmen bankalarımızın 3Ç20 karlılık performansları aslında gelir yapılarının oldukça dirençli olduklarını ortaya koyuyor. Merkez Bankası'nın faiz artırımları ve fonlama maliyetlerini yükseltmesinden sonra daralan kredi spredlerindeki sürecin son çeyrekte de devam etmesini beklerken, burada dengeleyici faktör gerçekleşen enflasyona göre yeniden değerlendirilecek TÜFEX gelirlerinin son çeyrekte yapacağı zıplama ile marj daralmasının sınırlanacak olmasıdır. TL'nin değer kaybını sonlandıracak ve diğer para birimlerine karşı güçlendirecek adımların atılması ve finansal istikrarın sağlanması durumunda bankacılık sektör hisselerinin olumlu performansının devam etmesini bekliyoruz.

Buna rağmen özellikle aktif kalite tarafında riskler sürüyor. Pandemi nedeniyle ekonomide çok yaygın bir kapanmanın artık olmayacağını düşünsek de gerek salgının ikinci dalgasının çok güçlü olması gerekse etkili bir aşının yaygın olarak kullanımının en az bir yıl alacağı öngörüsü, salgın ile ilgili problemlerin bir süre daha süreceğini gösteriyor. Bankalarımız hem pandemi bağlantılı hem de geçmişten gelen özellikle döviz kredi riskleri için sene başından beri karşılıklarını çok muhafazakâr bir biçimde ayırmaya devam ediyorlar. Ertelenen ve düzenleme nedeniyle takip koşulları esnetilen krediler için karşılıkların agresif artırılma süreci de sıkı biçimde

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

devam etmekte. Burada aslında bankalar açısından olumlu bir nokta ise geri ödeme süreci başlayan ertelenmiş kredilerde geri ödeme performansının toplam riskin %90'una ulaşması ve takibe intikal oranının son derece makul düzeylerde kalması olarak gösterilebilir.

Risk maliyetlerinin ortalama 250-300 baz puan civarında olmasını beklediğimiz özel bankalar ile ortalama 180 baz puan olmasını beklediğimiz kamu bankaları için yüksek karşılık giderleri bu senenin gelirlerini düşürüyor. Bunun yanında yine öngörülme riskler için özel bankaların serbest karşılık ayırma süreçleri de hız kazanmış durumda. Karşılıklarda görece bir normalleşme 2021'den itibaren başlayacak.

Revizyonlardan sonra 2020 için araştırma kapsamındaki bankalarımızdan %38'lik bir kar büyüme rakamı bekliyoruz. Bankalarımız için bir önceki raporda %31 olan 2020 net kar büyüme oranı %38 olarak revize edildi. Üçüncü çeyrek karlılıklarının beklentilerin üzerinde olmasının yanında özellikle kamu bankalarının karını üçüncü çeyrekte çok düşüren kur farkı zararlarının son çeyrekte daha makul düzeylerde oluşacağını düşünüyoruz. Bunun yanında gerçekleşen enflasyona göre yeniden değerlendirilecek TÜFEX portföyleri de banka bazında 700 milyon TL ile 1,1 milyar TL ek gelir sağlayacak. 2021 ortalama karlılık büyüme tahminimizi de %28 seviyesinden %40'a revize ediyoruz.

Hedef piyasa değerlerimizi yaklaşık ortalama %24 yukarı yönlü revize ettik Kar revizyonlarının yanında öz kaynak maliyetini özellikle yakın vadede yaklaşık 100 baz puan aşağıya çektik. Bu arada bankaların öz kaynak karlılıkları da tahmin dönemimiz için 80 baz puan yukarıya geldi. Bu arada bankaların hedef piyasa değerlerini ortalama %24 artırmış olduk. Kamu bankalarındaki hedef piyasa değeri artışı tek haneli rakamlarda kalırken, özel bankalarda bu daha fazla gerçekleşmiş oldu.

Türk Bankalarının çarpanları benzer ülke banka çarpanlarına göre yaklaşık %45 iskontolu işlem görüyor. Söz konusu iskonto oranı bir önceki raporumuzda %55 aralığında seyrediyordu. Ayrıca kendi tarihi ortalama çarpanlarına göre de iskonto oldukça yüksek seviyelerde.

Model portföyümüzde bankacılık hisselerinin ağırlığını %22'den %28'e artırdık. Her ne kadar faaliyet ortamındaki riskler oldukça yüksek olmaya devam etse de değerlemelerin bugünkü seviyesi bu belirsizliklerin büyük ölçüde 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 AKBANK.IS'ı model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz

YKBNK.IS:

Yapı Kredi'nin yükselen faiz ortamında marjlarını görece daha iyi koruyabileceğini düşünüyoruz. Bankanın son dönemlerde perakende mevduat tabanını 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 sektörlere 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. Kuvvetli gelen üçüncü çeyrek sonuçlarından sonra kar tahminimizi yaklaşık %8 yukarı yönlü revize ettik. İlk çeyrekte kuvvetli gelirler nedeniyle önemli derecede önden yüklemeli karşılıklar ayrıldı. Bu momentumun ikinci yarıda düşmesini bekliyoruz. Banka için 2020 yılı kar büyüme tahminimiz %59 düzeyinde bulunuyor.

Yapı Kredi için hedef fiyatımızı 2,85 TL'den 4.0 TL'ye artırıyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

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 yarıya göre marj düşüşü yaşıyor. Ancak bedelli sermaye artırım ve fonlama yapısının mevduat tarafında güçlenmesiyle menkul kıymet yatırımlarının artışı bu daralmayı bir ölçüde giderecek. Ortalama net faiz marjının bu sene geçen yılın 100 baz puan üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bankanın kuvvetli gelirlerini karşılık giderlerini karşılaması açısından oldukça olumlu buluyoruz. Çünkü bu seneki kuvvetli kredi artışı takibe atılan ve yakın izlemedeki kredilerin artmasına neden olacaktır.

Her ne kadar hızlı kredi büyüme süreci gelirleri artırıcı etki yapsa da kredi ertelemelerinin yoğunlaşması ve yeni kredilerin özellikle işletme sermayesi amacıyla verilmesi ileride aktif kalite problemlerinin artması sonucunu doğurabilir. Ayrıca yeni verilen kredilerin bankanın her zamanki kaliteli KOBİ müşteri ağıyla sınırlı kalmadığı ve çok daha geniş bir müşteri tabanına yayıldığı da unutulmamalı. Bankanın bu sene risk maliyetininin 150-200 baz puan arasında olmasını, önümüzdeki birkaç sene ortalamasının ise 100-150 baz puan arasında oluşmasını tahmin ediyoruz. Kamu bankalarının son dönemde genişleyen açık pozisyonları 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 %77 oranında bir yıllık artışı ifade ediyor.

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 100 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 hesaplarında bankanın yüksek pazar payı hem fonlama açısından hem de bireysel kredi büyümesi 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 kur zararı ve karşılık giderlerine rağmen ilk dokuz ayda kuvvetli bir kar açıkladığını görüyoruz. Yüksek karşılıkların bütün yıl süreceğini ve kredilerin %2'si civarında bir meblağın karşılık gideri olarak ayrılacağını tahmin etmekteyiz. Kur farkı giderlerinin de bu sene banka için karlılık anlamında olumsuz bir unsur olmaya devam ettiğini görüyoruz. Vakıfbank için düşük baz yılı etkisiyle de 2020 yılında yıllık %93 kar büyümesi tahmin ediyoruz.

Bankanın hızlı bir kredi büyüme süreci içinde olmasının potansiyel aktif kalite problemlerini artırdığını 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 karlılığına daha süratle ulaşabileceği 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 dokuz ayda gözlemlenen yüksek karşılık yükünün önemli kısmı TL'nin diğer anapara birimlerine karşı zayıflamasından kaynaklandı. Ancak Covid-19 etkisinin UFRS 9 makro varsayımlarını değiştirmesi ve daha önce sendikasyon şeklinde verilen bazı kredilerin ikinci grup veya takip hesaplarına kaydırılması/kaydırılacak olması nedeniyle muhtemelen tüm yıl karşılık giderleri yüksek kalmaya devam edecek. Bankanın buradaki koruma kalkını marjlarını %4'ün üzerinde koruyabilmesi olacaktır. Banka için hedef fiyatımızı 1,40 TL'den 1,84 TL'ye revize ettik. Ancak son dönemdeki spekülasyon fiyat hareketi ile hedef piyasa değerimiz cari fiyatın oldukça altında kaldı. Bu nedenle hisseye SAT tavsiyesi veriyoruz.

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 artırımını ve kuvvetli bir ilk yarı kredi büyümesinden sonra marjlarını geçen yıla göre 120 baz puan artırmayı başardı. Bunun yanında, tutulan uzun dolar pozisyonlarının olumlu etkisi özellikle üçüncü çeyrek karlılığına olumlu katkıda bulundu. Bütün yıl karşılık giderleri bankanın tarihi ortalamalarının üzerinde seyretti. Ancak bu durum kuvvetlenen marjlar ve kurun olumlu etkisiyle dengelenmiş gözüküyor. 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 tabanını tutabilme önemli stratejik noktalar olmaya devam edecek. Özellikle kamu ticari ve katılım bankalarından gelmekte olan yoğun rekabetin özel katılım bankalarını da olumsuz etkilediğini düşünüyoruz. Al Baraka çift haneli öz kaynak karlılık rakamlarını muhtemelen 2023 yılından sonra görecektir. Banka için belirlediğimiz fiyat hedefimizi 1,73 TL'den, 2,0 TL'ye yükseltiyoruz.

Sektör Açıklamaları - Sigorta

28

Fiyat ve Oranlar																					
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
															Tem.V.Tah.	F/K		PD/DD		ROE	
AKGRT	7.72	2,362	10.00	9.10	30	AL	A	2	-13	2.3	28	39	9%	77%	7%	5.3	4.8	2.0	1.6	42%	38%
ANHYT	8.34	3,586	11.00	10.00	32	AL	A	-3.1	-17	1.3	15	45	6%	90%	5%	8.2	7.4	2.7	2.5	33%	35%
ANSGR	7.09	3,545	8.50	7.77	20	TUT	D	7.4	-8.4	0.6	35	17	4%	40%	4%	7.5	6.6	1.4	1.2	22%	19%
Sigorta																7.5	6.6	2.0	1.6	33%	35%

Hayat Dışı Sigorta Sektörü: Teknik Karlılıklarda Normale Dönüş İkinci çeyrekte salgının etkisiyle yavaşlayan prim üretimi üçüncü çeyrekte hızlanma belirtileri gösteriyor. Kuvvetli bir üçüncü çeyrekte sonra kısmi kapanma ihtimalleri olsa da prim üretimindeki hızlanmanın son çeyrekte de sürerek yıllık %10-15 büyüme bandını yakalamasını bekliyoruz. Düşük faiz ortamının etkisi, kısıtlamaların kaldırılması ile özellikle araç ve konut talebi geçtiğimiz altı ayda artmış durumda, bunun yanında salgın özellikle sağlık branşı büyümesini destekliyor. Teknik karlılıklarda pandemi nedeniyle düşen hasar frekanslarının olumlu etkisi yerini yavaş yavaş normalleşmeye bırakıyor. Bu seferde yükselen faizlerin yatırım gelirlerini olumlu etkileyerek dengeleyici bir etki yapması muhtemel gözüküyor. Çok güçlü bir karlılık yapısına sahip ve iyi temettü ödeyen şirket olan Aksigorta model portföyümüzde yer almaya devam ediyor. Güçlü fiyat performansından sonra yukarı potansiyelin azalmasıyla Anadolu Sigorta için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz.

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 katılımda sektöre ek 5-6 milyon katılımcı sağladı. Yönetilen fonlardaki artış öncelikli olarak düşük faizlerin etkisi daha sonra aktif fiyatlarındaki artışlarla beraber yükselmeye devam etti. Hayat tarafında ise kredilerde görülen yavaşlama ile sektörün prim üretiminin çok yavaşlaması bekleniyordu. Ancak son dönemlerde kredi büyümesinin hızlı seyri prim üretimini olumlu etkilerken ikinci yarıda prim üretim ivmesinde yüksek faiz ve yavaşlayan 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 dokuz ay teknik karlılığı üçüncü çeyrekte artan hasarlara rağmen oldukça yüksek seyretti. Sağlık branşındaki düşük hasarlar ise muhtemelen insanların salgından çekinmelerinden ötürü hastanelere gitmemesinden kaynaklı. Dolayısıyla burası normalleşince sağlıktaki 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. Güçlü fiyat performansından sonra şirket için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çektik.

ANHYT.IS:

Sigorta sektöründe 2020 için favori alt sektörümüz, hayat ve emeklilik olmaya devam ediyor. Yönetilen fonların, hayat branşında krediye bağlı üretilen primlerin yüksek seyrinin devamını beklediğimiz bu sektörde karlılık rakamları da özellikle geçen seneye göre olumlu bir tablo çiziyor. 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 durum şirket karlılıklarını da 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 - Dayanıklı Tüketim

30

Fiyat ve Oranlar																														
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021					
															Tem. V	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı						
ARCLK	28.58	19,312	39.60	36.60	39	AL	A	2.8	-12	25	25	65	3%	43%	5%	8.3	10.3	1.5	1.4	5.2	4.5	21%	14%	6%	4%					
VESBE	34.58	6,570	44.60	40.80	29	AL	A	2	-13	2.6	7.5	7.1	8%	68%	14%	5.2	4.3	2.2	1.9	4.5	3.9	53%	47%	22%	21%					
VESTL	20.00	6,709	25.45	20.10	27	TUT	A	10	-6.1	12	30	15			0%	4.8	4.3	1.3	1.0	3.6	3.4	32%	27%	7%	6%					
Beyaz Eşya															5.2	4.3	1.5	1.4	4.5	3.9	32%	27%	7%	6%						

Beyaz eşya yurtiçi satışlarında büyüme 4Ç20'de hızını kaybetse de devam edecek Ekim ayında yurtiçi satışlarda yıllık bazda %30 artış gerçekleşirken, 10A20'da kümülatif iç Pazar satış hacmi ise düşük baz yılı, pandemi nedeniyle evde daha fazla vakit geçiren tüketicilerin ev ihtiyaçlarına daha fazla bütçe ayırması, özellikle 3Ç'de düşen faiz oranlarıyla ivme kazanan konut satışları ve kamu bankalarının beyaz eşya satışları için başlattığı uygun kredi kampanyaları neticesinde yıllık bazda %15 büyüyerek 6.68 milyon adete ulaştı. İç pazarda pandemi koşullarında AVM'lerden ziyade cadde üzerinde mağaza/bayii yoğunluğu olan markalar ile on-line satışlara yönelen markalar pazar paylarını arttırmayı başarabildi. İç pazar satışlarında güçlü 3Ç20'yi takiben, 4Ç20'de yüksek baz etkisi ve TL'deki değer kaybı kaynaklı fiyat artışları sonucu büyüme hızında yavaşlama öngörüyoruz. 2020 yılının tamamında beyaz eşya iç satışlarında %15 (önceki %13) büyüme tahmin ediyoruz. 2021 yılında ise en azından ilk yarıda devam etmesi öngörülen pandemi koşulları nedeniyle evde geçirilecek zamanın artıyor olması sonucu ev ihtiyaçlarına olan talebin devam edeceğini ve satış hacminin orta - yüksek tek haneli büyüme kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

İhracat 2020'de bir önceki yılın seviyelerine yakınsayacak Beyaz eşya ihracat hacmi ise, Ekim ayında %9 artış gösterirken, 10A20 döneminde yıllık bazda %4 gerileme ile 17.37 milyon adet olarak gerçekleşti. 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 gerçekleşiyor. Navlun maliyetlerinin arttığı pandemi döneminde Avrupa'ya coğrafi yakınlığı Türkiye için daha önemli bir rekabet avantajı olarak ortaya çıkıyor. Özellikle 4Ç20'de Çinli üreticilerin teslimat sürelerinin artması ile Avrupa'dan talebin Türkiye'ye kaydığı belirtiliyor. Bu nedenle, 2020'de Avrupa beyaz eşya pazarındaki %10 daralma beklentilerine rağmen Türkiye'nin beyaz eşya ihracatında, pazar payı kazanımlarının etkisiyle düşük tek haneli gerileme beklentimizi koruyoruz. 2021'de ise sanayiinin ihracat hacminde %10 büyüme tahmin ediyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

4Ç20 kar marjları yıllık bazda iyileşirken çeyrek bazda gerileyecek 3Ç20'de sektörün kar marjları hacim büyümesi ile KKO'da iyileşme, hammadde (çelik ve plastik) maliyetlerinde gerileme, €/ \$ paritesindeki artış ve TL'deki değer kaybının ihracat marjlarına (stok etkisi) olumlu etkisi sonucu oldukça güçlü gerçekleşmişti. Üreticiler çelik alımlarında plastiğe kıyasla daha uzun süreli kontratlarla satım alma fiyatlarını sabitleyebiliyorlar. O nedenle, 4Ç20'de düşük maliyetli çelik kontratlarına rağmen, plastik fiyatlarındaki nispi artışın ve TL'deki değer kaybının maliyetler üzerindeki olumsuz etkisinin çeyrek bazda marjlarda erozyona neden olmasını bekliyoruz.

Panel fiyatlarındaki artış TV segmenti marjlarını olumsuz etkiliyor İç pazar TV satışları düşük baz yılı etkisiyle yılın ilk sekiz ayında adet bazında %19 büyüme gösterdi. Yılın geri kalanında güçlü baz yılı ve TL'deki değer kaybı kaynaklı fiyat artışları nedeniyle talepteki düşüş beklentimiz sonucu 2020'de yurtiçi TV satışlarında %10-15 büyüme öngörüyoruz. Dünya Kupasının pandemi nedeniyle 2021'e ertelenmesi sonucu 2020'de 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 kısalması durumunda Çinli rakiplerin rekabet avantajının artması sektör için önde gelen risk unsurlarıdır.

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

Arçelik (ARCLK.IS): Arçelik, 3Ç20'de faaliyet gösterdiği bölgelerde talep koşullarındaki toparlanma sonucu, satış gelirlerinde kuvvetli büyüme, kar marjlarındaki göz alıcı iyileşme, kur farkı gelirlerindeki artış ve faiz giderlerindeki düşüş sonucu, yıllık bazda dört katı aşan net kar büyümesi kaydetti. Hemen hemen tam kapasite üretim yapması sonucu artan ölçek ekonomisi, ABD dolarının € ve Sterlin karşısındaki değer kaybı, uzun vadeli sözleşmelerle sabit kalan hammadde maliyetleri ve faaliyet giderleri/ciro oranındaki düşüş sonucu 3Ç20 FAVÖK marjı yıllık bazda 340 baz puan artışla %14.5 olarak gerçekleşti. Hammadde maliyetlerindeki artış trendine rağmen Arçelik 4Ç20'de (hatta kısmen 1Ç21'de) hammadde satın alımlarını uygun fiyatlı kontratlarla garantiledi. Şirket önümüzdeki dönemlerde de düşük faaliyet gideri/ciro oranını korumaya çalışacağını belirtti. Arçelik'in 4Ç20 kar marjlarında yıllık bazda iyileşmenin devam edeceğini ancak çeyreksel bazda gerileme görüleceğini tahmin ediyoruz.

İşletme sermayesi/ciro oranı ise devam eden stok yönetimi odağı ve yurtiçi pazarda güçlü tahsilat performansı neticesinde 3Ç19'deki %28.3'den ve 2Ç20'deki %25.7'den 3Ç20'de %24'e geriledi. Şirket 2020 sonu için %27'nin altında İşletme Sermayesi/ciro oranı hedefliyor. Şirketin banka kredileri ve tahvil kullanımı için ortalama TL maliyeti 9A19 sonundaki %21.6'dan 9A20 sonunda %12.8'e geriledi. Şirketin 1Ç21'e kadar borç çevrimi bulunmuyor. Şirket yönetimi halihazırdaki TL kredi portföyünün (toplam borcun %33'ü) 2021'de çevrilmesinden fayda sağlayacağını düşünüyor. Öyle ki, şirketin mevcut toplam TL borcunun %60-65'inin oluşturan 1Y21'de geri ödenecek/çevrilecek olan kısmın ortalama maliyeti %15-%20'de, %15'ini oluşturan 3Ç21'de çevrilecek olan kısmın ise ortalama maliyeti %15 seviyelerinde bulunuyor. Mevcut TL borcun %20-25'ini oluşturan ve 4Ç21-2Ç22 döneminde çevrilecek tutarın ise ortalama maliyeti %10 ve altında bulunuyor.

Arçelik'in 2020 yılında TL bazında %20-25 konsolide satış geliri (Türkiye : %25-30 büyüme; uluslararası operasyonları <%5 € bazında gelir düşüşü) artışı ve %11.5'in üzerinde FAVÖK marjı yakalama hedefleri bulunuyor. Şirket 2020'de 180 milyon € yatırım harcaması bütçeliyor. Arçelik için 4Ç20'de yıllık bazda ~%45 ciro artışı ve yıllık ~350 baz puan FAVÖK marj artışı tahmin ediyoruz. 2021'de şirketin konsolide satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında sırasıyla %22 ve %15 artış öngörmemize rağmen, bir defaya mahsus gelirlerin olmaması (2020'de ~TL430mn bir defa mahsus gelir kaydedilmişti) ve kur farkı gelir tahminimizin olmaması nedeniyle net karda yıllık bazda %20 düşüş öngörüyoruz. 2021'de hammadde maliyetlerindeki artış trendi ve güçlü baz yılı nedeniyle marjlarda gerileme bekliyoruz.

ARCLK için 26 Ekim'de 3Ç20 sonuçlarıyla 36.60TL olarak güncellediğimiz hedef fiyatımızı bir kez daha makro tahminlerimizdeki ve beyaz eşya iç pazar tahminlerimizdeki kısmi revizyon nedeni ile 39.60TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2021T 4.5x Firma Değ./FAVÖK ve 10.3x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 7.3x ve 15.4x medyan çarpanlarına göre iskontolu işlem görüyor. %40 kar dağıtım oranı tahminimizle, Arçelik'in 2020 karından 2021'de 933 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz, %5 temettü verimine işaret ediyor.

Vestel Beyaz Eşya (VESBE.TI): Vestel Beyaz 3Ç20'de güçlü iç pazar satışları, TL'deki değer kaybının da desteklediği güçlü ihracat gelirleri ve hammadde maliyetlerindeki gerileme sayesinde kuvvetli net kar büyümesi elde etti. Vestel Beyaz Eşya'nın 2020'de iç satış hacminde iç pazardaki büyüme ile birlikte düşük baz yılının etkisi ile ~400 baz pazar payı artışının da katkısı ile yıllık bazda ~%40 büyüme öngörüyoruz. 2020'de ihracat hacminin 4Ç20'deki güçlü toparlanma ile 2019 seviyesini yakalayacağını düşünüyoruz. 4Ç20'de şirket için %50 ciro artışı ve iki kattan daha fazla FAVÖK büyüme beklentimiz bulunuyor. 4Ç20 kar marjlarında önceden düşük fiyatlarla bağlanan çelik kontratları sayesinde yıllık bazda iyileşmenin devam edeceğini ancak çeyrek bazda gerileme olabileceğini tahmin ediyoruz. 2021'de şirketin satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında yıllık bazda sırasıyla %25 ve %15 artış tahmin ediyoruz. 2021'de hammadde maliyetlerindeki artış trendi ve güçlü baz yılı etkisi nedeniyle marjlarda gerileme bekliyoruz.

VESBE için 28 Ekim'de 3Ç20 sonuçlarıyla 40.80TL olarak güncellediğimiz hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki ve beyaz eşya iç pazar tahminlerimizdeki kısmi revizyon nedeni ile 44.60TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2021T 3.9x Firma Değ./FAVÖK ve 4.3x F/K çarpanları ile yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 7.3x ve 15.4x olan medyan çarpanlarına göre iskontolu işlem görüyor. %75 kar dağıtım oranı tahminimizle, şirketin 2021 temettü verimini ise %14 olarak hesaplıyoruz.

Vestel Elektronik (VESTL.TI): Vestel Elektronik 3Ç20'de güçlü iç pazar satışları, TL'deki değer kaybının da desteklediği yüksek ihracat gelirleri ve hammadde maliyetlerindeki gerileme sayesinde kuvvetli net kar büyümesi elde etti. Vestel'in TV ihracat hacminin, 2020 yılında pandemi nedeniyle düşen alım gücü ve Avrupa Futbol Şampiyonası'nın 2021'e ertelenmesi nedeniyle %15 oranında küçülmesini öngörüyoruz. Zira şirketin 9A20'de TV ihracat hacminde de orta onlu düşüş gerçekleşmişti. 2020'de yurtiçi TV pazarında ise düşük baz yılı etkisi sonucu pazar payı artışı kaynaklı %24 hacim büyümesi öngörüyoruz. Vestel Grubu'nun, Ağustos 2018'deki döviz krizinden sonra 4Ç19'a kadar iç piyasa yerine ihracat pazarlarına odaklandığını hatırlatmak isteriz. TV segmentinde panel fiyatlarındaki artış ve TL'deki değer kaybı nedeniyle artan maliyetler sonucu zayıf marj beklentimize rağmen, beyaz eşya segmentinde devam eden güçlü performans nedeniyle Vestel Elektronik'in 4Ç20'de yıllık %33 ciro artışı ve ~%60 FAVÖK artışı kaydedeceğini tahmin ediyoruz. 4Ç20 kar marjlarında düşük fiyatlarla bağlanan çelik kontratları sayesinde yıllık bazda iyileşmenin devam edeceğini ancak çeyrek bazında gerileme olacağını tahmin ediyoruz. 2021'de şirketin satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında yıllık bazda sırasıyla %26 ve %8 artış tahmin ediyoruz. 2021'de hammadde maliyetlerindeki artış trendi ve güçlü baz yılı nedeniyle marjlarda gerileme bekliyoruz.

VESTL için hedef fiyatımızı, makro tahminlerimizdeki güncelleme, İNA değerlememizin üç ay ileriye taşınması ve 3Ç20 sonuçlarını yansıtılması kaynaklı, 20.10TL'den 25.45TL'ye yükseltiyor ancak TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Şirketin net borcu, Grup şirketlerinden toplam alacaklar, Grup şirketlerine verilen nakit avanslar ve kur artışının da etkisi ile 2019 sonundaki 4.53 milyar TL'den 9A20 sonu itibarıyla 6.45 milyar TL'ye ulaştı.

Sektör Açıklamaları - Havayolları ve Hizmetleri

34

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					
PGSUS	63.70	6,516	78.25	50.40	23	AL	Y	48	27	44	36	25		0%	-4.1	-4.9	1.2	1.4	20.2	10.8	-29%	-26%	-7%	-4%	
TAVHL	20.32	7,382	24.80	19.30	22	AL	A	40	19	24	44	69	5%	48%	0%	-4.2	-10.3	0.8	0.8	64.9	12.4	-20%	-8%	-6%	-2%
THYAO	12.20	16,836	15.45	13.00	27	AL	Y	26	7.3	133	50	32		0%	-2.4	-5.7	0.4	0.5	23.1	10.4	-17%	-8%	-4%	-1%	
Havayolu Hizmetleri															-4.1	-5.7	0.8	0.8	23.1	10.8	-20%	-8%	-6%	-2%	

Aşı çalışmalarının başarılı sonuçları ardından havacılık hisseleri yükselmeye devam ediyor. İki hafta önce Pazartesi günü Pfizer ile BioNTech yaptıkları basın açıklamasında, aşı denemelerinin faz 3 aşamasında, gönüllü deneklerin %90'ında Covid-19 hastalığının gelişmesinin önlenildiği ve bu oranın beklenenden daha iyi bir sonuç olduğunun belirtilmesinden sonraki dört günde global havayolları hisseleri %12 yükseldi. Aşının tüm deney fazlarının başarılı bir şekilde tamamlanması, global otoriteler tarafından onaylanması, seri üretime geçilmesi ve global dağıtımın uygun koşullarda yapılabilir olması bundan sonraki dönemde takip edilen ana gelişmeler olacaktır. Moderna da geçtiğimiz başında geliştirdiği aşının %95 etkili olduğunu açıkladı. Bu hafta da İngiltere menşeli AstraZeneca/Oxford Üniversitesi'nden gelen olumlu haberler havacılık hisselerinin performansını olumlu etkileyemeye devam etti.

Artan vaka sayılarına rağmen umut verici aşı çalışmaları yolcu trafiği ve havayolu karlarının gelecek yıl kısmen de olsa toparlanacağına ilişkin beklentileri güçlendiriyor. Diğer taraftan, Kasım ayı ortası itibarıyla global havayolları kapasiteleri yıllık bazda yaklaşık %60 düşüş gösteriyor. Ülkelerin seyahat kısıtlamaları nedeniyle dünyada havayolları dış hat kapasitelerindeki düşüş %75 seviyelerinde iken, iç hat kapasite düşüşü %29 ile sınırlı kaldı. Kısa vadede, seyahat rezervasyonlarındaki düşüş sonucu zayıf gelirler ve kaçınılmaz maliyetler nedeniyle nakit yakmaya devam edecek olmaları havayolları şirketleri için iş ortamının son derece zorlu olmaya devam ettiğini gösteriyor. Son haftalarda Avrupa, Amerika ve Orta Doğu'da vaka sayılarının artması ile hükümetler yeni önlemler açıkladı. Havacılık sektörü 4Ç20 ve 1Ç21'de de yıllık bazda hiç şüphesiz önemli zararlar kaydettikten sonra tüm uçakların yere indiği 2Ç20'deki fevkalade zayıf baz etkisi sonucu yıllık bazda iyileşme gösterecek. 3Ç21 ve 4Ç21'de aşılardan yaygınlaşması ile yolcu trafiği olumlu etkilenecek. Aşı gelişmelerinden bağımsız olarak, IATA'da hükümetleri karantina gereksinimlerini kolaylaştırmaları ve / veya yolcu karantina uygulamalarını yolcu testleriyle değiştirilmeleri yönünde ikna etmeye çalışıyor. Asemptomatik COVID pozitif yolcuları da belirleyen PCR testlerinin halk sağlığını koruma hedefine katkı yaparken, havayolu yolcu trafiği talebine olumsuz etkisinin karantina uygulaması kadar olmayacağı savunuluyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Kargo operasyonlarının güçlü seyrinin de devam etmesi bekleniyor. Yolcu birim gelirleri, bussiness yolcu segmentindeki keskin düşüş ve havayollarının talebi canlandırma ihtiyacı ile 3. çeyrekte sert bir düşüş gösterdi. IATA'nın raporlarına göre kargo birim gelirleri de Ekim anketinde düştü, ancak normalin çok üzerinde kaldı ve havayollarının gelirlerini destekledi. IATA önümüzdeki on iki ayda kargo birim gelirlerinin artmasını bekliyor. Zira havaların soğumasıyla birlikte etkisini arttırması beklenen salgının 2Ç20'e benzer bir şekilde 4Ç20 ve 1Ç21'de de medikal ekipman kargo faaliyetlerini arttırması beklenebilir. Bu durum, pandemi döneminde global kargo talebinde yaşanan artıştan daha fazla pay almak için yolcu uçaklarını kargo amaçlı kullanarak kargo kapasitesini arttıran THY için oldukça olumlu. THY yönetimi ayrıca operasyon merkezlerinde aşının lojistiği ile ilgili saklama ve taşıma koşullarını sağlayacak donanıma sahip olduklarını açıkladı.

Havacılık hisseleri için tavsiyelerimizi AL'a yükseltiyoruz. Aşı tarafındaki gelişmeleri umut verici buluyor ve 2019 yılı yolcu trafiğinin önceki tahminimiz olan 2023'den daha erken 2022 yılında yakalanabileceğini öngörüyoruz. Öte yandan, yolcu bilet fiyatlarındaki toparlanmanın daha geç olacağını tahmin ediyoruz. Maliyetlerini uzun süreli kontrol altında tutabilen havayolları şirketleri salgından daha az etkileneceklerdir. Maliyetleri kontrol etme/düşürme yeteneklerini bir çok kez ispatlamış olan Türk Hava Yolları ve Pegasus Hava Yolları'nın global rakiplerine kıyasla daha avantajlı olduğunu düşünüyoruz. **THYAO.IS** ve **PGSUS.IS** hisseleri için tavsiyemizi TUT'dan AL'a yükseltiyor, TAVHL.IS için ise AL tavsiyemizi koruyoruz. **TAVHL.IS** sektör takip listemizde özellikle pandemi sonrası yönetilebilir maliyet yapısı ve Kazakistan Almati Havaalanı satın alımının değerlememize olumlu etkisi ile sektörde en beğendimiz hisse olarak öne çıkıyor. Kısa vadede artan vaka sayıları, hükümetlerin alacağı karantina uygulamaları, seyahat yasaklarının devamı havayolları hisselerinde volatiliteye neden olabileceğini düşünsek de en kötünün geride kaldığını düşünüyor ve havacılık hisselerinin aşı tarafındaki gelişmelerin etkisiyle orta/uzun vadede güçlü performans göstereceğine inanıyoruz.

Türk Hava Yolları (THYAO.IS): Türk Havayolları 3Ç20'de salgın nedeniyle devam eden seyahat yasakları ve yolcu talebindeki düşüş ile yıllık bazda %62 düşüşle 1.5 milyar dolar konsolide satış geliri, %52 düşüşle 617 milyon dolar FAVKÖK (şirket tanımı) ve 132 milyon dolar net zarar rakamı açıkladı. Güçlü kargo gelirlerinin katkısı ile 3Ç20 FAVKÖK marjı yıllık bazda 800 baz iyileşme ile %40.4 olarak gerçekleşti. THY 3Ç20'de 3Ç19'un kapasitesinin yaklaşık %30'unu kullanırken, havayolunun doluluk oranı ise yıllık bazda yaklaşık 1700 baz puan düşüşle %67.5'e geriledi. 9A20'da THY yıllık bazda kaydettiği %60 kapasite düşüşü ve yaklaşık 800 baz puan doluluk oranı düşüşü IATA verilerine göre global sektördeki %56.2 kapasite düşüşünün üzerinde, 1600 baz puan doluluk oranı gerilemesinin ise altında kaldı. 3Ç20'de yolcu birim gelirleri (RASK) business segment bilet fiyatlarındaki sert düşüş ve doluluk oranlarındaki gerileme sonucu yıllık bazda %22 (kur etkisi hariç) düşüş kaydetti. THY, business segmentindeki toparlanmanın ekonomi sınıfına benzer geliştiğini ancak bilet fiyatlarının pandemi öncesine göre oldukça geride kaldığını belirtti. Güçlü kargo performansı 3Ç20'de gelirleri ve karlılığı desteklemeye devam etti. Kargo hacmi 3Ç20'de yıllık bazda %9 düşüş (çeyrek bazda %11 artış) kaydederken, kargo birim gelirleri dolar bazında yıllık bazda %76 arttı (çeyrek bazda %19 düşüş).

THY'nin Ekim ayı sonu itibariyle 1.5 milyar dolar nakit pozisyonu (9A20 :1.3 milyar dolar) ve 2.0 milyar dolar kullanabileceği kredi limiti bulunuyor. Net borç pozisyonu ise 9A20 sonu itibariyle 13.8 milyar dolar seviyesinde bulunuyor (2019 sonu: 10.9 milyar dolar / 1Y20 : 12.8 milyar dolar). THY'nin 3Ç20'de bilet geri ödemeleri nedeniyle 300 – 350 milyon dolar seviyesinde gerçekleşen aylık nakit yakımının 4Ç20'de aylık 250 milyon dolar olması bekleniyor. THY 1Ç21 sonuna kadar likidite tarafında sorun görmüyor.

THY Eylül ayında sendika ile yapılan anlaşma sonucu personel giderlerinde yıllık bazda %40 düşüş elde etti. Şirket pandeminin çıkışıyla 2020'de toplamda 1 milyar dolar tasarruf hedeflemişti. Havayolu 2Ç ve 3Ç'de toplamda 850 milyon dolar (700 milyon dolar personel giderleri + 150 milyon dolar diğer giderler) tasarruf sağlarken, 4Ç'de 150 – 200 milyon dolar tasarruf hedefliyor. Sendika ile yapılan anlaşma 2021 sonuna kadar olduğundan, personel giderlerinde elde edilen tasarrufun 2021'de devamı öngörülüyor. THY, 4Ç20'de 4Ç19 kapasitesinin %40-%45'ini kullanmayı, 2021'de ise 2019 kapasitesinin %60-65'ini kullanmayı hedefliyor.

THY Airbus ile yaptığı uçak teslimatlarının 2025'den 2028'e kaydırılmasıyla ilgili anlaşma sonucu 2.1 milyar dolar tasarruf sağladığını ve 5 milyar dolar tutarındaki uçak finansman ihtiyacının ise 2024 sonrasına ötelendiğini belirtti. Airbus ile yapılan uçak ötelemeleri aynı zamanda THY, 2020'de ve 2021'de sırasıyla yapılması gereken 450 milyon dolar ve 400 milyon dolar uçak alım avans ödemelerini 2022 sonrasına ötelemiş oldu. THY Boeing ile de yakın zamanda uçak teslimatlarıyla ilgili revize takvim anlaşmasını sonuçlandırmayı hedefliyor. THY 2020 yılı için toplamda 3.1 milyar dolar (2.2 milyar doları uçak alımı – 800/900 milyon dolar diğer) yatırım harcaması ve 14.5 milyar dolar net borç seviyesi; 2021 yılında ise 1.5 milyar dolar (800 milyon doları uçak alımı – 700 milyon dolar diğer) yatırım harcaması ve 14.5 – 15 milyar dolar net borç pozisyonu öngörüyor.

2020'de THY'nin konsolide satış gelirlerinin %50 düşüşle 6.5 milyar dolara düşeceğini, kargo gelirlerinin payının ise 2019'daki %13'den 2020'de %40'e artacağını tahmin ediyoruz. FAVKÖK rakamının ise THY tanımı ile 2020'de 1.5 milyar dolar olarak hesaplıyoruz (2019: 3.1 milyar dolar). THY'nin 2019 kapasitesinin 2020'de %40'ini, 2021'de ise %65'ini kullanacağını öngörüyoruz. 2021'de THY'nin hem konsolide satış gelirlerinde hem de FAVKÖK rakamında dolar bazında yaklaşık %45 artış öngörüyoruz.

THY'yi 6.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2021 – 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanıyoruz. Yolcu sayısındaki toparlanmayı 2023 yılından 2002 yılına çekmemiz neticesinde THYAO için önceki hisse başına 13.00TL hedef fiyatımızı 15.45TL'ye yükseltiyor, TUT tavsiyemizi ise AL olarak değiştiriyoruz. Yeni tahminlerimize göre THY 2019 yılındaki yolcu sayısına 2022 yılında ulaşabiliyor.

Pegasus Hava Yolları (PGSUS.TI): Pegasus Hava Yolları 3Ç20'de salgın nedeniyle devam eden seyahat yasakları ve yolcu talebindeki düşüş ile yıllık bazda %72 düşüşle 181 milyon € satış geliri, %83 düşüşle 55 milyon € FAVÖK ve %85 düşüşle 27 milyon € net kar rakamı açıkladı. Pegasus 3Ç20'de 3Ç19'un kapasitesinin yaklaşık %52'ünü kullanırken, havayolunun doluluk oranı yıllık bazda 1520 baz puan düşüşle %76.1'e geriledi. Pegasus'un iç hattaki göreceli hızlı toparlanmadan fayda sağlamak amacıyla kapasitesini iç hatlara kaydırması sonucu, 3Ç20'de iç hat kapasitesi 3Ç19'deki kapasitesinin %96'sına ulaşırken, dış hat kapasitesi 3Ç19 seviyesinin %38'i olarak gerçekleşti. 9A20'da Pegasus Havayolları yıllık bazda kaydettiği %52 kapasite düşüşü ve 710 baz puan doluluk oranı düşüşü, IATA verilerine göre global sektördeki %56.2 kapasite düşüşünün ve 1600 baz puan doluluk oranı gerilemesinin altında kaldı. 3Ç20'de toplam RASK ve yolcu başına gelir yıllık bazda gerileyen bilet fiyatları, dış hatların payının azalması ve doluluk oranındaki düşüş nedeniyle € bazında %52 ve %49 düşüş gösterdi. 3Ç20'de yakıt dışı CASK yıllık bazda %9 artışla €2.12'ye yükselirken, toplam CASK yıllık bazda %7 düşüşle €2.88'e geriledi.

Şirketin net borç pozisyonu 2019 yıl sonundaki 846 milyon €'dan 3Ç20'de 1.3 milyar €'ya yükseldi. Pegasus 2020 sonunda net borç pozisyonunun 1.5-1.6 milyar €'ya yükseleceğini öngörüyor. Şirketin 2019 sonunda elinde bulunan 653 milyon € nakit pozisyonu ise 3Ç20 sonunda 469 milyon €'ya geriledi. Aylık nakit yakım tutarı 2Ç20'deki €33 milyondan 3Ç20'de €22 milyona geriledi. Şirket 4Ç20'de 3Ç20'in üzerinde aylık nakit yakımı öngörüyor. Pegasus, 4Ç20'de 4Ç19 iç hat kapasitesinin %90-%95'ini, dış hat kapasitesinin ise %40-%45'ini kullanmayı hedefliyor. Şirket yönetimi 2021'in sonuna doğru 2019 yılının yolcu rakamlarına ulaşabileceğine inanıyor.

Pegasus Havayolları Airbus ile yaptığı görüşmeler sonucu 4Ç20 ve 2021'de planlanan toplam 19 uçağın teslimatının 7'sini 2022 yılına, 3'ünün teslimatını ise 2025 yılına öteledi. 10 A320 Neo ise A321 Neo olarak revize edildi.

Pegasus Hava Yolları'nın 2020'de satış gelirlerinin ~%60 düşüşle 657 milyon €'ya düşeceğini, FAVÖK rakamının ise ~%80 düşüşle 120 milyon €'ya gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Pegasus'un 2019 kapasitesinin 2020'de ~%50'sini, 2021'de ise %70'ini kullanacağını öngörüyoruz. 2021'de ise Pegasus'un satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında € bazında sırasıyla %40 ve %65 artış öngörüyoruz.

PGSUS'u 5.0x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2021 – 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanıyoruz. Şirketin 2019 yılındaki yolcu sayısını önceki tahminimiz olan 2023 yılı yerine 2022 yılında yakalayacağı varsayımı ile hisse başına 50.40TL hedef fiyatımızı 78.25TL'ye yükseltiyor, TUT tavsiyemizi ise AL olarak değiştiriyoruz.

TAV Havalimanları (TAVHL.IS): TAV Havalimanları'nın toplam yolcu sayısında 2020'de %68 düşüş öngörüyor ancak yolcu sayılarının 2019 yılı seviyelerine önceki tahminimiz olan 2023'den daha erken 2022'de ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2020 yılında şirketin konsolide satış gelirlerinin %60 düşüşle 300 milyon €'ya gerileyeceğini, FAVÖK rakamının ise %89 düşüşle 30 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 düşüşler elde etti. TAV'ın 9A20 sonu itibarıyla 732 milyon € nakdi bulunuyor. TAV'ın Atatürk Havalimanı kapanışı ile ilgili devletten 1Ç21'de 196 milyon € alacağı bulunmakta. Bununla ilgili ödemenin nakdi olarak ya da kira giderlerinin (yıllık 110 milyon €) mahsuplaşması ile olabileceğini düşünüyoruz.

TAVHL için parçaların toplamı değerlendirme metoduyla hesapladığımız hisse başına hedef fiyatımızı, yolcu sayısındaki toparlanma beklentimizi 2023'ten 2022'e çekmemiz neticesinde hisse başına 19.30TL'den 24.80TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. TAVHL değerlememiz Kasım sonu/Aralık başı hisse devrinin tamamlanması planlanan Kazakistan Almati Havaalanı satın alımını içeriyor.

Sektör Açıklamaları – Otomotiv & Traktör

39

Fiyat ve Oranlar																									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem.V.	5Y Ort. Değ.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021		
															Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
DOAS	28.54	6,279	27.00	26.00	-5	SAT	D	57	34	10	15	27	7%	85%	11%	5.6	7.2	2.6	2.4	5.0	6.1	62%	35%	20%	13%
FROTO	124.60	43,723	130.60	114.05	5	AL	A	25	6.2	7.5	18	80	6%	74%	6%	10.6	9.1	5.7	4.4	9.2	7.7	67%	54%	20%	19%
OTKAR	240.00	5,760	265.00	160.00	10	TUT	A	53	30	13	28	22	3%	76%	5%	11.4	10.2	6.1	4.8	11.4	9.1	64%	52%	16%	14%
TOASO	29.14	14,570	38.20	35.45	31	AL	A	5.4	-10	9.5	24	63	6%	62%	9%	6.8	6.1	2.8	2.3	6.1	5.1	45%	41%	14%	12%
Otomotiv																8.7	8.2	4.2	3.4	7.6	6.9	63%	47%	18%	14%
TTRAK	143.70	7,669	164.00	161.60	14	TUT	D	22	4.4	6.4	25	66	6%	96%	8%	11.5	10.9	5.8	5.3	7.5	6.8	64%	51%	18%	16%
Traktör																11.5	10.9	5.8	5.3	7.5	6.8	64%	51%	18%	16%

Tüm zorlayıcı koşullara rağmen iç pazarda güçlü oto talebi Ekim’de de devam etti Ekim ayında yurtiçi otomotiv pazarı TL’deki değer kaybı, borçlanma oranlarındaki artış ve ÖTV oranlarındaki değişiklik (alt segment binek araçlarda %3-%6 fiyat düşüşü / orta – üst segment araçlarda %12,5-%23 fiyatı artışına neden oldu) gibi zorlu koşullara rağmen düşük baz yılı etkisi ve otomotiv satın alımının bir yatırım gibi görülmesi sonucu yıllık bazda %93 artış gösterdi. Yılın ilk on ayında ise 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 ile yurtiçi otomotiv pazarı yıllık bazda %78 artışla 605 bin adete yükseldi. Yılın ilk on ayında yurtiçi hafif ticari araç satışları ikiye katlanırken, binek araç satışları yıllık bazda %73 artış kaydetti. Taşıt kredisi faizleri Haziran ayında gördüğü en düşük %11,2’den Kasım’ın ilk haftası %18,6’ya yükselirken 4Ç19’deki ortalama %14,9’un üzerine çıktı. Aralık ayında kur tarafındaki gevşemenin araç fiyatlarında düşüş ile satış kampanyalarını destekleyeceğini düşünüyoruz. Beklentimizin üzerinde gerçekleşen Eylül ve Ekim ayları otomotiv iç pazar satışları nedeniyle 2020 yılı toplam otomotiv pazar (ağır ticari dahil) tahminimizi önceki 655 bin adetten 800 bin adete revize ediyoruz. 2021 yılında ise yurtiçi otomotiv pazarının 2020’ye benzer 800 bin adet (önceki 743 bin) seviyelerinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Orta ve üst segment fiyat dilimlerindeki artıştan korunmak adına ithalatçı distribütörlerin daha az donanımlı daha ulaşılabilir giriş seviyede araçlar tedarik edebileceğini düşünüyoruz.

Ticari araç ihracatındaki toparlanma binek araca kıyasla daha hızlı Ekim ayında, otomobil ihracatındaki yıllık bazda 23% daralmanın aksine ticari araç ihracat hacmindeki %15 artış toplam ihracat hacminde %11 düşüşe neden oldu. OSD Başkanı Haydar Yenigün basındaki demeçlerinde pandeminin ikinci dalgasıyla birlikte en önemli pazarımız olan AB pazarlarında bayilerin kapanma oranının %35 civarında olduğunu belirtti. OSD Başkanı, bu durumun kısa vadede binek araç satışlarında bir miktar düşüşe sebep olsa da ticari araç sınıfında normalleşmenin devam etmesini öngördüklerini belirtti. Ticari araç ihracatındaki toparlanmanın binek araca kıyasla daha hızlı olmasını pandemi nedeniyle artan e-ticaret hacmine bağlıyoruz. Ekim ayındaki aylık bazda toparlanmayla birlikte,

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

sanayinin toplam ihracat hacmi yıllık bazda %30 düşüşle 720 bin adede geriledi. 2020 yılının tümünde sanayinin toplam ihracatının %27 düşüşle 915 bin seviyelerine ulaşacağını öngörüyoruz. 2021 yılında ise sanayinin ihracat hacminde %25 büyüme öngörüyoruz. 2020'de pandeminin olumsuz etkilediği ihracat nedeniyle sanayinin toplam üretim hacminde %11 düşüş beklentimizin ardından, 2021'de ihracattaki toparlanma ile birlikte %20 büyüme tahmin ediyoruz.

Kar marjlarında 3Ç20'deki iyileşme sonrası 4Ç20'de gerileme bekliyoruz Otomotiv şirketleri 9A20'da sıkı faaliyet gider yönetimi, hammadde maliyetlerindeki düşüş, iç talepte yaşanan büyüme, ve fiyat artışları neticesinde kar marjlarını arttırmayı başardılar. Ancak, 4Ç20'de TL'deki değer kaybıyla artan maliyetlerle ve iç pazarda beklenen satış kampanyalarıyla kar marjlarında çeyreksel bazda erime öngörüyoruz.

Traktör Sektörü: Türkiye traktör pazarı yılın ilk dokuz ayında yaklaşık %90 artış ile 31 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, girdi maliyet artışının ürün fiyat artışının altında kalması, tarım sektörüne devlet desteklerinin devamı yurtiçi traktör talebindeki artışın temel unsurları olarak öne çıkıyor. Piyasada ürün fiyatları devlet tarafından açıklanan yüksek alım fiyatlarını izliyor. Ziraat Bankası'nın yerli üretim traktör alımları için Ocak ayında açıkladığı sübvansiyonlu %4,5 faiz oranında yılın geri kalanında önemli bir değişiklik öngörmüyoruz. Hükümetin önceden Ekim 2020 olarak açıkladığı Faz 4 motor geçiş takvimi 51-75 beygir traktörler için 1 Nisan 2021'e, 75 beygir üstü traktör için 1 Ekim 2021'e ötelendi. Türkiye traktör pazarının 2020'de %90 artışla 49 bin adete ulaşacağını öngörüyoruz. Güçlü iç pazarın 1Y21'de devam edeceğini düşünüyor ve 2021'in tamamında iç pazarda %10 oranında adet artışı tahmin ediyoruz. Faz 4 motor geçişleri kaynaklı fiyat artışlarının daha çok yüksek beygirli traktörlerde olacağını düşündüğümüzden, Faz 4 motor geçiş kaynaklı maliyet artışlarının 2021'de traktör fiyatlarına etkisinin sınırlı olacağına inanıyoruz.

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

TOASO.IS hem cazip getiri potansiyeli hem de iç pazardaki rekabet üstünlükleri nedeniyle otomotiv sektör takip listemizde en çok önerdiğimiz hisse olarak öne çıkıyor. VW-Ford stratejik ortaklığı ile gündeme gelebilecek potansiyel hafif ticari araç ek üretim kapasitesi ve sinerjilerin **FROTO.IS** için katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

Ford Otomotiv (FROTO.IS): Ford Otosan'ın 2020'de iç pazar satış hacminin yıllık %111 artışla 102 bin adete (Ford Otosan tahmini: 95 bin - 105 bin) ulaşacağını, ihracat hacminin ise yıllık bazda %23 düşüşle 256 bin adete (Ford Otosan tahmini: 250 bin - 260 bin) gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Ford Otosan'ın 4Ç20'de, ihracatta kuvvetli toparlanma, kurun ihracat gelirlerine ve marjlara olumlu etkisi, ve çeyreksel bazda KKO'da iyileşmenin desteğiyle, güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. 2021'de Ford Otosan'ın iç satış hacminin %5 artışla 107 bin adete, ihracat hacminin ise %20 artışla 307 bin adete artacağını öngörüyoruz. 2021'de Ford Otosan'ın FAVÖK ve Net Kar rakamlarında özellikle ihracattaki iyileşme kaynaklı sırasıyla %20 ve %17 büyüme tahmin ediyoruz.

Transit Ailesi ürün döngüsü 2022 – 2024 yıllarında tamamlandığından Ford Otosan'ın yeni Transit Custom yatırımını ve bununla birlikte hafif ticari araç üretiminde potansiyel VW-Ford stratejik ortaklığına ilişkin detayların yakın zamanda açıklanmasını bekliyoruz. Geçtiğimiz Haziran ayı ortasında global Ford-Volkswagen arasında 2019 yılında temelleri atılan işbirliği kapsamında ortak üretilecek olan ürünün hayat döngüsü boyunca 8 milyon ticari aracı bulacağı açıklamasını tekrar hatırlatmak isteriz.

Makro tahminlerimizdeki güncellemelerle (kur tahminleri ve € risksiz getiri oran tahminlerimizdeki düşüş) FROTO için 130.6TL olarak güncellediğimiz hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yeni transit ailesine ilişkin toplam yatırım tutarının 2022 – 2024 yılları arasında 1.5 milyar dolar olacağını varsayıyoruz. ~150 milyon dolar ek kapasite artış yatırımı varsayımıyla, VW-Ford stratejik ortaklığının getirebileceği olası ek 100 bin adetlik kapasitenin FROTO.IS hedef fiyatımızı 175.0 TL'ye yükselteceğini hesaplıyoruz. VW-Ford stratejik ortaklığı ile gündeme gelebilecek potansiyel hafif ticari araç ek üretim kapasitesi ve sinerjiler hisse için katalizör olabilir. Hisse 2021T 7.7x Firma Değ./FAVÖK ile global benzer şirketlerin Firma Değ./FAVÖK medyan 7.5x çarpanına kıyasla primli, ancak 9.1x F/K çarpanı ile 12.7x olan global benzer şirketlerin medyan F/K çarpanına kıyasla iskontolu işlem görmekte. Ford Otosan için %60 kar dağıtım oranı tahminimizle, 2020 karından 2021'de 2.5 milyar TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %6 temettü verimine işaret ediyor

Tofaş Fabrika (TOASO.IS): Tofaş Fabrika için 2020 yılı için 150 bin (Tofaş tahmini : 130-140 bin) adet iç pazar satış ve 120 bin (Tofaş tahmini: 120 – 140 bin) adet ihracat hacim beklentimiz, 4Ç20'de güçlü iç talep kaynaklı toplam satış hacminde %34 artışa işaret ediyor. 4Ç20'de kar marjlarında hem yıllık bazda hem çeyrek bazında erozyon öngörsek de FAVÖK rakamında hacim artışı ve kurun ihracat gelirlerine olumlu etkisi sonucu yıllık bazda %50 büyüme öngörüyoruz. Yerli üretici olmanın verdiği avantajla Tofaş'ın binek araç satışlarının %80'i ÖTV oranlarındaki değişikliğin %3-%6 fiyat düşüşüne neden olduğu alt segmentte yer alıyor. 2021'de Tofaş'ın iç satış hacminin bu yıla benzer 151 bin adet seviyesinde, ihracat hacminin ise %30 artışla 155 bin adete artacağını öngörüyoruz. Crossover modelinin de eklendiği makyajlı Egea ailesinin Tofaş'ın 2021'de de iç pazardaki güçlü konumunu destekleyeceğini düşünüyoruz. 2021'de Tofaş'ın FAVÖK ve Net Kar rakamlarında özellikle ihracattaki iyileşme kaynaklı, sırasıyla %20 ve %11 büyüme tahmin ediyoruz.

2023'de lansmanının olabileceğini düşündüğümüz yeni nesil Dobló'nun yatırımına ve FCA ile PSA'nın devam eden birleşme sürecine ilişkin açıklamalar 2021'de hisse için katalizör olabilir.

Makro tahminlerimizdeki güncellemelerle (kur tahminleri ve € risksiz getiri oranı tahminlerimizdeki düşüş) revize ettiğimiz TOASO için hisse başına 38.20 TL hedef fiyatımız ile cazip değerlendirilmesi, iç pazardaki rekabet üstünlüğü ve al veya öde ihracat anlaşmaları sayesinde defansif iş modelini dikkate alarak AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2021T 5.1x Firma Değ./FAVÖK ve 6.1x F/K çarpanları ile 7.5x ve 12.7x olan global benzer şirketlerin medyan çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Tofaş için %60 kar dağıtım oranı tahminimizle, 2020 karından 2021’de 1.3 milyar TL temettü dağıtımını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %9 temettü verimine işaret ediyor.

Doğuş Otomotiv (DOAS.IS): Salt ithalatçı distribütör olarak sadece iç pazarın talep koşullarına bağlı olan Doğuş Otomotiv yılın ilk dokuz ayında borçlanma oranlarındaki gerileme ve düşük baz yılı etkisiyle çarpıcı büyüme kaydeden otomotiv iç pazar satışlarından en fazla fayda sağlayan oyuncu oldu. 4Ç20’de de kar marjlarında çeyrek bazda gerileme olsa da yıllık bazda iki katından fazla FAVÖK büyümesi kaydedeceğini düşünüyoruz. Şirket son dönemde kredili satışlarının toplam satışlara oranının önceki senelerdeki %50- %60 bandına kıyasla %20’ye gerilediğini belirtti ki, bu da son dönemdeki faiz artışlarından satışlarının çok etkilenmediğinin bir göstergesi olarak öne çıkıyor. Doğuş Otomotiv ürün gamının çoğunlukla orta – üst segment araçlardan oluşmasından dolayı ÖTV artışından en fazla olumsuz etkilenen sektör oyuncularının başında geliyor. Zira şirketin VW araç satış hacminin mevcutta %80’i orta ve üst segmentteki ÖTV artışından etkileniyor. Şirket 2021 yılında araç donanımlarında değişikliğe giderek VW araçların vergi artışından etkilenen kısmını %60’a indirmeyi hedefliyor. Şirket önümüzdeki 8-9 aylık vade de borçlanma oranlarını sabitlediğini belirtti. Öyle ki şirket yönetimi 2021’de ortalama TL borçlanma oranında 150 baz puan artış öngörüyor.

2021’de Doğuş Otomotiv’in toplam pazar payında 70 baz düşüş öngörüyor ve satış hacminde %5 daralma tahmin ediyoruz. Binek araçlarda ürün karması değişikliğinden (üst ÖTV diliminden alta kayış amaçlı) dolayı binek araç başına satış gelirlerinde artışın sınırlı 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 %19, net kar rakamında ise %23 düşüş hesaplıyoruz.

Doğuş Otomotiv için %60 kar dağıtım oranı tahminimizle, 2020 karından 2021’de 680 milyon TL temettü dağıtımını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %11 temettü verimine işaret ediyor. Son dönemde hisselerin güçlü performansı ile DOAS için hisse başına 27.0TL hedef fiyatımız getiri potansiyeli sunmadığından hisse için TUT tavsiyemizi SAT’a çekiyoruz.

Otokar (OTKAR.IS): Otokar'ın devam eden yurtdışı askeri araç teslimatları (195 milyon dolar), Gürcistan'a otobüs siparişleri (19 milyon Euro) ve İzmir Belediyesi otobüs siparişleri (570 milyon TL) ile ilgili olarak 9A20 sonu itibarıyla 2,3 milyar TL bakiye sipariş tutarı bulunuyor. Bu tutara Ekim ve Kasım aylarında kesinleşen toplamda yaklaşık 1 milyar TL (135 milyon dolar) yurtdışı askeri araç siparişleri de eklenirse bakiye sipariş tutarı 3,3 milyar TL'ye ulaşıyor. Gürcistan otobüs teslimatlarının 4Ç20'de başlayıp 1Ç21'e kadar, İzmir Belediyesi otobüs teslimatlarının ve son alınan yurtdışı askeri araç siparişlerinin de bir kısmının yine 4Ç20'de başlayıp 2021'de tamamlanması bekleniyor. Otokar'ın 4Ç20'de, yapacağı teslimatlar ve TL'deki değer kaybının desteğiyle, FAVÖK ve net kar rakamlarını yıllık bazda üç katından fazla arttıracığını tahmin ediyoruz. 2021'de ise İzmir Belediyesi otobüs ve yurtdışı askeri araç siparişlerinin tamamlanmasıyla satış gelirleri ve FAVÖK rakamlarında, sırasıyla 30% ve %25 artış öngörüyoruz. Faizlerdeki artış nedeniyle 2021 net kar büyüme tahminimiz %12 ile sınırlı kalıyor.

OTKAR için güncellenen benzer şirket çarpanları ve yeni siparişlerin tahminlerimize yansıtılmasıyla hisse başına hedef fiyatımızı 265TL'ye (önceki: 160 TL) revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımız sınırlı getiriye işaret ettiğinden OTKAR için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse 2021T 9.1x Firma Değ./FAVÖK ve 10.2x F/K çarpanları ile 6.4 x ve 8.3x olan yurtiçi otomotiv şirketlerinin ortalama çarpanlarına kıyasla primli işlem görmektedir. Otokar için %60 kar dağıtım oranı varsayımıyla, 2020 karından 2021'de 300 milyon TL temettü dağıtımı öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %5 temettü verimine işaret ediyor. Potansiyel askeri zırhlı araç siparişleri hisse için katalizör olabilir.

Türk Traktör (TTRAK.IS): Türk Traktör 9A20'da güçlü iç talep ve gerileyen faiz oranlarının finansman giderlerine olumlu etkisi ile yıllık bazda net karını sekiz kat arttırdı. Türk Traktör için 2020 yılı şirket beklentilerinin üst bandında yer alan 23.5 bin adet iç pazar satış ve 12.5 bin adet ihracat hacim beklentimiz yıllık bazda %84 toplam hacim büyümesine işaret ediyor. İç satışlardaki büyüme kaynaklı KKO artışı, görece daha karlı iç satışların artan payı ve 4Ç'de TL'deki sert değer kaybı sonucu ihracat marjlarında iyileşme nedeniyle yıllık bazda operasyonel karlılıkta iyileşmenin devamını bekliyoruz. Operasyonel karlılıktaki iyileşmenin yanı sıra şirketin yıl ortasında çevirdiği düşük maliyetli borçlarla gerileyen finansman giderleri de 4Ç20'de net kar büyümesini desteklemeye devam edecek.

2021'de yurtiçi traktör talebindeki büyümenin azalarak devam edeceğini düşünüyoruz. 2021'de Türk Traktör için %25 ciro büyümesi öngörüyoruz, ancak hammadde maliyetlerindeki artış ve güçlü baz yılı nedeniyle FAVÖK ve net kar rakamlarında sırasıyla sadece %10 ve %5 artış tahmin ediyoruz. Hisse 2021T 6.8x Firma Değ./FAVÖK ve 10.9x F/K çarpanları ile 11.6x ve 19.2x olan global benzer şirketlerin medyan çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. %90 kar dağıtım oranı tahminimizle, Türk Traktör'ün 2020 karından 2021'de 600 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %8 temettü verimine işaret ediyor. Revize makro tahminlerle güncellediğimiz TTRAK için TL164.0 hedef fiyatımız sınırlı getiri potansiyeline işaret ettiğinden hisse için tavsiyemizi AL'dan TUT'a indiriyoruz.

Sektör Açıklamaları – Gıda & İçecek

44

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	
AEFES	23.28	13,784	31.00	25.10	33	AL	A	9	-7.1	5.2	33	76	3%	n.a	6%	14.9	10.9	1.1	1.0	5.5	4.9	7%	10%	2%	3%
CCOLA	61.30	15,593	75.00	52.67	22	AL	A	23	4.8	5.7	28	87	2%	14%	5%	10.4	9.1	2.1	1.8	6.3	5.6	21%	21%	9%	10%
ULKER	22.24	7,606	27.50	29.50	24	AL	A	0.1	-15	6.5	42	91	1%	31%	2%	8.3	7.0	1.4	1.2	5.2	4.7	19%	19%	7%	7%
Gıda & İçecek																10.4	9.1	1.4	1.2	5.5	4.9	19%	19%	7%	7%

Coca-Cola İçecek (CCOLA.IS):

Yılın son çeyreğinde büyüme ve karlılıkta güçlü seyrin devamını bekliyoruz: Coca-Cola İçecek ev dışı tüketim (on-promise) kanalının açılması, etkin değer yönetimine odaklanması (revenue management), ev tüketimine ilişkin promosyanlar ve maliyet disiplini sayesinde son iki çeyrek beklentilerin ötesinde iyi sonuçlar açıkladı. Ev dışı tüketim hacimlerinin toparlaması, gazlı içecek hacimlerinin payının artması ve fiyat artışları sayesinde birim gelirlerde güçlü artış yaşandı. Hammadde maliyetlerinde önemli bir artış olmaması ve maliyet tarafında alınan önlemler sayesinde marjlarını iyileştirmeyi başardı. Eylül ayında yaşanan %12'lik satış hacmi büyümesi yılın son çeyreğinde güçlü büyümenin devam edebileceğine işaret ediyor. Ayrıca birim gelirlerde artış ve maliyet disiplini sayesinde marjlarda iyileşme trendinin son çeyrekte de devam edeceğini düşünüyoruz. Pandemi döneminin olumsuzluklarına rağmen 2020 yılının %15 gelir ve %32 FAVÖK büyümesi ile kapatılacağını öngörüyoruz. Ancak yılın geri kalanı için pandemi ile ilgili kısıtların artması olasılığı tahminlerimiz için aşağı yönlü risk teşkil ediyor.

2021'de toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz: Önümüzdeki yıl ev dışı tüketim hacimlerinin toparlaması, küçük paketlerin satışının normale dönmesi, fiyat artışları ve etkin değer yönetimine odaklanması sayesinde bu yıla kıyasla daha güçlü %17 ciro büyümesi ve %14 FAVÖK büyümesi göreceğimizi tahmin ediyoruz. Ayrıca pandemi döneminde ürün sayısının düşürülmesi ile sağlanan maliyet verimliliği ve maliyeti azaltıcı önlemler sürdürülebilirse FAVÖK marjının tahminlerimizden daha güçlü gerçekleşme potansiyeli olabileceğini düşünüyoruz.

CCOLA için AL tavsiyemizi yineliyoruz: Güncel hedef değerimize 75TL'ye göre %22 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. 5.6x 2021T FD/FAVÖK ile benzerlerine göre tarihsel ortalamalarının hafif üzerinde %36 iskonto ile işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Anadolu Efes (AEFES.IS):

Pandemi dönemi Anadolu Efes'in operasyonları için risk oluşturmaya devam ediyor: Ev dışı tüketim (on-promise) kanalının açılması ile birlikte hacimler 3. çeyrekte önceki iki çeyreğe göre toparladı. Maliyet kısıtlayıcı önlemler sayesinde zayıf hacimlerin marjlar üzerindeki olumsuz etkisi büyük ölçüde telafi edildi. Operasyonel giderler ve yatırım harcamalarında sağlanan verimlilik nakit akışını güçlendirdi. Ancak yurt içi hacimlerinin Eylül ayında fiyat artışları ve artan vaka sayılarının da etkisiyle zayıf gerçekleşmesi yılın geri kalanı için toparlanmanın sekteye uğrayabileceğine işaret ediyor. Yurtdışı hacimlerin ise Rusya operasyonlarında sert rekabet ve rakiplerin agresif promosyonları nedeniyle yılın ilk dokuz ayına göre yavaşlayabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte yönetimin muhafazakar öngörülerine göre daha iyimseriz. Ancak pandemi nedeniyle kısıtlayıcı önlemlerin artması olasılığının tahminlerimizde aşağı yönlü risk yaratabileceğini düşünüyoruz. Şirket'in bira segmenti için 2020 yılını hafif hacim artışı, %12 gelir büyümesi ve %11 FAVÖK büyümesi ile tamamlayacağını öngörüyoruz. 2021 yılında hayatın normale dönmesi ile birlikte ev dışı tüketimin toparlanmaya devam etmesini ve 2021 yılına benzer yaklaşık %12 gelir ve FAVÖK büyümesi göstermesini öngörüyoruz.

Cazip değerlendirilmesi nedeniyle AEFES için AL tavsiyemizi yineliyoruz: %50.3 payına sahip olduğu Coca Cola içecek'in piyasa değeri yıl başından beri %62 yükselirken, Anadolu Efes'in piyasa değeri yalnızca %9 artış gösterdi. Bu durum piyasanın yıl başına göre Anadolu Efes'in bira operasyonlarına daha düşük değer biçtiği anlamına geliyor. Pandeminin operasyonlar üzerindeki olumsuz etkileri ve özellikle Rusya'da sert rekabetin yarattığı risklere rağmen bira operasyonlarının çok fazla cezalandırıldığını düşünüyoruz. Güncel hedef değerimiz 31TL'ye göre %33 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. 4.9x 2021T FD/FAVÖK ile benzerlerine göre %60 iskonto ile işlem görüyorken, 3 yıllık tarihsel ortalamaya göre iskontonun %20 civarında genişlediği görülüyor.

ULKER (ULKER.IS):

Çatı şirketi Yıldız Holding'e sağlanan yüksek borç ve zayıf nakit yaratımı 3Ç20 sonuçlarında gördüğümüz zayıf noktalar: Ülker'in 3Ç20 sonuçlarında en olumsuz gördüğümüz noktalardan biri Ülker'in Yıldız Holding'e 1,7 milyar TL borç sağlaması oldu. Ülker yönetimi borcun 1 seneden kısa bir sürede kapatılmasını öngörüyor. Daha önce paylaştığımız üzere, Ülker, uzun süredir bir grup şirketinin satın alımında kullanmak üzere yüksek miktarda nakit pozisyonu taşıyor ve geçtiğimiz günlerde 5 yıl vadeli, %6,95 kupon faizli, 650 milyar ABD doları tutarında Eurobond ihracı gerçekleştirdi. Satın alma için olası adaylar: i) "Önem Gıda (Yıldız Holding'e ait hammadde tedariki ve işleme şirketi) ve ii) "Horizon" (Yıldız Holding'e ait dağıtım ve satış şirketi). Bu konuda Ülker tarafından henüz net atılmış bir adım bulunmuyor. Ek olarak, Ülker'in faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı artan işletme sermayesi nedeniyle oldukça zayıf kalmaya devam etti. Şirketin faaliyetinden nakit akışı negatif 142 milyon TL oldu. Yılın ilk 9 ayında nakit akışı negatif 11 milyon TL olarak gerçekleşti.

Ülker için mevcut değerlememiz herhangi bir satın alma etkisini değerlendirmeye almıyor. Büyük ölçekli bir satın almanın, fiyat ve satın alınacak şirkete göre, hedef fiyatımızda önemli değişiklik yapması olası. Tarihi düşük değerlendirme çarpanlarına rağmen hisse fiyatının kısa vadede, i) satın alma kaynaklı belirsizlikler, ii) çatı şirketine sağlanan mevcut 1.7 milyar TL'lik kredi ve iii) sürekli artma eğiliminde olan işletme sermayesi ihtiyacına bağlı zayıf nakit yaratımı nedeniyle, baskı altında kalmasını bekliyoruz.

Ülker'in güçlü yanlarını : 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 katkısı olarak sıralayabiliriz. Diğer yandan, ii) borç karşılığı elde edilen nakdin görece riskli finansal araçlara yatırılması, 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 gelirine karşın temettü ödenmemesini, zayıf yanları olarak değerlendiriyoruz.

Şirket için yakın vadeli önemli gördüğümüz risk unsurlarını: i) uzun süreli düşük petrol fiyatlarının, Sudi Arabistan başta olmak üzere Ülker'in faaliyetlerinin bulunduğu bölge ekonomileri ve para birimlerini olumsuz etkilemesi, ii) bu süreçte USD/SAR peg'inin kırılması, iii) başta Sudi Arabistan olmak üzere bölge ülkelerinin, bütçelerini dengeleme amaçlı atıştırmalık kategorisindeki ürünlere ek vergi getirmesi, iv) üretim problemleri kaynaklı şirketin temel girdi maliyetlerinde olası sert yükseliş ve v) net işletme sermayesi ihtiyacında beklentilerimizin üzerinde artış olarak sıralayabiliriz.

Sektör Açıklamaları - Holdingler

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	2020	2021	2020	2021
															Tem. V. Tah.	F/K	PD/DD					ROE	Aktif Karlılığı				
ALARK	6.32	2,749	7.30	6.22	16	TUT	A	6.8	-9	11	30	19	4%	8%	4%	5.5	4.8	1.4	1.1			29%	26%	15%	14%		
ENKAI	7.10	39,760	8.20	7.33	15	TUT	A	-1.4	-16	3.2	9.1	56	3%	45%	3%	12.6	15.8	1.0	0.9			8%	6%	6%	5%		
KCHOL	19.14	48,537	27.00	23.00	41	AL	A	32	12	38	26	72	2%	19%	5%	4.4	5.1	1.0	0.9			27%	19%	7%	5%		
SAHOL	10.25	20,914	13.50	11.20	32	AL	A	26	7.5	18	48	67	3%	15%	4%	4.3	3.6	0.6	0.5			14%	14%	1%	1%		
SISE	7.03	21,534	8.72	8.22	24	AL	A	12	-4.9	176	49	28	3%	25%	1%	12.1	10.1	1.3	1.2			12%	13%	4%	5%		
TKFEN	15.46	5,720	19.24	18.67	24	AL	A	12	-4.2	24	51	18	4%	33%	1.2%	16.1	7.8	1.1	1.0			7%	13%	3%	6%		
AGHOL	21.52	5,241	29.00	23.88	35	AL	A	14	-2.4	2.7	31	20	1%	n.a	1%	-71.5	17	1.0	0.9			-1%	6%	0%	0%		
Holding																5.5	7.8	1.0	0.9			12%	13%	4%	5%		

Koç Holding (KCHOL.IS):

En çok önerilenler listemizde tutmaya devam ettiğimiz hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz: 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 potansiyeli, dolar bazlı gelirlerin ağırlığının yüksek olması, önemli bir kur riski taşıyor olması ve cazip değerlemesinden dolayı KCHOL hissesini beğenmeye ve en çok önerdiğimiz hisseler listesinde tutmaya devam ediyoruz. Güncel hedef değerimizi 27TL'ye göre %41 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Net aktif değer iskontosu AL sinyali veriyor: En çok önerilenler listemize eklediğimiz 14 Ağustos'dan beri %29 yükselen ve endeksi %4 oranında yenen hissenin NAD iskontosu, güçlü performansa rağmen halen cazip seviyelerde. Aşı ile ilgili olumlu haberlerin önemli iş kollarından biri olan Tüpraş'ın operasyonlarına ilişkin endişeleri azaltması ve son dönemde para politikasına ilişkin piyasa dostu mesajlar ile güçlü performans gösteren Yapı Kredi Bankası net aktif değerinin büyümesini sağladı. Yabancı girişinin de etkisi ile portföyünden daha güçlü performans gösteren hissenin iskontosu gördüğü en tepe noktasından yaklaşık %6 aşağı gelmesine rağmen halen %28 seviyesinde ve oldukça cazip. Hissenin 1-yıllık ve 3-yıllık ortalama NAD iskontoları ise sırasıyla %14 ve %10 seviyesinde bulunuyor. Hisse ayrıca halen portföyünün %90'ından fazlasını oluşturan halka açık iştiraklerinden oluşan NAD'ine göre %18 iskonto ile işlem görüyorken geçmiş 1-yıl ve 3-yıllık dönemlerde ortalama %3 ve %6 primli işlem gördüğünü hatırlatmak isteriz. İskonto oranlarının geldiği seviyeler holding hissesinin iştirak hisselerinden daha cazip olduğuna işaret ediyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sabancı Holding (SAHOL.IS):

AL tavsiyemizi koruyoruz: Net aktif değerinin yaklaşık %90'ı halka açık şirketler ve solo nakit pozisyonundan oluşan, son yıllarda banka dışı portföyünü halka arzlar, stratejik olmayan varlık satışları ve yeni yatırımlar ile yapılandıran, karlılığını iyileştiren, nakit akışını güçlendiren ve borçluluğunu azaltan Sabancı Holding için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hedef değerimiz 13.5 TL'ye göre %32 getiri potansiyeli sunan ve halen yüksek iskonto ile işlem gören hissenin cazip bir yatırım olduğunu düşünüyoruz.

İskontosu son 1 yıllık ortalamasında: Son 1 ayda %26 yükselen ve endeksi %8 yenen hissenin, Cari Net Aktif Değer (NAD) iskontosu %41'e geriledi (CarrefourSA için düzeltme yapılmıştır). Aynı dönemde güçlü performans gösteren ve cari NAD'nin %40'ını oluşturan AKBNK NAD büyümesine katkı sağlarken, banka dışı portföyün görece zayıf performansı NAD büyümesinin sınırlı kalmasına neden oldu. SAHOL hissesinin halka açık portföyünden daha güçlü performans göstermesi sonucu da NAD iskontosu tepe noktasından itibaren yaklaşık %6 daralarak %41'e geriledi. NAD iskontosunda güçlü bir düzeltme yapmış olmasına rağmen benzer halka açıklık oranı olan KCHOL hissesinin iskontosunun %28 seviyelerinde olduğu düşünüldüğünde mevcut iskonto seviyesinin halen yüksek olduğunu düşünüyoruz. Enerjisa Üretim'in orta vadede olası halka arzının portföyün şeffaflığını artıracak, borçluluğu azaltacak ve varlığın değerini ortaya çıkacak olması nedeni ile iskontonun daralmasına katkıda bulunacağını düşünüyoruz. Ayrıca Sabancı Holding NAD'inde %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):

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Ana is kolları içecek ve gıda perakende segmentlerinin büyüme ve karlılıklarına ilişkin olumlu beklentilerimiz, güçlenen operasyonel nakit akışları ve grup seviyesinde halka açık olan ve olmayan tüm iştiraklerde borçluluğun azalması, olası varlık satışları ile borç geri ödeme sürecinin hızlanması ve Holding'in iştiraklerinden temettü potansiyelinin artması nedenleriyle AGHOL hisselerini beğenmeye devam ediyoruz. Güncel hedef değerimiz 29TL'ye göre %35 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. İştirak portföyünde AEFES, COLA ve MGROS hisseleri için görece yüksek getiri potansiyelleri ile AL tavsiyemiz bulunduğunu hatırlatmak isteriz.

Holding cari net aktif değer iskontosu daraldı: Son 3 aylık dönemde Anadolu Grubu Holding'in halka açık portföyünden (özellikle AEFES ve MGROS) daha iyi performans göstermesi sonucu Holding'in cari NAD iskontosu yeniden %32'ye geriledi. Hatırlatmak gerekirse Ağustos'da yayınladığımız son raporumuzda iskontonun %40'lı seviyelere çıkması nedeni ile Holding hisselerinin genel olarak iştirak hisselerinden daha cazip seviyelere geldiğini paylaşmıştık. Son 3 aylık dönemde Holding hisseleri %29 değer kazanırken iki önemli iştiraki AEFES ve MGROS'un getirilerinin sırasıyla %18 ve %5 ile sınırlı kalması iskontonun daralmasına neden oldu. Holding cari NAD iskontosu 3 aylık ve 1 yıllık ortalamaları olan %36 ve %35'e karşın %32'ye geriledi. Genel olarak son dönemde para politikasında piyasa dostu mesajların verilmesi ile birlikte holding iskontolarında %5'in üzerinde bir daralma yaşandığını hatırlatmak isteriz.

Riskler: Döviz cinsi yüksek borçluluk nedeni ile TL'nin dolara ve euroya karşı değer kaybının en önemli risk unsuru olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte güçlü operasyonel nakit akışı sayesinde Holding'in kombine net borç pozisyonu 3Ç20 itibarı ile 9,8 milyar TL seviyesine geriledi (2Ç20:11,1 milyar TL). Düzeltişmiş Net Borç / FAVÖK rasyosu 1.5x seviyesine geriledi (2Ç20: 1,9x). Önümüzdeki çeyreklerde güçlü operasyonel karlılık ve nakit akışı ve potansiyel varlık satışlarıyla kombine borçluluğun azalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Alarko Holding (ALARK.IS):

Güçlü karlılık ve nakit akışı sayesinde borçluluk hızla azalıyor: Elektrik üretim ve dağıtım segmentlerinin operasyonel karlığında iyileşme ve güçlü nakit akışı sayesinde borçluluğun düşürülmesi, son dönemde cazip TL faizlerden yararlanılarak borcun bir kısmının TL'ye dönülmesi ve taahhüt segmentindeki zayıf görünümün son dönemde imzalanan yurtdışındaki projeler ile iyileşmesi hisse ile ilgili olumlu gelişmeler olarak öne çıkarken, taşıdığı döviz açık pozisyonu en önemli risk unsuru.

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 finansmanı kredilerinden oluşan kombine net borç, güçlü nakit akışı sayesinde 3Ç20 itibari ile 556 milyon dolara düşerken (2Ç20: 660 milyon dolar, 2019: 733 milyon dolar) (IFRS 16 etkisi hariç), net borç/FAVÖK rasyosu 1.57x seviyesine geriledi (YE19: 1.93x). Diğer taraftan borcun 209 milyon dolarlık kısmının türev ürünler ile korunması, taahhüt segmentinin ve Karakuz santralinin dolar bazlı gelirleri yüksek döviz riskine karşı kısmi de olsa koruma sağlıyor.

Borçluluğun düşmesi çarpanların genişlemesine yardım edecek: 7.3TL olan hedef değerimize %16 getiri potansiyeli sunan hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2021 yılı tahminlerimize göre 4.8x F/K çarpanı ile işlem görüyor. Her ne kadar 2021 F/K çarpanına göre cazip olduğunu düşünmekle birlikte yüksek döviz borçluluk nedeni ile karlılığın ciddi oynaklık gösterdiğini hatırlatmak isteriz. Bununla birlikte orta-uzun vadede FX borçluluğunun 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 aleyhine değişmesi ve enerji sektöründe regülasyonlar ile ilgili olası aleyhte değişiklikler değerlememize en önemli aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkmaktadır.

Enka İnşaat ve Sanayi (ENKA.IS):

Enka 9A20'de inşaat segmentinde bazı projelerden elde edilen tek seferlik gelirler ve yüksek karlı proje karması sayesinde dolar bazında yıllık bazda %17 gelir büyümesi ve %20 FAVÖK marjı (yıllık 2.3 puan artış) kaydetti. Yılın geri kalanında rakamlarda bir normalleşme göreceğimiz beklentisi ile segmentin 2020 yılı için 1253 milyon \$ ciro (yıllık %12 artış) ile %18.5 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. Yılın geri kalanında Enka'nın portföyüne 350 milyon \$ seviyesinde yeni proje ekleyebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in 3Ç20 sonu itibariye 2.78 milyar \$ bakiye sipariş büyüklüğü bulunmakta. Salgın nedeniyle mevcut projelerde gecikmeler yaşansa da operasyonel marjlar üzerinde ciddi bir risk yaratacağını öngörmüyoruz. Ek olarak, inşaatı tamamlandıktan sonra Enka tarafından devlet garantili fiyat anlaşmaları ile 15 yıl Enka tarafından işletilecek Gürcistan'da yer alan 433mw kapasiteli Hidroelektrik Santrali projesinin 4Ç'de Enka'nın portföyüne dâhil edilmesi bekleniyor. Santrallerin yapımına Temmuz ayında başlandı.

Rusya'daki gayrimenkul operasyonları COVID-19 salgını sonucu alışveriş merkezi trafiğindeki yavaşlama Rusya ekonomisindeki bozulmadan olumsuz etkilenmekte. Bu nedenle Şirket'in 2020 gelirlerinde dolar bazında yaklaşık %17 düşüş tahmin ediyoruz. 2. Dalga ile birlikte alışveriş merkezlerinin olası tekrar kapatılması kira gelirleri üzerinde risk yaratabilir. 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 7.33 TL'den 8.20 TL'ye yükseltiyoruz. Ancak, hissenin hedef fiyatımıza göre düşük artış potansiyeli sunması nedeniyle hisse için TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız %13 artış potansiyeline işaret ediyor. Hisse 2021T 2.8x FD/FAVÖK ve 15.8x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %25 iskonto ve %38 prim 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 zorlaştırmakta. Tekfen'in petrol zengini ülkelerde (Rusya, CIS ve MENA) yer alan taahhüt projeleri toplam bakiye sipariş büyüklüğünün %90'sini oluşturuyor. 3Ç20 itibarıyla Tekfen'in bakiye sipariş büyüklüğü 1,58 milyar US\$ seviyesinde. Mevcut riskleri göz önünde bulundurarak Tekfen'in yılın geri kalanında portföyüne yeni proje eklemesini beklemiyoruz. Bu da 2020 yılsonunda bakiye sipariş büyüklüğünün yaklaşık 1 milyar US\$ seviyesine ineceğine işaret ediyor (ciro karşılama oranını 0.25x 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 gelen gecikmelerin ve ek maliyetlerin yanı sıra karlılığı düşük proje karması nedeniyle marjların geçmiş yıllara kıyasla zayıf seyretmesini bekliyoruz. Diğer yandan, salgın nedeniyle ara verilen projelerde çalışmaların tekrar başlaması önümüzdeki dönemlerde karlılığa bir miktar destek verecektir.

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 %32 FAVÖK büyümesi öngörüyor. Gübre fiyatlarındaki zayıflamaya rağmen, güçlü talep ve düşük amonyak fiyatları karlılığı destekliyor. Son olarak, kömür ve petrol fiyatlarındaki düşüş, petrol ürünleri tankları doluluk oranlarını ve elleçleme faaliyetlerini olumlu etkilemekte. Şirket yönetimi 2020'de hizmet segmenti için yıllık bazda %80 FAVÖK artışı bekliyor.

Taahhüt tarafındaki olumsuz görünüme rağmen Şirket'in sağlıklı bilançosu, döviz bazlı gelirleri ve stabil tarımsal-sanayi operasyonları nedeniyle değerlemesinin ucuz olduğunu düşünüyoruz. Hisse performansı için, büyük ölçekli yeni proje kazanımları ve zarar edilen projelerden alınabilecek potansiyel ek ödemelerin pozitif katalizör etkisi yaratacağını düşünüyoruz. Oluşan ek maliyetlerin karşılanması için işverenler ile görüşmeler sürüyor. Bu konuda 2021'in ilk yarısında olumlu sonuçlar alınabilir. Salgının olumsuz etkilerinin azalması ve küresel ekonomideki toparlanma ile birlikte, 2021'in ikinci çeyreğinden sonra ise yeni proje edinimi konusunda iyileşme yaşanabileceğini düşünüyoruz.

Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 19,2TL ile %26 yukarı potansiyel sunmakta. Hisse 2021T 3.1x FD/FAVÖK ve 7.9x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %26 ve %25 iskonto ile işlem görüyor.

Sektör Açıklamaları - Perakende - Ticaret

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					
BIMAS	70.30	42,686	89.00	85.50	27	AL	A	0.1	-15	27	68	64	2%	61%	4%	18.4	20.3	8.0	7.5	9.4	9.1	48%	38%	13%	10%
BIZIM	15.71	943	15.50	15.86	-1	SAT	A	-3.4	-18	9	44	1.7	1%	30%	2%	30.0	18.7	6.0	4.9	2.9	2.5	21%	29%	3%	3%
MGROS	40.76	7,380	53.00	50.00	30	AL	A	-2.8	-17	13	39	37			0%	-38.6	38.5	36.9	18.8	5.1	4.4	-73%	65%	-1%	1%
Ticari Mağazacılık																18.4	20.3	8.0	7.5	5.1	4.4	21%	38%	3%	3%

Bim (BIMAS.IS):

Pandemi dönemi Bim'in iş modeli 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 9 ayında %35 ciro büyümesi ile sektörde en hızlı mağaza açan ve en yüksek benzer mağaza büyümesi yakalayan BIM'in iş modeli gücünün 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. File operasyonlarında online satışların başlamasının uzun vadede büyümeyi destekleyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca yurtdışı operasyonlarda stratejik ortaklığa giderek lokalleşme stratejisini olumlu karşılıyor.

4Ç20'de güçlü büyüme ve karlılık trendinin devamını, 2021'de ise normalleşme bekliyoruz: 4Ç20'de zayıf bazın da katkısıyla güçlü benzer mağaza büyümesi ve devam eden hızlı mağaza açılış trendi sayesinde %35 ciro büyümesi öngörüyoruz. 2020 yılını Şirket'in öngörülerinin üst bandının hafif üzerinde %35 ciro büyümesi ve %8,8 FAVÖK marjı ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Ancak oldukça güçlü bir yılın ardından baz etkisi nedeniyle 2021 yılında büyümenin yavaşlayacağını (%17), FAVÖK marjının normalize olacağını ve (100 baz puan daralma) ve net karın sınırlı da olsa gerileyeceğini öngörüyoruz.

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Hisse 11.1x 2021T FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi) ile son 2 yıllık ortalamalarına 15% iskonto ile işlem görüyor. Cazip çarpanların yanısıra, 4Ç20'ye ilişkin olumlu beklentilerimiz, güçlü temettü tahminimiz (5% temettü verimi), pandemi ile mücadelede olası kısıtlamalardan olumlu etkilenecek olması gibi nedenlerden dolayı, güncel hedef değerimiz 89TL'ye göre %27 getiri potansiyeli 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 üründen oluşan 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 trafiğini de olumlu etkiliyor. Ayrıca bir çok platform ile online gıda perakende pazarının öncüsü olan Migros'un bu kanalın hızlı büyümesinden en çok yararlanan 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 büyümeye 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 ve online'ın toplam satışları içindeki payının %10'a yakınsadığını tahmin ettiğimiz 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.

Borçluluğun azalması ile birlikte çarpanların genişlemeye devam etmesini öngörüyoruz: Şirket ile ilgili en önemli risk unsuru olan euro bazlı borcun yarattığı kısa Fx pozisyonu yıl başındaki 325 milyon euro'dan Ekim itibari ile 42 milyon euro'ya geriledi. TL'de yılbaşından beri yaşanan ciddi değer kaybına rağmen toplam net borç pozisyonu ise 2,1 milyar TL'den 547milyon TL'ye geriledi. Güçlü operasyonel nakit akışı ile birlikte 770 milyon TL değerinde gayrimenkul satışından sağlanan nakit borçluluğun azalmasına yardımcı oldu ve Net borç/FAVÖK rasyosu 0,4x'e kadar geriledi. Şirket'in portföyünde önümüzdeki çeyreklerde satışı söz konusu olabilecek yaklaşık 600 milyon TL değerinde gayrimenkul bulunuyor. Borcun azalması ile kendi tarihsel ortalamalarına göre primli işlem gören Migros, 6,3x düzeltilmiş 2021T FD/FAVÖK (IFRS15 ve IFRS16 ya göre düzeltilmiş) ile Bim'e göre halen 40% iskonto ile işlem görüyor. Güncel hedef değerimiz 53TL'ye göre %30 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

BC Partners'in olası hisse satışını önemli bir risk olarak görmüyoruz: BC Partners'in 2019 Kasım'da 22,5TL fiyat ile son yaptığı %11,1'lik hisse satışı sonrası Migros'da sahiplik oranı %11,8'e düştü. Bu hisselerin piyasaya gelme olasılığı hisseyi orta vadede baskılamaya devam edecektir ancak kalan hisselerin halka açık hisselerle 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 sürdürülebilirliği 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: Gelirler, düşük marjlı sigara ve şeker hariç, yıl başından beri yıllık bazda %22 gibi oldukça güçlü büyüme gösterdi. Franchise operasyonlar ve perakende müşteri grubu büyümeyi destekleyen en önemli etkenler oldu. Yılın ilk dokuz ayında %73 büyüme ile toplam gelirlerdeki ağırlığı %15'e yakınsayan Franchise operasyonlarının mağaza açılışlarının yılın geri kalanında ve 2021'de de aynı hızla devam edeceğini öngörüyoruz. Ayrıca %35 gibi oldukça güçlü ciro artışı ile toplam satışlardaki payı %20'ye yakınsayan perakende segmentinin de 2021'de büyümeyi desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Pandemi sonrası HORECA segmentinin de toparlaması büyümeyi destekleyecek bir başka unsur olarak öne çıkıyor.

Yapılanma sonrası karlılık güçlü seyrini koruyor: İş modelinin yapılanması sonrası stratejik olarak daha karlı müşteri segmentlerine odaklanması sayesinde operasyonel karlılıkta önemli iyileşmeler yaşandı. Düzeltilmiş brüt kar marjı ve FAVÖK marjının (IFRS 15 etkisi düzeltilmiş) güçlü seyrinin yılın geri kalanında ve önümüzdeki yıl da devam etmesini öngörüyoruz.

Primli işlem görüyor olması nedeniyle SAT tavsiyemizi yineliyoruz: Bizim Toptan Temmuz'da gördüğü yüksek seviyelerden %30 gerilemesine rağmen halen 19x 2021T F/K ile sektördeki yüksek çarpanlardan biriyle işlem görüyor. Benzerlerine oranla primli işlem görüyor olması nedeniyle SAT tavsiyemizi yineliyoruz. Ayrıca yatırım harcamalarının beklenenden yüksek seyri nedeni ile nakit akışının görece zayıf kalacağı yönündeki beklentimiz nedeniyle çarpanların baskılanabileceğini düşünüyoruz.

Sektör Açıklamaları - Savunma

56

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			
ASELS	18.28	41,678	17.00	14.98	-7	TUT	A	7.2	-8.7	97	26	42	1%	11%	2%	10.0	10.2	2.4	2.0	12.5	9.8	27%	21%	15%	12%
Savunma Teknolojisi																10.0	10.2	2.4	2.0	12.5	9.8	27%	21%	15%	12%

Aselsan (ASELS.IS):

Güçlü büyüme, 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 önümüzdeki yıllarda sağlıklı bir ciro büyümesine işaret ediyor. 2021-2022 yıllarında dolar bazında yaklaşık %13 YBBO öngörüyoruz. Rekabet avantajı sayesinde benzer şirketlere göre yüksek olan FAVÖK marjını orta vadede koruyabileceğini öngörüyoruz. Ancak güçlü ciro gerçekleştirmelerinin bakiye sipariş büyüklüğünü kısa-orta vadede baskılayabileceğini düşünüyoruz.

Şirket'in 2020 öngörülerinin gerçekleşmesi zor görünüyor: Tedarik tarafında problemler ve ürün kabullerinde yaşanan gecikmelerden dolayı 9A20 ciro büyümesi %10 ile sınırlı kalırken Şirket'in 2020 yılı için %40-%50 bandında olan büyüme öngörüsünün oldukça altında gerçekleşti. Zayıf 9A20 gerçekleştirmelerinin ardından 2020 ciro büyümesi öngörümüzü %20'ye revize ediyoruz. Tahminimiz dolar bazında %4 daralmaya işaret ediyor. FAVÖK marjının, %20-%22 olarak açıklana olan Şirket öngörüsünün üst bandına yakın gerçekleşeceğini ve FAVÖK'ün yıllık bazda %20 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılında ise %30 ciro büyümesi ve %28 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz.

Yılın son çeyreği nakit akışı mevsimsellikten dolayı görece güçlü olabilir: 2017 yılından beri zayıf seyreden nakit akışı en önemli risk unsuru olmaya devam ediyor. 2017-2020 döneminde operasyonel nakit akışı marjının %3 ve serbest nakit akışı marjının -%11 olduğunu hatırlatmak isteriz. Güçlü büyüme sonucu artan işletme sermayesi ve avanslardaki düşüş nakit akışının zayıf olmasının temel nedenleri olarak öne çıkıyor. Genel olarak önümüzdeki dönemlerde de nakit akışındaki zayıf seyrin devamını bekliyoruz. Ancak yılın son çeyrekleri mevsimsel olarak nakit akışının güçlü olduğu çeyrekler olması nedeniyle 4Ç20'de nakit akışının güçlü olmasını bekliyoruz. 2017 yılından beri son çeyreklerde operasyonel nakit akışı marjının ortalama %42 olduğunu hatırlatmak isteriz.

Zayıf nakit akışı nedeni ile benzerlerine yüksek iskonto ile işlem görüyor: Hisse %50-50 ağırlıklandırılmış düzeltilmiş 2021T F/K (10,2x) ve 2021T FD/FAVÖK (9.6x), 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'a yakın primli işlem görüyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Madencilik

57

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					
KOZAL	78.00	11,895	90.57	101.49	16	AL	A	-0.7	-15	21	30	45	3%	30%	0%	5.7	5.7	1.5	1.2	2.9	3.1	31%	24%	28%	22%
Madencilik																5.7	5.7	1.5	1.2	2.9	3.1	31%	24%	28%	22%

Koza Altın (KOZAL.IS):

9A20'de güçlü altın fiyatı, satış hacmindeki yıllık bazda düşüşü telafi etti: Koza Altın'ın satışları, 9A20'de düşük altın tenörü ve pandemi kaynaklı vardiyalı çalışma uygulaması sebebiyle yıllık bazda %16 düşerek 196 bin ons (9A19: 234 bin ons) olan satış hacmine rağmen yıllık bazda %22 büyüme gösterdi. 9A20 satışlarındaki büyüme, büyük ölçüde yıllık bazda %27 büyüyerek ortalama 1,363\$/ons'tan 1,736\$/ons'a yükselen güçlü altın fiyatı ve aynı dönemde TL'nin dolara göre %19 değer kaybetmesi sayesinde oldu. TL'deki stabilizasyon ve 4Ç19'daki 110 bin onsluk yüksek satış hacmi nedeniyle yılın son çeyreğinde yıllık bazda büyümenin sınırlı kalacağını düşünüyoruz. 2020 yılında Koza Altın çeyreklik bazda ortalama yalnızca 70 bin ons altın satışı gerçekleştirdi. 2020 yılı için 270 bin onsluk satış hacmi beklentimizi koruyoruz.

Nakit maliyetlerdeki çeyreklik bazda iyileşme durdu: Koza Altın'ın bu yılki nakit maliyetleri düşük maden tenörü sebebiyle önemli ölçüde arttı. 9A20 nakit maliyetleri yıllık %32 büyüme ile 9M19'daki 453\$/ons'tan 595\$/ons'a yükseldi. 1Ç20'de 631\$/ons ile 2020'ye yüksek başlayan nakit maliyetler, 2Ç20'de TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi sonucu %10 iyileşmeyle 568\$/ons olurken, nakit maliyetlerdeki çeyreklik bazda iyileşme 3Ç20 nakit maliyetlerinin TL'deki önemli ölçüdeki değer kaybına rağmen çeyreklik bazda %2 artarak 580\$/ons'a yükselmesiyle sona erdi. Altın tenöründeki zayıflığın devam etmesi yönündeki beklentimiz ve TL'deki stabilizasyon sonucu 2020 için nakit maliyet tahminimizi 540\$/ons'tan 597\$/ons'a yükseltiyoruz.

Altın fiyatlarının görece güçlü kalmasını bekliyoruz: Piyasaların koronavirüs aşısındaki gelişmeleri olumlu karşılmasına karşın, dolardaki zayıflığı ve global ekonomideki toparlanmanın zaman alacağını göz önüne alarak altının güvenli liman niteliğini koruyacağı görüşündeyiz. Sonuç olarak, 2021T altın fiyatı beklentimizi 1,831\$/ons'tan 1,870\$/ons'a yükseltiyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Bu varsayımlar ve yeni makro tahminlerimiz ışığında, Koza Altın için hedef fiyatımızı hisse başına 101,5TL'den 90,6TL'ye revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımız %16'lık yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2021 tahminlerimize göre hisse, cazip 5,7x F/K ve 3,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu çarpanlar, şirketin uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %42 ve %38 iskontoğa işaret ediyor.

Değerlememiz için en önemli aşağı yönlü riskler nakit maliyetlerdeki zayıflığın devam etmesi ve altın fiyatlarının beklentimizin altında kalması olarak öne çıkıyor. Yeni rezervlerin, Mollakara'daki kaynaklarda yapılabilecek potansiyel bir yukarı yönlü revizyonun ve sahiplik sorununun çözülmesinin hisse performansı için önemli katalizörler olduğunu düşünüyoruz.

Koza Altın'ın değerlemesinde yaptığımız değişiklikleri takiben, Koza Anadolu Metal için hedef fiyatımızı 13,8TL'den 13,7TL'ye revize ediyor, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Koza Anadolu Metal için yeni hedef fiyatımız %1'lik yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. İpek Enerji'nin hedef fiyatını ise 10,3TL'den 10,1TL'ye revize ediyor, SAT tavsiyemizi koruyoruz. İpek Enerji için yeni hedef fiyatımız %16'lık aşağı yönlü potansiyele işaret ediyor. Koza Altın'a yatırım yapmak için bir alternatif olarak Koza Anadolu Metal'i İpek Enerji'ye tercih etmeye devam ediyoruz.

Sektör Açıklamaları - Petrol

59

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							
TUPRS	93.70	23,464	115.02	107.89	23	AL	A	23	4.8	74	49	39	9%	86%	-10%	-9.1	25.0	2.3	1.7	24.1	9.4	-22%	8%	-5%	2%				
PETKM	4.13	10,467	4.20	3.96	2	TUT	A	26	7.7	135	48	22	7%	66%	3%	15.2	10.3	1.8	1.6	10.4	8.1	13%	16%	5%	7%				
Petrol															3.1	17.6	2.0	1.7	17.3	8.8	-5%	12%	0%	4%					

Tüpraş (TUPRS.IS):

Ekim ayı ürün karlılıklarında toparlanma sinyalleri: Arz fazlası ve salgının devam eden etkileri nedeniyle Ağustos ve Eylül aylarında ürün marjlarında sınırlı kalan iyileşme, Ekim ayında hız kazandı. Jet yakıtı ürün karlılığı aylık bazda 3,8\$/v iyileşerek 0,5\$ olurken, Nisan ayından beri ilk kez pozitif tarafta yer aldı. Dizel karlılığı aylık bazda 1,9\$/v artarak 4,3\$/v'e yükseldi. Diğer taraftan Benzin ürün karlılığı aylık bazda 1,3\$/v düşerek 6,4\$/v'e gerilemesine rağmen pandeminin başından beri gözlemlenen en yüksek aylık verilerden biri oldu. Ürün marjları 2019 yılına göre halen baskı altında olsa da, Ekim ayında ürün marjlarında gözlemlendiğimiz genel iyileşmeyi olumlu buluyor ve önümüzdeki aylarda toparlanmanın devam etmesini bekliyoruz.

Ural, Brent'e göre primli işlem görmeye devam ediyor: Ural petrolü Ekim ayında Brent'e göre 0,3\$/v primli işlem gördü. Ağustos ayında 0,1\$/v'lik ve Eylül ayında 0,1\$/v'lik prim sonrası fiyat farkı, sınırlı da olsa Ural petrolü lehinde kalmaya devam etti. Tüpraş'ın aleyhinde olan bu duruma karşın, Tüpraş'ın Ural dışında farklı kaynaklardan ağır petrol tedariki yapabilmesi sayesinde Brent'e göre avantaj sağlamış olabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan önümüzdeki dönemde petrol talebi toparlanırken ağır petrol arzının artması fiyat farkını Tüpraş'ın lehine değiştirebilir. Önümüzdeki OPEC toplantısının bu açıdan önemli sonuçlar doğurabileceğini düşünüyor olmakla beraber, toplantıdan ağır petrol-brent fiyat farkını daraltacak yönde bir sonuç beklemiyoruz.

Olumlu stok etkisinin devam edeceğini öngörüyoruz: Tüpraş, yılın ilk yarısında gerçekleşen 2,0 milyar TL'lik stok zararının büyük bir kısmını 3Ç20'de yazdığı 1,4 milyar TL'lik stok karı ile telafi etmiş oldu. Petrol fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak, dördüncü çeyrekte olumlu stok etkisinin devam etmesini bekliyoruz.

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Bu varsayımlar dahilinde ve yeni makro tahminler ile birlikte, Tüpraş için hedef fiyatımızı hisse başı 108TL'den 115TL'ye yükselterek, AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %23'lük yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2021 tahminlerimize göre hisse, 9,4x FD/FAVÖK ve 25,0x F/K çarpanları ile işlem görüyor. Koronavirüs aşısı ile ilgili olumlu haberler ve normalleşme ile birlikte ürün talebindeki artışı en önemli katalizör olarak görüyor, ürün karlılıklarındaki iyileşmenin beklediğimizden yavaş gerçekleşmesini ise en önemli risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Petkim (PETKM.IS):

Ürün fiyatları ve talebindeki iyileşme devam ediyor: Mayıs ayında dibi vuran petrokimya ürünleri fiyat ve talebi toparlanmaya devam ediyor. Petrokimya ürün fiyatları 3Ç20'de Meksika Körfezi'ndeki kasırganın sevkiyatlarda kesinti yaratması ve ABD'deki etilen bazlı petrokimya tesislerinin toplam kapasitesinin %25'ini devre dışı bırakması ve Avrupa'daki tesislerde yaşanan planlı ve plansız bakım duruşları sebebiyle yaşanan arz kısıntıları sebebiyle yüksek seyretti. Arz sıkışıklığı sebebiyle, PVC fiyatı 9 yıllık zirvesine ulaşırken, paketlenme, medikal, otomotiv ve inşaat sektöründen gelen talebin de katkısıyla termoplastik ürün grubunun fiyatları genel anlamda olumlu etkilendi. Termoplastik ürün grubu 3Ç20'de gözlemlenen iyi performansın en önemli etkeni olsa da, aromatik ürün grubunda da iyileşme gözlemlendi. Arz kısıntılarının ürün fiyatları üzerindeki etkisi hariç tutulduğunda, önümüzdeki dönemde talep ve fiyatta daha yavaş bir hızda olsa da çeyreksel bazda iyileşme gözlemlenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ürün fiyatları için gösterge niteliğindeki etilen fiyatı 3Ç20'de geçen yılın aynı dönemine göre %28 aşağıda olsa da, çeyreksel bazda %43 iyileşme ile 689\$/ton olarak gerçekleşti (3Ç20: 483\$/ton, 3Ç19: 951\$/ton).

Ürün fiyatı-nafta makası etilen-nafta makasına kıyasla daha iyi karlılığa işaret ediyor: Petkim'in karlılığı için indikatör kabul edilen etilen-nafta makası, 3Ç20'de yıllık bazda %33 düşüş gösterse de çeyreksel bazda %26 iyileşerek ortalama 319\$/ton olarak gerçekleşti (2Ç20: 254\$/ton, 3Ç19: 478\$/ton). Petkim, nafta fiyatlarının görece sabit kalması ve özellikle termoplastik ürün grubunda (3Ç20 itibarıyla üretiminin %28'ini oluşturuyor) pandemiye dayanıklı iç talep ile güçlü fiyatlamaya sayesinde etilen-nafta makasının işaret ettiğinden daha yüksek bir karlılık yakalamayı başardı. Petrol fiyatlarında arz kaynaklı yeni bir fiyat şoku olmayacağı ve talepte pandemi kaynaklı problemlerin yaşanmayacağı varsayımıyla, petrol fiyatlarındaki iyileşmenin nafta fiyatlarında yükselişe yol açacağını ancak bu olumsuz etkinin güçlenen talebin etkisiyle yükselen ürün fiyatlarının gölgesinde kalacağını tahmin ediyoruz. Petkim'in 2020 FAVÖK beklentisini 175-200 milyon TL bandından 200 milyon TL üzerine çekmesi ile birlikte yılın son çeyreğinde operasyonel karlılığın 3Ç20'ye benzer gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

TUT tavsiyemizi koruyoruz: Yeni makro tahminlerimiz ışığında Petkim için hedef fiyatımızı hisse başına 4,20TL'ye güncelliyor, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %2 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Petrokimya ürün talebinde beklediğimizden hızlı gerçekleşebilecek bir toparlanma veya petrol fiyatlarını baskılayabilecek olası politik gelişmeler tahminlerimiz için en önemli yukarı yönlü risk faktörlerini olarak öne çıkmaktadır. 8,1x olan 2021T FD/FAVÖK çarpanı benzerlerine göre %23 iskontoya işaret ediyor.

Sektör Açıklamaları - Demir-Çelik

61

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							
EREGL	11.86	41,510	14.32	12.01	21	AL	A	18	0.5	32	48	60	8%	77%	6%	16.0	6.4	1.4	1.2	5.3	3.2	9%	20%	5%	12%				
KRDMD	5.18	4,042	6.04	3.69	17	AL	Y	56	33	156	91	21	9%	32%	0%	-150.3	8.0			6.5	4.1								
Demir Çelik															-67.1	7.2	1.4	1.2	5.9	3.7	9%	20%	5%	12%					

9A20'de Türkiye'nin çelik tüketimi yıllık bazda %14,9'luk artışla 21,9 milyon tona yükselirken, çelik üretimi ise 9A19'a göre %2,6 artarak 25,9 milyon ton oldu. Aynı zaman diliminde çelik ithalatı ise %8,9 artış göstererek 10,0 milyon tona yükseldi. 2019'da ve 9A20'de Avrupa Birliği'ne yapılan çelik ihracatı ise, korumacı politikalar sebebiyle sırasıyla %19,4 ve %24,9 düşüş gösterdi. Özellikle pandeminin başlangıç aşamasında uygulanan korumacı önlemlerin devam etmesi durumunda, sektörün ihracat payının düşeceğini öngörüyoruz. Ancak, 2021 yılında özellikle iç pazarda çelik talebinin güçlü olmasını bekliyoruz. TL'deki stabilizasyona rağmen, sektörel bazda artan satış hacminin, artan çelik fiyatlarının da yardımıyla satış gelirlerinde yıllık bazda büyümeyi destekleyeceği görüşündeyiz. Maliyet tarafında ise, demir cevheri fiyatları yıllık bazda artış göstermeye devam etti. 9A20 ortalama demir cevheri fiyatı, yıllık bazda %5 artarak 97\$/ton oldu (9A19: 92\$/ton). Pandemi kaynaklı sevkiyat problemleri ve Çin'in artan üretim hacmi nedeniyle yükselen talep sebebiyle demir cevheri fiyatı 100\$/ton'un üzerinde seyretmeye devam ediyor. Demir cevheri fiyatlarının 2021'in ilk yarısında marjları baskılamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Hurda fiyatlarındaki düşüşün ise yüksek demir cevheri maliyetlerinin küçük bir kısmını karşılayabileceğini öngörüyoruz. 2020'nin son çeyreğinde ve 2021'in ilk yarısında çelik fiyatlarının karlılığı belirleyen en önemli faktör olacağını düşünüyoruz.

Türkiye aleyhine ilave kota uygulamaları, çelik fiyatlarında beklediğimizden daha yavaş bir iyileşme ve demir cevheri fiyatlarındaki artış demir çelik sektörü için ana risk unsurlarını oluşturuyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Erdemir (EREGL.IS):

Çelik fiyatları yükselişte, satış hacmi 2019'a göre büyüme gösterecek: Sıcak haddelenmiş çelik (HRC) fiyatı, 3Ç20'de yıllık bazda %1 artışla 497\$/ton'a yükselerek pandeminin başından beri ilk kez çeyreklik ortalamalarda yıldan yıla büyüme gösterdi. Ayrıca, HRC fiyatı 3Ç20'de 2Ç20'ye göre çeyreklik bazda da %17 arttı (3Ç19 ortalaması: 494\$/ton, 2Ç20 ortalaması: 423\$/ton). HRC fiyatları Nisan ayından beri düzenli olarak yükselirken, artış Kasım ayında da devam ediyor. 563\$/ton'luk mevcut Kasım ayı ortalaması, 2019 yılındaki herhangi bir ayın ortalamasından daha yüksek seyrediyor. Erdemir'in konsolide satış hacminin yılın son çeyreğinde 2,3 milyon ton civarında olacağını tahmin ediyor ve yıl sonunda 8,5 milyon ton şirket hedefine ulaşarak 2019 satış hacmine göre %2 büyüme göstermesini bekliyoruz. TL'deki stabilizasyona rağmen, 4Ç20'de sıcak ve soğuk ürün (HRC ve CRC) talebindeki artış beklentimiz üzerine yıllık bazda artış göstereceğini düşündüğümüz satış hacmi ve 4Ç19'daki önemli ölçüde düşük çelik fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle Erdemir'in satış gelirlerinde yıllık bazda önemli büyüme kaydedeceğini öngörüyoruz. 2021 yılının ilk yarısında ise Erdemir'in yükselen çelik fiyat ve talebinden faydalanmaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2021 yılı için konsolide satış hacmi beklentimizi 8,7 milyon ton olarak belirledik. Çelik fiyatı beklentilerimizde yaptığımız yeni değişiklikler sonucu, 2020'de çelik fiyatlarının yıllık bazda yalnızca %2 düşeceğini ve 2021 yılında ise 2020'ye göre %17 artış göstereceğini öngörüyoruz.

Demir cevheri maliyetleri büyük ölçüde belli, karlılık çelik fiyatlarına bağlı: Erdemir'in ana maliyet kalemi olan demir cevheri, Kasım ayında da 120\$/ton seviyelerinde yüksek seyrediyor. Ancak, demir cevheri maliyetinin yaklaşık bir çeyreklik gecikmeyle yansması sebebiyle maliyet tarafı 2020'nin geri kalanı için büyük ölçüde belirlenmiş durumda. Bu nedenle, 4Ç20'de çelik fiyatlarının Şirket'in karlılığı için en önemli faktör olduğunu düşünüyoruz. 4Ç20 demir cevheri fiyatının ise, hem yıllık hem de çeyreklik bazda sırasıyla %23 ve %30 artacağını düşünüyoruz. 4Ç19'un yüksek demir cevheri fiyatları ve düşük çelik fiyatları ile baskılanan bir çeyrek olduğu göz önünde bulundurulduğunda, 4Ç20'de karlılıkta yıllık bazda önemli ölçüde iyileşme görüleceğini düşünüyoruz. Son tahminlerimize göre, ton başına FAVÖK'ün 2020'de yıllık bazda %5 azalarak 2019'daki 116\$/ton'dan 110\$/ton'a düşeceğini tahmin ediyor, 2021'de ise 2020'ye göre %46 artışla 160\$/ton olacağını düşünüyoruz. Hammaddede maliyetlerindeki artışın 2021 yılının ilk yarısında süreceğini öngörüyoruz.

Yüksek temettü potansiyeli önemli bir katalizör: 2021'de temettü ödemelerinde bir kısıtlama olmaması halinde, %6'lık temettü verimi ve %100'lük temettü dağıtım oranıyla 2021'de Erdemir'in yüksek temettü ödeyen şirketler arasında yer alacağını tahmin ediyoruz.

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Bu varsayımlar göz önüne alındığında ve yeni makro tahminlerimizle Erdemir için hedef fiyatımızı 12,0TL'den 14,3TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %21'lik yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2021 tahminlerimize göre Erdemir hisseleri 6,4x F/K ve 3,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu çarpanlar, şirketin yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %57 ve %55'lik iskontoya işaret ediyor. Değerlememiz için en önemli risk faktörleri, çelik fiyatlarında beklenenden yavaş bir iyileşme ve marjları baskılayan yüksek demir cevheri fiyatlarındaki artışın devam etmesi olarak öne çıkıyor.

Kardemir (KRDMD.IS):

Operasyonel karlılık talep artışından olumlu etkilendi: Kardemir'in çelik ihracatı yaptığı ABD, Çin gibi ülkelerde artan çelik talebi ve uzun çelik fiyatlarındaki olumlu görünüm, 3Ç20'de çeyreksel bazda Kardemir'in operasyonel karlılığına oldukça olumlu yansıdı. Ton başına FAVÖK, 2019 yılının en iyi çeyreğine yakın, yıllık bazda %57, çeyreksel bazda %68 artışla 74\$/ton olarak gerçekleşti. Fiyatlardaki iyileşmenin yılın son çeyreğinde ve 2021'in ilk yarısında devam etmesini bekliyor, yüksek talebin de etkisiyle Kardemir'in 3Ç20'de 597 bin ton olan satış hacminin yılın son çeyreğinde çeyreklik bazda hafif artışla 600 bin ton olmasını bekliyoruz. 4Ç20 tahminimiz, 2020 yılı için yıllık bazda %8 artış gösteren yaklaşık 2,4 milyon tonluk yıllık satış hacmine denk geliyor. 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla 2,4 milyon ve 2,6 milyon tonluk satış hacmi bekliyoruz.

Artan satış hacmi ve çelik fiyatlarının marjlara olumlu yansımaları bekliyoruz: Satış hacmi ve çelik fiyatlarında öngördüğümüz artışın, Kasım ayında 120\$/ton üzerinde seyreden ve 2021 yılının ilk yarısında da yükselmesini beklediğimiz demir cevheri fiyatı kaynaklı hammadde maliyetlerindeki artışı gölgede bırakacağını düşünüyoruz. Bu varsayımdan hareketle 2020 yılı için ortalama ton başına FAVÖK tahminimizi 56\$/ton'dan 70\$/ton seviyesine yükseltiyoruz. 2021 yılında ise ton başına FAVÖK'ün yıllık bazda %43'lük iyileşmeyle 100\$/ton'a ulaşmasını bekliyoruz.

Tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz: Bu varsayımlar dahilinde ve yeni makro tahminlerimiz ile, Kardemir için hedef fiyatımızı hisse başına 3,69TL'den 6,04TL'ye yükseltiyor, tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %17 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Hisse 2021 tahminlerimize göre yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %28 ve %35'lik iskontoya işaret eden 8,0x F/K ve 4,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. 2021'de sektör genelinde beklediğimiz talep artışının zayıf kalması, çelik fiyatlarındaki yükselişin durması ve hammadde fiyatlarının yükselmeye devam etmesi değerlememiz için en önemli risk unsurlarını oluşturuyor.

Sektör Açıklamaları - Çimento

64

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							
AKCNS	13.80	2,642	15.36	12.61	11	TUT	A	11	-5.5	2.2	20	22	7%	83%	3%	23.2	14.9	2.4	2.2	8.7	7.0	11%	15%	6%	9%				
OYAKC	8.11	9,406	4.55	3.41	-44	SAT	A	6.7	-9	15	27	2.5	11%	110%	2%	39.2	32.0	4.5	4.2	23.1	17.9	21%	14%	12%	8%				
Çimento															31.2	23.4	3.4	3.2	15.9	12.5	16%	15%	9%	8%					

Faiz oranlarındaki düşüşün konut satışları üzerinde yarattığı canlanma ve inşaat aktivitesinde meydana gelen artış, yurt içi çimento talebine olumlu katkı yaptı. Özellikle Haziran ayında, bekleyen talebin harekete geçmesi yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi çimento satışlarında ciddi bir ivmelenmeye neden oldu. Özellikle, altyapı projelerinin yoğunlukta olduğu Akdeniz ve İç Anadolu bölgelerinde inşaat faaliyetlerinin hız kazanması diğer bölgelere kıyasla daha güçlü bir talep büyümesine yol açtı. İyi hava koşulları nedeniyle iç talepteki toparlanmanın yılın son çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, 2020 yılı yurtiçi çimento talebi için daha önce öngördüğümüz %0-%5 daralma tahminimizi %5-%10 büyüme olarak değiştiriyoruz. 2021 yılı için ise %0-%5 arası bir büyüme tahmin ediyoruz. Faiz oranlarının yükseliş trendine girmiş olmasının talepte bir miktar durgunluğa neden olabileceğini düşünüyoruz. Talepteki hafif toparlanmaya rağmen yurtiçi çimento pazarındaki kapasite fazlası ve fiyat rekabeti şirketlerin geçmiş yıllarda enerji maliyetlerinde meydana gelen artışları fiyatlara yansıtmasını zorlaştırıyor. Bu nedenle zayıf arz/talep ve fiyat dinamiklerinin 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. TCMB'nin verilerine göre yılın ilk 7 ayında çimento ihracat hacimleri geçen yılın aynı dönemine kıyasla %42 klinker hacimleri ise %30 artış gösterdi. Pandemi nedeniyle ihracat siparişlerinde yılın ikinci çeyreğinde bir ertelenme yaşanmış olsa da rekabet avantajı nedeniyle ileriye dönük ihracat büyümesi üzerinde bir risk görmüyoruz. Maliyet tarafında, yılın ilk dokuz ayında pet kok ve kömür fiyatlarında meydana gelen düşüş elektrik fiyatlarında meydana gelen artışı fazlasıyla telafi etti. Fakat pet kok fiyatlarındaki yükseliş eğilimi ve kurdaki artışın, çimento üreticilerinin 4Ç20 ve 2021 marjları üzerinde baskı oluşturması bekleniyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Akçansa Çimento (AKCNS.IS):

Güçlü ihracat gelirleri ve faiz giderlerindeki düşüş ile birlikte Akçansa'nın 2020'de yıllık bazda satış gelirlerinde %1, FAVÖK rakamında %29, net kar rakamında ise %51 artış öngörüyoruz. Akçansa'nın 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 yeniden devreye girmesi nedeniyle yatırım harcamalarında bir artış gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda 2020 için 1x NetBorç/FAVÖK rasyosu hesaplıyoruz (2019: 1.3x). Akçansa'nın 2020 karından 2021'de 71 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %3 temettü verimine işaret ediyor.

TUT tavsiyemizi koruyoruz. Makro tahminlerimizde ve beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler sonrasında AKCNS için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 12.6TL'den 15.36TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %11 artış potansiyeli sunmakta. Sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse 2021T 7.0x FD/FAVÖK ve 14.9x F/K çarpanları ile tarihsel ortalamalarına göre sırasıyla %5 ve %7 iskonto ile işlem görüyor.

Riskler: Akçansa için; iç talepteki zayıflığın devam etmesi, dış pazardaki rekabetin artmasıyla ihracat gelirlerinin beklentimizin altında kalması ve döviz bazlı enerji fiyatlarındaki artış hisse performansını olumsuz etkileyecek risk faktörleri.

Oyak Çimento (OYAKC.IS):

Oyak Çimento yılın ilk dokuz ayında yıllık bazda %25 artış ile 1962 milyon TL ciro ve %76 artış ile 271 milyon TL FAVÖK ve %350 artış ile 160 milyon TL net kar açıkladı. Özellikle Oyak Çimento'nun faaliyet gösterdiği Akdeniz ve İç Anadolu bölgelerinde talebin geçen yıla göre oldukça kuvvetli seyretmesi, ihracat büyümesi, enerji maliyetlerindeki düşüş ve net döviz uzun pozisyonundan elde edilen güçlü kur farkı kazançları net karı destekleyen faktörler oldu. Şirket'in 2020 yılında 2731 mn TL ciro ve 425 mn TL FAVÖK kaydedeceğini öngörüyoruz. Oyak Çimento'nun 2020 karından 2021'de 180 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %2 temettü verimine işaret ediyor. 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 gösterdiği endeks üzeri performans göz önüne alındığında potansiyel sinerjilerin fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz.

Mevcut değerlemenin pahalı olduğunu düşünmeye devam ediyoruz: Güçlü 3Ç20 sonuçları sonrası beklentilerimizde meydana gelen değişiklikler ve makro tahminlerimizdeki güncellemeler (risksiz getiri oranı tahminimizde aşağı yönlü revizyon) ile OYAKC için hisse başına hedef fiyatımızı önceki 3.41TL'den 4.55TL'e yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız %44 düşüş potansiyeline işaret ettiğinden hisse için SAT tavsiyesi veriyoruz. Hisse 2021 tahminlerimize göre 18x FD/FAVÖK ve 32x F/K çarpanları ile yurt içi benzerlerine göre oldukça primli işlem görüyor.

Riskler: İç talep koşullarında beklenilenden hızlı bir toparlanma, döviz bazlı enerji maliyetlerinde anlamlı bir düşüş meydana gelmesi, birleşmenin yaratacağı sinerjilerin beklentilerimiz üzerinde gerçekleşmesi, hedef fiyatımız üzerindeki ana risk unsurlarıdır.

Sektör Açıklamaları - GYO

67

Fiyat ve Oranlar																									
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
															Tem.V.Tah.	F/K		PD/DD		FD/FAVÖK		ROE		Aktif Karlılığı	
EKGYO	2.08	7,904	2.56	2.39	23	AL	A	24	5.6	74	51	42	4%	27%	1%	8.5	3.6	0.6	0.5	8.8	4.3	7%	15%	4%	9%
ISGYO	2.10	2,013	2.22	1.92	6	TUT	A	13	-3.8	18	41	19	5%	19%	0%	13.5	6.4	0.5	0.5	17.9	15.7	4%	7%	3%	6%
TRGYO	3.77	3,770	4.15	3.69	10	TUT	A	2.5	-13	18	21	19	2%	7%	0%	11.5	5.3	0.4	0.4	16.1	14.5	4%	8%	2%	5%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları															11.5	5.3	0.5	0.5	16.1	14.5	4%	8%	3%	6%	

Haziran ayında kamu bankalarının konut kredi faizlerini aylık %0.64 seviyelerine kadar düşürmesi ve ardından başlatılan çekici satış kampanyaları ertelenmiş talebi tetikleyerek konut satışlarında bir canlanmaya neden oldu. Fakat, konut kredisi faizlerinin tekrar aylık %1.5 seviyelerine kadar yükselmesi ve talebin ciddi oranda öne çekilmiş olması nedeniyle Ağustos ayından itibaren konut satışlarında kademeli bir ivme kaybı yaşandı. Sonuç olarak, 2020 Eylül ayında ipotekli satışlar yıllık bazda %40, ilk satışlar ise yıllık bazda %20 düşüş gösterdi. Parasal sıkılaştırmanın devam edeceği beklentisi ve baz etkisi nedeniyle konut satışlarının önümüzdeki dönemde yavaşlayacağını düşünüyoruz. Konut talebi, piyasalardaki dalgalanmalara ve döviz hareketlerine karşı oldukça hassas kalmaya devam ediyor.

Salgın nedeniyle alınan sağlık önlemleri ve alışveriş alışkanlarında meydana gelen değişim ile birlikte ziyaretçi sayılarında meydana gelen düşüş alışveriş merkezlerinden elde edilen kira gelirlerini olumsuz etkilemeye devam ediyor. Yaklaşık iki ay kapalı kalan AVM'lerin, Mayıs ayı başından itibaren tekrar faaliyete geçmesiyle kira gelirlerinde hafif bir toparlanma yaşansa da kira indirimleri ya da mağaza ciroları üzerinden kira alınması uygulamaları nedeniyle kira gelirleri üzerindeki baskı devam ediyor. Bu süreçten, özellikle yeme-içme ve sinema alanlarından elde edilen gelirler olumsuz etkileniyor. Kira desteklerinin yılın geri kalanı ve 2021'in ilk çeyreğinde de büyük oranda devam etmesi söz konusu. Sosyal mesafenin belirli oranda korunmaya devam edilmesi nedeniyle ziyaretçi trafiğinin normale dönmesinin kademeli bir şekilde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. İkinci bir dalga etkisi düşünüldüğünde AVM portföyüne sahip GYO'ların kira gelirleri üzerindeki riskler devam ediyor.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Emlak GYO (EKGYO.IS):

Emlak Konut'un, özellikle Haziran ve Temmuz aylarındaki güçlü ön satış performansının nakit pozisyonu üzerinde beklenen pozitif etkiyi yaratması sonucu, düzeltilmiş net borç pozisyonu (RSM proje mevduatlarında biriken yüklenicilerin payı hariç), %36'lık düşüşle 2Ç20 sonundaki 4256 mn TL seviyesinden 3Ç20 sonunda 2717 mn TL seviyesine geriledi. Hatırlamak gerekirse Emlak Konut, tarihi düşük seviyeye düşen konut kredisi faiz oranları ve uzun ödeme vadeleri ile Haziran ayında başlattığı cazip satış kampanyası ile 2020 yılının 9 aylık sürecinde 8210 adet satıştan 10.35 milyar TL ön satış gelirin'e ulaşmıştı. Kampanyanın finansmanının büyük bir oranda bankalar tarafından yapılması nedeniyle Şirket nakit satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı geçen seneki %25-30 seviyelerinden %52'ye yükseldi. Emlak Konut'un mevcut net borç pozisyonunu ve yüksek ticari ve bilanço dışı alacakları dikkate alındığımızda 2020 yılsonu net borç pozisyonunun 2218 mn TL'ye gerileyeceğini düşünüyoruz.

Konut kredisi faizlerinin aylık %1.5 seviyelerine kadar yükselmesi Şirket'in ön satış performansı ve nakit üretimi üzerinde baskı oluşturuyor. Bu durumun, Şirket'in ön-satışları desteklemek adına yeniden vadeli satış yöntemlerine ağırlık vermesine yol açacağını düşünüyoruz. Diğer yandan, geçmiş yıllarda yapılan vadeli satışlardan kaynaklanan ticari ve bilanço dışı alacakların tahsili ve faiz giderlerindeki düşüşün nakit akışını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Şirket'in 3Ç20 sonu itibariyle yaklaşık 2 milyar TL tutarında bir yıl içerisinde tahsil edeceği ticari ve bilanço dışı alacağı bulunmakta.

Net borçta meydana gelmesi beklenen düşüş ve teslimler ile birlikte Şirket'in NAD'nin artacağını düşünüyoruz. Şu anki piyasa değerine göre hisse, tarihi ortalaması %42'in üzerinde, %60 NAD iskontosu ile işlem görüyor. Yeni 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 2.56 TL ile 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 %22 düşüş göstererek 594 mn TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Diğer yandan, salgın nedeniyle zayıf seyreden kira gelirleri, Haziran ve Temmuz aylarında rekor seviyelere inen konut kredisi faizlerinin etkilediği güçlü konut satış gelirleri ile telafi edilmekte. Özellikle 5. Levent Projesi'nin satış performansı güçlü seyretti. Şirket, projenin 2. Etabına önümüzdeki sene başlamayı planlanıyor. Makro tahminlerimizdeki güncellemeler ile birlikte hisse için hedef fiyatımızı hisse başı 3.69 TL'den 4.15 TL'ye yükseltiyoruz. Kira gelirlerindeki kayıp, yüksek borçluluk, döviz açık pozisyonu ve sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TRGYO için TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %57 iskonto ile işlem görmekte (tarihi ortalama iskonto: %58).

İş GYO (ISGYO.IS):

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 %16'lık düşüşle 207mn TL'ye gerileyeceğini öngörüyoruz. Güncel ziyaretçi sayısı ve iş hacmi dikkate alınarak; değişen oranlarda kira desteği ve indirimleri yıl sonuna kadar devam edecek. Konut tarafında ise, faiz oranlarında Haziran ve Temmuz aylarında meydana gelen düşüş sonrası konut satış performansı güçlü seyretti. Fakat faiz oranlarındaki artış ile birlikte Manzara Adalar ve Ege Perla projelerinin satış performanslarında ileriye dönük bir yavaşlama öngörüyoruz. 3Ç20 sonu itibari ile satış tamamlanma oranları Manzara Adalar projesinde %83, Ege Perla projesinde ise %81 seviyesinde. Şirket'in yakın vadede büyük ölçekli konut projesi yatırımı planı bulunmamakta. Net borç seviyesini göz önüne alarak Şirket'in 2020 yılı net karından temettü ödemesi gerçekleştirmesini beklemiyoruz. Revize ettiğimiz hedef fiyatımız hisse başına 2,22TL ile %7 yukarı potansiyel sunmakta. Sınırlı artış potansiyeli sebebiyle TUT tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, net aktif değerine göre %50 iskonto ile işlem görmekte. Geçmiş yıllar ortalama iskontosunu ise %59 seviyesinde.

Sektör Açıklamaları - Sağlık ve İlaç

70

Fiyat ve Oranlar																													
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ. ₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get. Pot. %	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem. V.	5Y Ort. Dağ. %	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021						
															Tem. V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı									
MPARK	19.40	4,036	23.33	21.04	20	AL	A	4.2	-11	16	33	60				78.4	19.5	14.3	8.3	6.4	5.5	20%	54%	1%	5%				
SELEC	10.68	6,632	12.79	11.00	20	AL	A	11	-5.4	7.7	15	46	2%	18%	2%	10.5	6.9	1.8	1.5	7.9	5.1	19%	24%	7%	8%				
Sağlık															44.5	13.2	8.1	4.9	7.2	5.3	19%	39%	4%	17%					

MLP Sağlık (MPARK.IS):

Salgınına karşı alınan sağlık önlemleri neticesinde, aciliyeti bulunmayan ameliyatların ve doktor ziyaretlerinin ertelenmesi, yılın üçüncü çeyreğinde de MLP Care'in hasta trafiğini olumsuz etkilemeye devam etti. Öte yandan; devletin Mart ayı başında SUT fiyatlarını yukarı revize etmesi, yoğunluk nedeniyle komplike ve uzmanlık gerektiren tedavi ve ameliyatların devlet hastanelerinden özellere kayması ile gelir kompozisyonunda meydana gelen olumlu değişiklik ve sıkı maliyet yönetimi sayesinde Şirket'in 3Ç20 satış gelirleri yıllık bazda %21, FAVÖK'ü ise %43 artış gösterdi. Ertelenmiş talep ile birlikte hasta sayılarında meydana gelen hafif toparlanma ve güçlü fiyat artışları ile yılın dördüncü çeyreğinin ciro bazında en güçlü çeyrek olması bekleniyor. Maliyet tarafında ise alınan maliyet azaltıcı önlemler sayesinde Şirket'in operasyonel karlılığını korumaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu beklentiler doğrultusunda, 2020 yılında Şirket'in 8% ciro büyümesi ve %23.8 FAVÖK marjı kaydetmesini bekliyoruz. 2021 için ise yıllık %25 ciro büyümesi ile %22.5 FAVÖK marjı öngörüyoruz. 2021'de medikal turizm gelirlerinin, düşük baz yılı etkisi, TL'deki değer kaybı ve görece daha yüksek karlılık nedeniyle büyümeye katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Şirket'in 2020 yılında portföyüne minimum düzeyde yatırım harcaması yaparak dâhil ettiği 3 yeni hastane 1 yıldan kısa süre içinde pozitif FAVÖK yaratır hale geldi. Şirket'in 2021 yılında aynı yatırım modeli ile 4 yeni hastane daha devralması bekleniyor.

AL tavsiyemiz devam ediyor: Güçlü 3Ç20 finansalları ve yeni makro tahminlerimiz ışığında MPARK için hedef fiyatımızı 20.1TL'den 23,3TL'ye revize ediyoruz. Yeni hedef fiyatımıza göre %20 artış potansiyeli sunan MPARK için AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Şirket'in hızlı büyüyen tamamlayıcı sigorta sektöründeki lider konumu ve düşük maliyetli yeni hastane yatırımları nedeniyle uzun vadeli büyüme potansiyeline inanmaya devam ediyoruz.

Riskler: Vaka sayılarının artması sonucu sokağa çıkma yasakları ve diğer tedbirlerin tekrar devreye sokulması sonucu hastane ziyaretlerinde azalma, sağlık turizmi gelirlerindeki iyileşmenin beklenenden uzun sürmesi Şirket'in karlılığı ve açık pozisyonu üzerindeki en önemli risk unsurları.

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: Kur tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar neticesinde 2021 yılı ilaç fiyatlarında artış beklentimizi %23'den %28'ye, 2022 yılı içinse %12'den %13'e revize ediyoruz. 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 11,0 TL'den 12,8 TL'ye çekiyoruz. Diğer yandan, özellikle TL'de değer kaybının yüksek olduğu yıllarda, ilaç fiyat artışlarına sınırlama geldiği veya EUR kuruna uygulanan iskontonun arttırıldığına gözlemlendiğini hatırlatmak isteriz. Mevcut fiyatlandırma mekanizmasında ortalama EUR kuruna uygulanan iskonto %40 seviyesinde. Örneğin bunun %45'e çıktığı bir senaryoda hedef fiyatımız %9 aşağı geliyor.

3Ç20 sonuçları beklentilerin altında kalsa da nakit akışı güçlü gerçekleşti: Selçuk Ecza, yılın üçüncü çeyreğinde, bizim 130 milyon TL ve piyasa tahmini 149 milyon TL'nin altında, 100mn TL net kar açıkladı ve yıllık bazda %21 düşüş gösterdi. Şirketin gelirleri, beklentilere paralel, yıllık bazda %17 artışla 5,20 milyar TL'ye yükseldi. İlaç fiyatlarında 19 Şubat itibarıyla yapılan %12,1'lik artış ve ürün kompozisyonundaki değişiklikler satış büyümesini destekledi. Bizim ve piyasa beklentisinin altında, 3Ç20 FAVÖK yıllık bazda %3 azalarak 125milyon TL olarak gerçekleşti (İş Yatırım: 158 milyon TL, Konsensus: 175 milyon TL). Düşen brüt marj ve operasyonel giderlerde meydana gelen yıllık %20'lik artış, operasyonel karlılığı olumsuz etkiledi. Böylece FAVÖK marjı yıllık %0,5 düşüşle %2,4'e geriledi. Şirketin faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı, sermayesi ihtiyacındaki düşüş nedeniyle 833 milyon TL oldu (3Ç19 operasyonel nakit akışı 129 milyon TL). Hatırlanacak olursa, işletme sermayesi 2Ç20'de şirketin operasyonel nakit akışı ticari borç günlerindeki azalmaya bağlı olarak ciddi bir düşüş göstermişti. Vadelerin 3Ç20'de normal seviyelerine geri döndüğünü görüyoruz. Bunlara bağlı olarak şirketin net nakit pozisyonu 3Ç20de 912 milyon TL'ye yükseldi (2Ç20 net nakit: 61 milyon TL, 3Ç19 net nakit: 589 milyon TL).

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 - Cam

72

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					
SISE	7.03	21,534	8.72	8.22	24	AL	A	12	-4.9	176	49	28	3%	25%	1%	12.1	10.1	1.3	1.2	7.1	5.5	12%	13%	4%	5%
Cam																12.1	10.1	1.3	1.2	7.1	5.5	12%	13%	4%	5%

Şişecam (SISE.IS):

Şişecam için hedef fiyatımızı, risksiz getiri oranları tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon sonucu 8.22 TL'den 8.72TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

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 %18 ve %25 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 endeksli kontratlar üzerinden) gecikmeli de olsa olumlu etkiliyor. Ek olarak, düşük fiyatlı LNG'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.

2021 yılında geride kalan iş kollarında toparlanma bekliyoruz: 2021 yılında, özellikle bu yıl geride kalan cam ev eşyası ve düz cam iş kollarındaki normalleşme ve ılımlı seyreden enerji maliyetleri nedeniyle Şişecam'ın FAVÖK'ünde yıllık ~%30'lik artış öngörüyoruz.

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) MSCI endeksine dahil edilmiş olması TL varlıklara artan yabancı ilgisinden olumlu etkilenmesini sağlayabilir. 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

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 - İletişim

74

Fiyat ve Oranlar										2021		2020		2021		2020		2021		2020		2021							
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort. Tem.V.	5Y Ort. Dağ.%	Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı	2020	2021							
TCELL	15.85	34,870	21.99	21.60	39	AL	A	1.5	-14	53	49	81	7%	116%	6%	8.2	6.8	1.7	1.5	3.6	3.1	22%	23%	9%	11%				
TTKOM	7.83	27,405	10.81	10.20	38	AL	A	14	-2.7	25	15	55	4%	70%	6%	8.1	5.9	2.3	1.8	3.6	3.1	31%	34%	8%	10%				
İletişim																8.2	6.4	2.0	1.6	3.6	3.1	27%	29%	9%	10%				

Turkcell (TCELL. IS):

Turkcell yönetimi 2020 hedeflerini yukarı yönlü revize etti.: Güçlü 9A20 gerçekleştirmeleri sonrası Turkcell 2020 satış büyüme hedefini %10-%12'den %14-15%'e, FAVÖK marjı beklentisini %40- %42'den %41-%42'ye, revize etti. Operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranı beklentisini ise %17-%19 aralığından %19'a yükseltti. 2020 öngörülerinde revizyon sonrasında, biz de büyüme tahminimizi %12,5'den %15'e, FAVÖK marjı beklentimizi %41,3'den %42'ye revize ediyoruz. Şirketin 2020 büyüme hedefinin ulaşılabilir olduğunu, FAVÖK marjı beklentisi ile ilgili risklerinse yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.

2021 yılında güçlü büyümenin devam etmesini bekliyoruz ancak Covid-19 dönemindeki maliyet tasarruflarının normalleşmesiyle FAVÖK marjında 0.5 puan daralma öngörüyoruz: Türkccl'in 2021 yılında, dolaşım gelirlerindeki normalleşme, enflasyon üzeri fiyat artışları, abone artışındaki pozitif trend ve uluslararası faaliyetlerin güçlü kalmaya devam eden katkısı nedeniyle %16 gelir artışı elde etmesini bekliyoruz. FAVÖK marjının ise bu yıl sağlanan faaliyet giderlerindeki tasarrufların normalleşmesiyle 0.6 puan gerilemesini bekliyoruz. Turkcell 2020'nin önemli bölümünde, birçok şirkette olduğu gibi kısmen evden çalışma uygulamasına geçmesi ve online işlemler kanalının artan kullanımı sayesinde faaliyet giderlerinde önemli tasarruf sağladı.

Türkiye Varlık Fonu'na hisse transferi gerçekleşti: Turkcell'in 21 Ekim'de gerçekleşen yıllık Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda, Türkiye Varlık Fonu'nun %26,2 pay ile hakim hissedar olmasını sağlayan ana sözleşme değişiklikleri kabul edildi. Türkiye Varlık Fonu, %15'i imtiyazlı hisseleriyle, Turkcell Yönetim Kurulu'ndaki 9 üyeden 5'ini belirleyecek. Turkcell'de ortaklık yapısının sadeleşmesinin orta vadede oldukça olumlu bir gelişme olduğunu düşünüyoruz.

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

Yeni hissedar yapılanmasında en büyük ikinci ortak olan IMTIS Holdings (Rus Alfa), Turkcell'in sermayesinin %5'ine karşılık gelen hisselerin satışını gerçekleştirdi: Turkcell'de ikinci büyük ortak haline gelen IMTIS Holding, 110 milyon adet Turkcell hissesinin (ödenmiş sermayenin %5'i) hızlandırılmış talep toplamaya yöntemiyle, 10.11.2020 tarihinde, 15,25 TL'den satışını gerçekleştirdi. Açıklanan fiyat Turkcell'in 09.11.2020 kapanış fiyatına %7 iskontoya işaret ediyor. 21 Ekim'de onaylanan hisse devri anlaşmasına göre, IMTIS'nin, hisse devrinin ardından ilk yılda, Turkcell'in sermayesinin %5,0'ine karşılık gelen kadar hisseyi satma hakkı vardı. Kalan %19,8'lik hisse ise 22 Ekim 2021 tarihine kadar satışa konu edilemeyecek.

Türk Telekom (TTKOM.IS):

2020 hedeflerinde yukarı yönlü revizyon: Beklentilerin üzerinde gerçekleşen güçlü 3Ç20 sonuçlarının ardından Şirket 2020 FAVÖK beklentisini 12,4 -12,6 milyar TL aralığından 13 milyar TL'ye, gelir büyümesi beklentisini ise %13'ten %16'ya ve yatırım harcaması öngörüsünü ise 6.4 milyar TL'den 6.6 milyar TL'ye yükseltti. Yatırım harcaması beklentisindeki artış daha çok TL'nin son zamanlardaki değer kaybından kaynaklandı. Şirket'in 2Ç20 sonuçlarını açıklamasından bu yana TL'de gerçekleşen %15'lik değer kaybı göz önüne alındığında yatırım bütçesindeki artışın sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in 2020 FAVÖK beklentisi 4Ç20 için yaklaşık %17'lik bir büyümeye işaret ediyor. Şu anki beklentilerimiz Şirketin güncel beklentileriyle uyumlu (2020T FAVÖK / Yatırım Harcaması: %12,95 / 6,5 milyar TL).

Sabit internet iş kolunda rekor abone kazanımı: Türk Telekom, sene başından bu yana 1,4 milyon yeni net sabit internet abone kazanımıyla halka arzından bu yana sağladığı açık ara en yüksek abone artışını gerçekleştirdi. Ek olarak, üst paketlere geçiş ve toplam satışlar içinde fiberin artan payı ile abone başına gelir artışı da yıllık bazda %14 oldu (halka arzdan beri en yüksek artış oranı). 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 etkileyen faktörler. Yeni müşteri kazanımınının 12-24 aylık kontratlar ile sağlandığı düşünüldüğünde, abone kazanımlarının ve ARPU artışının kalıcı olacağını düşünüyoruz. Ek olarak, Türkiye'de hane halkı sabit internet penetrasyonu %58 ile Avrupa ortalamasınının (%78) halen oldukça altında. Bu durum, Türk Telekom için yapısal bir büyüme dinamiği olmaya devam ediyor.

Mobil tarafta şirket temkinli duruşunu koruyor: Turkcell'in abone kazanımı tarafında daha agresif bir strateji izlemesi ve yılın 2. çeyreğinde fiyat artışlarını ertelemesi, Türk Telekom'un yılın ilk yarısında mobil taraftaki büyümesini olumsuz etkiledi. 3Ç20'de rekabetin ve fiziksel mobilitenin normalleşmesi sayesinde 1Y20'ye kıyasla hafif iyileşme gerçekleşse de yeni müşteri ediniminde fiyat rekabetinin yeniden hızlandığını gözlemleniyor. Dolayısıyla Şirket mobil abone başına elde ettiği gelir büyümesi konusunda temkinli. Operatörler arasında sektörün karlılığını etkileyecek bir fiyat rekabetinin, özellikle zayıf TL'nin yatırım harcamaları ve borçluluk üzerinde yarattığı baskı düşünüldüğünde rasyonel olmadığı görüşüdeyiz.

Kur riskine karşı daha dirençli bir bilanço: Şirket, 3Ç20 sonuçlarından sonra, mevcut hedge sözleşmelerinin 400 milyon dolarlık kısmını yeniden yapılandırıldığını duyurdu. Bu durum şirketin 3Ç20 bilançosundaki kur riskinde %25 düşüşe işaret ediyor. Ek olarak, şirket önümüzdeki 1 yıllık süreçte, piyasa koşullarına bağlı olarak, döviz açık pozisyonunun tamamını kapatmayı hedefliyor. TL'nin son dönemki değer kazancınının şirketin kur riskinin azaltması noktasında maliyet avantajı yaratacağını düşünüyoruz.

Sektör Açıklamaları - Kimyasal Ürün

77

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					
ALKİM	14.07	2,111	12.54	13.20	-11	TUT	A	-2	-16	17	44	21	5%	51%	5%	12.2	11.0	4.5	3.8	10.3	9.0	40%	38%	29%	26%
Kimya																12.2	11.0	4.5	3.8	10.3	9.0	40%	38%	29%	26%

Alkim (ALKİM. IS):

Yeni yatırım gündemde: Alkim, Ankara Çayırhan'daki sodyum sülfat üretim kapasitesini 210 bin tondan 390 bin tona çıkarmak için Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) raporuna başvurdu. 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 sodyum 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 arttırıcı olduğuna inanıyoruz. Alkim, kapasite artışı için yaklaşık 13 Milyon EUR yatırım öngörüyor ve yatırımın ÇED belgesinin alınmasını takiben on iki ay içerisinde bitirileceğini 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 yılı başında tamamlandığı ve %50 kapasite kullanımından 3 yıl içinde %100 kapasite kullanıma ulaştığı senaryoda mevcut hedef fiyatımıza %20'lik yukarı yönlü risk öngörüyoruz.

Potasyum sülfat yatırımının 2021 yılının ikinci yarısında devreye girmesini bekliyoruz: Şirketin diğer bir önemli yatırımı olan yıllık 50 bin ton üretim kapasiteli potasyum sülfat yatırımının Haziran 2021'de tamamlanıp üretime başlamasını 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 9A20'de %54 artışla 62mn TL oldu. 1Y20 FAVÖK marjı yıllık %8,0 artışla %21,4 oldu. Kâğıt iş kolunun oldukça güçlü performansı 9A20'de konsolide karlılığı destekleyen temel faktör oldu. Pandemi döneminde düşen girdi maliyetlerinin karlılık artışının temel sebebi olduğunu düşünüyoruz. Şirketin geçtiğimiz 4 yıllık ortalama FAVÖK marjı ise %15,4 seviyesinde. Dolayısıyla 2021 yılında marjlarda normalleşme öngörüyoruz. Projeksiyon döneminde ALKA için ortalama FAVÖK marjı öngörümüz %15,5 seviyesinde. Şirket 2021 tahminlerimize göre 7,7x 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 metodları uygulanarak verimli bir biçimde elde edilmesi. Potasyum ve magnezyum Acıgöl'de düşük yoğunlukta bulunduğundan dolayı elde edilebilecek potasyum sülfat ve magnezyum sülfatın miktarlarının da sınırlı olması bekleniyor. Şirket bu konuda herhangi bir öngörü paylaşmadı.

Sektör Açıklamaları - Mobilya

79

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					
YATAS	11.80	1,768	14.85	13.73	26	AL	A	33	13	6	57	27	1%	25%	2%	12.9	9.7	3.5	2.7	6.7	5.0	31%	32%	14%	16%
Mobilya															12.9	9.7	3.5	2.7	6.7	5.0	31%	32%	14%	16%	

Yataş (YATAS.IS):

3Ç20 rakamları oldukça güçlü gerçekleşti: YATAS 3Ç20’de, beklentilerin oldukça üzerinde, 70mn TL net kar açıkladı. Net satışlar, yıllık bazda %82 büyüme kaydetti. 2Ç20’de ertelenen talep, hızlanan mağaza açılışları, fiyat ayarlamaları ve pazar payı kazanımları, güçlü ciro büyümesinin arkasındaki ana etkenler olarak ön plana çıkıyor. 3Ç20 FAVÖK yıllık bazda 2,7 kat artarak 102mn TL’ye geriledi. Şirketin faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışı, nakit döngüsündeki iyileşme, güçlü FAVÖK yaratımı ve ertelenmiş gelirlerdeki artış ile birlikte 203 milyon TL’ye yükseldi (2Ç20 operasyonel nakit akışı: 25 milyon TL). Net borç ise (kira yükümlükleri dahil) 217mn TL’den 34mn TL’ye geriledi.

Yönetim 2021 yılında da güçlü büyümenin devam etmesini bekliyor: Yataş yönetimi 2021 yılında i) Divanev mağazalarının artan katkısı, normalleşme ile beraber ihracat satışlarındaki toparlama ve yılın 2. yarısındaki fiyat artışlarının olumlu etkisiyle, 2,0milyar TL satış gelirin e ulaşmayı hedefliyor. Mevcut tahminlerimiz şirketin beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu. Yataş’ın, tüketicinin beğenisine uygun kanıtlanmış ürün portföyü, iii) uluslararası pazarda artan etkinliği, iii) Türkiye’deki olumlu demografik dinamikler (küçülen hane halkı sayısı ve kısalan mobilya yenileme süresi) ve iv) gelenekselden modern kanala kayan mobilya talebi nedenleriyle iyi bir büyüme hikâyesi sunduğunu düşünüyoruz. Şirket için uzun vadeli FAVÖK marjı beklentimizi %15,5 (IFRS 16 hariç) olarak koruyoruz.

Riskler: i) Covid-19 vaka sayılarında sonbahar-kış döneminde olası hızlı artışın ekonominin bazı alanlarında ek kapanma önlemlerini beraberinde getirmesi. ii) Ekonomide yeni bir kapanma olmasa dahi vaka sayılarında 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.

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Teknoloji

80

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					
LOGO	108.90	2,723	128.98	112.30	18	AL	A	8.5	-7.5	2.2	66	54	2%	54%	1%	21.7	16.8	5.5	4.4	13.9	10.5	29%	29%	15%	16%
Teknoloji																21.7	16.8	5.5	4.4	13.9	10.5	29%	29%	15%	16%

Logo Yazılım (LOGO.IS):

Şirketin daha önce geri çektiği 2020 yılı beklentilerinin FAVÖK tarafında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz: Logo sene başında paylaştığı 2020 yılı öngörülerini 1Ç20 finansal sonuçlarının açıklaması sonrasında, Covid-19 kaynaklı belirsizlikler nedeniyle geri çekmişti. Şirket 3Ç20 sonuçlarının açıklanması sonrasında, yılın bitimine 2 ay kalmasına rağmen yeni 2020 yılı beklentileri paylaşmadı. Diğer yandan i) yılın ilk dokuz ayındaki güçlü sonuçlar, ii) çoğunluğu e-devlet hizmetlerinden oluşan ertelenmiş gelirlerin kademeli olarak IFRS finansallarına girecek olması ve ekonomik aktivedeki toparlanma sinyalleri 4Ç20 için güçlü sonuçlara işaret ediyor.

Yazılım sektörünün büyüme dinamiklerinden faydalanan kaliteli bir şirket: Yazılım sektörünün büyüme dinamiklerinden faydalanan Logo'nun, benzerlerine göre oldukça düşük yazılım penetrasyonuna sahip olan Türkiye'deki güçlü pazar konumunun iyi bir büyüme hikayesi sunduğuna inanıyoruz. Çoğunlukla büyük ölçekli şirketlere hizmet veren SAP ve Microsoft hariç bakıldığında, Logo'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 rekabet avantajları oluşturduğunu düşünüyoruz.

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

Öneri Durumu	
A	Aynı
Y	Yükseltildi
D	Düşürüldü

Sektör Açıklamaları - Tekstil

81

Fiyat ve Oranlar															2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021		
Hisse	Fiyat ₺	Piyasa Değ.₺	Hedef Fiyat ₺	Önceki HF	Get.Pot.%	Öneri	Öneri Durumu	1A TL Perf.	1A Rel. Perf.	ADV 3A	HAO%	Yabancı	5Y Ort.Tem.V.	5Y Ort.Dağ.%	Tem.V	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	ROE	Aktif Karlılığı					
MAVI	48.98	2,432	60.00	51.00	23	AL	A	23	5	7.8	73	74	1%	30%	0%	148.8	14.9	5.1	3.8	7.1	4.1	3%	29%	1%	7%
Tekstil Entegre																148.8	14.9	5.1	3.8	7.1	4.1	3%	29%	1%	7%

Mavi Giyim (MAVI.IS):

Şirketin 2020 beklentileri Covid-19 kaynaklı sınırlı hasara işaret ediyor: Mavi 2020 yılı için %11 (± %2) konsolide satış daralması, %16 (± %1,0) FAVÖK marjı, 4 yeni mağaza açılışı ve 10 mağazanın genişletilmesini ve UFRS 16 yükümlükleri hariç 0.1x net borç/FAVÖK oranı öngörüyor. Şirketin özellikle net borçta sınırlı artış beklentisi, 2020'deki zorlu faaliyet koşullarının oldukça iyi yönetildiğini gösteriyor. 2020 yılında Mavi'nin satışlarında i) perakende faaliyetlerindeki normalleşme ve ii) güçlü online satışlar nedeniyle %12'lik sınırlı bir daralma bekliyoruz. 2020 FAVÖK'ünde ise, yüksek sabit maliyetler nedeniyle %37'lik bir düşüş öngörüyoruz. 2021 yılında ise hızlı bir normalleşme beklemekle beraber, 2019 yılına göre %18 büyüme öngörüyoruz. FAVÖK marjında toparlanmanın ise 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.

Önemli gider kalemleri ve stoklar kontrol altında: Mavi daha önce açıklandığı üzere mağazaların kapalı olduğu sürede 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 6,2 milyon TL ek ücret desteği sağladı. 2Ç20 itibarıyla 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 oranlarından 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 da 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.

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

83

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	6.45	10.00	33,540	55%	5.72	0.56		14	-20.8%
AKGRT	24/04/2020	7.72	10.00	2,362	30%	5.33	1.99		10	-5.0%
ARCLK	27/11/2020	28.58	39.60	19,312	39%	8.28	1.49	5.17	13	
EREGL	29/09/2020	11.86	14.32	41,510	21%	16.02	1.35	5.31	13	6.2%
GARAN	31/05/2019	9.34	13.21	39,228	41%	5.44	0.64		14	-20.8%
KCHOL	14/08/2020	19.14	27.00	48,537	41%	4.43	1.05	7,2	13	3.2%
TCELL	19/12/2019	15.85	21.99	34,870	39%	8.23	1.66	3.58	13	-5.8%
YATAS	13/11/2020	11.8	14.85	1,768	26%	12.89	3.50	6.68	10	5.3%

AKBNK		AL	
Fiyat ₺	6.45	3A Hac.mn ₺	82.6
Hedef Fiyat ₺	10.00	Yılıçi Rel.	-32%
Getiri Pot.	55%	Yabancı	58%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	5,352	5,868	8,891
Net Faiz Geliri	15,713	19,115	20,934
Mevduat	224,055	276,918	306,608
Özsermaye	54,362	60,250	69,141
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	6.3	5.7	3.8
PD/DD	0.6	0.6	0.5
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	2.1	1.8	1.6
Özserm. Karlılık	11%	10%	14%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	10%	52%	28%
Özsermaye	11%	15%	13%
Net Faiz Geliri	22%	10%	14%
Mevduat	24%	11%	14%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-38%	-53%	
PD/DD	-38%	n.m	

Akbank

Yatırım Teması

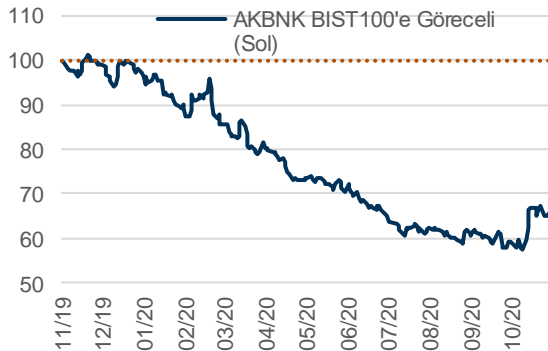
Bankanın seçici kredi büyüme stratejisinin yanında, kredi rekabetine çok fazla girmemiş olması ve verilen kredilerin kısa vadeli TL şirket kredilerinde yoğunlaşması yükselen faizlerden görece daha az etkilenmesine yol açacak. Ayrıca TÜFEX'in ilk dokuz ayda düşük enflasyon varsayımıyla değerlendirilmesi ve bunun muhtemelen sene sonunda yukarı revizyonu marjlar anlamında ek bir koruma sağlıyor. 2020 için bankanın net faiz marjının 10-20 baz puan aralığında artış göstermesini bekliyoruz. Bankanın muhafazakâr karşılık ayırma politikasının ikinci yarıda da devam edeceğini düşünüyoruz. Tüm sene için kredi risk maliyet tahminimiz 240 baz 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 kar tahminlerini %10 aşağı yönlü revize ederken 2021-24 tahminlerimizi bir miktar arttırdık. 2020 için kar artış beklentimiz %8 seviyesinde. Karşılıkların normalize olduğu ortamda bankanın öz kaynak karlılığının 2021-22 döneminde 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 yansıtacaktır.

Değerleme

2020 tahminlerine göre Akbank, 5,7x F/K ve 0,6x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan ülke emsallerine göre %38 iskontoya işaret ediyor.

Riskler

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



AKGRT		AL	
Fiyat ₺	7.72	3A Hac.mn ₺	2.3
Hedef Fiyat ₺	10.00	Yılıçi Rel.	21%
Getiri Pot.	30%	Yabancı	39%
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	6.4	5.3	4.8
PD/DD	2.6	2.0	1.6
Özserm. Karlılık	45%	42%	38%
Büyüme	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

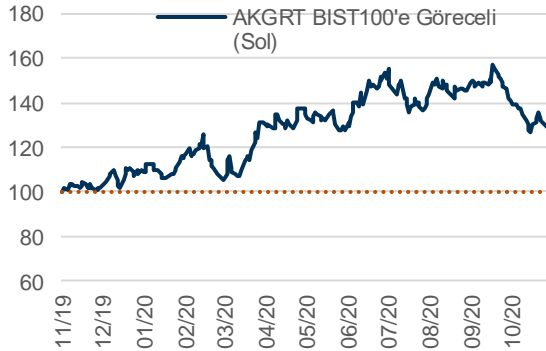
Aksigorta'nın 2020'de yıllık %45 kar artışı gerçekleştirip, öz kaynak karlılığını %40'lı seviyelerin üzerinde korumasını bekliyoruz. Üçüncü çeyrekte kombine oranları tarihi ortalamalara yakınsasa da şirketin teknik karlılığı sektör ortalamalarının oldukça üzerinde seyretmeye devam ediyor. Aksigorta'nın 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. Yükselen faiz ortamı da özellikle ilk dokuz ayda geçen seneye göre gerileyen yatırım portföy gelirlerini tekrar yükseliş patikasına sokup genel karlılığı destekleyecek.

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 aynı zamanda 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.



En Çok Önerilenler Listesi

ARCLK	AL		
Fiyat ₺	28.58	3A Hac.mn ₺	24.8
Hedef Fiyat ₺	39.60	Yılıçi Rel.	17%
Getiri Pot.	39%	Yabancı	65%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	925	2,332	1,875
Satışlar	31,942	39,551	48,231
FAVÖK	3,338	4,769	5,468
Net Borç	8,018	5,619	7,762
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	20.9	8.3	10.3
FD/FAVÖK	7.4	5.2	4.5
FD/Satışlar	0.77	0.62	0.51
Aktif Karlılık	3%	6%	4%
Özserm. Karlılık	10%	21%	14%
Net Borç/FAVÖK	2.40	1.18	1.42
Net Borç/Özserm.	0.83	0.43	0.56
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	152%	-20%	23%
FAVÖK	43%	15%	21%
Satışlar	24%	22%	20%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-60%	-42%	
FD/FAVÖK	-62%	-62%	

Arçelik

Yatırım Teması

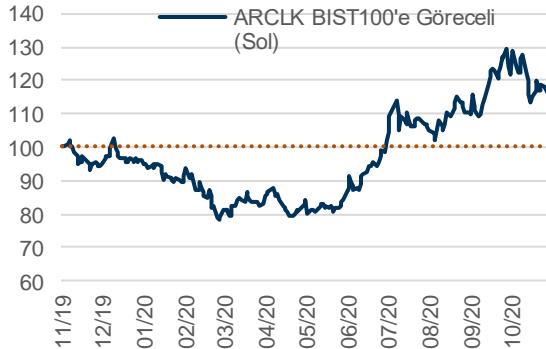
2021 yılında devam etmesi öngörülen pandemi koşulları nedeniyle evde geçirilecek zamanın artıyor olmasının ev ihtiyaçlarına olan talebi devam ettireceğini düşünüyoruz. Bu beklentiyle beyaz eşya iç pazarında orta - yüksek tek haneli büyüme, ihracatta ise orta tek haneli büyüme öngörüyoruz. Pandeminin alım gücünü vurduğu Avrupa'da A segmenti ürünlerden B segmenti ürünlere yönelme beklentisi, artan navlun maliyetleri ve Çinli rakiplerin teslimat sürelerinin uzaması sonucu Türkiye'nin Avrupa'ya coğrafi yakınlık avantajı nedenleriyle Arçelik'in Avrupa beyaz eşya pazarında pazar payını arttıracaklarını düşünüyoruz. 2021'de şirketin satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamında sırasıyla %22 ve %15 artış tahminimize rağmen, bir defaya mahsus gelirlerin olmaması ve kur farkı gelir tahminimizin olmaması nedeniyle net karda yıllık bazda %20 düşüş öngörüyoruz. Şirket yönetimi hali hazırdaki yüksek maliyetli TL kredi portföyünün (toplam borcun %33'ü) 2021'de çevrilmesinden fayda sağlayacağını düşünüyor. 2021'de hammadde maliyetlerindeki artış trendi ve güçlü baz yılı nedeniyle marjlarda gerileme bekliyoruz.

Değerleme

Arçelik'in 9A20'de güçlü FAVÖK performansı ve işletme sermayesindeki gerileme sonucu kuvvetli nakit yaratımını olumlu buluyoruz. İşletme sermayesi ihtiyacı/ciro ve faaliyet giderleri/ciro oranlarında 3Ç20'de tarihi en düşük seviyelerinin görülmesinin ardından önümüzdeki dönemlerde yükseliş olabileceğini düşünsek de oranların tarihsel ortalamalarının altında kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Hisse 2021T 4.5x Firma Değ./FAVÖK ve 10.3x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 7.3x ve 15.4x medyan çarpanlarına göre iskontolu işlem görüyor. %40 kar dağıtım oranı tahminimizle, Arçelik'in 2020 karından 2021'de 933 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz, %5 temettü verimine işaret ediyor.

Riskler

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



GARAN		AL	
Fiyat ₺	9.34	3A Hac.mn ₺	299.3
Hedef Fiyat ₺	13.21	Yılıçi Rel.	-29%
Getiri Pot.	41%	Yabancı	58%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	6,241	7,214	10,536
Net Faiz Geliri	19,027	23,353	28,608
Mevduat	248,751	322,952	357,059
Özsermaye	54,051	60,980	69,640
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	6.3	5.4	3.7
PD/DD	0.7	0.6	0.6
PD/Mevduat	n.a	n.a	n.a
PD/Net Faiz Geliri	2.1	1.7	1.4
Özserm. Karlılık	12%	13%	16%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	16%	46%	32%
Özsermaye	13%	14%	15%
Net Faiz Geliri	23%	23%	20%
Mevduat	30%	11%	19%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	-41%	-54%	
PD/DD	-28%	-24%	

Garanti Bankası

Yatırım Teması

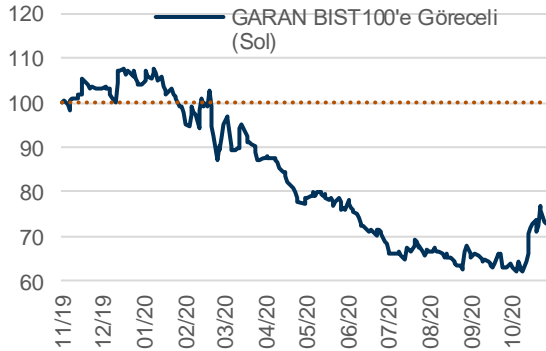
Bankanın güçlü marj yapısı özellikle bu ilk dokuz ayda swap fonlamanın yoğun olarak kullanılması ve mevduat tabanının özellikle maliyetsiz olan vadesiz mevduat tarafında büyümesiyle gerçekleşti. Garanti Bankası'nın net faiz marjının 2020'de yıllık 60 baz puan artmasını bekliyoruz. İlk dokuz ayda karşılık öncesi gelirlerin yıllık olarak %41 artması sonucunda Garanti önümüzdeki dönemde ekonomideki oluşabilecek olumsuzluklar için karşılık oranlarını önden yüklemeli olarak yükseltti. İkinci ve üçüncü gruplar için karşılık oranlarının ilk dokuz ayda 2019 yıl ortalamasına göre yaklaşık 400-500 baz puan aralığında arttığını görüyoruz. Bankanın bunun yanında kötü günler için saklanan 4,3 milyar TL düzeyinde serbest karşılığı da bulunuyor. Garanti Bankası'nın 2020 yılı karının 2019'a göre %17 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 Bankası hisseleri 5,4x F/K ve 0,6x F/DD çarpanları ile işlem görüyor. F/K çarpanı Gelişmekte olan Ülke emsallerine göre %41 iskontoya işaret ediyor.

Riskler

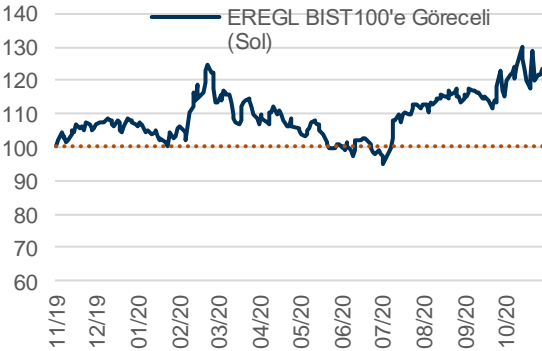
Banka ekonomik yavaşlama kanalından aktif kalitesi bozulması ve karlılık oynaklığı risklerine maruz.



En Çok Önerilenler Listesi

88

EREGL	AL		
Fiyat ₺	11.86	3A Hac.mn ₺	31.5
Hedef Fiyat ₺	14.32	Yılıçi Rel.	15%
Getiri Pot.	21%	Yabancı	60%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	3,317	2,591	6,501
Satışlar	27,465	33,652	46,333
FAVÖK	5,458	6,598	10,820
Net Borç	-2,990	-2,509	-6,301
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	12.5	16.0	6.4
FD/FAVÖK	6.4	5.3	3.2
FD/Satışlar	1.28	1.04	0.76
Aktif Karlılık	8%	5%	12%
Özserm. Karlılık	11%	9%	20%
Net Borç/FAVÖK	-0.55	-0.38	-0.58
Net Borç/Özserm.	-0.10	-0.08	-0.18
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	-22%	151%	n.m
FAVÖK	21%	64%	33%
Satışlar	23%	38%	22%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	4%	-57%	
FD/FAVÖK	-45%	-55%	



Erdemir

Yatırım Teması

Nisan ayından beri artmakta olan sıcak haddelenmiş çelik (HRC) fiyatları, Kasım ayında da yükselmeye devam ediyor. 563\$/ton'luk mevcut kasım ayı ortalaması, 2019 yılındaki herhangi bir ayın ortalamasından daha yüksek seyrediyor. Yönetim tarafından belirlenen 8,5 milyon tonluk satış hacmi beklentisine uygun olarak, Erdemir'in konsolide satış hacminin yılın son çeyreğinde 2,3 milyon ton civarında olacağını tahmin ediyoruz. Sıcak ve soğuk ürün talebinde beklediğimiz yükseliş nedeniyle 2021 yılı konsolide satış hacmi beklentimizi 8,7 milyon ton olarak belirledik. Maliyet tarafı ise, demir cevheri maliyetinin yaklaşık bir çeyreklik gecikmeyle yansması sebebiyle 2020'nin geri kalanı için büyük ölçüde belirlenmiş durumda. Hammadde maliyetlerindeki artışın 2021 yılında süreceğini öngörüyoruz. 2021 yılının ilk yarısında, Erdemir'in yükselen çelik fiyat ve talebinden faydalanmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Çelik fiyatı beklentilerimizde yaptığımız yeni değişiklikler sonucu, 2020'de çelik fiyatlarının yıllık bazda yalnızca %2 düşeceğini ve 2021 yılında ise 2020'ye göre %17 artış göstereceğini öngörüyoruz. Son tahminlerimize göre, ton başına FAVÖK'ün 2020'de yıllık bazda %5 azalarak 2019'daki 116\$/ton'dan 110\$/ton'a düşeceğini tahmin ediyor, 2021'de ise 2020'ye göre %46 artışla 160\$/ton olacağını düşünüyoruz.

Değerleme

Erdemir için hedef fiyatımızı 12,0TL'den 14,3TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %21'lik yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. 2021 tahminlerimize göre Erdemir hisseleri 6,4x F/K ve 3,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu çarpanlar, şirketin yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %57 ve %55'lik iskontoya işaret ediyor.

Riskler

En önemli risk faktörleri, çelik fiyatlarında beklenenden yavaş bir iyileşme ve marjları baskılayan yüksek demir cevheri fiyatlarındaki artışın devam etmesi olarak öne çıkıyor.

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

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

KCHOL		AL	
Fiyat ₺	19.14	3A Hac.mn ₺	37.2
Hedef Fiyat ₺	27.00	Yılıçi Rel.	-18%
Getiri Pot.	41%	Yabancı	72%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	4,391	10,968	9,467
FAVÖK	10,696	23,755	29,595
Aktif Toplamı	151,344	166,143	203,038
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	11.1	4.4	5.1
PD/DD	1.3	1.0	0.9
Özserm. Karlılık	13%	27%	19%
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	150%	-14%	44%
Özsermaye	27%	15%	21%
Aktif Toplamı	10%	22%	15%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K			
FD/FAVÖK			

Koç Holding

Yatırım Teması

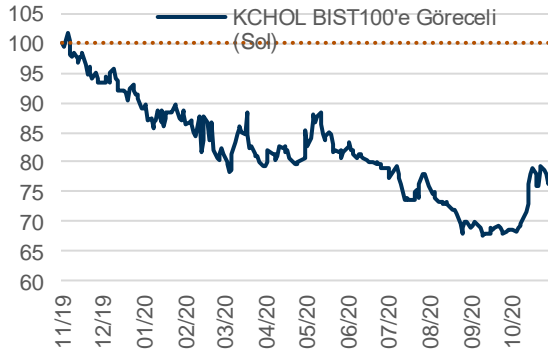
Holding'in portföyünde halka açık iştiraklerin payının yüksek olması (halka açık + nakit: %90) nedeni ile portföyün şeffaf olması, risklerin coğrafya, sektör ve iştirak bazında çeşitlendirilmiş olması, güçlü solo nakit pozisyonu, iştiraklerinden yüksek temettü potansiyeli, dolar bazlı gelirlerin ağırlığının yüksek olması, önemli bir kur riski taşımayan olması ve cazip değerlendirilmesinden dolayı KCHOL hissesini beğenmeye ve en çok önerdiğimiz hisseler listesinde tutmaya devam ediyoruz.

Değerleme

En çok önerilenler listemize eklediğimiz 14 Ağustos'dan beri %29 yükselen ve endeksi %4 oranında yenen hissenin NAD iskontosu, güçlü performansa rağmen halen cazip seviyelerde. Aşırı ile ilgili olumlu haberlerin önemli iş kollarından biri olan Tüpraş'ın operasyonlarına ilişkin endişeleri azaltması ve son dönemde para politikasına ilişkin piyasa dostu mesajlar ile güçlü performans gösteren Yapı Kredi Bankası net aktif değerinin büyümesini sağladı. Yabancı girişinin de etkisi ile portföyünden daha güçlü performans gösteren hissenin iskontosu gördüğü en tepe noktasından yaklaşık %6 aşağı gelmesine rağmen halen %28 seviyesinde ve oldukça cazip. Hissenin 1-yıllık ve 3-yıllık ortalama NAD iskentoları ise sırasıyla %14 ve %10 seviyesinde bulunuyor. Hisse ayrıca halen portföyünün %90'ından fazlasını oluşturan halka açık iştiraklerinden oluşan NAD'ine göre %18 iskonto ile işlem görüyorken geçmiş 1-yıl ve 3-yıllık dönemlerde ortalama %3 ve %6 primli işlem gördüğünü hatırlatmak isteriz. İskonto oranlarının geldiği seviyeler holding hissesinin iştirak hisselerinden daha cazip olduğuna işaret ediyor.

Hedef değerimizi 27TL'ye %41 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz.

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



En Çok Önerilenler Listesi

90

TCELL		AL		
Fiyat ₺	15.85	3A Hac.mn ₺	53.2	
Hedef Fiyat ₺	21.99	Yılıçi Rel.	-2%	
Getiri Pot.	39%	Yabancı	81%	
Mutlak Değer ₺		2019G	2020T	2021T
Net Kar	3,246	4,236	5,125	
Satışlar	23,996	28,835	33,375	
FAVÖK	10,745	12,140	13,867	
Net Borç	9,716	8,269	6,541	
Oranlar		2019G	2020T	2021T
F/K	10.7	8.2	6.8	
FD/FAVÖK	4.0	3.6	3.1	
FD/Satışlar	1.81	1.51	1.30	
Aktif Karlılık	7%	9%	11%	
Özserm. Karlılık	19%	22%	23%	
Net Borç/FAVÖK	0.90	0.68	0.47	
Net Borç/Özserm.	0.54	0.39	0.27	
Büyümler		20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	30%	21%	22%	
FAVÖK	13%	14%	13%	
Satışlar	20%	16%	16%	
Yurtdışı İskonto		2020	2021	
F/K		-31%	-40%	
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 (9A20: net borç/FAVÖK:0,8x) ve kısa vadede döviz açık pozisyonu bulunmayan bilançosunun, şirketi bu dönemde öne çıkaracağını düşünüyoruz.

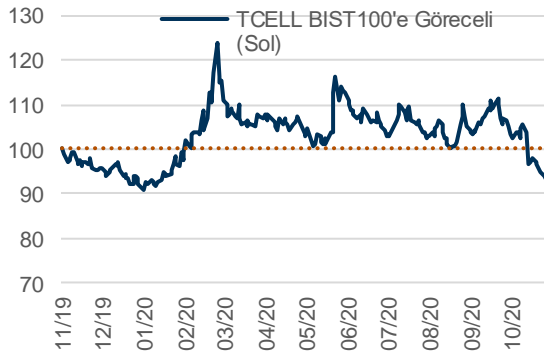
Turkcell bünyesinde, Super Online, Global Tower, Financell, Paycell gibi değerli bir çok şirket mevcut. Bu şirketlerin halka arz ya da başka bir stratejik ortaklık kapsamında değerlendirilmesinin, Turkcell'de önemli değer artışı yarabileceğini düşünüyoruz. TVF'nin hâkim ortak olması sonrasında, bu varlıkların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

Değerleme

2020 tahminlerimize göre Turkcell 6,7x F/K ve 3,1x FD/FAVÖK çarpanları ile benzer şirketlere göre sırası ile %24 ve %43 iskonto ile işlem görüyor.

Riskler

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



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

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

En Çok Önerilenler Listesi

91

YATAS		AL	
Fiyat ₺	11.80	3A Hac.mn ₺	5.9
Hedef Fiyat ₺	14.85	Yılıçi Rel.	37%
Getiri Pot.	26%	Yabancı	25%
Mutlak Değer ₺	2019G	2020T	2021T
Net Kar	86	137	182
Satışlar	1,167	1,590	2,001
FAVÖK	205	270	357
Net Borç	183	94	113
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	20.5	12.9	9.7
FD/FAVÖK	8.8	6.7	5.0
FD/Satışlar	1.54	1.13	0.90
Aktif Karlılık	10%	14%	16%
Özserm. Karlılık	25%	31%	32%
Net Borç/FAVÖK	0.90	0.35	0.32
Net Borç/Özserm.	0.47	0.19	0.17
Büyümler	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	59%	32%	40%
FAVÖK	32%	32%	29%
Satışlar	36%	26%	29%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	2021
F/K	n.m	n.m	n.m
FD/FAVÖK	n.m	n.m	n.m

Yataş

Yatırım Teması

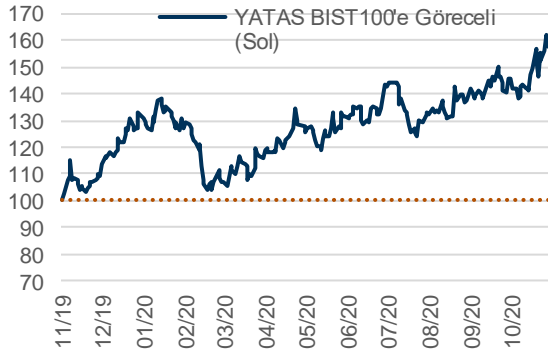
Yataş'ın, i) tüketicinin beğenisine uygun kanıtlanmış ürün portföyü, ii) uluslararası pazarda artan etkinliği, iii) Türkiye'deki olumlu demografik dinamikler (küçülen hane halkı sayısı ve kısalan mobilya yenileme süresi) ve iv) gelenekselden modern kanala kayan mobilya talebi nedenleriyle iyi bir büyüme hikâyesi sunduğunu düşünüyoruz. Yataş yönetimi 2021 yılında Divanev mağazalarının artan katkısı, normalleşme ile beraber ihracat satışlarındaki toparlama ve yılın 2. yarısındaki fiyat artışlarının olumlu etkisiyle, 2,0 milyar TL satış gelirin'e ulaşmayı hedefliyor. Mevcut tahminlerimiz şirketin beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu.

Değerleme

Şirket 2021T 5,0x FD/FAVÖK ve 9,5x F/K oranlarına göre uluslararası benzer şirketlere kıyasla 32% ve 30% iskonto ile işlem görüyor.

Riskler

i) Covid-19 vaka sayılarında kış döneminde olası hızlı artışın ekonominin bazı alanlarında ek 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.



***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

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

***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

Yatırım Özeti

Hedef Fiyat Değişiklikleri

Sektör Açıklamaları

En Çok Önerilen Hisseler

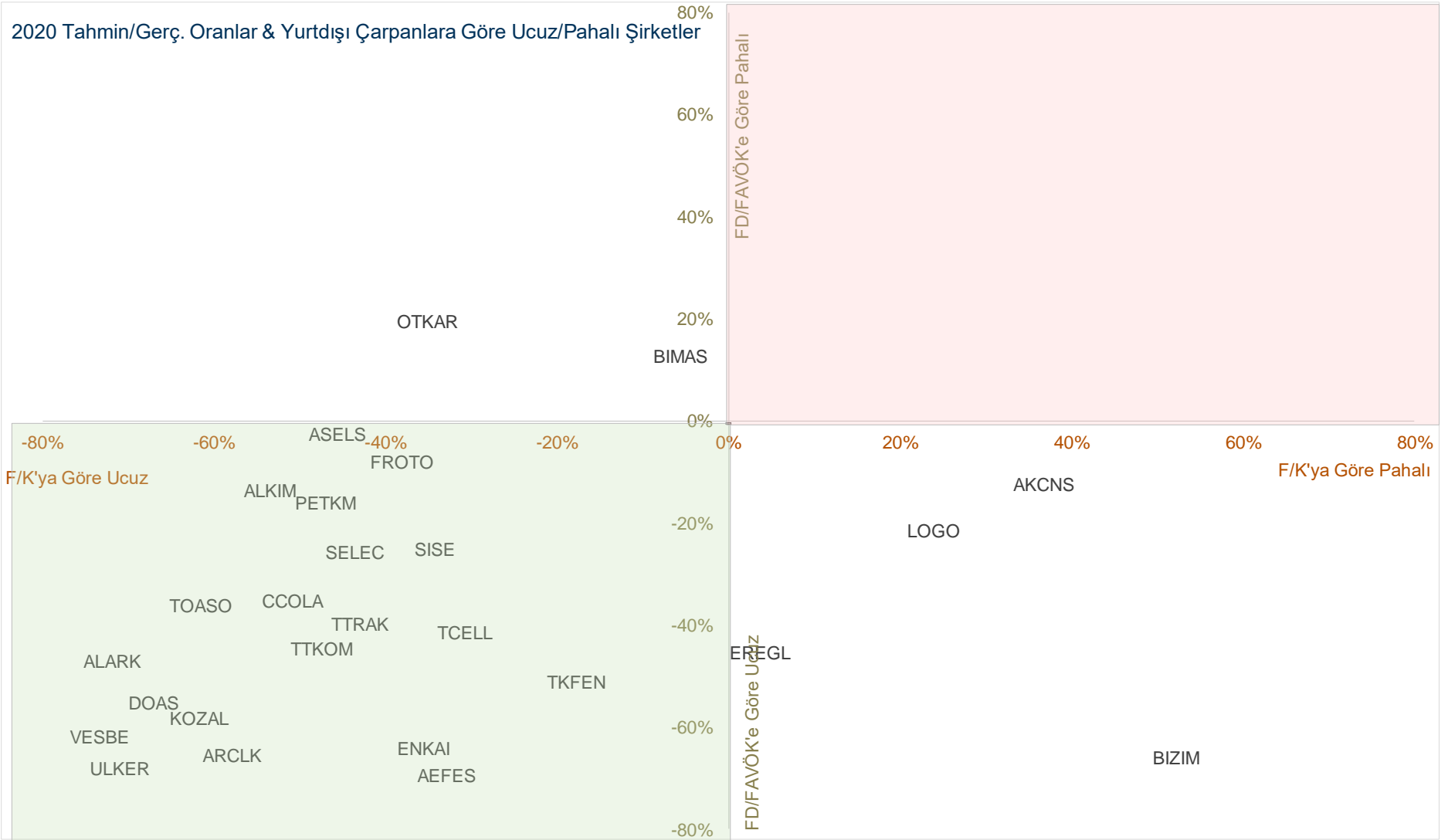
Takip Listesi

► **BIST Grafik & Veriler**

Portföy Getirileri

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

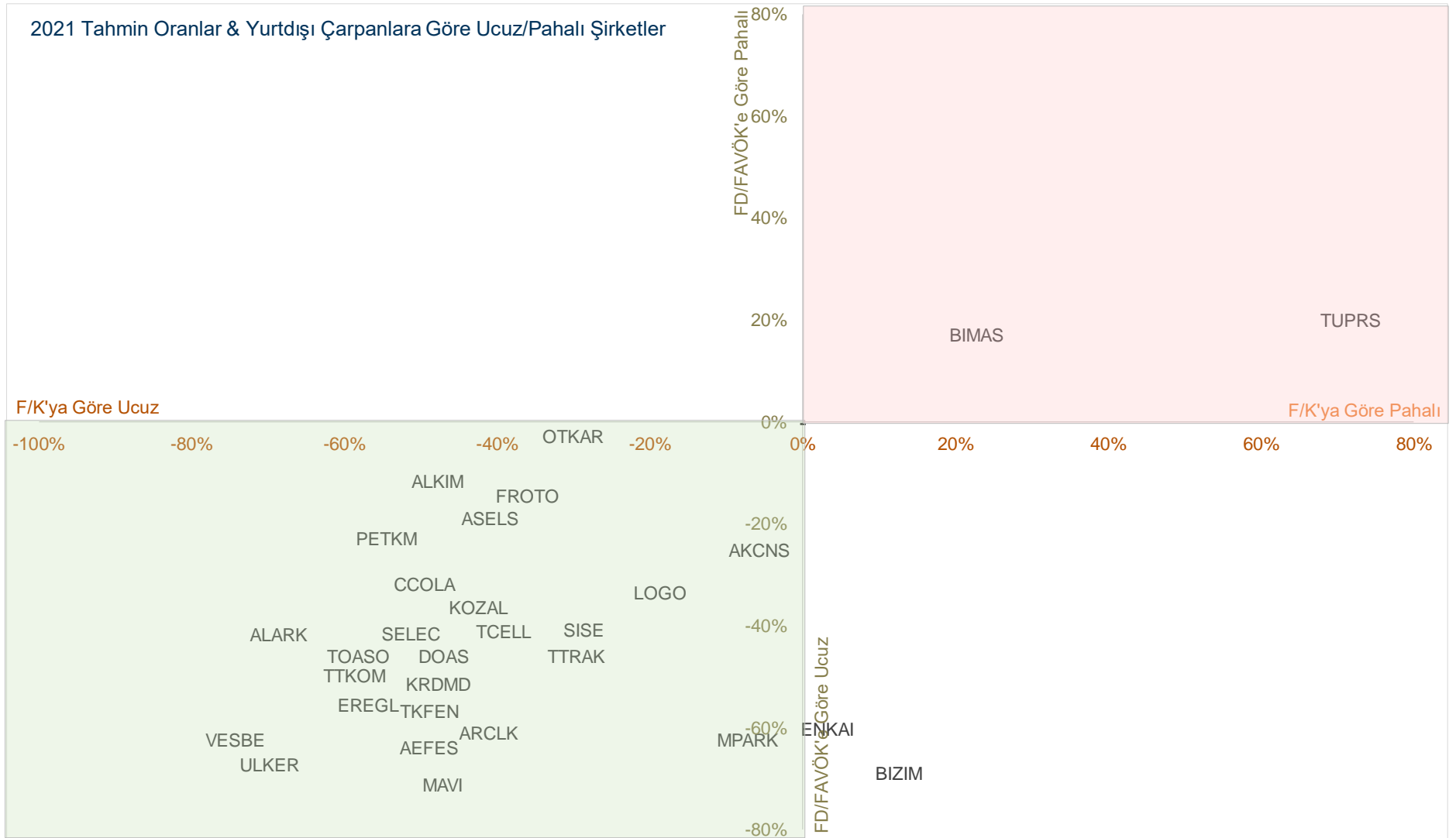
97



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>

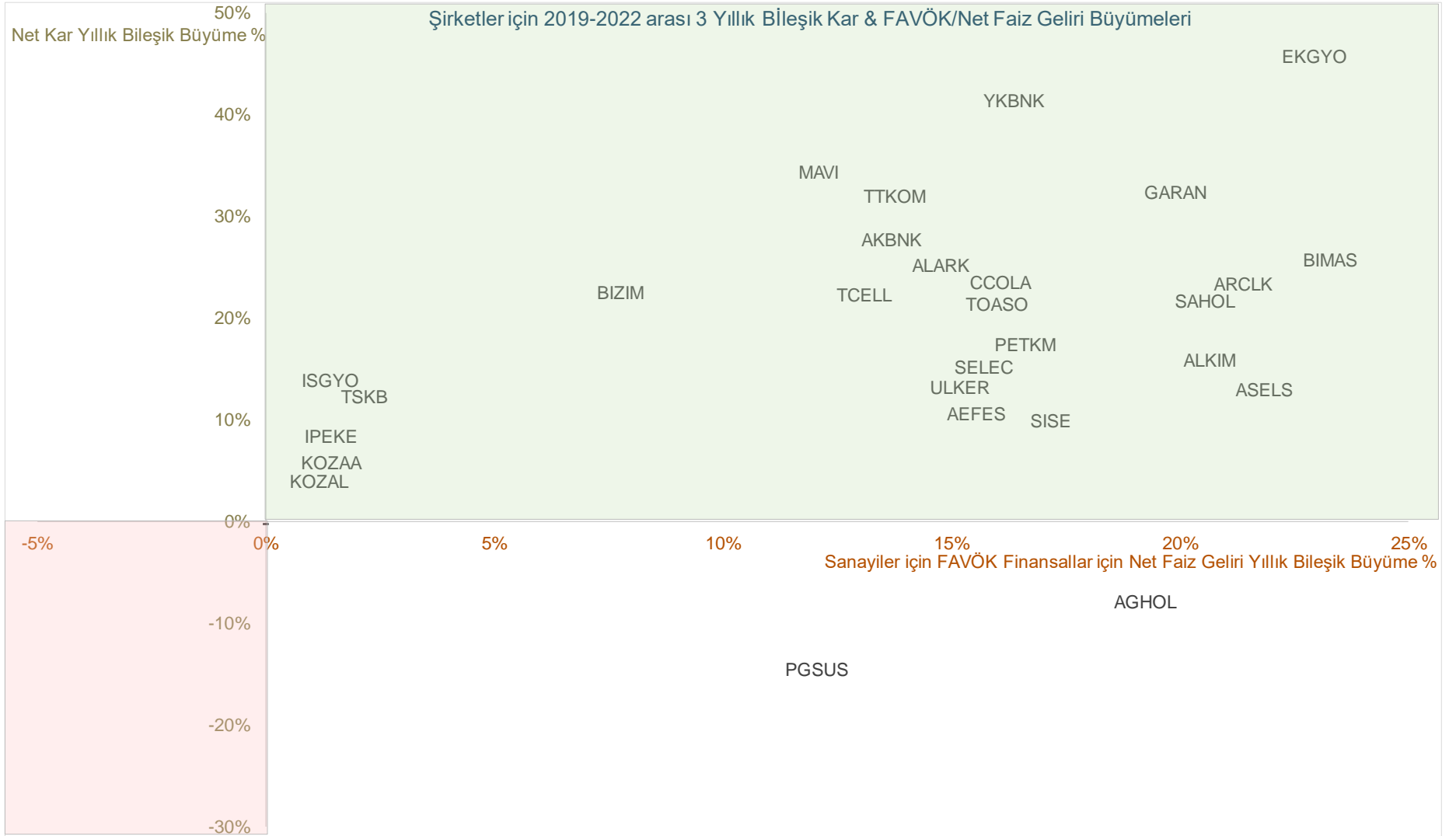
BIST Grafikler - Yurtdışı Çarpanlara Göre Prim/İskonto (2021)



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>

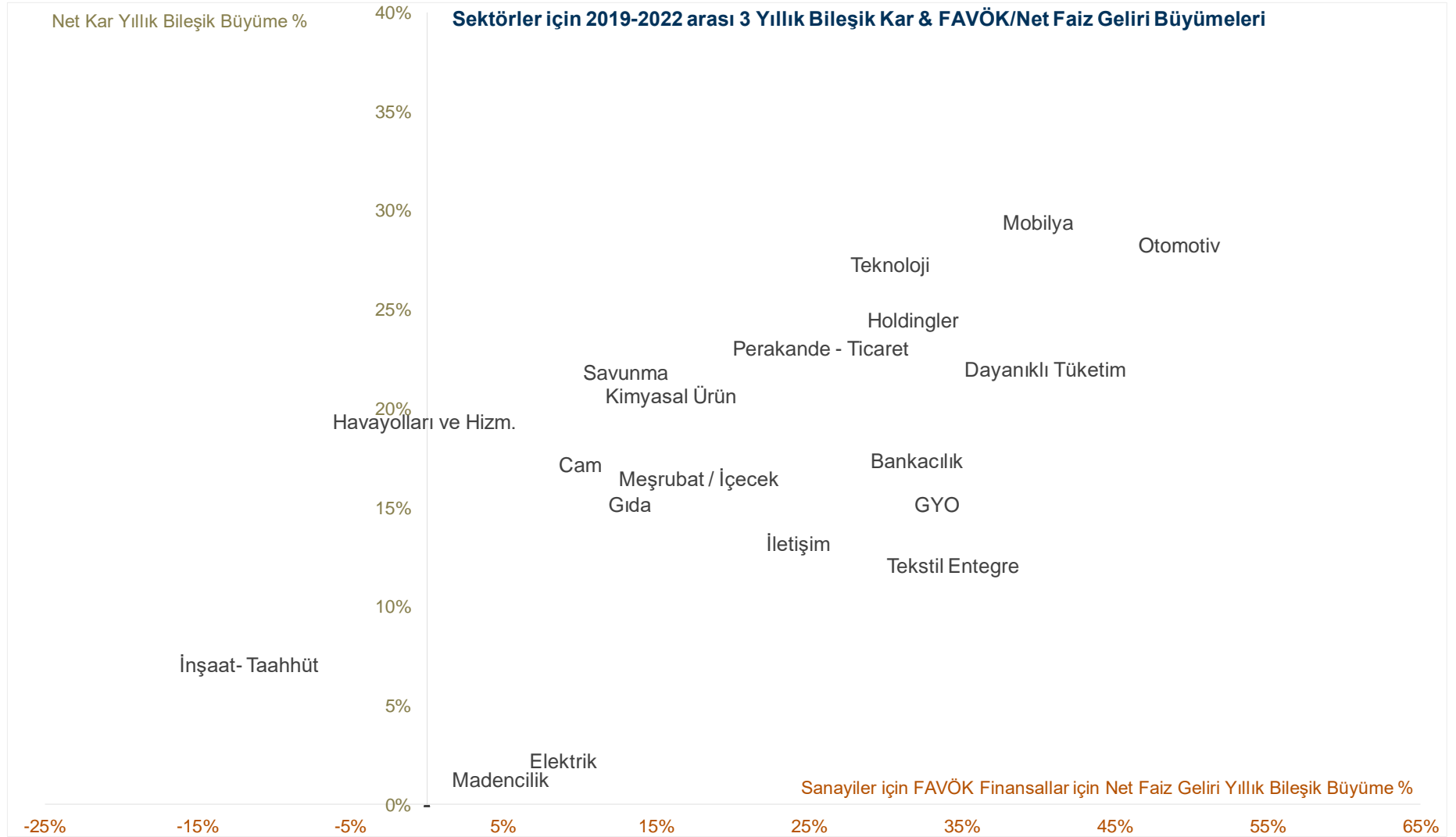
BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T) 99



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>

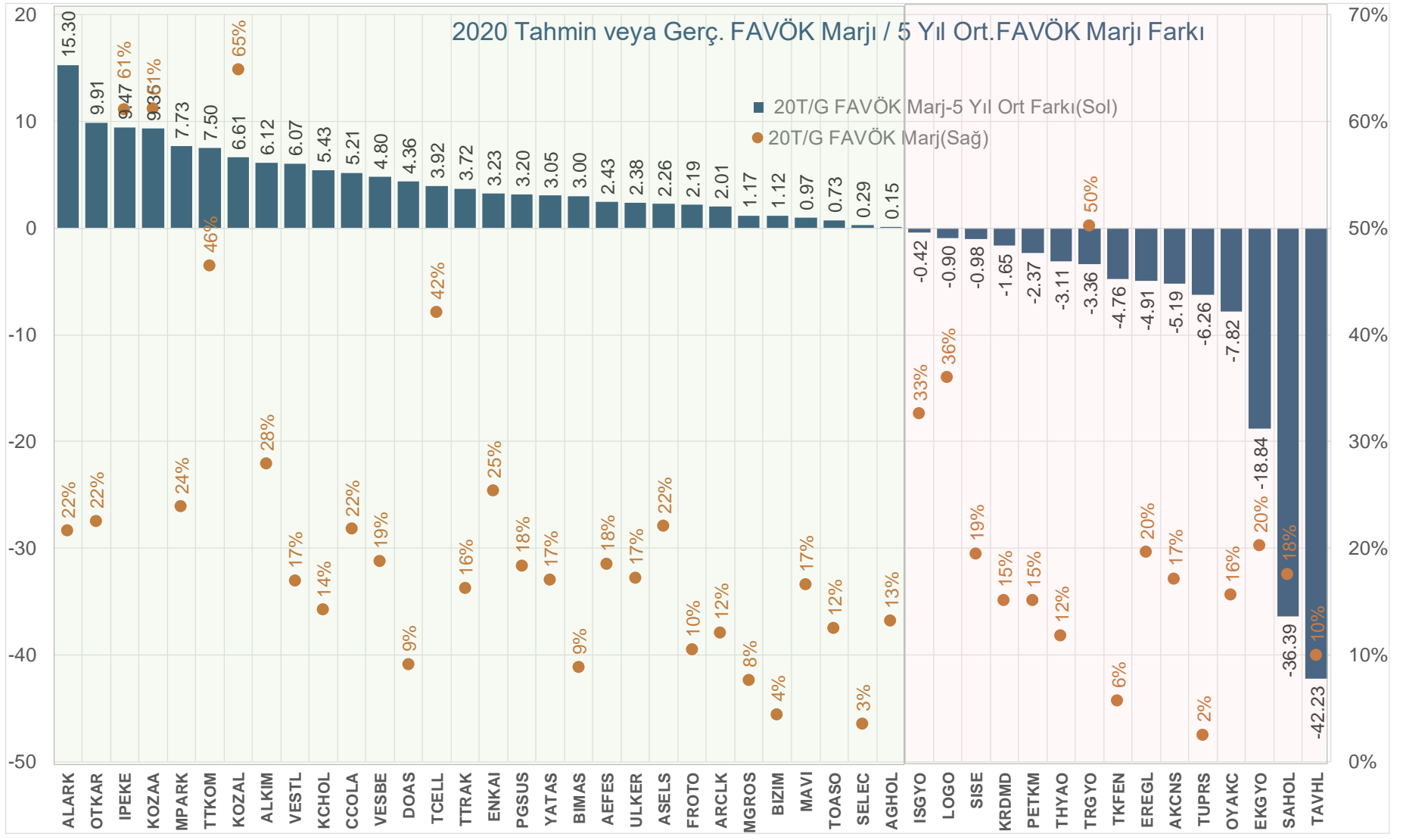
BIST Grafikler – Net Kar, Net Faiz Geliri, FAVÖK Yıllık Bileşik Büy.(2019G-2022T) 100



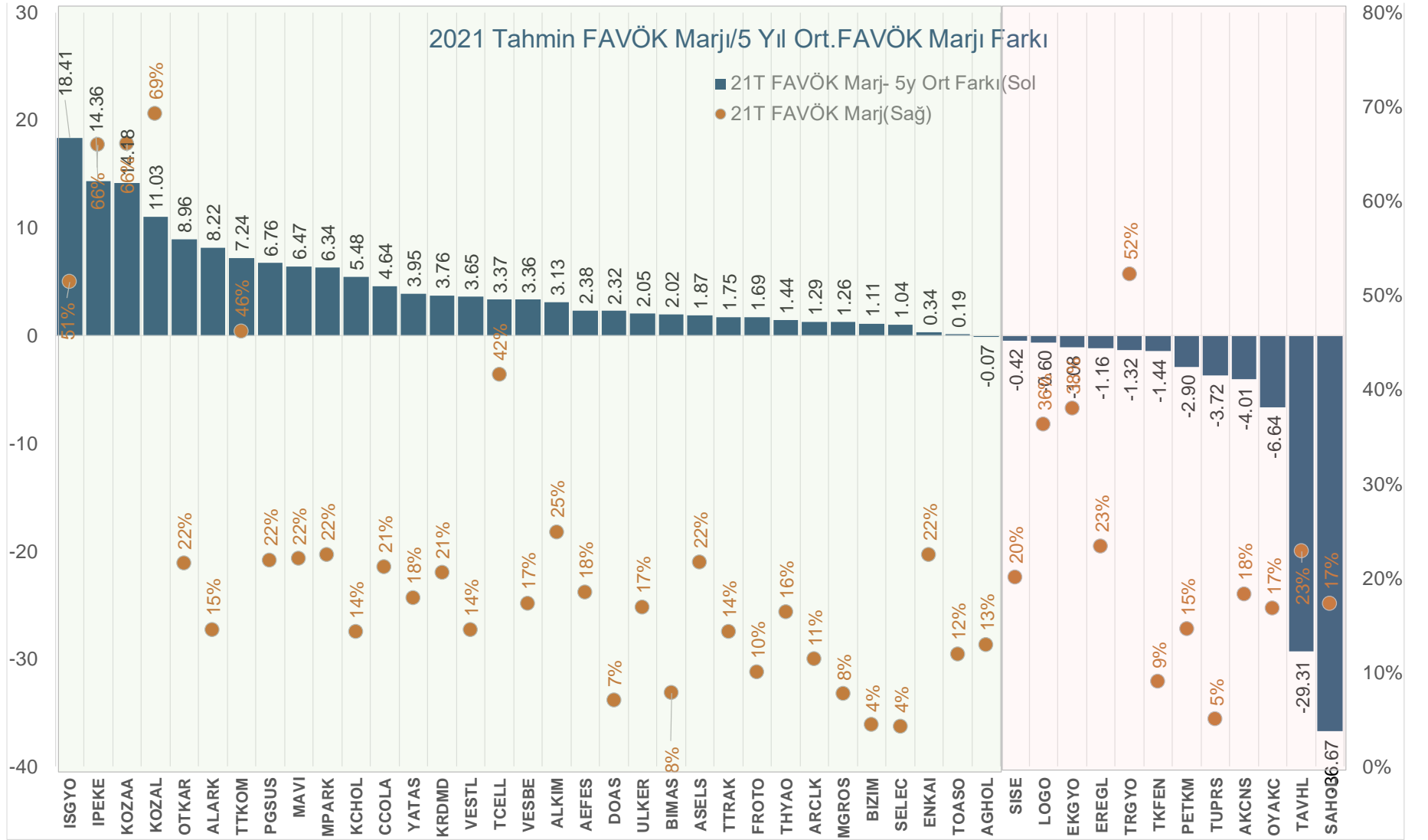
Net Kar bil.büyümesi %50'den büyük olanlar ve FAVÖK/NFG bil. Büyümesi %25'den büyük olanlar grafiğe dahil edilmemiştir.

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

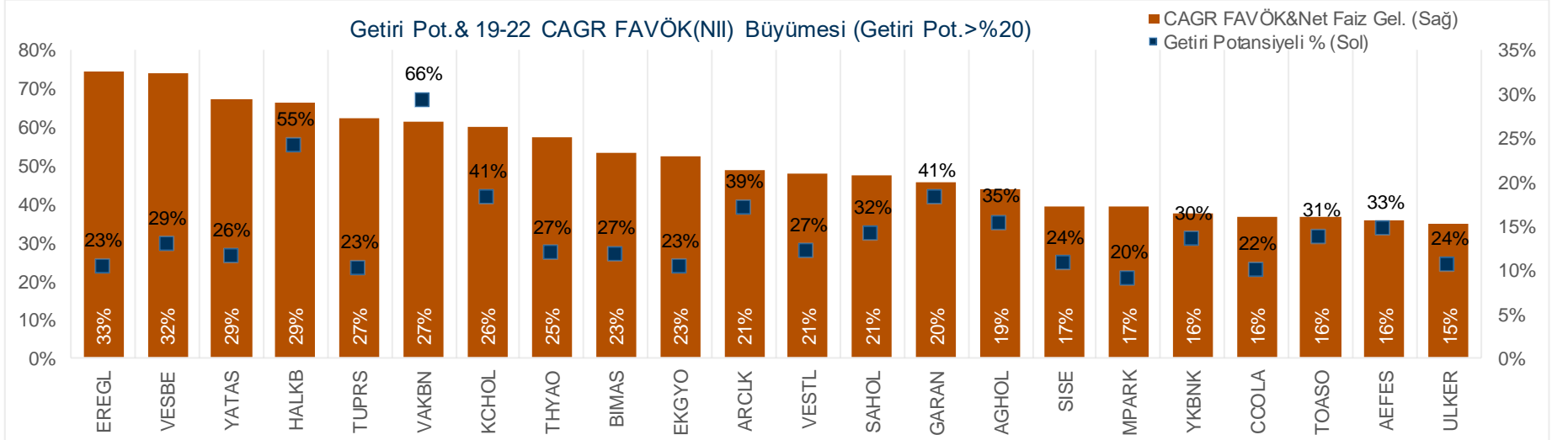
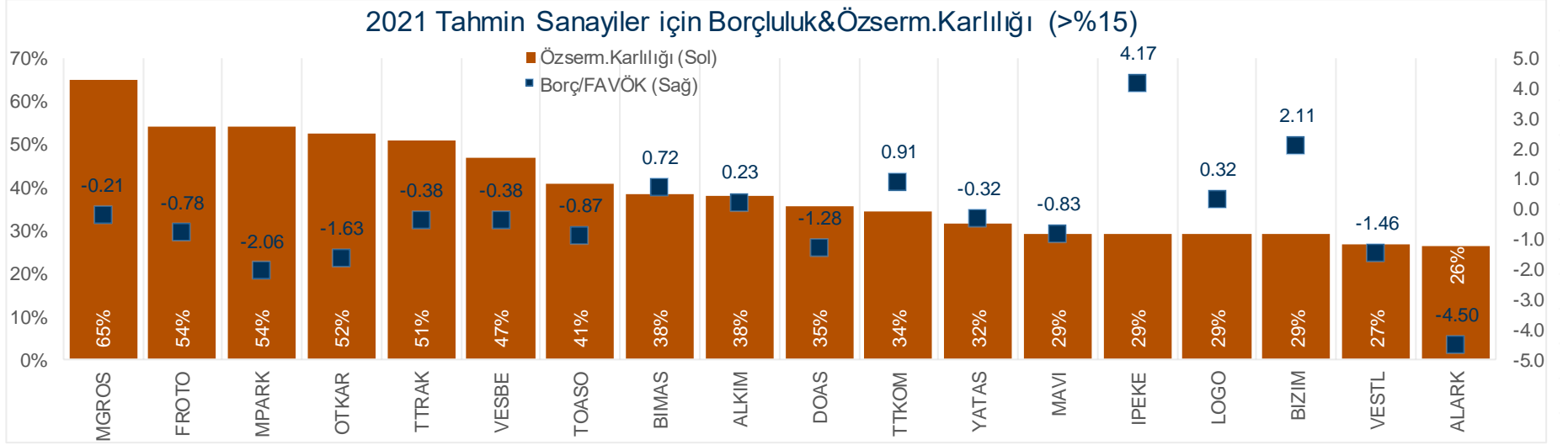


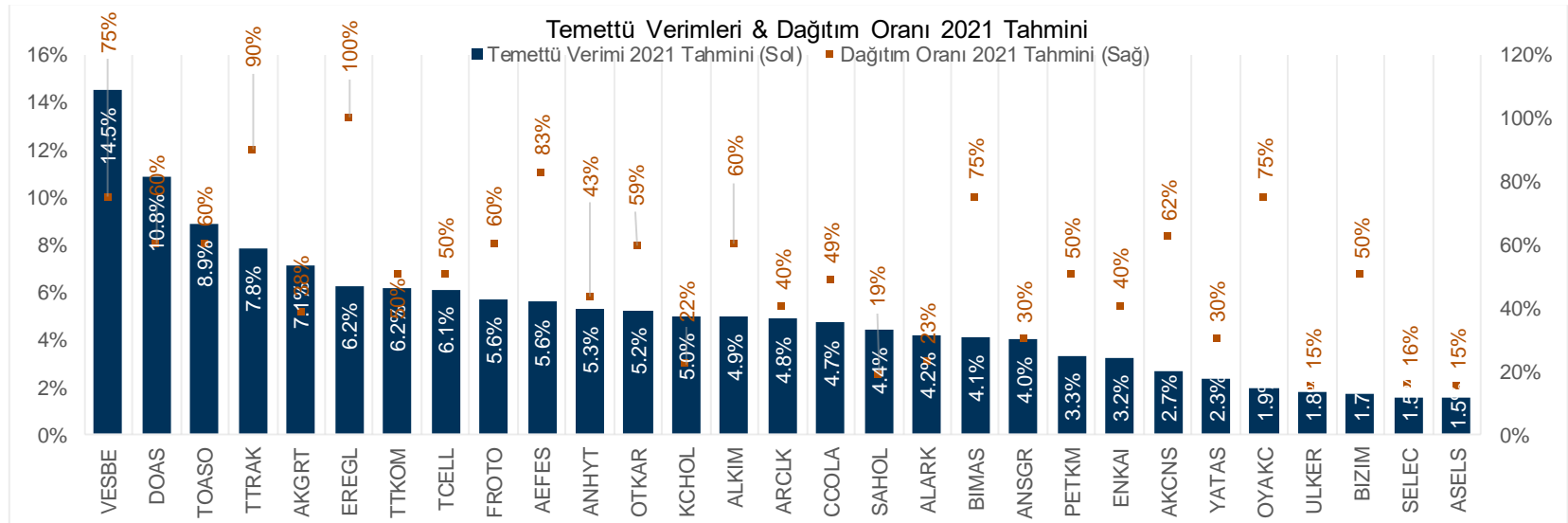
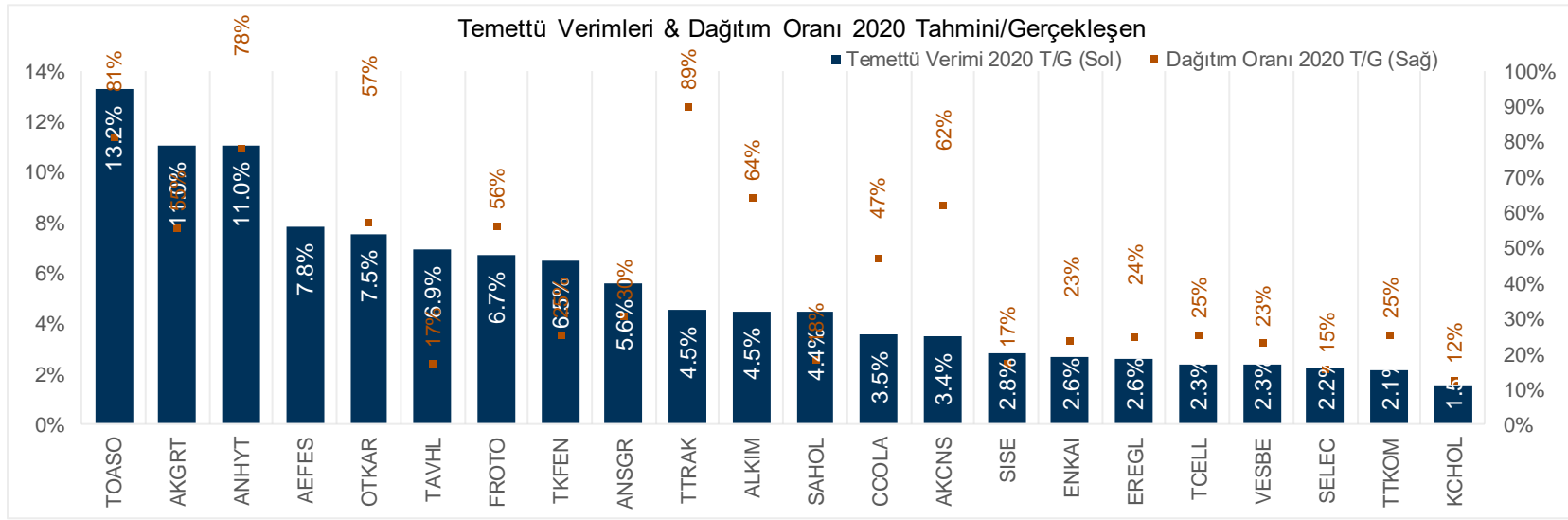
BIST Grafikler - 2021T Marjları ve Tarihsel Ortalamalar



BIST Grafikler – Borçluluk Rasyosu ve Karlılık Momentumu

103





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

105

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.
VESTL	12.70	4.76	-63%
ULKER	17.99	8.35	-54%
CCOLA	21.81	10.38	-52%
KCHOL	8.74	4.43	-49%
ALARK	10.81	5.51	-49%
OTKAR	19.77	11.41	-42%
TTKOM	14.03	8.11	-42%
VESBE	8.91	5.18	-42%
DOAS	9.42	5.55	-41%
ASELS	16.43	9.97	-39%
SAHOL	6.87	4.27	-38%
IPEKE	9.75	6.08	-38%
ARCLK	13.16	8.28	-37%
TCELL	13.05	8.23	-37%
TOASO	10.60	6.76	-36%
AKGRT	8.20	5.33	-35%
ANHYT	12.59	8.21	-35%
KOZAL	8.10	5.71	-30%
BIMAS	25.80	18.42	-29%
YKBNK	6.11	4.43	-28%
GARAN	7.35	5.44	-26%
VAKBN	4.67	3.46	-26%
KOZAA	7.28	5.50	-24%
AKBNK	7.53	5.72	-24%
FROTO	13.18	10.65	-19%
AEFES	18.33	14.87	-19%
ANSGR	8.92	7.49	-16%
TTRAK	13.44	11.46	-15%
EKGYO	8.62	8.50	-1%

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	-0.23	-118%
AGHOL	11.12	2.34	-79%
BIZIM	7.21	2.89	-60%
ULKER	12.02	5.24	-56%
ENKAI	7.14	3.34	-53%
ALARK	9.03	4.94	-45%
DOAS	8.34	4.97	-40%
BIMAS	15.77	9.40	-40%
ARCLK	8.64	5.17	-40%
MGROS	7.87	5.09	-35%
TCELL	5.41	3.58	-34%
CCOLA	9.54	6.32	-34%
AEFES	7.98	5.54	-31%
TTKOM	5.07	3.58	-29%
TOASO	8.39	6.09	-27%
OTKAR	15.57	11.39	-27%
KOZAL	3.90	2.88	-26%
TTRAK	9.77	7.47	-24%
MPARK	8.00	6.44	-19%
ASELS	15.39	12.53	-19%
VESTL	4.37	3.65	-17%
TKFEN	5.33	4.56	-14%
VESBE	5.29	4.54	-14%
KRDMD	7.39	6.50	-12%
FROTO	10.13	9.18	-9%
SAHOL	32.82	29.75	-9%
EKGYO	9.12	8.76	-4%
EREGL	5.46	5.31	-3%

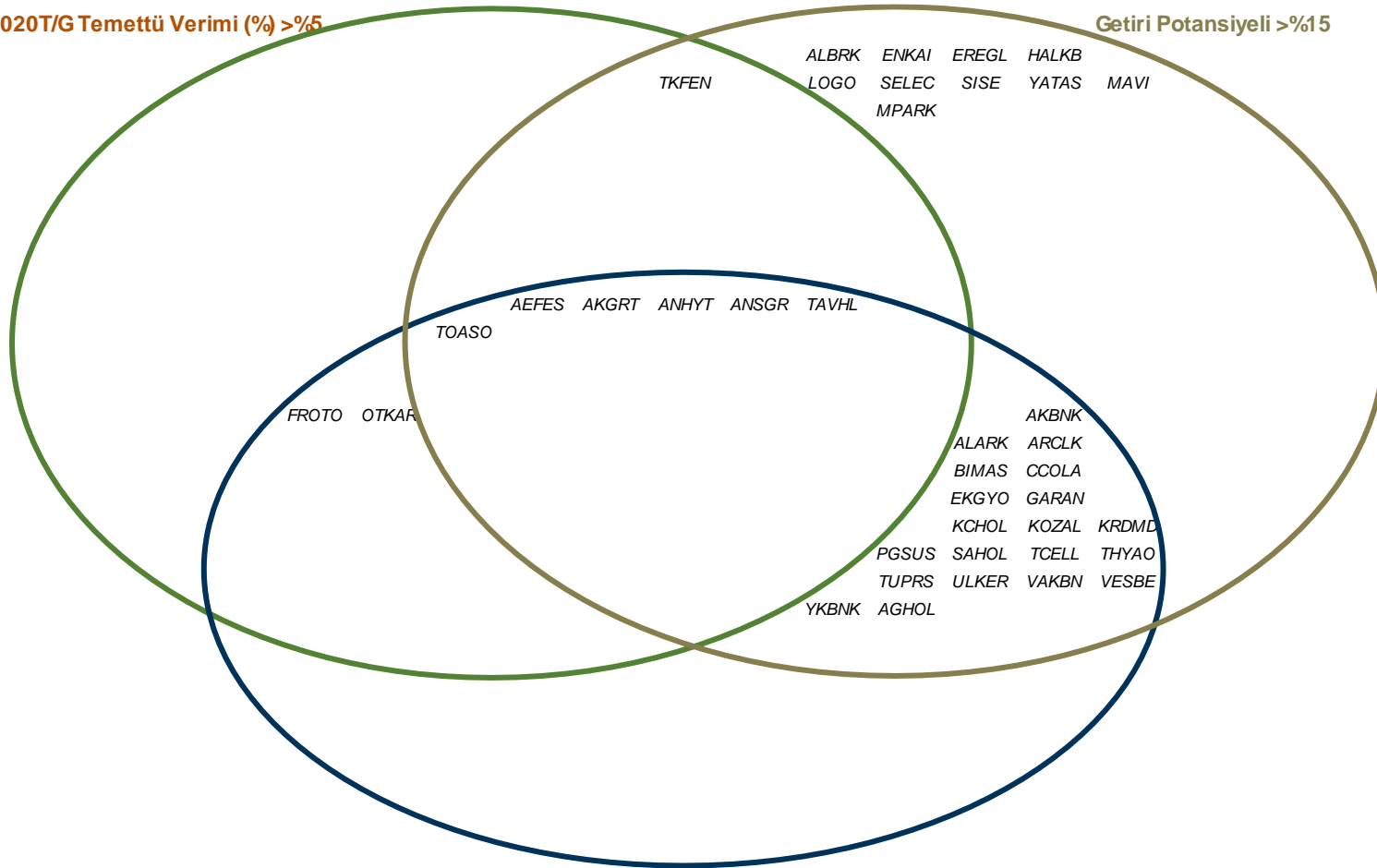
BIST Grafikler – Yabancı Payı Değişimleri

106

Yabancı Payı Değişimi						
Hisse	Cari Oran(%)	1 Ay Yabancı Δ >0 (baz puan)	Getiri Potansiyeli % >5	2020 Tahmini Kar Δ >0	1 Ay Göreceli Getiri %	
GARAN	57.3	11.82	41%	16%	17.61	
YATAS	26.9	6.96	26%	59%	13.03	
TTRAK	66.0	6.66	14%	498%	4.35	
MPARK	60.2	6.26	20%	42%	-11.18	
KCHOL	71.8	5.84	41%	150%	12.46	
AKBNK	58.2	5.48	55%	10%	13.15	
EKGYO	41.8	4.55	23%	19%	5.55	
YKBNK	67.8	4.22	30%	63%	25.23	
OTKAR	22.0	4.07	10%	44%	30.32	
TTKOM	55.0	3.74	38%	40%	-2.69	
SAHOL	67.2	2.66	32%	30%	7.49	
ALARK	19.0	2.30	16%	30%	-8.99	
VESTL	14.7	1.97	27%	335%	-6.06	
TOASO	63.4	1.95	31%	45%	-10.19	
ARCLK	64.6	1.73	39%	152%	-12.35	
VAKBN	7.1	1.51	66%	55%	6.51	
HALKB	6.6	0.57	55%	33%	-3.61	
ANHYT	45.2	0.27	32%	21%	-17.43	
AKCNS	22.4	0.09	11%	51%	-5.51	

2020T/G Temettü Verimi (%) >%5

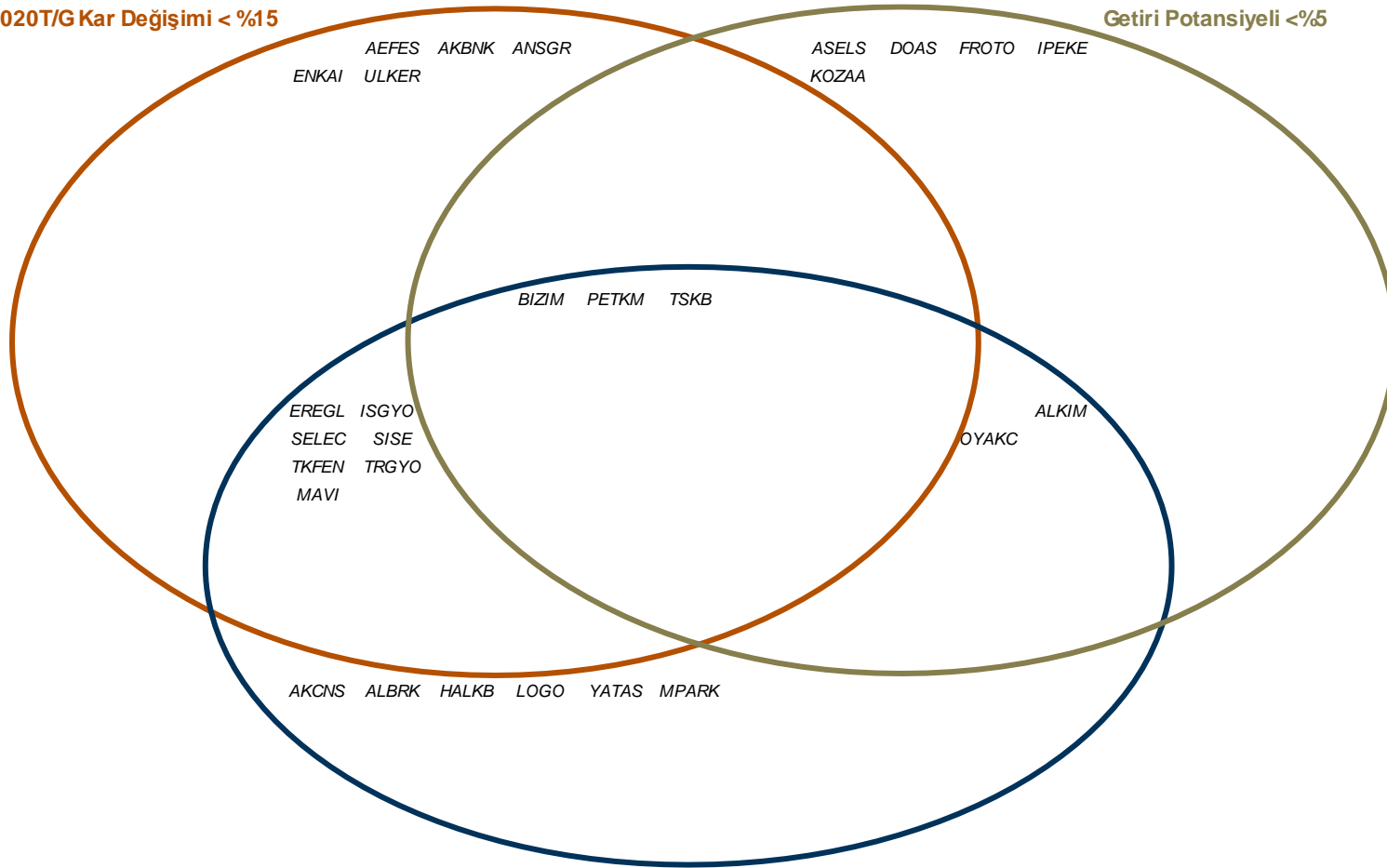
Getiri Potansiyeli >%15



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

2020T/G Kar Değişimi < %15

Getiri Potansiyeli < %5



2020T & Tar. F/K Ort. Karş. Göre Pahalı > %5

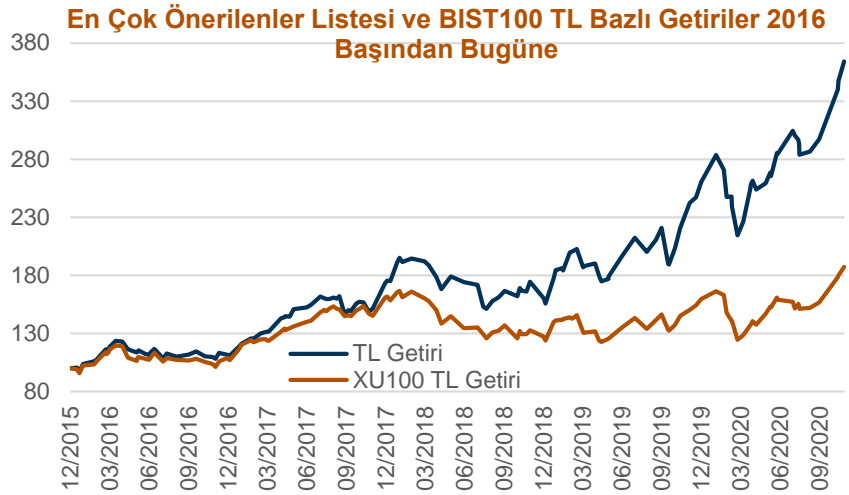
***Türkiye Hisse
Senedi Stratejisi***

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

Orta ve Uzun Vadeli İşlemler

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

En Çok Önerilenler Listesi Getiri Tablosu		
Yıllar	TL Performans	Göreceli Performans
2006	27.0%	29.0%
2007	48.0%	4.0%
2008	-49.0%	5.8%
2009	211.0%	59.0%
2010	50.0%	20.0%
2011	-18.7%	4.6%
2012	84.7%	21.1%
2013	-4.7%	9.2%
2014	47.5%	17.6%
2015	-14%	4.4%
2016	18%	7.7%
2017	65%	11.4%
2018	-5.8%	19.0%
2019	63%	27.1%
2020	39.7%	19.1%



TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler

MSCI: Morgan Stanley Capital International

IIF: Uluslararası Finans Enstitüsü

F/K: Fiyat/Kazanç

FD/FAVOK: Firma Değeri/Faiz ve Amortisman Öncesi Kar

3Ç20: 2020 yılının 3. Çeyreği

TUFEX: Tüketici Fiyatlarına Endeksli Devlet Tahvilleri

UFRS 9: Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yayınlanan bir Uluslararası Finansal Raporlama Standardı

BES: Bireysel Emeklilik Sistemi

KKO: İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı

9A20: 2020 Yılı'nın ilk 9 Aylık Dönemi

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımı

IATA: Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği

RASK: Revenue per Available Seat Kilometer/Arz Edilen Koltuk Kilometre başı Hasılat

FAVKÖK: FAVÖK - Kira

CASK: Cost per Available Seat Kilometer/Arz Edilen Koltuk Kilometre başı Maliyet

OSD: Otomotiv Sanayi Derneği

FCA: Fiat Chrysler Automobiles

PSA: Peugeot Societe Anonyme

NAD: Net Aktif Değer

CIS: Commonwealth of Independent States/Bağımsız Devletler Topluluğu

MENA: Middle East and North Africa/Orta Doğu ve Kuzey Afrika

HORECA: Hotel&Restaurant&Cafe

YBBO: Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

OPEC: Organization of Petroleum Exporting Countries/Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

PVC: Polivinil Klorür/Sentetik Plastik Polimer

HRC: Sıcak Haddelenmiş Çelik

CRC: Soğuk Haddelenmiş Çelik

TÇMB: Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği

RSM: Revenue Sharing Model/Gelir Paylaşımı Modeli

SUT: Sağlık Uygulamaları Tebliği

LNG: Liquid Natural Gas/Sıvılaştırılmış Doğalgaz

TVF: Türkiye Varlık Fonu

ÇED: Çevresel Etki Değerlendirmesi

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

İŞ Yatırım Hisse senedi tavsiye metodolojisi:

Artış Potansiyeli > %20 : AL
%10< Artış Potansiyeli < %20 :TUT
Artış Potansiyeli < %10 : SAT

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