



Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişiklikleri & Model Portföy

Parabolik fiyatlamalar sonrası revizyonlar

BIST-100 hedefimizi 2500'e yükseltiyoruz (önceki: 1875)

Son iki ayda TCMB'nin faiz indirimleri ve TL'nin %50 üzerinde değer kaybetmesiyle, Türkiye'de birçok ürün fiyatında olduğu gibi TL bazında hisse senetleri de hızlı yükselişler kaydederken, BIST-100 endeksi Ekim ortasından bu yana %40 yükseldi. Negatif reel TL faiz oranlarının hisseleri olumlu etkileyeceğini düşünerek, revize tahminlerimiz ve hedef fiyatlarımız sonrasında BIST-100 hedefimizi 2500'e yükseltiyoruz. Yeni hedefimiz temettü dahil yaklaşık %30 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Hisse değerlemelerimizin çoğunluğunu dolar bazlı kar tahminleri üzerinden yaptığımız için, USD/TL kurundaki her %10 hareket bizim BIST-100 hedefimizi yaklaşık %6 artırmakta/azaltmaktadır.

Aynı zamanda uygulanan genişlemeci para ve maliye politikaları sürdürülebilir olmayabilir

TCMB'nin gevşek para politikasına ek olarak, hükümet doğal gaz tarifelerine destek, kamu bankalarının kredi desteği veya memurlara maaş artışı gibi maliye politikalarını sürdürmektedir. Bu politikalarla, artan fiyatlara rağmen yurtiçi satış hacimleri yüksek seviyelerde kalabilir (TL'nin değer kaybettiği önceki dönemlerden farklı olarak). Ancak bu politikalar kısa vadeli pozitif olsa da uzun vadede bozulan dengeler enflasyon beklentilerini kalıcı olarak bozulmasını neden olmaktadır.

Makro belirsizliklerle banka sektörüne karşı temkinli duruşumuzu koruyoruz

Nisan ortasından bu yana, güçlü sonuçlar, YKBNK ve GARAN'daki haber akışları (ana ortakların paylarını artırma planları açıklaması) ve yurtdışı piyasalardaki artan risk iştahı sebebiyle banka endeksi BIST-100'den %11 (nominal +%55) daha iyi performans gösterdi. Ancak TL'deki hızlı değer kaybı düşünüldüğünde, sermaye rasyolarının baskı altında kalabileceğini ve bankaların sermayelerini ve karşılıklarını güçlendirme eğiliminde olabileceklerini düşünüyoruz. Bunlara bağlı olarak, makro belirsizliklerle banka sektörüne karşı temkinli duruşumuzu koruyoruz. Ayrıca, olası bir faiz artışı da banka karlıklarını sınırlandırabilir. Banka sektörü hedef fiyatlarımız %13 yukarı potansiyele işaret ederken, 2022'de %27 net kar büyümesi öngörüyoruz.

Finans-dışı sektörlerdeki değerlemelerimiz %28 yukarı potansiyele işaret ediyor

Finans-dışı sektörlerdeki toplam cironun 2021'de dolar bazında %30 büyümesini bekliyoruz (2019'a göre +%6). 2022'de dolar bazlı toplam cironun yatay seyretmesini beklerken toplam FAVÖK'ün TL'deki değer kaybından dolayı dolar bazında 2021'in %9 altında kalacağını öngörüyoruz.

Model Portföyümüze THYAO, PGSUS,TKFEN ve EKGYO'yu eklerken KORDS'yi portföyümüzden çıkarıyoruz

2022 yolcu trafiği ve artan gelir tahminlerimizle havacılık sektörünün yıl genelinde ön plana çıkacağını düşünüyoruz. İki havayolu hissesini de portföyümüze ekliyoruz. ARCLK, SISE, KCHOL, TUPRS ve KRDM gibi döviz bazlı geliri olan şirketleri portföyümüzde tutarken yeni eklenen hisselerle ağırlıklarını düşürüyoruz. TKFEN'in piyasa değeri dolar bazında 5 yıllık en düşük seviyelerinde olduğu için ve gübre ve inşaat operasyonları 2x FAVÖK çarpanından düşük fiyatlandığı için portföye ekliyoruz. Ayrıca EKGYO (yüksek konut fiyatları ve gayrimenkul yatırıma artan iştah), ALARK (borcun azalmaya devam edeceği öngörümüzle) gibi borçlu şirketler ve MGROS (artan enflasyonla kar artışı beklentimiz ile) gibi yurtiçindeki güçlü talebi yansıtan şirketler portföyde yer alıyor. KORDS'da karımızı realize ederken, uzun vadeli görüşümüzü koruyoruz. Model portföyümüz yılbaşından bu yana %72 getiri elde ederken BIST-100'e göre %28,2 daha iyi performans göstermiştir.

Model Portföy Değişiklikleri

	Hisseler		Fiyat			Piyasa Değeri		Portföy Getirisi	
	Şirket İsmi	Kodu	Son Fiyat	Hedef	Potansiyel	TLmln	US\$mln	Relatif	Nominal
Eklendi	Tekfen Holding	TKFEN	21.16	36.50	72%	7,829	573		
Eklendi	Türk Hava Yolları	THYAO	19.20	28.40	48%	26,496	1,939		
Eklendi	Pegasus Hava Tasimacılığı	PGSUS	96.55	137.00	42%	9,877	723		
Eklendi	Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	2.40	3.50	46%	9,120	667		
Çıkartıldı	Kordsa Teknik Tekstil	KORDS	36.86	43.00	17%	7,170	525	4%	48%
Portföyde	Sise Cam	SISE	14.67	20.10	37%	44,937	3,288	43%	94%
Portföyde	Kardemir (D)	KRDMD	9.70	13.20	36%	7,568	554	-2%	37%
Portföyde	Arcelik	ARCLK	48.52	65.40	35%	32,786	2,399	6%	52%
Portföyde	Koc Holding	KCHOL	32.46	45.30	40%	82,315	6,023	14%	64%
Portföyde	Tupras	TUPRS	163.30	210.60	29%	40,893	2,992	10%	56%
Portföyde	Alarko Holding	ALARK	11.54	18.20	58%	5,020	367	-10%	10%
Portföyde	Ozak G.M.Y.O.	OZKGY	6.55	8.30	27%	2,384	174	0%	33%

* Kapanış fiyatları 7 Kasım 2021 tarihi itibarıyla.

Tavsiye Değişikliği Olan Hisseler

Hisse	Şirket Adı	Önceki	Yeni
THYAO	Türk Hava Yolları	Endekse Paralel	Endeks Üzeri
PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı	Endekse Paralel	Endeks Üzeri
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	Endeks Üzeri	Endekse Paralel
KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	Endekse Paralel	Endeks Üzeri
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	Endekse Paralel	Endeks Üzeri

YF Araştırma Listesi – Özet Değerlemeler

Genel / Public

Hisse	Değerleme										Tahminler			Getiri Unsurları			
	Fiyat	Hedef	Yükseliş Potansiyeli	Temettü Verimi	Toplam Getiri	P. Değeri \$ mn	Hedef P. Değeri \$ mn	Temel Carpan	Cari	Hedef Carpan	Temel Tahmin	Cari	Tahmin	Kar Büyümesi (USD)	Kar Büyümesi (TL)	Nakit Akışı (PD'ne oran)	
									Son 12 ay	2022T		LTM	2022T	2022T	2022T	2022T	
PGSUS	96.6	137.0	42%	0%	42%	723	1,026	FD/FAVÖK	12.2	6.5	FAVÖK	\$ mn	223.5	542.4	94%	209%	-64%
TAVHL	35.5	56.1	58%	0%	58%	943	1,490	FD/FAVÖK	12.6	11.2	FAVÖK	\$ mn	150.1	290.6	58%	152%	-55%
THYAO	19.2	28.4	48%	0%	48%	1,939	2,872	FD/FAVÖK	5.9	6.1	FAVÖK	\$ mn	2,553.5	2,767.0	5%	67%	-32%
DOAS	50.9	51.2	1%	10%	10%	819	824	PD/DD	7.2	7.0	Net Kar	TL mn	1,552.1	1,608.0	-35%	4%	3%
FROTO	258.1	277.9	8%	5%	13%	6,627	7,134	FD/FAVÖK	7.1	8.3	FAVÖK	\$ mn	923.9	887.9	-5%	52%	2%
TOASO	91.5	91.6	0%	5%	6%	3,348	3,350	FD/FAVÖK	7.3	7.4	FAVÖK	\$ mn	519.1	473.3	-9%	53%	1%
TTRAK	228.0	255.5	12%	9%	21%	890	998	FD/FAVÖK	4.3	6.2	FAVÖK	\$ mn	206.3	165.8	-10%	42%	8%
KORDS	36.9	42.9	16%	0%	16%	525	610	FD/FAVÖK	7.0	6.7	FAVÖK	\$ mn	133.3	147.0	5%	67%	0%
SISE	14.7	20.1	37%	2%	39%	3,288	4,506	FD/FAVÖK	4.2	5.4	FAVÖK	\$ mn	835.9	910.0	1%	60%	0%
CIMSA	37.7	42.7	13%	8%	21%	372	422	FD/FAVÖK	5.1	6.0	FAVÖK	\$ mn	80.1	75.7	-6%	50%	7%
AKCNS	21.0	22.1	5%	4%	9%	294	310	FD/FAVÖK	5.7	7.7	FAVÖK	\$ mn	53.0	46.6	-6%	50%	3%
ENKAI	16.6	17.9	8%	5%	12%	6,802	7,340	FD/FAVÖK	3.0	4.1	FAVÖK	\$ mn	697.9	590.0	-16%	33%	8%
TKFEN	21.2	36.5	72%	5%	77%	573	988	FD/FAVÖK	1.7	3.5	FAVÖK	\$ mn	147.2	170.0	-19%	28%	13%
ASELS	23.1	27.1	17%	1%	18%	3,850	4,515	FD/FAVÖK	7.1	7.5	FAVÖK	\$ mn	570.2	606.0	-6%	50%	1%
OTKAR	421.9	484.0	15%	5%	19%	741	850	PD/DD	9.1	9.8	Net Kar	\$ mn	101.3	86.5	-12%	41%	3%
ARCLK	48.5	65.4	35%	4%	39%	2,399	3,231	FD/FAVÖK	4.6	5.4	FAVÖK	\$ mn	868.0	861.2	5%	67%	10%
KOZAL	138.1	183.0	33%	0%	33%	1,541	2,042	FD/FAVÖK	2.6	4.7	FAVÖK	\$ mn	250.0	273.0	3%	64%	12%
MPARK	34.1	43.6	28%	0%	28%	520	664	FD/FAVÖK	7.3	6.6	FAVÖK	TL mn	1,265.6	1,582.9	-20%	27%	77%
TUPRS	163.3	210.6	29%	0%	29%	2,992	3,859	FD/FAVÖK	12.0	5.1	FAVÖK	\$ mn	323.0	871.0	62%	157%	13%
PETKM	8.6	10.5	23%	0%	23%	1,586	1,947	FD/FAVÖK	3.3	5.5	FAVÖK	\$ mn	642.0	375.0	-43%	-10%	-9%
BIMAS	77.6	100.1	29%	6%	36%	3,445	4,447	PD/DD	15.1	13.0	Net Kar	TL mn	3,119.0	4,675.0	16%	85%	10%
MGROS	43.2	79.5	84%	0%	84%	572	1,053	FD/FAVÖK	5.0	5.5	FAVÖK	TL mn	2,097.0	3,017.0	-16%	34%	11%
MAVI	78.4	96.7	23%	3%	26%	285	351	FD/FAVÖK	6.1	4.6	FAVÖK	TL mn	684.3	1,093.2	-24%	21%	3%
AEFES	27.8	38.3	38%	6%	43%	1,205	1,658	FD/FAVÖK	4.8	5.5	FAVÖK	\$ mn	732.2	634.3	-12%	39%	10%
CCOLA	96.1	122.2	27%	4%	31%	1,789	2,275	FD/FAVÖK	4.2	5.9	FAVÖK	\$ mn	520.3	455.9	-11%	42%	5%
EREGL	25.4	31.5	24%	12%	36%	6,515	8,063	FD/FAVÖK	2.7	3.8	FAVÖK	\$ mn	2,434.6	2,129.0	-24%	20%	8%
KRDMD	9.7	13.2	37%	10%	47%	793	1,105	FD/FAVÖK	2.1	3.2	FAVÖK	\$ mn	466.4	305.0	-38%	-1%	5%
TCELL	20.6	23.6	15%	8%	23%	3,313	52,022	FD/FAVÖK	3.9	3.8	FAVÖK	TL mn	14,265.3	19,552.5	-18%	30%	2%
TTKOM	10.7	12.8	20%	8%	29%	2,730	44,856	FD/FAVÖK	3.7	3.5	FAVÖK	TL mn	14,771.1	20,766.0	-16%	34%	6%

Net Kar

Özkaynak Karlılığı

Defter Değeri

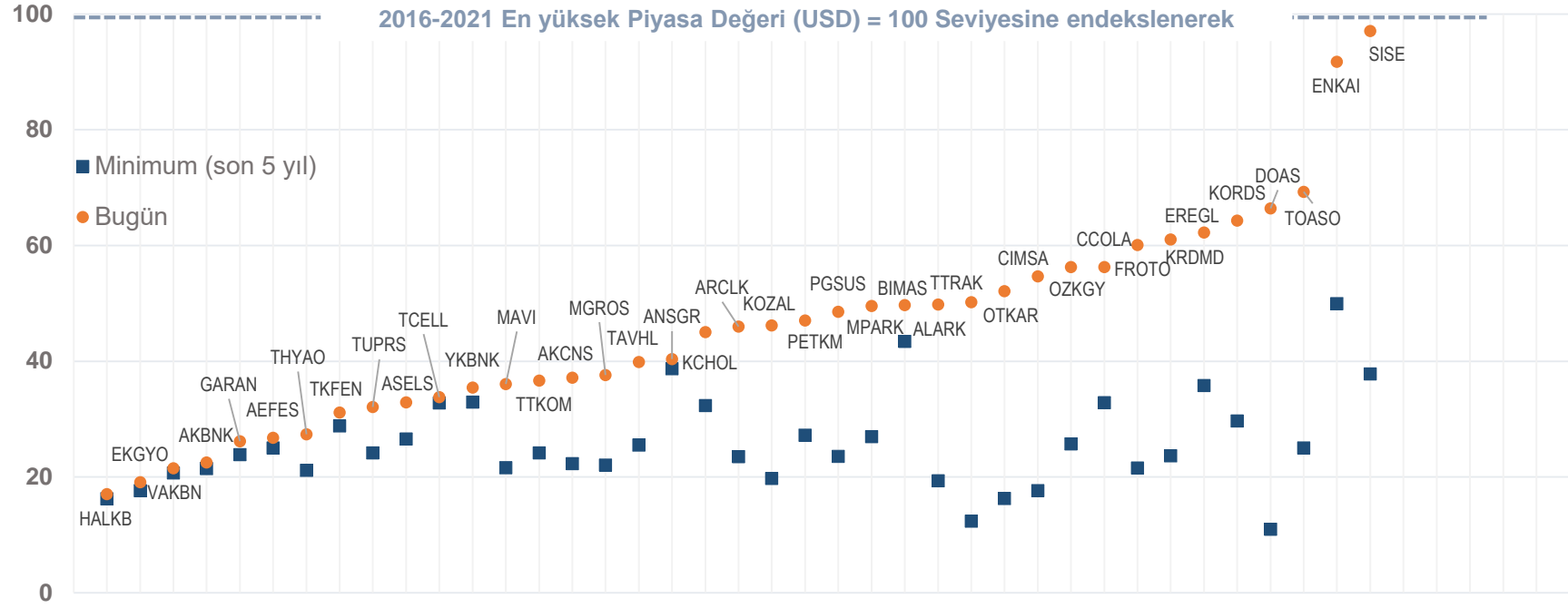
BANKACILIK		'19	'20	'21T	'22T	'23T	'19	'20	'21T	'22T	'23T	'19	'20	'21T	'22T	'23T	
AKBNK	Akbank	<i>TL mn</i>	5,417	6,267	9,486	10,962	13,238	11%	11%	15%	15%	54,382	62,919	72,395	83,294	97,318	
GARAN	Garanti Bank	<i>TL mn</i>	6,159	6,238	12,080	14,282	15,160	12%	10%	19%	19%	20%	53,766	62,082	73,829	88,112	88,989
HALKB	Halkbank	<i>TL mn</i>	1,720	2,600	524	2,753	5,028	5%	6%	1%	8%	13%	32,197	42,931	42,536	42,749	47,778
VAKBN	Vakıfbank	<i>TL mn</i>	2,802	5,010	3,321	5,144	6,983	10%	14%	8%	11%	13%	33,026	46,485	49,645	54,249	60,723
YKBNK	Yapı Kredi Bank	<i>TL mn</i>	3,600	5,080	8,943	10,369	12,099	9%	12%	19%	17%	16%	41,188	47,564	57,784	74,426	95,324
Sigorta																	
ANSGR		<i>TL mn</i>	403	461	461	523	536	28%	22%	23%	22%	24%	2,155	2,810	3,120	3,467	3,874

Net Kar

% büyüme

Holdingler		'19	'20	'21T	'22T	'23T	'19	'20	'21T	'22T	'23T	
KCHOL	Koç Holding	<i>TL mn</i>	4,391	9,273	15,200	21,550	23,100	-21%	111%	64%	42%	7%
ALARK	Enka İnşaat	<i>TL mn</i>	385	802	510	1,340	1,610	a.d.	108%	-36%	163%	20%
GYO'lar												
EKGYO	Emlak Konut GYO		781	860	1,739	1,673	1,944	-39%	10%	102%	-4%	16%
OZKGY	Özak GYO		311	618	946	1,004	1,029	33%	98%	53%	6%	2%

YF Araştırma Listesi – Mevcut Piyasa Değerleri (USD) ve son 5 yıllık görülen en yüksek ve en düşük değer aralığı



YF Araştırma Listesi – Özet Görüş

Sektör/Hisse	Fiyat	Hedef	% potansiyel	Görüş	
Havacılık					
PGSUS Pegasus	<u>Endeks Üzeri</u>	96.6	137.0	42%	Pegasus'un 2021 ve 2022 yıllarında yolcu sayısının sırasıyla 20.1 ve 28.7 milyon olmasını bekliyoruz (2019: 30 milyon yolcu). 2022 yılındaki 20 yeni A321 Neo model uçak siparişinin teslimatıyla, PGSUS'un birikmiş talebi yakalamada iyi pozisyonlandığını düşünüyoruz. Maliyet kontrolü ve yolcu başına düşen getirilerdeki artış sayesinde, EBITDA marjının 2022'de %32'ye ulaşmasını bekliyoruz. (2019'un sadece %4 altında). Borçtaki artışa karşılık, büyüme potansiyelinin henüz fiyatlanmadığını öngörüyor ve hedef fiyatımızı 92,20 TL'den 137 TL'ye revize ederken görüşümüzü Endeks Üzeri Getiri 'ye yükseltiyoruz.
TAVHL Tav Airports	<u>Endeks Üzeri</u>	35.5	56.1	58%	TAVHL'nin yurtiçi havalimanlarının 2022'de toparlanmaya devam edeceğini düşünürken, Almatı Havalimanı'nın bütün yıla yansıtacak katkısı büyümede katalizör olabilir. Antalya Havalimanı'nın 2027-2051 yılları arasındaki işletme haklarıyla ilgili yapılan ihaleyi kazanan TAVHL'de ihale sonucunun hedef fiyatımızı 20TL yükseltmektedir. Daha zayıf TL ile hedef fiyatımızı 56,1TL'ye yükseltirken, 58% yükseliş potansiyeli barındırmaktadır.
THYAO Turkish Airlines	<u>Endeks Üzeri</u>	19.2	28.4	48%	THY, güçlü kargo işi ve maliyet iyileştirmeleri sayesinde oluşan güçlü kârlılığı ile küresel havayolu firmaları arasında öne çıkıyor. Yolcu trafiği için toparlanma beklentileri göz önüne alındığında, 2021'deki yüksek baza kıyasla daha düşük marjlara rağmen kazançların 2022T'de 2,7 milyar USD FAVÖK'e ulaşmasını bekliyoruz. Hedef fiyatımızı 28,4 TL'ye revize ediyoruz. %48 yükseliş potansiyeli sonucu Endekse Paralel Getiri olan görüşümüzü Endeks Üzeri Getiri 'ye revize ediyoruz.
Otomotiv					
DOAS Doğu Otomotiv	<u>Endekse Paralel</u>	50.9	51.2	1%	DOAS 2020 ve 2021'deki güçlü fiyatlamadan kaynaklanan daha yüksek marjlarla beklentilerin üzerinde sonuçlar açıklamayı başardı. Yine de, 2022 ve 2023 yıllarındaki normalleşme göz önüne alındığında marjların mevcut seviyelerinde kalamayacağını düşünmekteyiz. 2021 kazançlarıyla oluşacak güçlü temettü potansiyeli, hisse senetlerinin mevcut fiyatında getiri beklentisinde ön plana çıkmaktadır.
FROTO Ford Otosan	<u>Endekse Paralel</u>	258.1	278	8%	Ford Otosan 2021 yılındaki küresel yarıiletken pazarındaki arz sorunları nedeniyle, tedarik zincirinde darboğazla karşılaşarak üretim hacminde kayıplar yaşadı. 2022 yılında ise üretim ve ihracatın toparlanmasını bekliyoruz, bununla beraber toparlanmanın yeni duyulacak modellerle 2023 yılında daha hızlı olmasını öngörüyoruz. FD/FAVÖK çarpanını 2022 için 7.7x olarak hesaplarken, adil fiyat seviyelerine yakın olduğunu düşünüyoruz. Daha yüksek hedef fiyatımız olan 278 TL ile mevcut Endekse Paralele Getiri görüşümüzü korumaktayız.
TOASO Tofaş Otomobil Fab.	<u>Endekse Paralel</u>	91.5	91.6	0%	TOASO'da 2021'de hisse senedi fiyatında yaşanan güçlü ralli sonrası görüşümüzü Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye revize ediyoruz. Şirketin elektrikli araç üretimine geçişine işaret etmesi beklenen bir sonraki yatırım projeleriyle ilgili ayrıntıları bekleyip görmeyi tercih ediyoruz. Mevcut değerlemede, risk – getiri perspektifinin daha az cazip olduğunu ve %1 ile sınırlı yükseliş potansiyeli barındırdığını öngörüyoruz (Getiri potansiyeli daha çok temettü tahmininden gelmektedir).
TTRAK Türk Traktör	<u>Endekse Paralel</u>	228.0	255.5	12%	Türk Traktör'ün ihracat satışlarında iyileşme ve yurtiçi satışlarda sağlanan faiz teşvikleri sayesinde talebin dayanıklı kalmasını beklemekteyiz. Düşük borçluluk oranı 2022 yılında daha yüksek temettü dağıtımına izin verebilir (2022T : %9.2 temettü getirisi). Daha zayıf TL tahminlerimiz sonucunda hedef fiyatımızı 200 TL'den 255.5 TL'ye yükseltirken, sınırlı yükseliş potansiyeli sebebiyle Endekse Paralel Getiri görüşümüzü korumaktayız.
KORDS Kordsa	<u>Endeks Üzeri</u>	36.9	43	16%	Kordsa'da lastik güçlendirme segmentindeki güçlü talep sürüyor. TL'deki daha zayıf görünümün de etkisiyle, hedef fiyatımızı 43 TL'ye yükseltirken, Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü koruyoruz.
Cam/Çimento					
SISE Şişe Cam	<u>Endeks Üzeri</u>	14.7	20.1	37%	SISE, güçlü hacim ve fiyatlamasının 2021'de kuvvetli kar artışına yol açmasıyla hızlı bir performans sergiledi. AB'de talep büyümesinin yapısal olarak güçlü kalmasını beklerken, TL'deki değer kaybı şirketin rekabetçi konumunu ve karlılık için görünümünü destekleyecektir. Yakın zamanda yapılan yatırım duyurularıyla (düz cam, cam ambalaj ve soda külü alanındaki genişleme projeleri), uzun vadeli büyüme beklentileri de önemli ölçüde iyileşti. Soda külü sözleşme fiyatlarındaki potansiyel artış, yüksek doğalgaz fiyatından kaynaklanan maliyet baskılarını dengelemeye yardımcı olabileceğinden 2022'deki kazanç görünümünün dengeli olmasını bekliyoruz. Hedef fiyatımızı 20.1 TL'ye yükseltirken, 2022'de 3.9x FD/FAVÖK çarpanıyla cazip kaldığından Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü koruyoruz.
CIMSA Çimsa	<u>Endekse Paralel</u>	37.7	42.7	13%	Çimsa'nın ihracat odaklı iş modeli sayesinde TL'deki değer kaybından pozitif etkileneceğini bekliyoruz. Öte yandan daha yüksek hammadde giderleri ve enerji maliyetlerinin marjlar üzerinde baskı unsuru olmaya devam etmesini bekliyoruz. Hedef fiyatımızı 42.5 TL'ye revize ederken, Endekse Paralel Getiri görüşümüzü koruyoruz.
AKCNS Akçansa	<u>Endekse Paralel</u>	21.0	22.1	5%	AKCNS'da yurtiçinde konut talebindeki toparlanma ve inşaat firmalarıyla daha iyi fiyatlama potansiyelinin maliyet artışlarını kompanse etmesini beklessek de, karlılığın tarihsel olarak ortalama marjların altında kalmayı sürdürmesini bekliyoruz. (2022T FAVÖK marjı: %15) Hisse senetleri, 2022T'de 14.6x F/K ve 7.3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. Hedef fiyatımızı 17,60 TL'den 22,10 TL'ye revize ederken Endekse Paralel Getiri görüşümüzü korumaktayız.

Genel / Public

Sektör/Hisse	Fiyat	Hedef	% potansiyel	Görüş	
İnşaat/Holding					
ENKA Enka İnşaat	<u>Endekse Paralel</u>	16.6	17.9	8%	ENKA inşaat segmentinde bu sene güçlü marjlar elde ederken santrallerin yeniden başlatılması da 2021'de FAVÖK üretimine katkıda bulundu. 2022'de daha normalleşmiş marjlar ve doğal gazla çalışan santraller için muhtemelen daha az elverişli marjlarla, FAVÖK'ün gelecek yıl yatay olacağını tahmin ediyoruz. Daha yüksek USD/TRY varsayımları sonucunda hedef fiyatımızı 17,9 TL'ye yükseltirken ve Endekse Paralel Getiri görüşümüzü korumaktayız.
ALARK Alarko Holding	<u>Endeks Üzeri</u>	11.5	18.2	57%	Alarko'da 4Ç'de TL'deki değer kaybı sonucunda net kazancın beklenenden daha düşük sonuçlanabilmesine rağmen cazip fiyatlamalarını koruyor. Artan kömür fiyatlarına rağmen kömürle çalışan santral için USD bazlı marjlar dayanıklı kalırken nakit üretimi güçlü kalmaya devam ettikçe, kaldırılacak azaltmanın devam edeceğini düşünüyoruz. Holding'in düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanı 2022 için yaklaşık 3x civarında olup (halka açık şirketlerdeki paya göre düzeltilmiş Alarko piyasa değeri ve konsolide olmayan varlıklarda Alarko FAVÖK payına göre), cari fiyatlarla net aktif değerine göre %50 iskonto hesaplamaktayız. Yeni hedef fiyatımız olan 18,2 TL ile Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü korumaktayız.
TKFEN Tekfen Holding	<u>Endeks Üzeri</u>	21.2	36.5	72%	TKFEN'in gübre segmenti, daha düşük hacim fazlasıyla dengelenen artan ürün fiyatlarıyla güçlü kazanç ivmesi yakaladı. İhracat kısıtlamalarının dezavantajına rağmen, gübre işi TKFEN için güçlü nakit üretiminde öne çıkmaya devam edecek (ortalama yıllık >100mn USD/yıl FAVÖK), müteahhithlik işinde büyüme ve marj iyileştirmesi (>100mn USD/yıl FAVÖK potansiyeline sahip) değerlendirme için önemli bir yukarı yönlü etki yaratacağıdır. Hisse, USD bazındaki dip seviyelerine yakın olup ve 36,5 TL'lik (24 TL'den) daha yüksek hedef fiyatımızla Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü koruyoruz.
KCHOL Koç Holding	<u>Endeks Üzeri</u>	32.5	45.3	40%	KCHOL'un şu anda mevcut NAD'sine göre %30 üzerinde iskontoyla işlem gördüğünü hesaplıyoruz ve HF'miz, hedef NAD hesaplamamıza %15 iskonto varsayımına dayalı olarak %40 yukarı potansiyel anlamına geliyor. Holding şirketini özellikle otomotiv iştiraklerine göre tercih etmeye devam ediyoruz.
Savunma					
ASELS Aselsan	<u>Endeks Üzeri</u>	23.1	27.1	17%	Aselsan, 2022'de TL bazında daha yüksek büyüme oranları görecektir (döviz bazlı sözleşmeler toplamın %80'ini oluşturduğundan). Ayrıca, TL'deki zayıflama sonucunda (TL cinsinden maliyetlerin %64'ü) marjların daha güçlü olacağını tahmin ediyoruz. Türkiye ile bazı petrol zengini Ortadoğu ülkeleri arasında yakın zamanda yaşanan yakınlaşma, orta vadede Aselsan'ın ihracat potansiyelini artırabilir. Hedef fiyatımızı 27.1TL'ye yükseltirken Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü korumaktayız.
OTKAR Otokar	<u>Endekse Paralel</u>	421.9	484.0	15%	Otokar 2022 yılında Iveco için başlayacak olan üretim ile otobüs segmentinde gelirlerini artıracaktır, diğer yandan savunma alanında yeni proje beklentileri orta-uzun vadeli büyüme görünümü için kritik olacaktır. Döviz artışını hedef fiyatımıza yansıtarak yeni hedefimizi 484 TL olarak belirliyor ve Endekse Paralel Getiri tavsiyemize devam ediyoruz.
Beyaz Eşya					
ARCLK Arçelik	<u>Endeks Üzeri</u>	48.5	65.4	35%	ARCLK gerçek bir küresel oyuncu haline geldi ve son dönemde TL'deki zayıflığın şirketin rekabet gücünü daha da artırarak 2022'de USD bazlı büyüme ivmesinin korunacağını tahmin ediyoruz. Bazı hammadde fiyatlarındaki yaşanabilecek düzeltmeler, aynı zamanda, 2022'de hafif bir marj genişlemesine yol açacağını ve azalan maliyet baskılarına işaret edeceğini düşünüyoruz. Yeni Hedef Fiyatımız, %35 yükseliş potansiyeline karşılık gelen 65,4 TL seviyesinde bulunuyor. ARCLK, 2022'de 5.4x F/K ve 4.4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.
Madencilik					
KOZAL Kozal	<u>Endekse Paralel</u>	138.1	183.0	33%	KOZAL, 2021'de biraz daha düşük üretim hacmi ve daha yüksek nakit maliyet bildirdi, ancak zayıf TL ve 2022'deki üretim hacmindeki bir miktar toparlanma, 2022'de TL bazlı kazanç artışını artırabilir. Net karın 2022 yılında 3,5 milyar TL'ye çıkmasını tahmin ediyoruz, bu da gelecek yıl için 5.9 F/K çarpanına denk gelmektedir. HF'mizi 183TL'ye yükseltiyoruz ve tavsiyemizi %33'lük artış potansiyeliyle Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye revize ediyoruz.
GYO					
EKGYO Emlak Konut GYO	<u>Endeks Üzeri</u>	2.4	3.5	46%	Türkiye'de konut fiyatlarında yaşanan artış, EKGYO'nun elindeki arsa portföyüne daha karlı şekilde projelendirmesine imkan verecektir. Ayrıca TCMB'nin faiz indirimleri sonrası konut yatırımlarında canlanma bekliyoruz. Bunun yanında, Gelir Paylaşım Proje çarpanlarında da artış trendi gözlemliyoruz ve böylece EKGYO'nun projelerdeki gelirinin artmasını öngörüyoruz. Hisse için 3,5 TL olan hedef fiyatımıza göre %46 yükseliş potansiyeli tahmin ediyoruz.
OZKGY Özak GYO	<u>Endeks Üzeri</u>	6.6	8.3	27%	Konut faiz oranlarındaki düşüşle desteklenen gayrimenkul sektöründeki güçlü talep ve konut fiyatlarındaki artış trendiyle tahminlerimizi yükseltiyoruz. OZKGY için yeni hedef fiyatımız %27 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Sektör/Hisse	Fiyat	Hedef	% potansiyel	Görüş
Sağlık				
MPARK Medical Park <u>Endeks Üzeri</u>	34.1	43.6	28%	Hastane tarifelerindeki artış ve turizm gelirlerindeki büyüme potansiyeli ile hisseyi beğenmeye devam ediyoruz, hedef fiyatımızı 43,6 TL'ye revize ederken %28 yükseliş potansiyeli tahmin ediyoruz.
Petrol-Gaz				
TUPRS Tüpraş <u>Endeks Üzeri</u>	163.3	210.6	29%	Artan havacılık trafiği, küresel ekonomik döngü ve bazı bölgelerde gazdan petrole geçiş ile desteklenen 2022'de rafinaj marjlarındaki iyileşme eğiliminin devam etmesini bekliyoruz. Stok etkisi hariç FAVÖK'ün temel olarak daha iyi dizel ve jet yakıtı marjları nedeniyle USD538 milyon'dan USD871 milyon'a yükseleceğini tahmin ediyoruz. İnan'a yönelik yaptırımlar ve pandemi ile ilgili kısıtlamalar hakkındaki haber akışı da hisse senedi performansının kilit unsurları arasında sayılabilir. Hedef fiyatımızı daha zayıf TL görünümü sonucunda 211 TL'ye yükseltiyoruz (HF'mizde hissenin değerlendirme çarpanı FD/FAVÖK bazında 5,1x seviyesine ulaşacaktır) ve değerlemenin cazip olmaya devam ettiğini düşündüğümüz için Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü koruyoruz.
PETKM Petkim <u>Endeks Üzeri</u>	8.6	10.5	23%	2020 ve 2021'de petrokimya sektöründe üretim duruşları ve lojistik problemler nedeniyle sıkı arz-talep dengesi oluşmuş, bu da petrokimya ürün fiyatları ile nafta arasındaki makasın genişlemesine yardımcı olmuştur. 2022'de arz büyümesinin hızlanmasıyla marjlarda kademeli bir normalleşme bekliyoruz. Zayıflayan Türk Lirası, USD bazlı kazançlarda beklenen daralmaya rağmen TL bazlı kazançların Petkim için daha dayanıklı kalmasına yardımcı olacaktır. Hedef fiyatımızı 10,5 TL'ye revize ederken (önceki: 8,5 TL) Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü korumaktayız.
Perakende				
BIMAS Bim <u>Endeks Üzeri</u>	77.6	100.1	29%	Artan gıda enflasyonu, 2022E'de %40'ın üzerinde olmasını beklediğimiz BIM'in satış gelirleri büyümesini destekleyecektir. Bu durumun asgari ücret artışından kaynaklanan herhangi bir maliyet baskısını dengeleyeceğini düşünüyoruz. Net karın 2022'de 4,675 milyon TL'ye yükselmesini bekliyoruz (rekabet cezası dahil 2021'de 2,533 milyon TL) ve Hedef fiyatımızı 13.0x hedef F/K çarpanına göre 100,1 TL'ye yükseltiyoruz.
MGROS Migros <u>Endeks Üzeri</u>	43.2	79.5	84%	Artan gıda enflasyonu, çevrimiçi teslimatın hızla yaygınlaşması, alışveriş merkezi trafiğinde devam eden iyileşme ve turizm faaliyetindeki büyüme nedeniyle 2022'de satış gelirleri büyümesinin hızlanmasını bekliyoruz. Bilançoda uzun döviz pozisyonu ve yüksek enflasyon ortamında negatif işletme sermayesi yoluyla nakit üretimini artırma potansiyeli ile, MGROS'un hem 2021 hem de 2022'de 14,1 ve 10,9 F/K çarpanlarıyla işlem görerek pozitif net kara dönmesini bekliyoruz. 5.5x'lik bir FD/FAVÖK (diğer faaliyet giderleri dahil) çarpan hedefine dayanan 79,5 TL'lik yeni hedefimize göre %84'lük güçlü bir yükseliş potansiyeli öngörmekteyiz.
MAVI Mavi Giyim <u>Endeks Üzeri</u>	78.4	96.7	23%	MAVI'nin 2022'de daha yüksek enflasyon ve daha yüksek döviz kurları ile güçlü ciro büyümesi ivmesini sürdürmesi öngörülebilir, aynı zamanda üretim maliyetindeki artan eğilimin marjlar için aşağı yönlü risk olarak da vurguluyoruz. Hedef fiyatımızı 96.70 TL'ye yükseltirken Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü korumaktayız.
Gıda				
AEFES Anadolu Efes <u>Endeks Üzeri</u>	27.8	38.3	38%	Yüksek NAD iskontosu, bira operasyonlarındaki toparlanma ve CCOLA'ya kıyasla daha yüksek temettü verimine dayalı olarak AEFES'i CCOLA'ya tercih etmeye devam ediyoruz (AEFES 2022T temettü verimi: %6 ve CCOLA 2022T: %3,5). EBI'nin Rusya'daki başarılı premium segment bira stratejisinin uzun vadede AEFES'in pazar payını desteklemeyi sürdüreceğine inanıyoruz. Yeni HF'miz, %38'lik yükseliş potansiyeline karşılık gelen 38,3 TL seviyesinde bulunuyor.
CCOLA Coca-Cola İçecek <u>Endeks Üzeri</u>	96.1	122.2	27%	Özbekistan satın alımından kaynaklanan inorganik büyüme ve TL'deki değer kaybı sayesinde satış büyümesi varsayımımızı yukarı yönlü revize ediyoruz. Artan hammadde fiyatlarıyla birlikte, gelecek yıl için marjlarda bir miktar normalleşme görüyoruz (2022E FAVÖK marjı 2021E'deki %21'e karşı 2022'de %19). 2021'deki güçlü hisse performansına rağmen, CCOLA, uluslararası şişeleme emsallerine göre ucuz olmaya devam ediyor (F/K bazında %40 iskontolu ve FD/FAVÖK bazında %42 iskontolu) Hedef Fiyatımızı 112,90 TL'den 122 TL'ye revize ediyoruz, bu da %27 yükseliş potansiyeline karşılık gelmektedir.

Sektör/Hisse	Fiyat	Hedef	% potansiyel	Görüş
Demir-Çelik				
EREGL Ereğli Demir Çelik <u>Endeks Üzeri</u>	25.4	31.5	24%	Önümüzdeki 12 ay için %12 temettü verimi dahil olmak üzere EREGL için toplam getiri potansiyelini %36 olarak tahmin ediyoruz. Son 2-3 aydaki çelik fiyatlarında yaşanan gerilemeye rağmen, 2022'de çelik üretim marjlarının döngüsel ortalamaların üzerinde kalmasını bekliyoruz. Zayıf TL, EREGL için kazanç görünümünü desteklerken, 4Ç sonuçlarında döviz nedeniyle büyük bir vergi yükünün finansallar üzerinde görülebileceğini not ediyoruz.
KARDM Kardemir (D) <u>Endeks Üzeri</u>	9.7	13.2	37%	Kardemir, marj performansındaki olası düşüş senaryosunda bile cazip değerlemesini koruyor. FAVÖK performansının 2022'de biraz daha düşük üretim hacmi (bakım nedeniyle) ve artan kömür maliyetinin etkisiyle normalleşeceğini tahmin ediyoruz, ancak Türkiye'den TL bazı demir cevheri tedarikinin önemli bir avantaj olmaya devam ettiğini not ediyoruz. %10 temettü verimi dahil olmak üzere %47 toplam getiri potansiyeli hesaplıyoruz. Hisse 13,2 TL'lik hedefimize ulaşırsa, KRDM 2022E tahminlerinde 3.2 FD/FAVÖK'te işlem görecektir (Tahminimiz, USD bazında FAVÖK'te zaten %38 daralmayı da içermektedir).
Telekom				
TCELL Turkcell <u>Endeks Üzeri</u>	20.6	23.6	15%	Telekom operatörlerinin zayıf Türk Lirası'nı telafi etmek için gelir artışlarını hızlandırmaya çalışmasını bekliyoruz. Turkcell'in Paycell gibi iştiraklerden değer yaratma stratejisi de önümüzdeki dönemde tahminler ve değerlendirmeler açısından olumlu sonuçlar doğurabilir. Hedef fiyatımızı 20,00 TL'den 23,6 TL'ye revize ediyor ve Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü koruyoruz.
TTKOM Türk Telekom <u>Endeks Üzeri</u>	10.7	12.8	20%	2022E'de fiber ve net abone ilavelerinde güçlü talep görünümünün devam etmesini bekliyoruz. Artan enflasyonun da ortalama kullanıcı başına geliri yukarı çekmesiyle, %25'in üzerinde ciro artışı tahmin ediyoruz. Önümüzdeki yılın sonunda yapılması beklenen 5G ihalesinin TTKOM için önemli bir katalizör olabileceğini ve şirketin fiber altyapısından daha fazla para kazanmasını sağlayabileceğini düşünüyoruz. Hedef Fiyatımızı 10,7 TL'den 12,8 TL'ye yükseltirken ve Endeks Üzeri Getiri görüşümüzü koruyoruz, ayrıca 2021 kazançlarından %8 temettü verimi tahmin ettiğimizi vurgulamak istiyoruz.
Sigorta				
ANSGR <u>Endeks Üzeri</u>	6.7	8.2	24%	Otomotiv ve sağlık sektöründeki fiyat artışları, asgari ücretteki artışa paralel olarak teknik rezervlerde olası ve faiz indirimleriyle daha düşük yatırım gelirleri öngörülerimize paralel tahminlerimiz aşağı çekiyoruz.

YF Araştırma Listesi – Özet Değerleme Çarpanları

Sektör/Şirket			FD/FAVÖK			F/K		
			'21T	'22T	'23T	'21T	'22T	'23T
HAVACILIK								
PGSUS	Pegasus	<u>\$ mn</u>	9.9	5.9	5.0	n.m.	5.5	2.7
TAVHL	Tav Airports	<u>\$ mn</u>	12.0	9.3	7.9	20.6	14.0	10.2
THYAO	Turkish Airlines	<u>\$ mn</u>	5.8	5.8	5.2	2.2	3.0	3.0
OTOMOTİV								
DOAS	Doğuş Otomotiv	<u>TL mn</u>	4.6	4.4	4.2	7.4	7.0	5.8
FROTO	Ford Otosan	<u>\$ mn</u>	7.2	7.7	6.5	8.1	9.3	7.9
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	<u>\$ mn</u>	6.6	7.4	7.3	9.5	9.8	8.9
TTRAK	Türk Traktör	<u>\$ mn</u>	4.9	5.6	5.5	6.4	7.5	7.6
KORDS	Kordsa	<u>\$ mn</u>	6.5	6.2	5.7	6.5	6.9	6.6
GAM/ÇİMENTO								
SISE	Şişe Cam	<u>\$ mn</u>	4.0	4.1	3.9	3.9	6.0	5.7
CIMSA	Çimsa	<u>\$ mn</u>	5.0	5.4	5.1	4.3	7.6	7.3
AKCNS	Akçansa	<u>\$ mn</u>	6.9	7.4	5.7	15.6	18.1	13.8
İNŞAAT								
ENKAI	Enka İnşaat	<u>\$ mn</u>	3.1	3.2	2.7	11.4	12.1	11.7
TKFEN	Tekfen Holding	<u>\$ mn</u>	1.1	1.0	0.6	2.9	4.3	3.4
SAVUNMA								
ASELS	Aselsan	<u>\$ mn</u>	6.0	6.4	6.2	4.5	6.4	6.3
OTKAR	Otokar	<u>\$ mn</u>	7.6	7.8	7.7	7.6	8.6	8.3
BEYAZ EŞYA								
ARCLK	Arçelik	<u>\$ mn</u>	4.8	4.4	3.9	6.1	5.4	4.8
MADENCİLİK								
KOZAL	Kozal	<u>\$ mn</u>	3.3	2.8	2.3	4.3	5.9	5.8
SAĞLIK								
MPARK	Medical Park	<u>TL mn</u>	8.2	5.6	3.9	32.1	14.9	11.0
PETROL-KİMYA								
TUPRS	Tüpraş	<u>\$ mn</u>	7.3	4.1	3.1	15.5	5.0	5.4
PETKM	Petkim	<u>\$ mn</u>	3.1	5.9	6.1	2.9	6.5	6.4
PERAKENDE								
BIMAS	Bim	<u>TL mn</u>	8.0	5.9	4.7	18.6	10.1	7.9
MGROS	Migros	<u>TL mn</u>	3.6	2.6	2.1	14.1	10.9	7.5
MAVI	Mavi Giyim	<u>TL mn</u>	4.3	3.6	2.8	10.9	12.0	8.4
GIDA								
AEFES	Anadolu Efes	<u>\$ mn</u>	4.3	4.8	4.5	10.1	10.8	10.0
CCOLA	Coca-Cola İçecek	<u>\$ mn</u>	4.4	4.8	4.5	7.6	9.9	10.0
DEMİR-ÇELİK								
EREGL	Ereğli Demir Çelik	<u>\$ mn</u>	2.2	3.1	3.6	4.4	5.2	5.7
KARDM	Kardemir (D)	<u>\$ mn</u>	1.3	2.2	2.4	2.7	4.2	3.9
TELEKOM								
TCELL	Turkcell	<u>TL mn</u>	3.1	2.4	1.9	8.4	6.9	5.4
TTKOM	Türk Telekom	<u>TL mn</u>	2.5	1.9	1.5	6.2	4.7	3.7

Genel / Public

Sektör/Şirket			F/K			PD/DD		
			2021E	2022T	2023T	2021E	2022T	2023T
BANKACILIK								
AKBNK	Akbank	<u>TL mn</u>	4.0	3.4	2.8	0.5	0.5	0.4
GARAN	Garanti Bank	<u>TL mn</u>	4.1	3.5	3.3	0.7	0.6	0.6
HALKB	Halkbank	<u>TL mn</u>	24.2	4.6	2.5	0.3	0.3	0.3
VAKBN	Vakıfbank	<u>TL mn</u>	4.7	3.0	2.2	0.3	0.3	0.3
YKBNK	Yapı Kredi Bank	<u>TL mn</u>	3.4	2.9	2.5	0.5	0.4	0.3
SİGORTA								
ANSGR		<u>TL mn</u>	7.2	6.4	6.2	1.1	1.0	0.9
HOLDİNGLER								
KCHOL	Koç Holding	<u>TL mn</u>	5.4	3.8	3.6			
ALARK	Enka İnşaat	<u>TL mn</u>	9.8	3.7	3.1			
GYO								
EKGYO	Emlak Konut GYO	<u>TL mn</u>	5.2	5.5	4.7			
OZKGY	Özak GYO	<u>TL mn</u>	2.5	2.4	2.3			

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yrd.	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
Araştırma Bölümü			
Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürcan	Ekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04