



STRATEJİ VE HİSSE ÖNERİLERİ

21 Ocak 2021

Piyasa Görüşü: Pozitif (Korunuyor)

Küresel piyasalarda pozitif yönler, olumsuzluklardan daha ağır basıyor - Küresel olarak, salgının tehlikeli seyri ve devam eden enflasyon endişeleri ana risk faktörleri olarak kalsa da, aşılama çabalarının hızının artması, Biden'in yeni ABD başkanı seçilmesi (Çin-ABD savaşlarının sona erme olasılığı, daha yüksek finansal teşvikler), düşük faiz oranları ve bol likidite koşulları görüşümüze göre küresel piyasaları desteklemeye devam edecektir. Yıl başında başlayan tüm gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinin yıl boyunca daha da artmasını bekliyoruz.

Muhtemelen Türkiye için bir geçiş yılı olacak - 2020'ye göre daha olumlu gelişmeler görmeyi beklessek de, bu yılı Türkiye için bir geçiş yılı olarak değerlendiriyoruz. Aşılama çalışmalarının başarıyla tamamlandığı varsayımı altında, yeni yılda daha yüksek büyüme, daha düşük enflasyon, döviz kurları ve faiz oranlarıyla karşılaşma ihtimalimiz var. Yüksek büyümenin bir yan etkisi artan cari açık olabilir ancak ihtiyatlı para ve maliye politikaları takip etmek ve enflasyonla mücadeleden vazgeçmemek yatırımcı güvenini sağlayacak ve yabancı sermaye girişlerinin önünü açacaktır. Böylelikle pandemiden çıkış ivmesinden ziyade, ekonomiye duyulan güven ve uzun vadeli olumlu beklentilerle büyüme sağlanabilir. Özellikle yılın ikinci yarısında gerçekleşmesini beklediğimiz faiz oranlarındaki düşüş hisse fiyatlarına ve dolayısıyla değerlemelere olumlu yansıyacaktır. Ayrıca ikinci yarıda Hazine'nin yüksek itfa takvimi geride kalacağı için tahvil faiz oranlarının düşebileceği beklentisiyle tahvil piyasasında portföy girişlerinde de bir canlanma görebiliriz.

2021E için %5 GSYİH büyümesi bekliyoruz - Baz etkisinin 2020'deki kayıpların önemli bir kısmını ortadan kaldıracığı, iç talepteki canlılığın yılın ikinci yarısında daha belirgin olacağı varsayımları altında 2021'de %5,0 büyüme bekliyoruz. Yıl içinde sermaye girişleri kuvvetli olacak ancak dış talebin katkısı azalan oranda da olsa negatif olacaktır. Çeşitli teşvikler ve artan kredi arzı 2020'nin sonunda enflasyonda %14,6'ya doğru hızlanmaya yol açtı ve 1Y21'de daha da yükselmesi muhtemel görünüyor. Yine de bu yılın sonunda enflasyonun %10.45'e gerilemesi, yılın son çeyreğinde ise politika faizinin mevcut %17.0'dan %14.5'e düşürülmesini bekliyoruz. Temelde sermaye akımlarının canlanması, para politikasında beklenen gevşeme ve düşük risk primi nedeniyle, 2020 sonunda %15,0 olan 2Y gösterge tahvil getirisinin yıl sonunda %12,0'a düştüğünü görebiliriz. Bütçe dengesinin %3,5'te sabit, cari işlemler açığının ise ihracat ve turizm gelirlerindeki canlanma sayesinde %5,6'dan %5,0'a düşebileceğini tahmin ediyoruz.

BIST100 için %18'lik bir yükselme potansiyeli hesaplıyoruz – 2021 yılında finans dışı şirketler için %62 toplam net kar büyümesi, finans sektörü şirketleri için ise %24 net kar büyümesi bekliyoruz. Araştırma kapsamımızdaki tüm şirketler için ise net karın %45 artacağını hesaplıyoruz. 2020'deki düşük baz etkisine bağlı olarak en yüksek net kar iyileşmesi havacılık, petrol ve gaz ve çelik sektörlerinde olacaktır. Varsayımlarımıza göre 12 aylık BIST100 hedefimiz %18 artış potansiyeli sunan 1,858 seviyesinde bulunuyor. Finans sektörü şirketleri için %21, finansal olmayanlar için ise %17 yükselme potansiyeli öngörüyoruz. Hedef fiyatlarımız için en yüksek artış potansiyeli telekomünikasyon, madencilik ve cam sektörlerinde bulunuyor. Bu raporla, aynı zamanda **AVISA, FROTO, TOASO, ENJSA, AKSA ve AYGAS** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye, **OTKAR** için ise Endekse Paralel Getiri'nden Endeks Altında Getiri'ye düşürüyoruz.



Piyasa Görüşü: Pozitif (Korunuyor)

Özel bankalar, artan karlılık, aktif spread yönetimi ve yüksek sermaye yeterlilik oranları ile ön plan çıkmaktadır - Türk bankaları, gelişmekte olan ülke bankalarına kıyasla bir yıllık ileri 3,9 F/K oranına göre %54, 0,4 F/DD e göre ise %47 iskontolu işlem görmektedir. 4Ç'de parasal sıkılaştırmanın başlaması ve ekonomik ve adli reformlara ilişkin artan beklentiyle, Türk bankalarının gelişmekte olan piyasalardan daha iyi performans gösterdiğini görüyoruz. Kredi risk maliyetindeki potansiyel normalleşmenin 2021 yılı karlılığı için avantaj yaratacağını düşünüyoruz. 2020 tahminimiz olan %26 kar artışından sonra, kapsama alanımızdaki bankalar için 2021'de yıllık ortalama %24 kar artışı öngörüyoruz. Net faiz marjı, artan fonlama maliyetleri ve artan swap hacmi nedeniyle 2021 daralabilir. Bununla birlikte, net kredi risk maliyetiyle düzeltilip bakıldığında net faiz marjının bir önceki yıla göre neredeyse sabit kalacağını öngörüyoruz; çünkü kredi risk maliyetinin 2021'de 2020'nin yüksek seviyelerinden normale dönmesini bekliyoruz. 2021'de Kovid-19 ile ilişkili olarak bankalar üzerindeki yüklerin ortadan kalkmasıyla daha iyi hisse senedi performansı görmeyi bekliyoruz. Akbank, Garanti, İş Bankası ve Yapı Kredi bankacılık hisseleri arasında tercih ettiklerimizdir.

Hisse senedi seçimi stratejisi daha önemli hale geldi... BIST-100 endeksinin özellikle emsal piyasalarına kıyasla hala ucuz olduğunu düşünsek de bazı sektör hisselerindeki son rallinin ardından hisse senedi seçiminin daha önemli hale geldiğini düşünüyoruz. Güçlü finansal performansla sahip olan ve hala mevcut seviyelerden çekici yukarı yönlü potansiyel sunan şirketleri tavsiye ediyoruz. Kısa vadede katalizörden yoksun olabileceğini düşündüğümüz **SAHOL**'u model portföyümüzden çıkardık ve **AVISA**'yı daha yüksek yukarı yönlü potansiyel sunan **ANSGR** ile değiştirdik. Model portföyümüz **AKBNK**, **GARAN**, **KCHOL**, **TCELL**, **BİMAS**, **KOZAL**, **TKFEN**, **AKGRT** ve **ANSGR** hisselerinden oluşmaktadır.



2021 büyüme beklentimiz %5... Yılın ikinci çeyreğinden itibaren sağlanan kredi ve istihdam teşvikleri sayesinde yılın ilk 3 çeyreğinde %0.5 büyüyen Türkiye ekonomisinin 2020 yılını %1.5'lik bir büyüme ile tamamlamasını bekliyoruz. Kasım ayında salgının ikinci dalgasına yönelik alınan önlemler 2021 yılının ilk çeyreğinde büyüme görünümünü bozacakmış gibi görünüyor. Bu bozulmanın hem yatırım talebi hem de tüketim talebi kaynaklı olduğunu görebiliriz. İkinci çeyrekte önceki sene ikinci çeyrekteki %9.9'luk daralmanın ne kadarının geri alınacağı önemli olacak. Bu esnada aşılama çalışmaları ile ilgili önemli miktarda yol kat edilmesi, ayrıca para ve maliye politikasında yatırımcı güvenini tazeleyici açıklama ve adımların sermaye girişini canlandırması yılın ikinci yarısında daha gözle görülür bir büyüme performansına sahip olmamızı sağlayabilir. Baz etkisinin 2020 yılı kayıplarının önemli bir bölümünü yok etmesi, yılın ikinci yarısında iç talepte canlılığın daha belirgin olması, sermaye girişlerinin canlı olması ve dış talebin katkısının azalan oranda da olsa yine negatif olması varsayımları altında 2021 yılında büyümenin %5.0 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

Enflasyonda tepe Nisan'da görülebilir... Yılın ikinci yarısına dair olumlu beklentilerimizin arkasındaki bir diğer neden de enflasyon. Petrol ve gıda fiyatları ile kurda görülen yükseliş 2020'yi %14.6 seviyesinde bir enflasyon oranıyla kapatmamıza neden oldu. Ayrıca pandemi döneminde yüklenilmiş maliyetlerin ekonomik açılma sonrasında nihai fiyatlara yansıtılması, enflasyonun beklenenin üzerinde hızlanmasına neden oldu. Bu artışın ilk çeyrekte de devam etmesini ve enflasyonun Nisan ayında %15.0 civarına yükselmesini bekliyoruz. Ancak yılın ikinci yarısında baz etkisinin de yardımıyla ve ihracat ve turizm gelirlerinde canlanma, kurda stabilizasyon, kuraklık riskinin oluşmaması ve herhangi bir petrol şoku gibi bir maliyet şoku ile karşılaşmamamız varsayımı altında enflasyonun yılsonunda %10.4'e gerilemesini bekliyoruz.

Kurda reel olarak gerileme bekliyoruz... Hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı tehdit eden kur yükselişinin önüne geçmenin tek yolu dolarizasyonu engellemek veya sermaye girişlerinin önünü açmak değil. Önümüzdeki sene ekonomilerin dış ticaret ve turizm ilişkilerinin eskiye dönmeye başlaması da ülkeye olan döviz arzının artmasına ve kurdaki baskının hafiflemesine neden olacaktır. Bu sayede ülkenin toplam finansman ihtiyacının azalmasını beklemekle birlikte 2021 yılında cari açık finansmanı ve önümüzdeki bir yılın kısa/orta uzun vadeli dış borç geri ödemelerinden oluşan finansman ihtiyacının 210 milyar doların üzerinde olmasını bekliyoruz. Bu ihtiyacın cari açık kısmının 2020 sonunda 38.8 milyar dolar ile GSYH'ye oran olarak %5.6, 2021 sonunda ise 37 milyar dolar ile GSYH'nin %5.0'i düzeyinde olmasını bekliyoruz. Bu denli yüksek bir finansman ihtiyacı tüm pozitif faktörlere rağmen kurda bir miktar değer kaybını beraberinde getirebilirse de reel olarak kurda gerileme bekliyoruz.

Faizler yılın ilk yarısında yüksek seyredebilir... Faizlerdeki yüksek seyrin ardındaki en önemli neden bütçe açığıdır. 2019'da yılı GSYH'ye oran olarak %3.0'ün altında tamamlayan bütçe açığı 2020'yi %3.5 seviyesinde tamamladı. Yüksek finansman ihtiyacı Hazine'nin önümüzdeki 3 ayda 110 milyar TL, ilk altı ayda 250 milyar TL'nin üzerinde yurtiçi borç geri ödemesinden kaynaklanıyor. Bunu finanse etmek üzere açacağı ihalelerde borçlanma ihtiyacının yüksek olması faizleri yukarı itecektir. Her ne kadar CDS (Credit Default Swap) spread ile ölçtüğümüz risk primi, pandemi dönemindeki 600 baz puanlık seviyelerinden 320 baz puanlara gerilese de ağır itfa takvimi faizler üzerinde baskı oluşturmaya devam edecektir. Bu nedenle tahvil faizlerinde görülen %14.0 üstü seviyelerin ilk çeyrekte daha da üstünün görülebileceğini ancak yıl sonunda faizlerin yabancı yatırımcı ilgisinin de yükselmesiyle %12.0'lere düşebileceğini öngörüyoruz.

Makro Tahminler



	2017	2018	2019	2020T	2021T
MAKRO GÖRÜNÜM					
GSYH Büyümesi (%)	7.4	3.0	0.9	1.5	5.0
GSYH (mlr TL)	3,107	3,764	4,280	4,884	5,816
GSYH (mlr \$)	851	778	754	698	736
İşsizlik Oranı (% , yılsonu)	10.9	11.0	13.7	13.5	12.5
TÜFE (%)					
Ortalama	13.9	14.6	15.2	12.3	13.6
Dönem sonu	11.9	20.3	11.8	14.6	10.4
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr TL) 1/	-47.4	-72.6	-123.4	-170.9	-203.6
GSYH'ye oran olarak	-1.5	-1.9	-2.9	-3.5	-3.5
sak: Faiz Dışı Denge (GSYH'ye oran olarak)	0.4	0.0	-0.6	-0.8	-1.0
Cari Denge (mlr \$)	-47.4	-27.1	8.0	-38.8	-37.0
GSYH'ye oran olarak	-5.6	-3.5	1.1	-5.6	-5.0
FINANSAL GÖRÜNÜM					
Döviz Kuru					
US\$/TL (ort.)	3.649	4.820	5.677	7.017	7.675
US\$/TL (dönem sonu, Aralık)	3.843	5.286	5.945	7.426	8.151
%	9.9	37.5	12.5	24.9	9.8
EUR/TL (ort.)	4.121	5.670	6.355	8.038	9.408
EUR/TL (dönem sonu, Aralık)	4.549	6.048	6.668	9.125	9.781
%	23.4	32.9	10.3	36.8	7.2
Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)					
Dönem sonu	89.1	76.4	76.2	65.7	66.1
% (yukarı yön değerlenmeyi göstermektedir)	-3.5	-14.3	-0.2	-13.8	0.7
2Y Gösterge Hazine Faizi (bileşik; %)					
Ortalama	11.8	18.5	17.8	11.7	13.0
Dönem sonu (Aralık)	13.4	19.7	11.7	15.0	12.0
Reel Faiz Oranı (bileşik, dönem sonu; %) 2/	-5.7	7.0	-2.5	4.1	3.7
Merkez Bankası Haftalık Repo Faizi (Dönem sonu; basit; %	8.00	24.00	12.00	17.00	14.50

Kaynak: TCMB, Maliye Bk, TUIK, Oyak Yatırım, t=tahmin

1/ Maliye tanımlı.

2/ Yıllık beklenen: $(1 + \text{nominal faiz}) / (1 + \text{dönem sonu enflasyon})$



Sektörel değerlendirmeler - I

BANKA: 2020 yılında takip ettiğimiz bankalarda ortalama %26, 2021’de ise %24 net kar büyümesi öngörüyoruz. Kredi/mevduat makasları yükselen fonlama maliyetleri, düşen kredi hacmi ve artan swap maliyetleri nedeniyle baskı altında kalmaktadır. 2021 tahmini net faiz marjında 78 baz puan düşüş öngörmekteyiz. Ancak, net faiz marjlarına düşmesini beklediğimiz kredi risk maliyetine göre düzeltip bakacak olursak yıldan yıla yataya yakın bir seyir göreceğimizi düşünüyoruz. Kovid-19’un etkisinin azalması ve sektör üzerindeki yüklerin hafiflemesi takip ettiğimiz bankaların hisse performansına 2021 yılında olumlu yansiyabilir.

TL kredi/mevduat oranı takip ettiğimiz bankaların hepsinde yüksek seviyelerde olup bu haliyle daha fazla kredi büyümesi için büyük bir engel oluşturmaktadır. Kredilerin 2021 yılında ortalama %17 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılında TL krediler için %18 büyüme, ABD doları cinsinden YP krediler için %4 genişleme öngörmekteyiz. 2021 tahmini sabit kura göre düzeltilmiş kredi büyümesi, takip ettiğimiz bankalar için yıldan yıla %14’e (özel bankalar için %13, kamu bankaları için %14) ulaşabilir diye düşünüyoruz. Bankalar, aktif kalitesi tarafında 2020’de Kovid-19’un olumsuz etkisine karşı agresif bir şekilde karşılık ayırdı. Net kredi risk maliyetinin 2021’de 190bps’ye düşmesini (yıldan yıla-74 baz puan) ve bunun da kazançları destekleyeceğini düşünüyoruz. Bankaların 2021’de potansiyel aktif kalitesi risklerini atlatmak için iyi hazırlandığını düşünüyoruz. Hızlı ekonomik toparlanmaya bağlı olarak 2021’de sorunlu kredi girişlerinde büyük bir artış öngörmüyoruz.

Takip ettiğimiz bankaların uzun vadeli (2019-30T) sermaye getirisini %14,4 olarak öngörmekteyiz. Bu getiri, sermaye maliyetinin yaklaşık 4 puan altında olup 0,6 F/DD’ne işaret etmektedir. Takibimizdeki bankalar ise 2021 tahmini 0,5 F/DD ile işlem görmektedir. Akbank, Garanti, İş Bankası ve Yapı Kredi için ‘Endeks Üzeri Getiri’ tavsiyemiz mevcut iken Vakıfbank, Halkbank, TSKB ve Albaraka için ‘Endekse Paralel Getiri’ tavsiyemiz bulunmaktadır.

BEYAZ EŞYA: İç pazarda Covid-19 salgınının yol açtığı olumsuzluğa rağmen Türkiye beyaz eşya pazarı 2020’de 11A20 itibarıyla %16’lık bir büyüme ile güçlü bir performans gösterdi. 2019’un düşük bazının da pandemi dönemine göre güçlü büyüme için önemli bir faktör olduğunu hatırlatmak gerekiyor. Ancak faiz oranlarının düşük olduğu ortam sektörün 2020 yılında ana destekçisi idi. Sonuç olarak, 2020’de sadece beyaz eşyadaki altı ana kategorisi için değil, TV pazarı için de güçlü bir sonuç gördük. 2021 yılında ise, geçtiğimiz yıl oluşan yüksek baz ve nispeten yüksek faiz ortamı nedeniyle pazarda hafif bir düşüş bekliyoruz.İhracat tarafında ise, otomotiv sektörüne benzer şekilde, ihracat sevkiyatlarında Nis20 ve May20’de ciddi oranda düşüşle karşılaştık. Ancak, Haz20’den itibaren, sokağa çıkma yasakların hafifletilmesi ve ekonomik faaliyetleri canlandırmaya yönelik devlet destekleri sayesinde ihracat sevkiyatları takdire şayan bir toparlanma gördük. 2021’de aşılamanın yaygınlaşmasının ve Brexit’in Avrupa bölgesindeki ekonomiler ve talep üzerindeki etkilerini takip ediyor olacağız. Öte yandan 2008 mali krizinden sonraki yıllara benzer şekilde, AB tüketicilerinin tercihlerinde alt-orta segment markalara yönelmeleri ihtimali, Türk sektör oyuncularının konumlandığı alt-orta segment markaları destekleyebilir. Arçelik ile ilgili olarak, Bangladeş, Hindistan ve Pakistan ile birlikte ASEAN pazarları operasyonlarında da güçlü bir toparlanma bekliyoruz. Ayrıca, Hitachi’nin üretim ve dağıtım birimlerinin (Japonya dışında) satın alınması da şirket hisseleri için güçlü bir katalizör olabilir. Hitachi’nin sektördeki güçlü-güvenilir marka konumunun sadece ASEAN pazarlarında değil, AB pazarlarında da Arçelik’in diğer markalarının algısını destekleyebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Hitachi’nin Arçelik’e göre ~3-4yp daha düşük FAVÖK marjı elde edebilmesine karşın; Hitachi’nin güçlü bilanço görünümü ve verimli operasyon yönetimi sayesinde (neredeyse hiç işletme sermayesi gerekliliği yok, Arçelik’inkinden daha düşük Yatırım harcaması ihtiyacı ve net nakit pozisyonu taşıması gibi) Arçelik’e operasyonel/marka imajı ve bilanço anlamında değer katacağını düşünüyoruz.



Sektörel değerlendirmeler - II

CAM: 2021 yılında Şişecam'ın, başta Düzcam ve Cam Ev Eşyası segmentinde, özellikle talep tarafında yaşanması beklenen toparlanma sinyallerinin katkısıyla birlikte güçlü bir yıl geçireceğini varsayıyoruz. Avrupa Bölgesi'nde görülen arz sıkıntısına ek olarak, inşaat & otomotiv sektöründeki muhtemel bir canlanma ve hanehalkının evlerde kullandığı ürünlerdeki yenileme ihtiyacı, bu segmentlerdeki pozitif beklentimizin ana sebepleri olarak karşımıza çıkıyor. Bunun yanı sıra; ekonomik düşüşlerden etkilenmeyen yiyecek & içecek ve ecza ürünleri faaliyetlerini kapsayan Cam Ambalaj operasyonunun, önümüzdeki sene de güçlü kalmasını bekliyoruz. Ancak, pandeminin devam eden etkisinin gecikmeli bir şekilde de olsa Kimyasallar (Soda Külü + Krom) segmenti üzerinde, özellikle 4Ç20 finansallarında baskı unsuru yaratmasını bekliyoruz. Öte yandan, önümüzdeki sene için Kimyasallar operasyonlarındaki beklentimiz, satış hacmi bazında toparlanma ve 2019 seviyelerine yakınsaması yönünde. Bütün bu bilgiler ışığında Şişecam'ın 27.1mlrTL net satış hasılatı (+%30 y/y), 5.7mlrTL FAVÖK (+%36 y/y) ve 3.1mlrTL net kar (+%85 y/y) açıklayacağını hesaplıyoruz. Hatırlatmak gerekirse Şişecam, iştiraklerinin tek bir çatı altında birleşmesi nedeniyle 4Ç20'den itibaren "Kontrol Gücü Olmayan Paylar" kalemine ilişkin bir kar/zarar durumu bildirmeyecek ve buradaki karlılığın büyük bir bölümü "Ana Ortaklık Payı"na kayacak. Bu sayede, 2021 yılında Fiyat/Kazanç çarpanının daha makul seviyelere ineceğini düşünüyoruz. 2021 beklentilerimize göre Şişecam, 5.7x FD/FAVÖK ve 7.9x F/K ile işlem görüyor. Şişecam için on iki aylık hedef fiyatımızı 9.10TL/hisse seviyesinden 10.40TL/hisse seviyesine yükseltiyoruz ve Endeks Üstü Getiri önerimizi koruyoruz.

DEMİR-ÇELİK: Otomotiv, imalat, inşaat ve altyapı gibi kilit son pazarlardaki toparlanma, kapasite kullanımlarını artırırken ve 2021'de marjları destekledikçe, çelik endüstrisinin küresel görünümü iyileşiyor. Çelik fiyatları, Çin hükümetinin kamu inşaat projelerine yönelik ödemeleri artırması ve yerel tüccarların stoklaması nedeniyle güçlü iç talebin etkisiyle 2020'nin ikinci yarısında yükselmeye başladı. Küresel talep toparlanırken ve dünya çapındaki büyük üreticiler Covid-19 salgını nedeniyle arz kesintileri yaşarken, fiyatların olumlu ivmeyi sürdürmesi ve önümüzdeki aylarda yükselmeye devam etmesi bekleniyor. Çelik fiyatlarının bu yılın en yüksek seviyelerine ulaşip, daha sonra küresel talebin normalleşmesi ile çelik üreticilerinin kar marjlarının normal seviyelere dönmesi bekleniyor. Hedef fiyatımızı 6.90 TL'den 9.10 TL'ye yükselttiğimiz Kardemir D hisseleri ile ilgili Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.



Sektörel değerlendirmeler - III

EMEKLİLİK VE SİGORTA: Artan bireysel emekli katkı payları ve katılımcı sayıları ve bunların yanında hayat primleri önümüzdeki iki yıl içinde emeklilik ve hayat şirketleri karlarını destekleyecek gibi görünüyor. Hayat sigortası iş kolunda, Eylül 2020 itibarıyla GSYH'nin sadece %0,25'i oranında penetrasyon ile Türkiye'de önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz. 2021'de kredi büyümesinde normalleşme ve krediye bağlı hayat poliçesi satışlarında gerileme beklememize rağmen, AvivaSa'da büyük bir olumsuz etki öngörmüyoruz. Artan farkındalık ve otomatik katılım sistemi ile emeklilik katkılarının 2021'de artması gerektiğini düşünüyoruz. AvivaSa'nın emeklilik varlık büyüklüğünün, artan katılımcılar ve çok kanallı dağıtım ağı sayesinde 3Y (2019-22E) YBBO'da 2022 yılına kadar 47 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Bireysel emeklilik sistemi Türkiye'nin düşük tasarruf sorununa bir çözüm olarak görüldüğünden, %25 devlet katkısında herhangi bir azalma beklemiyoruz. Emeklilik şirketleri için ana katalizör olarak zorunlu işveren katkı paylarını, 18 yaş altının katılımını ve kıdem tazminatlarının bireysel emeklilik sistemine potansiyel transferini sayabiliriz.

Hayat dışı sektöre gelince, hem Aksigorta hem de Anadolu Sigorta'nın yükselen TL mevduat faizlerinden yatırım portföyleri vasıtasıyla daha yüksek getirilerle olumlu etkilenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Mevduat ve tahviller Aksigorta'da toplam portföyün %84'ünü, Anadolu Sigorta'da ise %87'sini oluşturmaktadır. Yeni otomobiller için potansiyel olarak daha yüksek poliçe satışları ve Covid'in ekonomi üzerindeki etkisi ortadan kalktıkça gerekli poliçelerin yenilenmesi yoluyla kasko iş kolunun 2021'de hayat dışı şirketlerin sigorta marjına daha fazla katkıda bulunması gerektiğine inanıyoruz. Trafik sigortası fiyatları 2021 yisonuna kadar ayda %1 artacak (2020'de aylık %0,75) ve sigorta şirketlerinin üretebileceği trafik sigorta prim miktarı bu yıl özkaynaklarının beş katı ile sınırlıdır. Bunun hem Aksigorta hem de Anadolu Sigorta'ya müşteri tabanını genişletme konusunda bir avantaj sağladığını düşünüyoruz; çünkü özkaynakları yetersiz küçük şirketler, fiyat rekabeti yoluyla pazar paylarını genişletmekten çekinecekler.

ENERJİ: Türkiye'de elektrik tüketimi, Covid-19 salgını nedeniyle 2020'nin Mart, Nisan ve Mayıs aylarında yaşanan düşüşün ardından, sanayi üretiminin geri dönmesi ve evde geçirilen sürenin artmasıyla Haziran ayından itibaren toparlanmaya başladı. Böylece 1Y20'deki %4'lük daralmaya rağmen toplam elektrik talebi 2020 yılını sabit kapattı. Türkiye'deki ortalama referans spot elektrik fiyatı ise TL'deki değer kaybı ile birlikte doğal gaz ve yenilenebilir enerji üretiminin artan payının etkisiyle 2020'de bir önceki yıla göre %5 artarak 293 TL/MWh'ye yükseldi. Elektrik fiyatlarının seyri, yeni dağıtım tarifeleri ve TL'nin değer kazanması büyük olasılıkla enerji şirketlerinin karlılığını destekleyecek olsa da, hisse fiyatlarındaki son artış nedeniyle kapsamımızdaki tüm enerji şirketleri (ENJSA, ODAS, ZOREN) için Endekse Paralel Getiri tavsiyemiz bulunuyor.

Sektörel değerlendirmeler - IV



GAYRİMENKUL: Türkiye'de konut satışları Aralık 2020'de bir önceki yılın aynı ayına göre %47,6 azalırken, ipotekli satışlar bir önceki yıla göre %70,9 oranında keskin bir düşüş gösterdi. Kümülatif olarak ise 2020 yılında konut satışları bir önceki yıla göre %11,2, ipotekli satışlar ise toplam satışlar içindeki %38,2 pay ile %72,4 arttı. 2020 konut sektörü için güzel bir yıldır; hatta sektör daha Kovid-19 salgınından önce toparlanmaya başladı. Türkiye'de konut satışları 2020'de bir önceki yıla göre %53 artarak 232 bin oldu. Emlak GYO'nun konut kampanyaları, Türkiye'de psikolojik engel olan %1'in altında kamu bankalarının sunduğu uygun kredi faiz oranlarıyla birleştiğinde, Mart 2020'den sonra konut satışları ivme kazanmaya başladı. Konut satışlarının 1Y21'de daha da yavaşlamasını bekliyoruz. Kovid ile ilgili önlemlerin tamamen kaldırılması zaman alacak gibi gözüküyor; şöyle ki hafta sonu kapanmaları 1Ç21'de de devam edecek gibi görünüyor. Dolayısıyla, alışveriş merkezlerindeki kiracıların Kovid-19 ile ilgili gelir kaybı nedeniyle 1Y21'deki kira gelirleri karları daha az destekleyici görünmektedir. Torunlar GYO için hedef fiyatımızı gayrimenkul portföyünün yeniden değerlendirilmesiyle 3,67TL'den 4,07 TL'e yükseltirken, hisse senedi için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

GIDA: İzolasyon tedbirleri kapsamında evde geçirilen zamanın artması ve hijyene yönelik vurgular paketli gıdaya yönelimi artırmıştır. Şirketler tedarik ve dağıtım alanlarında sıkıntı yaşamamışlardır. Sektörde ULKER için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemiz mevcuttur. Okulların online eğitime devamı ve hediye paketlere ilişkin dönemlerin yasaklara denk gelmesinin de etkisiyle Türkiye operasyonlarının hacim büyümesi göreceli olarak baskı altında kalmıştır fakat uluslararası operasyonlar gücünü korumuştur. Kovid-19 gelişmeleri, yatırım gelirleri ve borçluluk yatırımcıların takip ettiği ana unsurlar olmayı sürdürecektir.

HAVACILIK: Kovid-19 etkilerini en yoğun şekilde hisseden sektörlerin başında havacılık sektörü gelmektedir. Aşırı alanındaki gelişmeler ve uçuş yasaklarının kalkma takvimi, toparlanmanın başlama zamanı ve kuvveti açısından önem arz etmektedir. Sezonal açıdan büyük pay sahibi üçüncü çeyrek için ikinci çeyrekteki muhtemel düzelme sinyalleri dikkatle takip edilecektir. Şirketlerin böyle bir ortamda faaliyet gideri ve yatırımları kontrol altında tutmaya devam etmesini bekliyoruz. Nakit pozisyonları ve devlet destekleri (kısa vadeli çalışan ödeneği ve görüşülmekte olan finansman kolaylığı, havalimanı kira ödemeleri ötelemesi gibi diğer unsurlar) Türk havacılığı açısından etkiyi şimdilik limitlese de krizin daha da uzun sürmesi negatif risktir. Talep koşulları, kapasitelerin hangi hızla geri konacağı, petrol fiyatları ve hedge oranları, rakiplerin hedge oranları ve bunun bilet fiyatlarına yansımaları operasyonel karlılıkları şekillendirecektir. Değerleme açısından sektörü cazip bulsak da normalleşme sonrası toparlanmanın turistik seyahat ve kısa hatlardaki yolculuğa daha fazla desteklemesi sebebiyle TAVHL ve PGSUS katalist açısından daha kuvvetli görüyoruz. Kargo operasyonları şirket için katma değerini sürdürse de yolcu tarafında uzun hatlardaki toparlanmanın daha uzun zaman almasına yönelik beklentiler yüzünden THYAO göreceli olarak daha zayıf katalistlidir.



Sektörel değerlendirmeler - V

İÇECEK: Kovid-19 regülasyonları gerek AEFES gerekse CCOLA'nın özellikle Türkiye operasyonlarını restoran, kafe ve bir dönem AVM'lerin kapalı kalması ve son zamandaki haftasonu yasakları yüzünden olumsuz etkilemiştir. Şirketler gerek ürün optimizasyonu gerekse faaliyet gideri ve yatırım kontrolü sayesinde 2020 gibi çalkantılı bir yılı nispeten güçlü bitirmiştir. İki hisse için de Endeks Üzeri Getiri tavsiyemiz olmakla birlikte son zamanki CCOLA performansına istinaden AEFES'in yükselme potansiyeli daha yüksektir. 2021 için operasyonel anlamda CCOLA'nın gerek hacim büyümesi gerekse marjlar anlamında cazip olacağını düşünüyoruz. Özbekistan gibi inorganik büyüme opsiyonları hisseyi destekleyebilir. Beklenenden yüksek temettü dağıtımı iki şirket için de pozitif risktir.

MOBİLYA: Güçlü seyreden yurt içi talep ve ihracat kanallarında gerçekleşebilecek olası bir toparlanmanın katkılarıyla birlikte, Mobilya Sektörünün güçlü oyuncularından olan Yataş'ın hem 4Ç20 de hem de 2021 yılında güçlü finansallar açıklamasını bekliyoruz. Yataş yönetiminin beklentisine göre, artan faiz oranları şirketin finansalları üzerinde önemli bir sorun teşkil etmeyecek. Ancak talep tarafında, kredi kartı faiz oranlarında daha fazla bir artış gündeme gelmesi durumunda, Yataş'ın bundan bir miktar olumsuz etkilebileceğini düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Yataş'ın satışlarının %90'lık bir bölümü kredi kartı satışlarından elde edilmektedir. 2021 yılında düşük-orta segmente hitap etme amacıyla kurulan Divan Ev'in katkısıyla birlikte Yataş'ın rakiplerinden pazar payı kazanacağını varsayıyoruz. Şirketin Divan Ev markasıyla 80-100 bandında yeni mağaza açacağını ve bu marka ile toplamda 120-130 mağaza sayısına ulaşacağını hesaplıyoruz. Yataş Bedding ve Enza Home çatısı altında açılmasını beklediğimiz 20-30 mağaza sayısı ile birlikte Yataş'ın yurt içinde toplamda 560-570 adet mağazaya ulaşacağını öngörüyoruz. İhracat tarafında ise Çin, Singapur, Kenya, Gambiya, Slovenya, Hırvatistan, Sırbistan ve Kuveyt pazarlarının Yataş'ın potansiyel noktalar olduğunu düşünüyoruz. Yataş ayrıca Rusya ve Almanya'daki mağaza sayısını da artırmayı hedefliyor. Uzun vadede ise büyüklük açısından oldukça kritik bir konumda olan ABD pazarına ilişkin yatırımlar gündeme gelebilir. Ancak 2021 yılında, ABD pazarına ilişkin finansallara yansiyacak somut bir adım atılmasını beklemiyoruz. Bu gelişmeler ışığında, Yataş'ın yurt dışı mağaza sayısını 2021 yılında 200 adete yükselteceğini düşünüyoruz (95 adet mağaza – 105 adet korner tipi satış noktası) ve toplam cirodaki payının %12-15 bandında olacağını varsayıyoruz. 2021 yılında Yataş'ın, Divan Ev ve ihracat kanallarından ayrı ayrı 250-300mnTL bandında hasılat elde etmesini ve toplamda 2.3mlrTL bandında net satış hasılatı (+%33 y/y) açıklamasını bekliyoruz. Bunun yanı sıra, IFRS-16 etkisi dahil %17-18 aralığında FAVÖK marjı (390-400mnTL) ve 240-250mnTL net kar açıklayacağını hesaplıyoruz. 2021 yılı projeksiyonlarımıza göre Yataş hissesi 6x FD/FAVÖK ve 9.7x F/K ile işlem görüyor. Şirketin elde edeceği karın %30'luk bir kısmını (51mnTL), 2021 yılında hissedarlarına nakit temettü olarak dağıtacağını varsayıyoruz ki bu oran, çünkü piyasa değerine oranla %2.2 temettü verimine işaret ediyor.

Sektörel değerlendirmeler - VI



OTOMOTİV: 2020 yılında Türkiye otomotiv pazarı, COVID-19 salgınının olumsuz etkisine rağmen, düşük faiz ortamının da desteğiyle önceki iki yıldan gelen ertelenmiş talep sayesinde Avrupa pazarlarının çoğundan daha güçlüydü. TL'deki sert değer kaybı nedeniyle oluşan daha fazla fiyat artışı endişesi de bize göre 2020 otomotiv pazarını destekledi. Sonuç olarak, otomotiv endüstrisi 2020 yılını %61'lik bir büyüme ile 773 bin adet perakende satış ile tamamladı. Binek araç segmenti bir önceki yıla göre %58 artarak 610bin adete yükselirken, hafif ticari araç segmenti %77 artışla 163bin adete ulaştı. Son üç aylık rakamlara bakıldığında, kamu bankaları tarafından sağlanan teşviklerin sona ermesine ve oto faiz oranlarının önceki aylara göre artmasına rağmen, markaların sağladığı kampanyalar ve hane halkının ön talebi ile oldukça güçlüydü. Bizim görüşümüze göre pandemi nedeniyle 1Ç21'de otomotiv arzına ilişkin belirsizlikler son aylardaki güçlü görünümün ana sebeplerinden birisidir. Sonuç olarak, 2Y20'deki güçlü talep ve son dönemde TL faiz oranlarındaki artış, 2021 talebi üzerinde baskı oluşturabilir. Bu nedenle, 2021T için büyüme tahminimizi geçen aylarda %22'den %11'e (Binek: Yıllık bazda +%14 – Hafif Ticari: Yıllık bazda yatay) düşürdüğümüzü hatırlatmak isteriz. Hafif ticari araç pazarı için 1Ç21'in ekonomik aktivite / e-ticaret trendlerini takip edeceğiz. Binek araç pazarı ile ilgili olarak, ertelenmiş talebin henüz bitmediğini düşünmemiz sebebiyle ve yüksek ikinci el fiyatları nedeniyle hala bir miktar iyimserliğimizi koruyoruz. Son olarak, faiz oranlarındaki yükselişle birlikte fiyatlar hala yüksek olduğundan dolayı, yılın ilk çeyreğinde önceki çeyrekler kadar güçlü bir talep beklemiyoruz. Öte yandan, TL'nin son zamanlardaki değer kazanımını sürdürmesi ve/veya daha tüketici güvenindeki artış, 2Ç21'den itibaren pazarı yeniden canlandırabilir. Covid-19 pandemi döneminde AB + EFTA + İngiltere bölgesindeki binek ve hafif ticari araç kayıtlarındaki keskin düşüş Haz20'den itibaren toparlanma göstermeye başladı. Ancak AB binek otomobil pazarı, son açıklanan 11A20 tescil rakamlarına göre %26 daralarak yaklaşık 11mn adete geriledi. Bu, yıllık bazda 4mn adetten daha fazla düşüşe işaret ediyor. Avrupa ülkelerindeki hükümetleri Covid-19 pandemisinin 2. dalgasını kontrol altına almak için yeni tedbirler getirdikçe, AB bölgesi binek araç talebi üzerinde baskı devam etti. Böylelikle, AB binek araç pazarında, dört ana pazar dahil olmak üzere önemli seviyede daralma ile karşılaştık. (Yıllık Bazda Düşüşler -> Almanya: %22, Fransa, % 27, İtalya: 29% ve İspanya: 35%) İngiltere'nin binek araç kayıtları da bir önceki yıla göre %31 düştü. Ticari araç talebinde ise, AB + EFTA + İngiltere bölgesindeki kayıtlar şu anda bir önceki yıla göre %19 düşüşle yaklaşık 1.6 milyon adete geriledi. Danimarka hariç tüm pazarlar, geçtiğimiz aylardaki toparlanmaya rağmen, 11A20 itibarıyla çift haneli düşüşler kaydetti. Bu bağlamda, dört büyük AB ülkesinin hafif ticari araç kayıtları (Yıllık bazda Düşüşler -> Fransa: %18, Almanya: 16%, İspanya: 28% ve İtalya: 16%) ve İngiltere hafif ticari araç kayıtları (%22) önemli ölçüde daraldı. Bu bağlamda, aşı uygulamaları, hükümetlerin teşvikleri ve merkez bankalarının eylemleri sayesinde bu bölgede 2021T ve 2022T için sırasıyla yıllık bazda %15 (Önceki: %25) ve %10 (Önceki: %10) pazar toparlanması bekliyoruz. Ford'un pazar lideri olduğu Birleşik Krallık hafif ticari araç tescillerinde yıllık bazda %15'lik bir büyüme (Önceki: %30) varsayarken, FCA + PSA'nın pazar lideri olduğu İtalya'da binek araç tescillerinde %15'lik bir iyileşme (Önceki: %20) bekliyoruz. İtalyan hükümetinin sağladığı hurda teşviki, İngiltere'nin Brexit ardından diğer ülkelerle ticari anlaşmalara ilişkin eylemleri, dünya çapındaki düşük faiz ortamı ve dünya çapındaki e-ticaret faaliyetlerinin artması, Tofaş'ın ve Ford Otosan'ın orta-uzun vadedeki ihracat sevkiyatlarının ana katalizörleri olarak sıralanabilir.



Sektörel değerlendirmeler - VII

PERAKENDE: 11 Mart 2020’de Türkiye’de ilk Kovid-19 vakasının açıklanmasının ardından gıda perakendecilerinde stoklama amaçlı ciddi bir talep olmuştur. Zamanla rafların dolduğunun görülmesi ve sokağa çıkma yasaklarının yaş gruplarıyla kademeli uygulanışı nispeten normalleşmeyi sağlamıştır. Perakendeciler, online satış kanallarına yatırım yapmayı ve istihdamı artırmıştır. Tüketicide yakınlığın önem kazandığı bu dönemde evine yakın marketi tercih etmektedir. İzolasyondan ziyaret sayısı azalsa da sepet büyüklüğü artmıştır. Devam eden mağaza açılışları, evde kalışın hayatı şekillendirmesi ve enflasyonun etkileriyle perakendecilerin özellikle normalleşmeye kadar güçlü finansallar açıklamasını öngörüyoruz. Makroekonomik gerçekler ve Kovid-19 dönemindeki başarılı operasyonel karnesi açısından sektörde en beğendiğimiz şirket Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizle BIMAS’dır. Endekse Paralel Getiri tavsiyemiz olan MAVİ, normalleşme dönemi ve hızının en çok etkileyici şirketler arasındadır.

PETROL & GAZ: Bazı ülkelerde aşılama kampanyalarının başlatılmasına ve aşılarda geniş çapta uygulanmasının beklenmesine rağmen, küresel petrol talebinin hızla normale dönmesi olası görünmüyor. Önemli sayıda aşıyla bir kitleye ulaşmamız ve böylece petrol talebinde bir etki görmemiz en az birkaç ay alacak. Yüz maskeleri, dezenfektanlar, kişisel koruyucu ekipmanlar, paket yiyecekler ve alışveriş paketleri için plastiklere olan talep, 2020’de petrokimyasallara olan talebin Covid-19 salgınının başlangıcında beklenenden daha yüksek olmasına neden oldu. Petrokimya endüstrisi, daha güçlü ürün satış fiyatları nedeniyle 2020’nin ikinci yarısında kaybedilen zeminin bir kısmını geri aldı. Bu ivmenin 2021’in ilk yarısında devamını bekliyoruz. Beklentilerimizde yaptığımız hafif revizyonlarla Tüpraş için hedef fiyatımızı 130,0 TL/hisse (önceki: 120,0 TL/hisse), Petkim için 6,20 TL/hisse (önceki: 5,54 TL/ hisse) olarak yükselttik. Her iki şirket hissesi için de Endeks Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Tüpraş dip seviyelerinden bir toparlanma hikayesi olarak öne çıkarken, güçlü etilen-nafta fiyat farklarının en azından 1Y20’de Petkim’in karlılığını önemli ölçüde desteklemesi oldukça muhtemel görünüyor.



Sektörel değerlendirmeler - VIII

SAĞLIK: 1Ç20'de organik büyümesi sınırlı kalan sektörde; 2Ç20'de Covid-19 salgınının özellikle özel hastanelerde yol açtığı zayıf hasta trafiğini telafi eden en önemli faktör Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) tarifelerindeki fiyat artışıydı. Önemli ölçüde zayıf olan 2Ç20 finansallarının ardından; ülke içi kısıtlamaların hafifletilmesinin ve seyahat yasaklarının azaltılması nedeniyle 3Ç20'den itibaren ertelenmiş sağlık ihtiyaçları talebinin önemli ölçüde geri dönmeye başlamasıyla birlikte özel sağlık sektörü şirketlerinin finansalları da güçlü bir iyileşme gösterdi. Sonuç olarak, 1Ç20 sonlarında ve 2Ç20 boyunca önemli ölçüde azalan isteğe bağlı tıbbi ihtiyaçlarda 3Ç20'yle birlikte hızlı bir normalleşme gördük. Bu eğilimin 4Ç20'de ve önümüzdeki çeyreklerde de devam etmesini bekliyoruz, bu da özel sağlık sektörü oyuncularının finansallarında güçlü bir toparlanma ile sonuçlanabilir.

Öte yandan özel sağlık sektörü oyuncuları verilerine göre, Covid-19 vakalarının çoğunlukla devlet hastanelerinde tedavi görmesi nedeniyle (devlet hastaneleri kapasitelerinin önemli kısmını Covid-19 vakalarına tahsis ediyor); hastaların özel hastanelere yönelmeye başladığını görüyoruz. Bize göre bu, özel hastanelere kalıcı bir trafik getirebilir ve ayrıca algıların değişmesi nedeniyle çapraz satış potansiyeli yaratabilir.

Geçen hafta başlanan aşılama sonrası özel hastanelerde görülen hasta trafiğinin artabileceğini de düşünüyoruz. Ancak dünya çapında aşılama başlanmasına rağmen sağlık turizminde iyileşmenin beklenenden daha yavaş olabileceğini düşünüyoruz. Türkiye'nin sağlık turizmi hayati sağlık ihtiyaçlarından ziyade çoğunlukla isteğe bağlı sağlık hizmetlerinden oluşmasından dolayı, Covid-19 vaka sayılarında önemli seviyede düşüş görmeden sağlık turizmi hizmetlerinde yılın ilk iki çeyreğinde hızlı bir toparlanma göremeyeceğimizi düşünüyoruz. Bununla birlikte, talep edenlerin çoğu isteğe bağlı sağlık ve seyahat ihtiyaçlarını 2020 yazında ertelediğinden ötürü, yaz sezonu ile birlikte yani finansallarda 3Ç21'den itibaren sağlık turizminde gözle görülür bir iyileşme bekliyoruz.

Son olarak, sektör oyuncuları pandemi dönemindeki kârlılıklarını temel olarak kısa çalışma ödeneği gibi devlet teşvikleri, maliyet baskısına karşı hızlı fiyat yansımaları, SGK tarife güncellemeleri, pandemi başlangıcında elde edilen kira indirimleri ve son olarak da daha yüksek marjlara sahip olan tamamlayıcı sağlık sigortalarında görülen artış sayesinde iyi yönetmişlerdi. 2021 yılında, devlet teşvikleri devam etmeyeceği ve bazı operasyonel harcamalar pandemi dönemine kıyasla önemli ölçüde yüksek olacağı için marjlarda aşağı yönlü bir normalleşme görme ihtimalimiz olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, orta-uzun vadede, tamamlayıcı sağlık sigortası hizmetlerinde büyümek için çok büyük bir alan olduğu için (nüfusun yaklaşık %3'ünün tamamlayıcı sağlık sigortası var), bizim görüşümüze göre özel hastanelerin marjlarını artırmaları için uzun vadede hala yer mevcuttur.

Sektörel değerlendirmeler - IX



SAVUNMA SANAYİİ: Aselsan ve Otokar, her yılın son çeyreğinde mevsimselliğin de etkisiyle birlikte genellikle güçlü finansallar açıklıyorlar. Bu geleneğin 2020 yılının son çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. Aselsan, yılın ilk dokuz ayında 746mnUSD tutarında yeni ihaleler kazanarak, sahip olduğu iş miktarını güçlendirdi ve toplamda 9.5 milyar dolar tutarında bakiye sipariş miktarına sahip oldu. 3Ç20 finansallarının ardından şirket sırasıyla, 118mnEUR, 38.8mnUSD, 38.3mnUSD ve 309mnTL tutarlarında ilave sözleşmeler imzalayarak bakiye siparişlerini zenginleştirdi. Bunun yanı sıra Aselsan, daha önce hiç çalışmadıkları bir Bakanlık ile özel bir proje yürütüyor. Yeni iş alanı/projenin (savunma dışı) lansmanı resmi olarak yapıldıktan sonra orta ölçekli tutarda bir iş alınması hedefleniyor. Projenin gizliliğine istinaden şirket yönetimi, yeni iş alanıyla ilgili daha fazla detay bir bilgi paylaşmamayı tercih ediyor. Sahip olduğu bakiye sipariş tutarı, mevcut operasyonlarındaki bilgi birikimi ve potansiyel yeni iş alanlarını düşündüğümüzde, Aselsan'ın uzun vadede ciddi bir büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, geniş çaplı bir CAATSA yaptırımı ve nakit akışındaki olası bir dalgalanma şirketin önündeki önemli risk unsurları olarak karşımıza çıkıyor. Bu bilgiler ışığında Aselsan'ın, 2021 yılında %37 büyüme kaydetmesini ve sırasıyla 21.7mlrTL net satış hasılatı, 4.7mlrTL FAVÖK (%21.8 FAVÖK marjı) ve 5.7mlrTL net kar (%26.2 net kar marjı) açıklayacağını hesaplıyoruz. 2021 beklentilerimize göre şirket hissesi 9x FD/FAVÖK ve 7.2x F/K ile işlem görüyor. Otokar'ın 9A20 itibarıyla 2.3mlrTL tutarında bakiye siparişi bulunmaktadır (195mnUSD +19mnEUR +570mnTL). 3Ç20 finansallarının ardından şirket, askeri tarafta 110mnUSD ve 25mnUSD tutarlarında iki ayrı sözleşme imzaladı. Devam eden sözleşmelerle birlikte 2021 yılında şirketin, 200 adet in üzerinde zırhlı araç teslimatı gerçekleştirmesini bekliyoruz. Ticari tarafta ise Türkiye'deki bazı Büyükşehir Belediye'lerinin açmayı planladığı otobüs ihaleleri Otokar için yeni bir katalist olabilir. Buna ek olarak Otokar, daha önce resmi olarak açıkladığı Iveco anlaşmasının teslimatlarına 4Ç21 itibarıyla başlayacak. Ayrıca Otokar, 2020 yılında 398mnTL tutarında yatırım teşviki kazanmıştı. Kazanılan bu tutarın, 2021 yılı başta olmak üzere, önümüzdeki senelerin net karlarını destekleyeceğini düşünüyoruz. Mevcut parametrelerle Otokar'ın 2021 yılında sırasıyla; 3.8mlrTL net satış hasılatı, 872mnTL FAVÖK (%23 FAVÖK marjı) ve 715mnTL net kar (%18.8 net kar marjı) kaydetmesini bekliyoruz. 2021 beklentilerimize Otokar 11.9x FD/FAVÖK ve 13x F/K ile işlem görüyor.

TAAHHÜT VE İNŞAAT: Taahhüt sektörü, yatırım eksikliği (düşük petrol fiyatları petrole bağımlı ülkelerin altyapı yatırımlarında düşüşe neden oldu) ve proje tamamlanma oranlarındaki düşüş nedeniyle Covid-19 salgını döneminde en çok zarar gören sektörlerden birisi oldu. Ancak aşılmanın yaygınlaşması ve normale dönüş, bize göre 2021 yılında sektörü yeniden canlandırabilir. Ayrıca Suudi Arabistan - Türkiye ve Suudi Arabistan - Katar ilişkileriyle ilgili son gelişmelerin ve Azerbaycan - Ermenistan arasında artan gerilimin sona ermesinin (Azerbaycan siyasetçilerinin Karabağ bölgesinin olası yeniden inşasına ilişkin açıklamaları ve Türk sektör oyuncularına bu bölgede rol vermek istediklerini belirten açıklamaları hatırlatmak gerekir) bu bölgelerde yoğun faaliyetleri olan Türk taahhüt/inşaat sektörü oyuncularına destek olacağını düşünüyoruz. Böylelikle, petrol fiyatlarındaki toparlanma, aşılama/normale dönme sayesinde sektörde kademeli bir toparlanma beklemekteyiz ki bunun da mevcut iş miktarlarını (backlog) destekleyeceğini düşünüyoruz.

Sektörel değerlendirmeler - X



TELEKOMÜNİKASYON: AB ve OECD ortalamalarından oransal olarak çok daha düşük seviyede faturalı mobil abonelerin yanı sıra daha düşük mobil ve sabit genişbant penetrasyonu göz önüne alındığında, Türkiye telekom sektörünün orta-uzun vadede güçlü bir büyüme için hala büyük bir alanı olduğunu düşünüyoruz. Bu bakımdan Telekom sektörü, Covid-19 salgınından olumsuz etkilenmeyen birkaç sektör arasında yer alıyor. Pandemi dönemini takiben, yüz yüze etkileşimin azalması, seyahat yasakları nedeniyle sınırlı hareketlilik, azalan sosyal etkileşim, çevrimiçi eğitim ve daha fazla uzaktan çalışma gibi etmenler göz önüne alındığında, telekomünikasyon ihtiyaçları bireyler ve şirketler için büyük olasılıkla daha büyük bir gereklilik olmaya devam edecek. İç mekanlarda geçirilen zamanın artmasının, artan telekomünikasyon ihtiyaçlarına ve veri kullanımı olarak geri döndüğüne inanıyoruz. Abonelikler pandemi öncesinde sınırlı kullanıma dayalı olarak yapıldığından, geniş bant segmentinin tüketim trendindeki değişiklikten oldukça fazla faydalanacağını düşünüyoruz. Bu durumun; mevcut paketlerin hız ve kapasitesinde bir yükseltmeye sebep olacağını düşünüyoruz. Geniş bant penetrasyonu ise büyük olasılıkla artış trendini koruyacaktır.

Bu nedenle, son on yılda operasyonel figürlerde sürdürülebilir bir büyüme gösteren, güçlü serbest nakit akışı ve net kâr yaratan telekom sektörünü tercih etmeye devam ediyoruz. Bununla birlikte, 2020'den başlayarak, dijitalleşmenin / daha yüksek veri kullanımının ve mobil penetrasyonun / mobilite konusunda çok daha fazla bilinçliliğin, son on yıla kıyasla telekom oyuncularının daha güçlü büyüme ("enflasyonun bir miktar üzerinde büyüme" eğiliminden çok daha fazla) göstermesine olanak sağlayacağına inanıyoruz. Bu durumun ise; sadece değer yatırımcıları tarafından değil, büyüme odaklı yatırımcılar tarafından da takdir edileceğini düşünüyoruz. Türkiye'nin telekom sektörünün 2021E F/K rasyosunda uluslararası emsallerine göre genel olarak %40-50 (sektör oyuncularının bilanço görünümü birbirinden çok farklı olduğundan, makroekonomik dalgalanmalarda ortalama iskonto hızla farklılaşıyor) arasında bir iskontoyla işlem gördüğünü hatırlatmak isteriz.

Operasyonel trend değişimlerine ek olarak, 2020'de çapraz satışlarda, mobil kullanıcı başına gelirlerde (ARPU) daha yüksek mobil cihaz / veri kullanımı desteğinin ve artan geniş bant abone tabanının olumlu etkilerini gördük. Bu eğilimin önümüzdeki yıllarda da kârlılık rakamlarını artıracak şekilde devam etmesini bekliyoruz. Ek olarak, abonelerin en önemli ihtiyaçlarından birinde bir kesinti ile karşılaşmamak için ödemelerine sadık kalması muhtemel olduğundan, zorlu rekabete/koşullara ragmen telekomünikasyon şirketlerinde büyük bir kayıp oranı ve/veya tahsilat sorunu görmeyi beklemiyoruz.

Yatırım Harcamaları tarafında ise, pandemi sırasında daha yüksek veri kullanımı nedeniyle sektör oyuncularının yatırım harcamaları gereksinimleri arttı. TL'deki değer kaybı da sektör yatırımlarının yaklaşık %60'ı yabancı para cinsinden olduğundan yatırım harcamalarının daha da fazla artmasına neden oldu. Bize göre yatırım harcamaları tarafındaki ana konu, 5G'ye geçişin toplam maliyeti olacaktır. Araştırmalarımıza ve sektör oyuncularıyla yaptığımız görüşmelere istinaden; 5G yatırım harcamalarının boyutu konusunda ülkeden ülkeye (ve/veya şirketler arasında) kullanılan ekipmanların menşei, devlet sübvansiyonları, data kullanım hacmi vb. sebeplerle önemli seviyede farklılıklar olduğunu görüyoruz. Bu sebeple gelecek yıllarda sektörün özellikle 5G yatırım tutarına ilişkin henüz netleşmiş bir durum olmadığını hatırlatmak isteriz.

Sektörel değerlendirmeler - XI



TRAKTÖR VE TARIMSAL EKİPMANLAR: Piyasa oyuncularına göre, Türkiye’de otuz yaşın üzerinde (traktörlerin mekanik yaşam döngüsü ortalama 24-30 yıl) en az 600 bin traktör bulunmaktadır. Bugün itibarıyla toplam traktör parkının yaklaşık 2.0 milyon seviyelerde olduğu göz önüne alındığında (Yaklaşık 1.2-1.4 milyon adetinin aktif olarak kullanıldığı varsayılmaktadır), dolayısıyla pazardaki yenileme potansiyelini düşündüğümüzde; traktör pazarının yıllık ortalama seviyelerinin gelecek yıllarda önemli ölçüde büyüme potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Son on yılda ortalama yurt içi traktör pazarı, 2018 ve 2019'da pazarda yaşanan önemli bozulmaya rağmen 55 bin adet civarındadır. Çiftçilere yönelik devam eden devlet teşvikleri ile birlikte tarihsel ortalamalar da dikkate alındığında, yurtiçi traktör pazarında sürdürülebilir bir şekilde 55-60 bin adetlik bir pazar varsayımının oldukça akla yatan/makul seviyeler olduğunu düşünüyoruz.

Bu bağlamda, Türkiye traktör pazarındaki ertelenmiş talep, bize göre binek ve hafif ticari araçlardan önemli ölçüde daha yüksektir. Ayrıca, traktör alımlarında önemli ölçüde düşük faiz oranlarına (tüm piyasa faiz oranlarına kıyasla) rağmen, düşük tüketici güveni ve çiftçilerin daha düşük satın alma gücü sebebiyle, 2018 ve 2019'da traktör talebi üzerinde daha fazla baskı gördük. Bu sebeple, 2020'de güçlü büyüme ivmesinin, 2021 talebi üzerinde önemli bir tehdit oluşturmadığını düşünüyoruz. Bu nedenle, 2021 yılında 60 bin adetlik traktör pazarı beklentimizi koruyoruz.

Ancak, daha önceki raporlarımızda da bahsettiğimiz gibi, yılbaşında traktör alımları için kredi faiz oranlarının %9'dan %17'ye yükselmesi (faizin %50'si devlet tarafından sübvansede edilmektedir) 2021 beklentimiz için bir miktar aşağı yönlü risk oluşturabilir. Hatırlanacağı üzere; Ziraat Bankası, 2020 yılında traktör alımları için kredi faiz oranını %12'den %9'a düşürmüştü ve traktör pazarının muhteşem büyümesine katkı sağlayan diğer teşviklerini de sürdürmüştür. Traktör talebindeki güçlü ivmenin 1Ç21 ve Nisan'da devam etmemesi durumunda, traktör pazarı tahminimizde aşağı yönlü revizyon yapabiliriz.

Portföy Önerileri



Portföy						
Hisse Kodu	Şirket	Hisse Fiyatı (TL)	Hedef Hisse Fiyatı (TL)	Yükseliş potansiyeli (TL)	Piyasa Değeri (USDmn)	3A Ort. İşlem Hacmi (USDmn)
AKBNK	Akbank	6.92	8.68	25%	4,831	103.3
GARAN	Garanti Bankası	10.05	12.94	29%	5,667	370.0
KCHOL	Koç Holding	22.66	30.00	32%	7,715	36.0
TCELL	Turkcell	16.76	22.00	31%	4,950	79.1
BIMAS	BİM	75.40	100.00	33%	6,147	32.4
KOZAL	Koza Altın	112.60	145.00	29%	2,305	83.1
TKFEN	Tekfen	18.66	22.00	18%	927	43.0
AKGRT	Aksigorta	10.04	11.97	19%	412	3.7
ANSGR	Anadolu Sigorta	8.30	11.38	37%	557	1.1

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 20 Ocak 2021 kapanışlı veritabanı

Portföydeki Değişiklikler



Portföydeki Değişiklikler

Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık	Çıkarılanlar	Eklenenler	Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans*
AKBNK	12.0%	SAHOL	ANSGR	AKBNK	12.0%	-9.8%
GARAN	12.0%	AVISA		GARAN	12.0%	-7.4%
KCHOL	12.0%			KCHOL	10.0%	2.8%
TCELL	12.0%			SAHOL	10.0%	-5.1%
BIMAS	12.0%			TCELL	10.0%	-4.7%
KOZAL	10.0%			BIMAS	10.0%	-2.9%
TKFEN	10.0%			KOZAL	9.0%	3.5%
AKGRT	10.0%			TKFEN	9.0%	0.7%
ANSGR	10.0%			AVISA	9.0%	0.0%
				AKGRT	9.0%	-1.7%

Kaynak: Oyak Yatırım, *6-20 Ocak 2021



Portföyün Relatif Performansı

Hisse Performans	Getiri*	Relatif*	Eklendiğinden Bu yana relatif
AKBNK	-6.0%	-9.8%	-10.9%
GARAN	-3.5%	-7.4%	-33.5%
KCHOL	7.2%	2.8%	2.6%
SAHOL	-1.0%	-5.1%	-8.5%
TCELL	-0.7%	-4.7%	-8.0%
BIMAS	1.3%	-2.9%	-21.8%
KOZAL	7.9%	3.5%	4.9%
TKFEN	5.0%	0.7%	2.8%
AVISA	4.3%	0.0%	1.3%
AKGRT	2.4%	-1.7%	-0.8%
PORTFÖY	1.3%	-2.8%	
BİST 100	4.2%		

*6-20 Ocak 2021

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Yılbaşından	06/01/2021'den beri
BİST-100	17.5%	-20.5%	51.8%	-13.3%	26.4%	-17.6%	10.7%	47.6%	-21.0%	25.4%	29.1%	6.3%	4.2%
Portföy	19.1%	-55.5%	96.2%	-0.3%	39.8%	-2.4%	13.8%	88.0%	-18.9%	49.5%	35.7%	5.1%	1.3%
Relatif Getiri	1.4%	-44.0%	29.3%	15.0%	10.6%	18.5%	2.8%	27.4%	2.5%	19.3%	5.2%	-1.1%	-2.8%

Kaynak: Oyak Yatırım

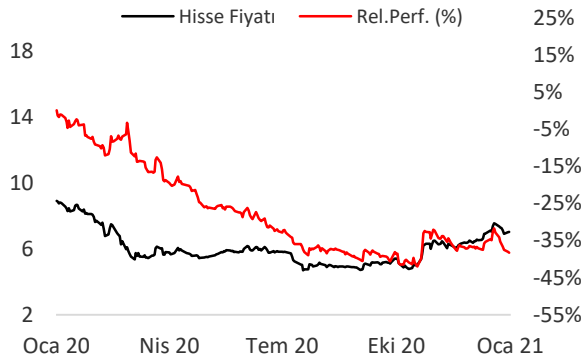
* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren



Hisse Önerileri*

** Takip eden sayfalardaki tablolar 20 Ocak 2021 kapanışıyla hazırlanmıştır*

AKBNK		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					6.92
Hedef Fiyat (TL)					8.68
Yükseliş Potansiyeli					25%
Piyasa Değeri (\$mn)					4,831
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					103.3
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Kar	5,690	5,417	5,619	7,739	
% marj	-5.8	-4.8	3.7	37.7	
Özsermaye Karlılığı (%)	13.5	11.0	9.8	12.2	
Temettü (TLmn)	0	0	1,516	2,075	
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	27%	27%	
Temettü Verimi	0%	0%	4%	6%	
F/K (x)	6.3	6.6	6.4	4.6	
F/DD (x)	0.8	0.7	0.6	0.5	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Akbank, güçlü sermaye tamponları, yüksek likidite kapsamı ve düşük kaldıraç oranıyla 2021 için güvenli bir seçim gibi görünüyor. Düşük kaldıraç, bankaya uzun vadede büyümesi ve sermaye getirisini daha da yukarı çekmesi için bir üstünlük sağlarken, yüksek sermaye yeterliliği 2021'de tatmin edici bir temettü ödeme potansiyeline işaret ediyor. Ayrıca, Akbank toplam karşılıkların sorunlu kredilerin tamamını kapsadığı için potansiyel varlık kalitesi sorunlarına karşı daha korunaklı görünüyor. Akbank, 3Ç20 itibarıyla piyasa değerinin %3,5'ine ve takipteki alacaklarının %7,2'sine karşılık gelen 1,1 milyar TL'lik serbest karşılık tamponuna sahiptir.

2020'de %4 büyüme kaydettikten sonra, net karın 2021'de bir önceki yıla göre %38 oranında artacağını tahmin ediyoruz. Daha düşük kredi risk maliyeti, ücret ve komisyon gelirinin normalleşmesi ve Kovid etkisinin azalmasıyla giderlerin potansiyel düşüşü bize göre 2021'de Akbank için kar artışının ana itici gücü olacaktır.

Katalistler

Ocak ayı bankacılık verileri hisse senedi için önemli bir katalisttir.

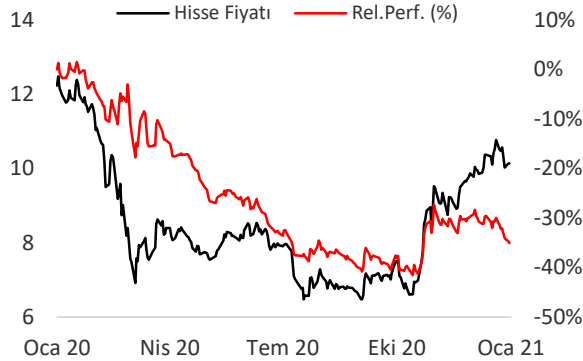
Riskler

Beklenenden düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani artış ve TL'de hızlı değer kaybı, değerlememiz için aşağı yönlü riskler oluşturuyor. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz faiz oranı) ve daha iyi makro ortam ise yukarı yönlü risklerdir. Sabancı ailesinin olası hisse satışları, hisse senedi üzerinde baskı oluşturabilir.

Değerleme

Akbank, 2021 tahmini 0,5x F/DD ve 4,6x F/K oranıyla cazip bir şekilde işlem görürken, 2021 tahmini sermaye getirisi %12,2 ve 3Y hisse başına kar YBBO %16 seviyesindedir. Akbank için %15,5 uzun vadeli sermaye getirisi öngördüğümüz için, hisse senedinin en az 0,7 F/DD'de işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

GARAN		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					10.05
Hedef Fiyat (TL)					12.94
Yükseliş Potansiyeli					29%
Piyasa Değeri (\$mn)					5,667
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					370.0
<i>TL mn</i>	2018	2019	2020T	2021T	
Net Kar	6,638	6,159	6,725	9,236	
% marj	4.6	-7.2	9.2	37.3	
Özsermaye Karlılığı (%)	15.1	12.3	11.6	13.9	
Temettü (TLmn)	0	0	1,843	2,765	
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	27%	30%	
Temettü Verimi	0%	0%	4%	7%	
F/K (x)	6.4	6.9	6.3	4.6	
F/DD (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Garanti, rakiplerinin üzerinde sermaye getirisi, iyi yönetilen varlık kalitesi, düşük kaldıraç oranı ve yüksek sermaye yeterliliği ile rakipleri arasında öne çıkıyor. Garanti, aynı zamanda, 3Ç20 itibarıyla %26 gibi düşük bir maliyet-gelir oranıyla, maliyet verimliliği konusunda rakiplerine liderlik ediyor. Toplam mevduatlar içindeki yüksek vadesiz mevduat payı (3Ç20'de %45, rakipler %30) ve elverişli aktif-pasif vade uyumsuzluğu sayesinde gelirleri, devam eden spread daralmasından nispeten daha az etkilenecektir. Garanti'nin net uzun döviz pozisyonu, 3Ç itibarıyla özkaynakların %14'ü ile rakipleri arasında en yüksek seviyededir ve bu da bankayı liradaki olası değer kaybına karşı korumaktadır. Garanti, 3Ç20 itibarıyla piyasa değerinin %11'ine ve takipteki alacaklarının %23'üne karşılık gelen 4,3 milyar TL serbest karşılık tamponuna sahiptir.

2020 tahmini %9 büyüme kaydettikten sonra, 2021 yılında karın bir önceki yıla göre %37 artacağını tahmin ediyoruz. Bizim görüşümüze göre, Garanti'nin 2021'deki kar artışının ana itici güçleri daha düşük kredi risk maliyeti ve ücret ve komisyon gelirinin normalleşmesi olacaktır.

Katalistler

Ocak ayı bankacılık verileri hisse senedi için önemli bir katalisttir.

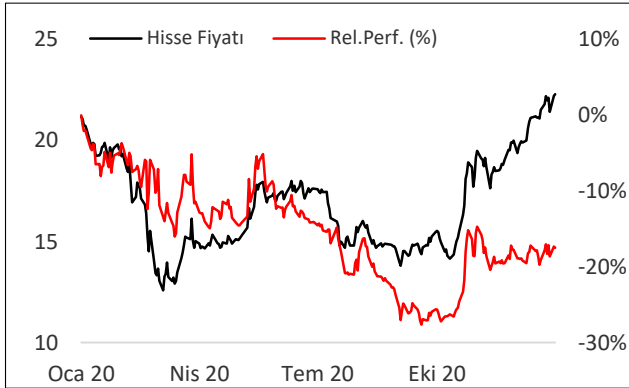
Riskler

Beklenenden düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani artış ve TL'de hızlı değer kaybı, değerlememiz için aşağı yönlü riskler oluşturuyor. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz faiz oranı) ve daha iyi makro ortam ise yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Garanti, 2021 tahmini 0,6x F/DD ve 4,6x F/K oranıyla cazip bir şekilde işlem görürken, 2021 tahmini sermaye getirisi %14'tür. Garanti için %16 uzun vadeli sermaye getirisi öngördüğümüz için, hisse senedinin en az 0,8 F/DD'de işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

KCHOL	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	22.66			
Hedef Fiyat (TL)	30.00			
Yükseliş Potansiyeli	32%			
Piyasa Değeri (\$mn)	7,715			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	36			
Net Borç (TLmn)	-2,800			
FD (TLmn)	94,609			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T
Net Kar	5,537	4,391	7,100	7,250
Özsermaye Karlılığı	18%	13%	18%	16%
Temettü (TL - Brüt)	1,009	531	859	877
Temettü Dağıtım Oranı	18%	12%	12%	12%
Temettü Verimi	1.8%	0.9%	1.5%	1.5%
F/K (x)	10.4	13.1	8.1	7.9
PD/DD (x)	1.7	1.6	1.4	1.2



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Türkiye'nin en büyük yatırım holding şirketi olan Koç Holding, Türkiye'nin büyüme potansiyeline ve endeksin yükselme potansiyeline yatırım için en ideal hisselerden biridir. Şirket hisseleri, son 5 yıllık ortalama %4 iskontoya kıyasla %30 iskonto ile ve yine son 5 yıllık ortalama F/K olan 8.8'e kıyasla 7.9 2021 çarpanıyla işlem görüyor. Holding hisseleri geçen bir senede riskli varlıklardan kaçış, iştiraklerin daha çok tercih edilmesi ve temettü ödemesine getirilen sınırlamanın da etkisiyle gerek endeksin gerekse iştiraklerinin oldukça altında performans gösterdi. Şirket, Yapı Kredi Bankası dışındaki ana iştirakleri ile TL'de değer kaybına karşı döviz fiyatlı veya ihracata yönelik korunaklı bir portföye sahiptir. Avrupa'da muhtemel talep toparlanmasından ciddi anlamda pozitif etkilenecek şirketin aynı zamanda 9A20 sonu itibarıyla 362 milyon USD net nakit bulunuyor olup, bunun yaklaşık %85'i döviz cinsindendir. Son olarak, hep birlikte Koç Holding'in NAD'inin %49'sını oluşturan otomotiv sektörüyle olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Katalizörler

Türk hisse senetlerine yatırımcı ilgisinin artması, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha hızlı toparlanma, aşılardan dağıtım konusunda olumlu haber akışı.

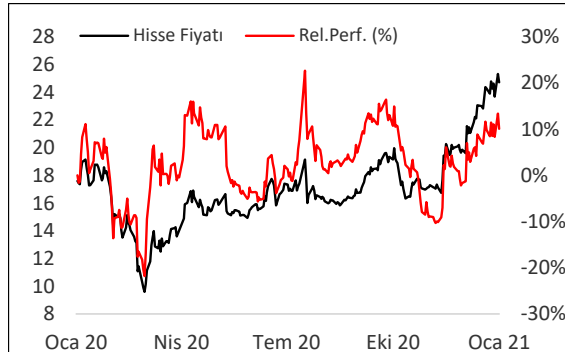
Riskler

Yatırımcı risk iştahının kötüleşmesi, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha uzun süren yavaşlama, herhangi bir değer azaltıcı yatırım veya satın alma, Avrupa'da tüketici talebinde artan zayıflık .

Değerleme

Hisselerle ilgili %32 yükselme potansiyeli içeren 30,00 TL/hisse hedef fiyatıyla Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor.

TCELL	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	16.76			
Hedef Fiyat (TL)	22.00			
Yükseliş Potansiyeli	31%			
Piyasa Değeri (\$mn)	4,950			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	79			
Net Borç (TLmn)	8,627			
FD (TLmn)	45,499			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T
Net Satışlar	20,173	23,996	28,124	33,471
% büyüme	18%	19%	17%	19%
VAFÖK	9,097	10,745	12,379	14,318
% marj	45.1	44.8	44.0	42.8
Net Kar	2,021	3,246	3,979	4,741
% marj	10.0	13.5	14.1	14.2
Özsermaye Karlılığı	13%	19%	20%	20%
Temettü (TL - Brüt)	1,010	812	3,000	2,500
Temettü Dağıtım Oranı	50%	25%	75%	53%
Temettü Verimi	2.7%	2.2%	8.1%	6.8%
F/K (x)	18.2	11.4	9.3	7.8
FD/VAFÖK (x)	5.0	4.2	3.7	3.2
PD/DD (x)	2.3	2.0	1.7	1.5



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Operasyonel anlamda yıllara sari istikrarlı bir büyüme gösteren, güçlü serbest nakit akışı ve net kâr yaratan Turkcell'in; dijitalleşmenin/daha yüksek veri kullanımının ve mobil penetrasyonun/mobilite konusunda değişen trendlerin desteğiyle geçtiğimiz on yıla kıyasla daha güçlü büyüme sağlayacağına inanıyoruz. Bu durumun, sadece değer yatırımcıları tarafından değil, büyüme odaklı yatırımcılar tarafından da takdir edileceğini düşünüyoruz.

Turkcell, bir mobil servis sağlayıcısı olarak temel operasyonların yanı sıra, geleceğe yönelik büyüme potansiyeli yüksek bir sektör olarak gördüğümüz çeşitli techfin çözümleri de sunmaktadır. Bu bağlamda, Paycell, Superonline, Global Tower, Bip ve TOGG gibi değerli iştirak portföyünde yatan değerlerin henüz fiyatlarda olmadığını düşünüyoruz. Buna ek olarak, 5G teknolojisinin uygulanması, Şirket'in siber güvenlik ve dijitalleşme gibi dijital iş hizmetlerindeki girişimleriyle birlikte Turkcell'in gelecekteki kazançlarının güçlü bir büyüme ivmesine gireceğini düşünüyoruz. Son olarak, Turkcell, 2024 yılına kadar dijital iş çözümlerinde en büyük oyuncu olmayı hedeflemektedir.

Telekom sektörünün Covid-19 salgınının yarattığı olumsuz etkilerinden, artan iletişim ve data kullanma ihtiyacını dikkate alarak, en az etkilenen sektörlerin başında geldiğini düşünüyoruz. Artan akıllı telefon ve internet bağlantısı penetrasyonu, daha yüksek data kullanımı, özellikle dijital hizmetler ve fintek alanındaki hizmetleri ve çapraz satış imkanları ile büyümenin daha da ivmeleneceğini düşünüyoruz.

Katalistler

Daha yüksek data kullanımını sağlayacak tüketici güveninin artması. İştirakler ile ilgili stratejik alternatiflerin değerlendirilmesi.

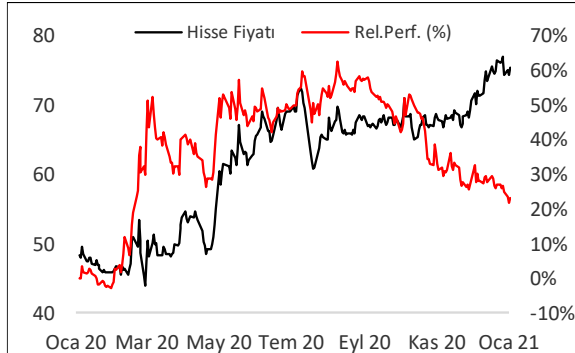
Riskler

Tüketici talebindeki hızlı düşüş abone sayısındaki artışı ve abone başına elde edilen gelirin (ARPU) zayıflamasına sebep olabilir.

Değerleme

Turkcell, son 12 ayda ve son 3 ayda BIST100 endeksine göre sırasıyla ~%8 ve %22 az getiri elde etti. IMTIS'in Kasım ayında elinden çıkardığı payların şirket payları üzerinde baskı unsuru olduğunu düşünüyoruz. Güncellediğimiz hedef fiyatımız olan 22.00TL/hisse %31'lik getiri potansiyeli sunmaktadır.

BİMAS		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					75.40
Hedef Fiyat (TL)					100.00
Yükseliş Potansiyeli					33%
Piyasa Değeri (\$mn)					6,147
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					32
Net Borç (TLmn)					2,024
FD (TLmn)					47,807
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Satışlar	32,323	40,212	55,432	67,882	
% büyüme	30%	24%	38%	22%	
VAFÖK	1,879	3,149	4,871	5,292	
% marj	5.8	7.8	8.8	7.8	
Net Kar	1,250	1,225	2,464	2,635	
% marj	3.9	3.0	4.4	3.9	
Özsermaye Karlılığı	39%	32%	46%	38%	
Temettü (TL - Brüt)	972	304	1,971	1,845	
Temettü Dağıtım Oranı	78%	25%	80%	70%	
Temettü Verimi	2.1%	0.7%	4.3%	4.0%	
F/K (x)	36.6	37.4	18.6	17.4	
FD/VAFÖK (x)	25.4	15.2	9.8	9.0	
PD/DD (x)	13.0	10.8	7.2	6.1	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Şirketin defansif yapısının, yaygın mağaza ağına ve indirimli perakende odaklı iş modelinin tüketicilerin harcamalarının baskı altında olduğu bu dönemde avantaj olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. 2020 yılı için beklenti revizyonu güçlü 4Ç20'ye işaret etmektedir.

Kovid-19 ve şirketin süreci düzgün yönetimiyle 9A2020'de satışlar, FAVÖK ve net kar yıllık bazda sırasıyla %35, %51 ve %97 oranlarında artış kaydetmiştir. Son dönemdeki vaka sayıları ve kontrollü kapanma sürecinin de etkisiyle şirketin son çeyrek finansallarının da güçlü olmasını öngörüyoruz.

Şirket, yakın zamanda BIM Fas hisselerinin %35'inin satışına ilişkin hisse alım-satım sözleşmesi imzalandığını açıklamıştır. Gerekli onayların alınmasıyla tamamlanacak satışla mevcut büyüme trendinin sürdürülmesi, geliştirilmesi ve bölgede uzmanlaşmış yatırımcılar ile yerelleşmeye katkı sağlanması amaçlanmaktadır. Satış tutarının USD70mn ABD Doları + kapanış düzeltmeleri (USD7 -12mn arasında olması beklenmektedir.) TFRS kayıtlarına göre kapanış düzeltmeleri hariç 455.000.000 TL karın özkaynaklar altında muhasebeleştirilmesi amaçlanmaktadır. Şirketin Eylül 2020 sonu net borç ve özkaynaklarının sırasıyla TL2milyar ve TL5.4milyar seviyesinde olduğu göz önüne alındığında gelişme olumludur.

Riskler

Rekabetin irrasyonelleşmesi, tüketici güveninde ciddi yavaşlama, işsizlikte kalıcı ciddi artış

Katalistler

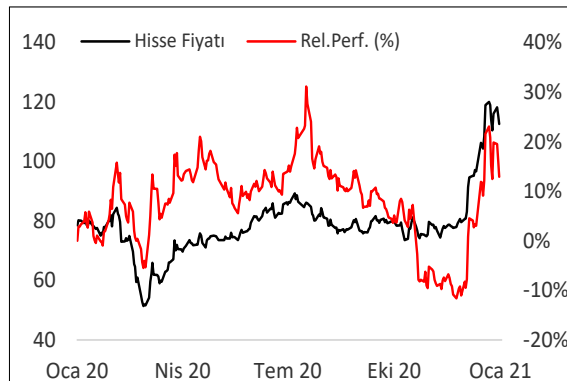
Çeyreksele sonuçlar, Kovid-19 sınırlamalarının devamı, temettü dağıtımı

Değerleme

BİM için hisse başına TL100 hedef fiyatımız %33'lük yükselme potansiyeline işaret etmektedir.



KOZAL		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					112.60
Hedef Fiyat (TL)					145.00
Yükseliş Potansiyeli					29%
Piyasa Değeri (\$mn)					2,305
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					83
Net Borç (TLmn)					-5,543
FD (TLmn)					11,628
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Satışlar	1,611	2,849	3,437	3,986	
% büyüme	66%	77%	21%	16%	
VAFÖK	900	1,823	2,264	2,677	
% marj	55.9	64.0	65.9	67.2	
Net Kar	1,174	1,767	2,180	2,587	
% marj	72.9	62.0	63.4	64.9	
Özsermaye Karlılığı	35%	36%	32%	28%	
Temettü (TL - Brüt)	0	0	0	0	
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	0%	
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
F/K (x)	14.6	9.7	7.9	6.6	
FD/VAFÖK (x)	12.9	6.4	5.1	4.3	
PD/DD (x)	4.3	3.0	2.1	1.6	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Koza Altın, ons altın ve dolar bazlı iş modeline ek olarak, sahip olduğu güçlü bilanço yapısı ile BİST'te işlem gören defansif hisselerdendir. 9A20 itibarıyla, şirketin sahip olduğu net nakit pozisyonu 5.5mlrTL'dir ve mevcut piyasa değerine oranı yaklaşık %32 seviyesindedir. 9A20'de öngörülemez pandemi koşulları nedeniyle şirketin üretimi yıllık bazda %21 daralarak 193bin ons olarak gerçekleşti. Dördüncü çeyrekte, şirketin mevsimsellik etkisinden yararlanmasını ve minimum 75bin ons altın üretimi (-%31 y/y, +%25 ç/ç) gerçekleştirmesini bekliyoruz ve bu sayede, yıllık üretim tutarının da 268bin ons seviyesine (-%24 y/y) geri çekileceğini hesaplıyoruz. 2021 yılında, üretim rakamlarında %1.3'lük iyileşme öngörüyoruz ve Karapınar projesi hariç 271bin ons altın üreteceğini varsayıyoruz. Hatırlatmak gerekirse şirket yönetimi, Ekim ayının ilk haftasında Mollakara Projesi ile ilgili detaylı açıklamalara yer vermişti. Proje yatırım maliyetinin yaklaşık 150mn USD civarında olması hesaplanıyor. Yapılan fizibilite çalışmalarına göre, ilgili proje kapsamında yaklaşık 9-10 ton altın (291-321bin/ons) üretilmesi öngörüldüğü ancak metalurji çalışmalarının sonucuna göre, gelecekte ilgili projeye ilişkin olarak altın üretim miktarının 23-25 tona çıkması (740-803bin/ons) ihtimal dahilinde olduğu ifade edildi. Şirket yönetiminin beklentisine göre Mollakara projesi 4Q22'de devreye alınabilir. 2021 Haziran ayında, şirketin devam eden sahiplik sorunu ile ilgili bir mahkeme süreci olacak. TMSF Başkanı Muhiddin Gülal'ın açıklamalarını ve şirket beklentisini dikkate aldığımızda 2021 yılında şirketin ortaklık yapısına ilişkin sorunun sona ereceğini ve hisselerin Varlık Fonu çatısı altına transfer olabileceğini düşünüyoruz.

Katalistler

5.5mlrTL net nakit pozisyonu, Mollakara ve Karapınar projeleri ile ilgili gelişmeler, devam eden ortaklık sorunun sona erme ihtimali.

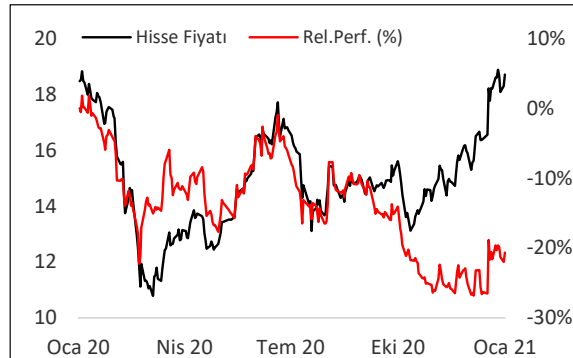
Riskler

Altın, Dolar/TL ve üretimde yaşanabilecek ani düşüş, nakit maliyetlerde olabilecek sert yükseliş.

Değerleme

Uzun vadeli ons altın fiyatlarındaki olumlu beklentimiz (10 yıllık ort. ons altın beklentimiz: \$1,840 – önceki: \$1,700) ve Karapınar projesinden resmi olarak açıklanan 180bin/ons rezerv katkısı ile on iki aylık hedef fiyatımızı 115TL/hisse'den 145TL/hisse seviyesine yükseltiyoruz ve "Endeks Üstü Getiri" önerimizi koruyoruz. 2021 varsayımlarımıza göre Koza Altın, 6.6x F/K ve 4.3x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

TKFEN	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	18.66			
Hedef Fiyat (TL)	22.00			
Yükseliş Potansiyeli	18%			
Piyasa Değeri (\$mn)	927			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	43			
Net Borç (TLmn)	-833			
FD (TLmn)	6,159			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T
Net Satışlar	12,147	14,603	13,600	13,715
% büyüme	62%	20%	-7%	1%
VAFÖK	1,470	1,917	810	1,202
% marj	12.1	13.1	6.0	8.8
Net Kar	1,403	1,421	465	680
% marj	11.6	9.7	3.4	5.0
Özsermaye Karlılığı	38%	29%	8%	10%
Temettü (TL - Brüt)	422	426	140	180
Temettü Dağıtım Oranı	30%	30%	30%	26%
Temettü Verimi	6.1%	6.2%	2.0%	2.6%
F/K (x)	4.9	4.9	14.8	10.2
FD/VAFÖK (x)	4.2	3.2	7.6	5.1
PD/DD (x)	1.6	1.3	1.1	1.0



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Pandemi döneminde Tekfen'in faaliyetlerini yürüttüğü bölgelerde ertelenen altyapı yatırımlarının 2021 yılında geri döneceğini düşünüyoruz. Hazar Bölgesi'nde politik görünümün düzelmeye başlamasıyla; bölgenin yeniden inşası projelerinde Tekfen'in de yer alabileceğini düşünüyoruz. Gübre segmentinde, pandemi döneminde artış gösteren gıda talebiyle güçlü görünümün süreceğine inanıyoruz. Güçlü karlılığa sahip elleçleme hizmetlerinde pandemi dönemindeki kadar güçlü bir büyüme öngörmüyoruz. Zira emtialardaki fiyat artışları ve daha fazla fiyat artışı beklentisi müşterilerin son zamanlarda daha fazla ürün stoklamasına neden olmuştu. Mühendislik segmentinde, milli helikopter projesi gibi olası yeni projeler konsolide kârlılığı etkisi az olsa da Tekfen'in nakit akışını destekleyebilir. Tarım segmentinin başabaş noktasına gelmesinin ardından önümüzdeki yıldan itibaren hafif pozitif FAVÖK üreteceğini ve nakit akışını katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Mevcut ana faaliyetlerinin yanı sıra, polipropilen yatırıma ilişkin olası bir gelişme +200mn USD / yıl FAVÖK sağlayabilir. Ancak henüz projeyle ilgili önemli bir gelişme yok, bu nedenle polipropilen projesine ilişkin varsayımları henüz modelimize koymuyoruz.

Pandemi döneminde taahhüt segmenti maliyetlerinde önemli seviyede artış yaşanmasına karşın projelerin ilerleme hızlarındaki bozulmadan ötürü kârlılık düşük seviyelere gerilemişti. 4Ç20'de müşterileriyle geçmiş dönemlerde artan maliyetlere ilişkin görüşmeler yapan Tekfen'in; proje ilerleme hızlarında normale dönüşle taahhüt segmenti kârlılığının düzeleceğini düşünüyoruz.

Katalistler

Hazar ve Orta Doğu bölgesinde ertelenmiş altyapı yatırımları. Taahhüt segmentinde projelerin ilerleme hızlarındaki normalleşmeyle daha yüksek kârlılık elde edilecek olması. Gübre segmentinde pandemic dönemde ve pandemi döneminin ardından güçlü görünümün devam etmesi.

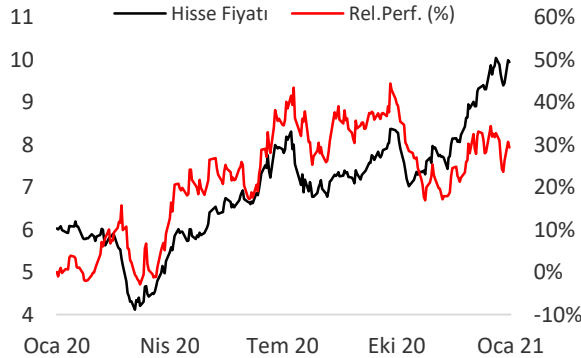
Riskler

Operasyon bölgelerinde politik görünümün bozulması. Taahhüt segmentinde iyileşmenin gecikmesi.

Değerleme

Modelimiz 2021 yılında 1,25 milyar ABD doları yeni proje eklenmesi varsayımıyla ve mevcut iş hacminden yaklaşık %70 tamamlanma oranı ve gelecek yıl edinilecek projelerden ise %20 tamamlanma oranıyla muhafazakar varsayımlara sahiptir.

AKGRT	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	10.04			
Hedef Fiyat (TL)	11.97			
Yükseliş Potansiyeli	19%			
Piyasa Değeri (\$mn)	412			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	3.7			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T
Net Kar	228	366	433	528
% marj	79.2	61.0	18.2	21.9
Özsermaye Karlılığı (%)	33.8	45.3	43.7	43.0
Temettü (TLmn)	202	202	238	317
Temettü Dağıtım Oranı	89%	55%	55%	60%
Temettü Verimi	7%	7%	8%	10%
F/K (x)	13.5	8.4	7.1	5.8
F/DD (x)	4.3	3.4	2.8	2.2



Hisseyi neden beğeniyoruz?

2020 Eylül sonu itibarıyla Aksigorta'nın teknik karlılığı motor ve sağlık sigortalarında azalan hasar prim oranları ve öncü fiyatlandırma sayesinde bir önceki yıla göre iki katına çıkmıştır. Aksigorta, zorunlu trafik sigortasındaki pazar payını %8,1'den %10'a çıkarmak istiyor.. Kasko pazar payının orta vadede %11'in üzerine çıkacağını düşünüyoruz.

Şirketin net karının 2020'de 433 milyon TL'den (yıllık +% 18) 2021'de 528 milyon TL'ye (yıllık +%22) yükselmesini bekliyoruz. Aksigorta için 3 yıllık (2019-22T) bileşik %16 kar büyümesi öngörmekteyiz. Kovid nedeniyle düşük hasar prim oranının 2020 net kara etkisini 100mn TL olarak tahmin ediyoruz. 2020'de teknik karın bir önceki yıla göre Kovid etkisi hariç %42, 2021'de ise Kovid etkisi hariç %7 büyüyeceğini bekliyoruz. Kombine oranın, 2020'de %91'e kadar düşeceğini ve önümüzdeki üç yıl için ortalama %95 seviyesinde oluşacağını düşünüyoruz.

Aksigorta, eylül sonu itibarıyla 3,1 milyar TL yatırım portföyüne sahiptir. Yatırım portföy gelirinin 2021'de karlılığa yükselen faizlerin etkisiyle daha fazla katkı yapacağını düşünüyoruz. Sermaye getirisi, 2020'de %44 ve 2021'de %43 gibi yüksek seviyelerde kalabilir. Aksigorta için uzun vadeli sermaye getirisini %29 olarak öngörmekteyiz.

Katalistler

Olası fiyat artışları ile birlikte motor iş kolunda potansiyel olarak daha yüksek pazar payı kazanımları.

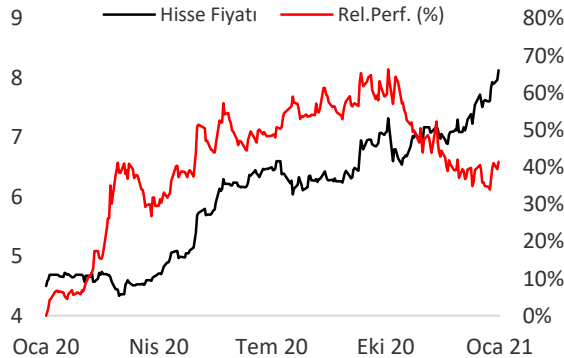
Riskler

Beklenenden düşük GSYİH büyümesi, daha az tüketim, daha yavaş yatırım ve bankacılık faaliyetleri aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki olası düşüş (risksiz faiz oranı), daha iyi makro ortam ve daha yüksek TL mevduat oranları yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Aksigorta, %14 3Y (2019-22E) hissi başına kar YBBO, %43 sermaye getirisi, 2021 tahmini 5,8 F/K ve 2,2 F/DD ile işlem görüyor. Biz hisse senedinin 2,7 F/DD'de işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. 2021 için %10 temettü getirisi öngörüyoruz.

ANSGR		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)					8.30
Hedef Fiyat (TL)					11.38
Yükseliş Potansiyeli					37%
Piyasa Değeri (\$mn)					557
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)					1.1
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Kar	308	403	463	615	
% marj	0.0	0.0	14.9	32.8	
Özsermaye Karlılığı (%)	18.7	21.2	19.6	22.0	
Temettü (TLmn)	100	135	189	234	
Temettü Dağıtım Oranı	33%	33%	41%	38%	
Temettü Verimi	2%	3%	5%	6%	
F/K (x)	13.5	10.3	9.0	6.7	
F/DD (x)	2.5	1.9	1.6	1.4	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Anadolu Sigorta, Kasım'20 itibarıyla trafikte %10,3, Kasko'da %14 ve genel sorumluluk sigortasında %17 pazar payıyla motorlu taşıt ve genel sorumluluk sigortalarında pazar lideridir. Bunlar arasında kasko, 3Ç20 itibarıyla %94 kombine oranla en karlı iş koludur. Yeni otomobiller için potansiyel olarak daha yüksek poliçe satışları ve ekonomi üzerindeki Kovid etkisi ortadan kalktıkça kasko branşının 2021'de Anadolu Sigorta'nın marjına daha fazla katkıda bulunacağını bekliyoruz.

Net karın 2020'de 463 milyon TL'den (yıllık +%15) 2021'de 615 milyon TL'ye (yıllık +%33) yükselmesini bekliyoruz. 2021 yılında karlılığın hem kombine oranının iyileşmesi hem de daha yüksek yatırım kazancı ile desteklenmesini öngörüyoruz. 2021 yılında birleşik oranın iyileşerek %107'ye gerilemesini ve rezerv oranının %20 seviyelerinde normalleşeceğini öngörüyoruz.

Anadolu Sigorta, mevduat ve tahviller gibi sabit getirili yatırım araçların toplam portföyün %87'sini oluşturduğu 3Ç20 itibarıyla 7 milyar TL yatırım portföyüne sahiptir. 2021 yılında bu portföyün 8 milyar TL büyüklüğe ulaşmasını bekliyoruz. 2021'de net yatırım gelirinde yüksek TL faiz oranları sayesinde yıllık %17 büyümeye öngörüyoruz.

Katalistler

Olası fiyat artışları ile birlikte motor iş kolunda potansiyel olarak daha yüksek pazar payı kazanımları.

Riskler

Beklenenden düşük GSYİH büyümesi, daha az tüketim, daha yavaş yatırım ve bankacılık faaliyetleri aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır. ANHYT'nin piyasa değerindeki potansiyel artış, değerlememiz için yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. 10Y bono getirilerindeki olası düşüş (risksiz faiz oranı), daha iyi makro ortam ve daha yüksek TL mevduat oranları yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Anadolu Sigorta, %20 3Y (2019-22E) hissi başına kar YBBO ve 2021 tahmini %22 sermaye getirisi, 6,7x F/K ve 1,4x F/DD'de işlem görüyor. Biz hisse senedinin 2,0 F/DD'de işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. 2021 yılı için %6 temettü getirisi hesaplıyoruz.



Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Makro tahminlerimizde ve şirket bazındaki revizyonlarımızın etkisiyle yeni hisse fiyatlarımızla oluşan 12 aylık endeks tahminimiz 1,858 olmuştur (önceki tahmin 1,745). Rakam, %18'lik yükselme potansiyeline işaret etmektedir. 2021 için revize net kar büyüme beklentimiz %45'dir. Finansal sektör karlılığı için yıllık bazda %24, finans dışı tarafta da %62 büyüme tahminimiz bulunmaktadır.

Takip eden sayfalardaki tablolarda detayları görülebileceği gibi revize tahminler ve konjonktür ışığında takibimizdeki hisselerden **AVISA, FROTO, TOASO, ENJSA, AKSA ve AYGAZ** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye, öte yandan **OTKAR** için ise Endekse Paralel Getiri'nden Endeks Altında Getiri'ye düşürüyoruz.

Dördüncü çeyrek finansallarının açıklanmaya başlamasının etkisiyle **temettü veriminin** de katalist anlamında önem kazanacaktır. İlerleyen sayfalarda takibimizdeki hisseler için tahminlerimizi özetleyen bölümler mevcuttur ve sayfa 33 tahmini temettü verimlerini içermektedir. Buna göre sıralamada **DOAS** (%12.0), **TCELL** (%8.1), **ARCLK** (%7.8), **AKGRT** (%7.8) ve **TTRAK** (%7.5) ön plana çıkmaktadır.



Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Hisse	Kapanış	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar ('20T)	FAVÖK ('20T)	Net Kar ('20T)	Satışlar ('21T)	FAVÖK ('21T)	Net Kar ('21T)
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni	%						
AKBNK	6.92	EÜ	EÜ	8.68	8.68	25%			5,619			7,739
ALBRK	2.06	EP	EP	2.16	2.16	5%			233			336
GARAN	10.05	EÜ	EÜ	12.94	12.94	29%			6,725			9,236
HALKB	5.61	EP	EP	6.24	6.24	11%			2,797			3,363
ISCTR	6.86	EÜ	EÜ	8.63	8.63	26%			7,017			9,386
TSKB	1.98	EA	EA	1.98	1.98	0%			732			925
VAKBN	4.72	EP	EP	5.17	5.17	10%			5,095			4,195
YKBNK	3.19	EÜ	EÜ	3.81	3.81	19%			5,078			6,238
AKGRT	10.04	EÜ	EÜ	11.97	11.97	19%			433			528
AVISA	19.08	EÜ	EP	20.92	20.92	10%			316			389
ANSGR	8.3	EÜ	EÜ	11.38	11.38	37%			463			615
AKCNS	19.1	EP	EP	15.60	20.90	9%	1,977	337	125	2,370	403	178
AKSA	14.56	EÜ	EP	13.80	14.50	0%	3,851	785	351	4,405	927	436
AEFES	28.34	EÜ	EÜ	34.00	36.00	27%	26,547	5,148	798	31,018	5,739	850
ARCLK	34.84	EÜ	EÜ	38.00	40.00	15%	40,666	4,969	2,726	51,888	5,689	2,235
ASELS	18.19	EP	EP	20.50	22.00	21%	15,897	3,466	4,840	21,785	4,749	5,744
AYGAZ	18.57	EÜ	EP	16.85	18.50	0%	10,380	519	47	12,020	571	529
BIMAS	75.4	EÜ	EÜ	100.00	100.00	33%	55,432	4,871	2,464	67,882	5,292	2,635
BRISA	26.58	EP	EP	20.00	24.00	-10%	4,036	942	493	4,839	1,130	663
CEMTS	17.21	EA	EA	12.50	14.00	-19%	730	92	128	840	115	130
CCOLA	77.75	EÜ	EÜ	73.00	92.00	18%	14,287	3,058	1,434	16,981	3,697	1,813
CIMSA	19.92	EP	EP	17.20	23.50	18%	2,232	445	168	2,570	512	225
DOAS	34.2	EA	EA	24.00	24.00	-30%	18,858	1,611	1,062	21,079	1,504	871
ENJSA	12.37	EÜ	EP	13.50	13.50	9%	22,669	5,392	1,674	24,936	5,931	1,810
ENKAI	8.32	EP	EP	8.25	9.00	8%	11,152	2,864	3,319	12,635	3,185	3,450
FROTO	166.2	EÜ	EP	155.00	170.00	2%	48,305	4,839	3,747	65,016	5,962	4,240
KRDMD	7.34	EÜ	EÜ	6.90	9.10	24%	7,359	1,239	102	9,877	2,813	1,691

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 20 Ocak 2021 tarihli kapanışlar



Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Hisse	Kapanış	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar ('20T)	FAVÖK ('20T)	Net Kar ('20T)	Satışlar ('21T)	FAVÖK ('21T)	Net Kar ('21T)
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni							
KCHOL	22.66	EÜ	EÜ	25.00	30.00	32%	a.d.	a.d.	7,100	a.d.	a.d.	7,250
KORDS	19.22	EP	EP	15.50	20.00	4%	4,511	566	149	5,436	725	276
KOZAL	112.6	EÜ	EÜ	115.00	145.00	29%	3,437	2,264	2,180	3,986	2,677	2,587
LOGO	143.2	EP	EP	111.00	111.00	-22%	537	180	117	707	249	167
MAVI	57.45	EP	EP	59.00	59.00	3%	2,385	406	18	2,885	513	37
MGROS	51.35	EP	EP	50.00	50.00	-3%	28,417	2,123	-294	33,673	2,614	280
MPARK	23.92	EÜ	EÜ	23.00	28.00	17%	4,010	970	90	4,855	1,164	155
ODAS	3.8	EP	EP	3.70	3.85	1%	989	304	-564	1,236	380	-27
ORGE	8.19	EP	EP	8.20	8.50	4%	160	58	51	180	64	55
OTKAR	388.3	EP	EA	251.00	332.00	-14%	2,750	630	525	3,800	872	715
PGSUS	78.25	EP	EP	75.00	90.00	15%	4,759	486	-1,658	10,175	2,716	-238
PETKM	5.17	EÜ	EÜ	5.54	6.20	20%	11,909	1,697	789	13,961	2,131	1,194
SAHOL	11.41	EÜ	EÜ	14.00	14.00	23%	a.d.	a.d.	5,141	a.d.	a.d.	5,500
SISE	8.1	EÜ	EÜ	9.10	10.40	28%	20,932	4,176	1,700	27,120	5,673	3,143
TATGD	11.07	EP	EP	12.00	12.00	8%	1,451	161	173	1,716	185	125
TAVHL	24.38	EP	EP	20.00	23.00	-6%	2,393	233	-1,991	4,281	1,157	202
TKFEN	18.66	EÜ	EÜ	20.00	22.00	18%	13,600	810	465	13,715	1,202	680
TOASO	39	EÜ	EP	42.50	42.50	9%	22,540	2,876	1,930	32,936	3,587	2,435
TRGYO	4.25	EP	EP	3.67	4.07	-4%	1,150	598	929	1,238	599	977
TCELL	16.76	EÜ	EÜ	21.50	22.00	31%	28,124	12,379	3,979	33,471	14,318	4,741
THYAO	13.26	EP	EP	14.50	14.50	9%	45,170	6,263	-5,357	76,242	13,012	-237
TUPRS	108.8	EÜ	EÜ	120.00	130.00	19%	59,238	600	-2,711	76,275	4,975	2,254
TTKOM	8.67	EÜ	EÜ	11.50	11.50	33%	28,001	12,807	3,115	32,430	14,551	4,266
TTRAK	187.1	EP	EP	200.00	200.00	7%	6,315	1,028	739	8,445	1,267	926
ULKER	24.2	EÜ	EÜ	30.00	30.00	24%	9,332	1,608	959	11,038	1,896	1,205
VERUS	47.02	EÜ	EÜ	57.00	60.00	28%	a.d.	a.d.	70	a.d.	a.d.	306
YATAS	15.57	EÜ	EÜ	17.50	19.10	23%	1,721	318	171	2,300	393	240
ZOREN	3.05	EP	EP	3.00	3.20	5%	9,447	2,414	169	10,864	2,776	459

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 20 Ocak 2021 tarihli kapanışlar

Temettü Beklentilerimiz



Hisse	Şirket İsmi	NET KAR (TLmn)				Brüt Temettü (TLmn)				Temettü Dağıtım Oranı				Piyasa Değeri (TLmn)	Temettü Verimi 2020T	Hisse Başı Temettü 2020T - (TL)
		2017	2018	2019	2020T	2017	2018	2019	2020T	2017	2018	2019	2020T			
DOAS	Doğuş Otomotiv	183	133	76	1,078	143	135	0	900	78%	101%	0%	83%	7,524	12.0%	4.09
TCELL	Turkcell	1,979	2,021	3,246	4,014	1,900	1,010	812	3,000	96%	50%	25%	75%	36,850	8.1%	1.36
ARCLK	Arçelik	843	852	925	2,452	435	0	0	1,850	52%	0%	0%	75%	23,745	7.8%	2.74
AKGRT	Aksigorta	127	228	366	433	110	202	202	238	87%	89%	55%	55%	3,069	7.8%	0.78
TTRAK	Türk Traktör	321	240	112	739	300	0	100	739	94%	0%	89%	100%	9,831	7.5%	13.85
AVISA	AvivaSa	102	191	209	316	48	100	160	237	48%	52%	77%	75%	3,463	6.8%	1.32
ENJSA	Enerjisa	988	748	1,034	1,674	354	472	709	1,004	36%	63%	69%	60%	14,740	6.8%	0.85
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	1,283	1,330	1,482	1,980	800	880	1,200	1,250	62%	66%	81%	63%	19,050	6.6%	2.50
AKSA	Aksa Akrilik	295	224	278	351	207	205	240	281	70%	91%	86%	80%	4,711	6.0%	0.87
TTKOM	Türk Telekom	1,136	-1,391	2,407	3,188	0	0	602	1,750	0%	0%	25%	55%	30,240	5.8%	0.50
FROTO	Ford Otosan	1,490	1,683	1,959	3,555	1,204	1,284	1,095	3,000	81%	76%	56%	84%	57,900	5.2%	8.55
ANSGR	Anadolu Sigorta	184	308	403	463	60	100	135	189	33%	33%	33%	41%	4,050	4.7%	0.38
ISCTR	İş Bankası (C)	6,201	6,769	6,068	7,017	1,327	0	0	1,403	21%	0%	0%	20%	30,915	4.5%	0.31
BIMAS	Bim	863	1,250	1,225	2,464	577	972	304	1,971	67%	78%	25%	80%	44,751	4.4%	3.25
GARAN	Garanti Bank	6,344	6,638	6,159	6,725	1,750	0	0	1,843	28%	0%	0%	27%	42,084	4.4%	0.44
COLA	Coca-Cola İçecek	238	327	966	1,434	200	300	239	861	84%	92%	25%	60%	19,777	4.4%	3.38
AKBNK	Akbank	6,039	5,690	5,417	5,619	1,600	0	0	1,516	26%	0%	0%	27%	35,880	4.2%	0.29
SAHOL	Sabancı Holding	3,481	3,830	3,780	5,141	612	612	673	916	18%	16%	18%	18%	22,873	4.0%	0.45
YKBNK	Yapı Kredi Bank	3,614	4,667	3,600	5,078	0	0	0	1,016	0%	0%	0%	20%	26,946	3.8%	0.12
AEFES	Anadolu Efes	149	-12	1,022	798	250	300	1,050	558	167%	n.m.	103%	70%	16,839	3.3%	0.94
ENKAİ	Enka İnşaat	2,568	1,582	3,889	3,380	901	750	900	1,500	35%	47%	23%	44%	46,200	3.2%	0.27
CIMSA	Çimsa	228	155	13	168	68	0	0	84	30%	0%	0%	50%	2,688	3.1%	0.62
OTKAR	Otokar	99	164	352	525	70	72	200	289	70%	44%	57%	55%	9,492	3.0%	12.03
TATGD	Tat Gıda	61	39	66	173	27	0	27	44	45%	0%	41%	25%	1,503	2.9%	0.32
AKCNS	Akçansa	149	178	75	125	128	153	46	100	86%	86%	62%	80%	3,622	2.8%	0.52
TSKB	T.S.K.B.	596	661	702	732	96	0	0	146	16%	0%	0%	20%	5,348	2.7%	0.05
ULKER	Ülker	397	701	905	959	88	0	0	192	22%	0%	0%	20%	8,270	2.3%	0.56
YATAS	Yatas Yatak	69	76	86	171	0	0	22	51	0%	0%	25%	30%	2,397	2.1%	0.34
TKFEN	Tekfen Holding	771	1,403	1,421	465	233	422	426	140	30%	30%	30%	30%	6,952	2.0%	0.38
CEMTS	Cemtas	91	146	56	128	6	10	18	32	7%	7%	32%	25%	1,719	1.9%	0.32
KCHOL	Koç Holding	4,909	5,537	4,391	7,100	876	1,009	531	859	18%	18%	12%	12%	55,384	1.6%	0.34
SISE	Şişecam	1,225	2,289	1,905	1,700	300	400	320	340	24%	17%	17%	20%	24,414	1.4%	0.11
BRISA	Brisa	95	96	114	493	0	0	28	114	0%	0%	25%	23%	8,708	1.3%	0.37
HALKB	Halkbank	3,725	2,522	1,720	2,797	186	0	0	128	5%	0%	0%	5%	13,927	0.9%	0.05
KORDS	Kordsa	165	292	340	149	67	68	49	33	41%	23%	14%	22%	3,770	0.9%	0.17
ASELS	Aselsan	1,376	2,318	3,340	4,840	85	174	335	363	6%	8%	10%	8%	41,747	0.9%	0.16
VAKBN	Vakıfbank	3,723	4,154	2,802	5,095	125	0	0	153	3%	0%	0%	3%	18,552	0.8%	0.04
AYGAZ	Aygaz	577	228	273	47	460	386	150	29	80%	169%	55%	61%	5,718	0.5%	0.10
VERUS	Verusa Holding	14	44	62	70	1	2	1	7	7%	5%	1%	10%	3,282	0.2%	0.10

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 20 Ocak 2021 tarihli kapanışlar



Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BİST-100’ün “Beklenen Piyasa Getirisi”, araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BİST’nin toplam piyasa değerinin %80’ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki “Beklenen Piyasa Getirisi”nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi “Beklenen Piyasa Getirisi”nin %10’unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10’luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.



Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.