

AKYatırım

İstikrar adımları ve yurtdışı eğilim hisse senedini destekliyor

Strateji, Makro, Hisse Senetleri

30 Aralık 2020

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

Hisse Stratejisi	3
Hisse Önerileri	19
Makro Ekonomi	23
Bankalar	35
Bankacılık Dışı Hisseler	44
Araştırma Kapsamındaki Şirket Özetleri	74
Ekler (Şirketlerin Net Yabancı Para Pozisyonları)	78

Hisse Senedi Stratejisi

SWOT Analizi: 2020

GÜÇLÜ YÖNLER

Şirket kârlarında artış

Turizm ve hizmet sektörlerinde toparlanma

TL cinsinden yüksek getiri

Düşük reel kur

ZAYIF YÖNLER

Özel sektör borçluluk oranları

Yerleşiklerin TL'ye karşı güven eksikliği

Zayıf döviz rezervleri

Genç istihdamında durağanlık

FIRSATLAR

Küresel likidite bolluğu, düşük faizler

Covid-19 sonrası tedarik zincirinde değişim

TL cinsi varlıkların cazip değerlemeleri

TEHDİTLER

Covid-19 sonrası belirsizlik

Durağan Avrupa ekonomileri

Jeopolitik belirsizlikler

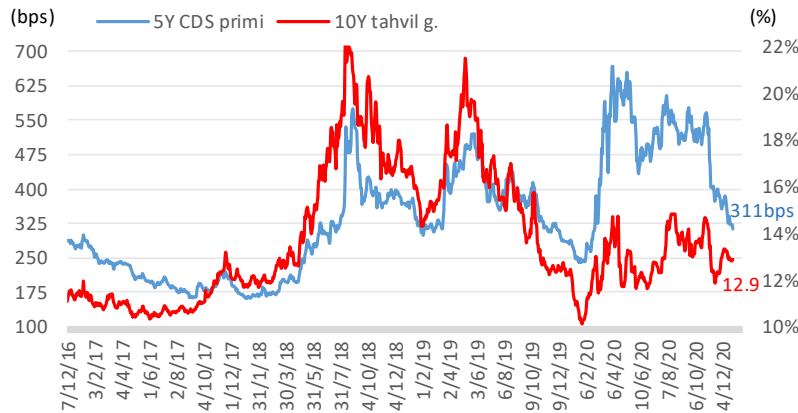
Strateji: Orta vadede iyimserliğin sürmesi için koşullar uygun

- **Endeks hedefimizi 1.700'e yükselttik.** 12 aylık BIST-100 endeks hedefimizi %20 artırarak 1.700'e yükselttik. 2021'de yatırım teması olarak banka, teknoloji ve emtiaya dayalı hisselerin biraz daha öne çıkacağını, buna karşılık otomotiv, beyaz eşya gibi tüketim eğilimi faize duyarlı ve 2020'de güçlü bir performans bazı yakalayan hisselerde getiri potansiyelinin daha sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Hisselerin 12 aylık fiyat hedeflerindeki artış model güncellemelerimizin etkisini yansıtıyor. Hisse senedi piyasası için sermaye maliyetini %19,5 olarak koruduk (Ocak 2020'den bu yana risksiz getiri beklentisi % 14,0 ve hisse senedi risk primi % 5,5 olarak). Koza Altın'ı Karapınar projesinde 180 bin ons altının rezervlere eklenmesi sonrası yeniden öneri listemize ekledik. Hisse önerilerimiz **Garanti Bankası, Yapı Kredi Bankası, Coca Cola, Doğan Holding, Koç Holding, Kardemir, Koza Altın, Migros, Turkcell ve Tüpraş** olarak belirlendi.

- **TL'de istikrar ve ekonomide dengelenme bekliyoruz.** Enflasyonu geriletmeyi ve makro dengesizlikleri düzeltmeyi hedefleyen son dönem ekonomi politika adımları 2021'den başlayarak istikrarlı büyümeyi de destekleyerek Türk hisse senetleri için yatırım cazibesini artıracaktır. Buna ek olarak eksik talep koşulları nedeniyle gelişmiş ekonomilerde enflasyonun düşük ve para politikasının genişlemeci kalmaya devam edeceğini ve bu durumun yurtdışı portföy girişlerini destekleyeceğini düşünüyoruz.

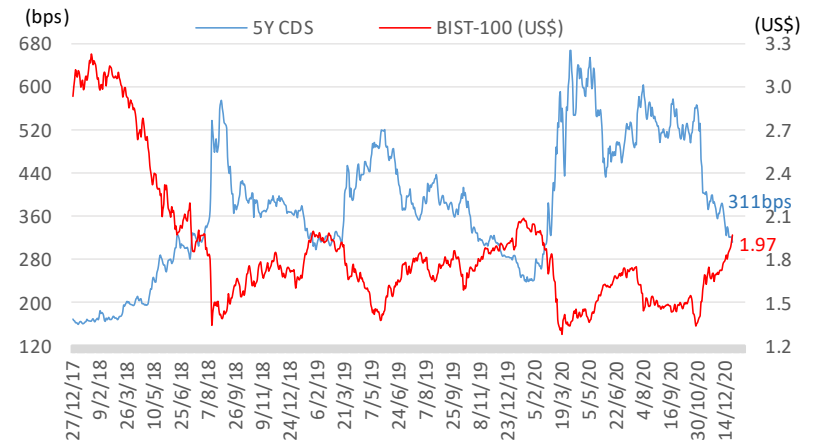
-**Değerlemelerde ek yukarı potansiyel var:** BIST-100 için ortalama %20 getiri potansiyeli fırsatların seçici olabileceğine işaret ediyor. Ancak, sermaye maliyetinin yıl içerisinde gerilemesi önemli bir ek getiri fırsatı sunar. Nitekim, sıkı para politikasına geçiş ve finansal normalleşme ile birlikte 10 yıllık tahvil faizi (%12,9) ve CDS primi (311bps) Mart'tan sonraki en düşük seviyelerine geldi. Ancak, yerleşiklerin TL'ye geçişte çekingen davranması ve enflasyonda düşüş eğilimi için en erken ikinci çeyreğin öne çıkması temkinli olmayı gerektiriyor. CDS priminin yıl başındaki seviyenin altına gelmesi ve 10 yıllık tahvillerde düşüşün kalıcı olması haline risksiz getirinin de düşmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Uzun vadeli tahvil faizi ile CDS primi arasındaki fark açıldı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Endeks CDS primi ile kıyaslandığında dolar bazında ucuz



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Strateji: 2021'in temel konuları

- **Covid-19, 2020 beklentilerini önemli ölçüde bozdu.** İki yıl üst üste düşük büyümelerin ardından güçlü ekonomik toparlanma beklentisiyle 2020 yılına başlamış ve banka ile iç tüketime dönük sektörlerin öne çıkacağını yazmıştık. Yıla iyi bir başlangıç yapmamızsa rağmen, Covid-19 büyümeyi zayıflatıp, finansal dengeleri bozdu. Bununla birlikte otomotiv ve beyaz eşya gibi faize duyarlı sektörler yılı güçlü geçirdi. Ayrıca yeni ekonomik koşullar sağlık, gıda perakendeciliği ve teknoloji sektörlerini öne çıkardı. Diğer taraftan, bankalar, havayolu şirketleri ve demir/çelik ve petrokimya hisseleri genelde geride kaldı.

- **Kârlarda güçlü büyüme bekliyoruz.** Araştırma kapsamımızdaki 49 şirketin toplam net kârının, 2020'de yalnızca %6, 2021'de % 52 ve 2022'de % 10 büyümesini öngörüyoruz. 2021'e ilişkin güçlü tahminimiz, yüksek zarardan kâra geçen Türk Hava Yolları, Pegasus, TAV, Tüpraş, Migros, Kardemir ve Mavi gibi şirketlerin etkisini yansıtıyor. Bu şirketler hariç tutulduğunda ise 2021 için hesapladığımız %25 kâr artışı güçlü olmakla birlikte 2020'deki %53 artışa göre ivme kaybına işaret ediyor.

- **BIST-100 emsallerine göre ucuz.** BIST-100 yılbaşına göre dolar bazında %3 getiri ile getiri açısından MSCI-GOÜ emsalleri arasında önlerde yer aldı. Bu dönem Asya piyasalarının güçlü desteği ile MSCI-GOÜ endeksi %14 ve S&P500 %15 yükseliş kaydetti. Buna göre Türk hisse senetleri 2021 tahminlerimiz üzerinden 6,9x ve 2022 tahminlerimiz üzerinden 5,1x F/K oranı ile işlem görüyor. Ekonomiye ilişkin iyimserliğimizi ve küresel piyasalardaki likidite bolluğunu dikkate aldığımızda %55 (önceki sene başına göre 500 baz puan artış) düzeyinde görülen MSCI-GOÜ'ye göre iskantomuzun azalabileceğini düşünüyoruz.

- **Kâr artışında petrol, çelik, telekom ve teknoloji hisseleri dikkat çekiyor.** Banka dışı sektörlerde 2021'de için net satış artışını %30 ve FAVÖK artışını %16 olarak öngörüyoruz (2020'de sırasıyla -%3 ve %4). Cam, petrol/petrokimya, çelik, telekom ve teknoloji şirketleri için güçlü kâr tahminlerimiz bulunuyor. Buna karşılık otomotiv ve dayanıklı tüketim sektöründeki şirketler için kâr beklentimiz (güçlü 2020 bazı nedeniyle) daha sınırlı görünüyor. Zarardan kâra dönüş olmasına rağmen, hava yolu şirketlerinin 2021 kâr beklentileri de Covid-19 öncesi seviyelerin neredeyse ancak beşte birine ulaşıyor.

- **Bankalarda özeller lehine ayrışma bekliyoruz.** Bankalarda yıllık kâr artışının 2020'de % 22, 2021'de % 24 ve 2022'de %43 olmasını bekliyoruz. Ancak özel bankaların 2021'de olumlu ayrışmasını ve kârlarını 2020'de %17 büyümenin ardından 2021'de %40 ve 2022'de %28 artırmalarını bekliyoruz. Buna karşılık kamu bankalarının baz etkisiyle 2020'de kâr artışı yakaladıktan sonra 2021 kârlarında önemli bir düşüş ve 2022'de yeniden artış görececeklerini tahmin ediyoruz.

- **Risk maliyetindeki düşüş ve faiz marjında sınırlı azalma özel bankaları öne çıkarıyor:** Kısa vadeli TL faizindeki artış bankaların özellikle 2021 ilk yarısındaki net faiz marjını güçlü şekilde baskılayacaktır. Bu etkinin kamu bankalarında daha belirgin olmasını bekliyoruz. Diğer taraftan önden yüklemeli karşılık ayrıldığı için özel bankalar için risk maliyetlerinde gerileme öngörüyoruz. Ayrıca özel bankaların düşük kaldıraç seviyeleri ve yüksek sermaye oranları dikkate alındığında nakit temettü kısıtlamalarının kaldırılmasına ilişkin beklentiler de fiyatlamaya katkı sağlayabilir.

Strateji: 2021'in temel konuları

- **Halka arzlar 2021'de artabilir.** 2020'de halka arz sayısı ve büyüklüğü bir önceki yıla göre biraz daha yüksekti. 2018'de 10, 2019'da altı ve 2020'de sekiz yeni şirket halka açıldı. Toplam arz büyüklüğü de 2019' göre artış gösterdi. 2021 yılında hisse senetlerinin MSCI-GOÜ'ye göre taşıdığı %55'lik iskonto kayda değer düzeyde gerilerse şirket halka arzlarının ivme kazanabileceğini düşünüyoruz.

- **İhracat performansı büyümede kritik öneme sahip olacak.** Faiz oranlarındaki artışa rağmen, iç tüketimin (istihdam koşullarındaki iyileşme ve tüketici güveninin düzelmesi sayesinde) ekonomik büyümenin ana itici gücü olmaya devam edeceğini ancak büyümenin güçlenmesi için net ihracat desteğiyle de desteklenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda, AB'nin ekonomik performansı ve Türk şirketlerinin alternatif ihracat pazarları bulma kabiliyeti kritik olacaktır.

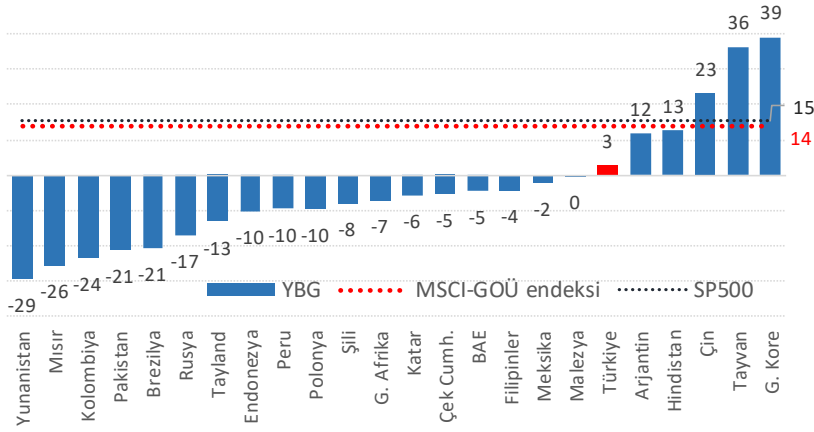
- **TL'nin istikrarlı seyretmesini bekliyoruz.** Merkez Bankası'nın etkin parasal sıkılaştırması, cari işlemler dengesinde toparlanma (özellikle altın ithalatının azalması ve turizm gelirlerinde bir miktar toparlanma), yerleşiklerin döviz talebinin azalmasıyla Merkez Bankası'nın kademeli rezerv biriktirmesi 2021'in TL açısından önceki üç yıla oranla daha istikrarlı olmasını destekleyecektir. Bu çerçevede, TL'deki değer kaybının enflasyona eşit olacağını ve böylece reel efektif döviz kurunun yatay kalacağını öngörüyoruz.

- **Enflasyonda düşüş ikinci yarıda başlar.** Yıllık TÜFE enflasyonunun 2020 sonunda %14,1 olmasını ve Nisan-Mayıs döneminde baz etkisine bağlı olarak %16 civarında zirve yapmasını bekliyoruz. TL'nin istikrar kazanması ve iç talebin ılımlı seyri ile birlikte yıllık enflasyonun 2021 sonunda %11,5 ve 2022 sonunda %9,5 olmasını öngörüyoruz. TL'nin zayıflaması, petrol fiyatlarındaki keskin artış ve yeni vergi ayarlamaları tahminimiz için risk oluşturabilir.

- **Küresel görünüm destekleyici olacak.** Önde gelen ekonomilerin 2021'de Covid 19 öncesi kapasitelerine ulaşmasını bekliyoruz. Ancak talep koşulları hala zayıf olduğu için mali ve parasal desteğe ihtiyaç devam edecektir. Düşük talep koşulları nedeniyle küresel ekonomide önemli bir enflasyon riski görünmüyor. Bu durumda düşük faiz oranları ve likidite bolluğunun 2021'de de devam etmesini ve gelişmekte olan ülke hisse senetlerinin nispeten düşük fiyat çarpanları ve olumlu kâr beklentileri nedeniyle cazip kalacağını. Bu bağlamda, Türkiye'ye dönük portföy girişlerinde de artış bekliyoruz.

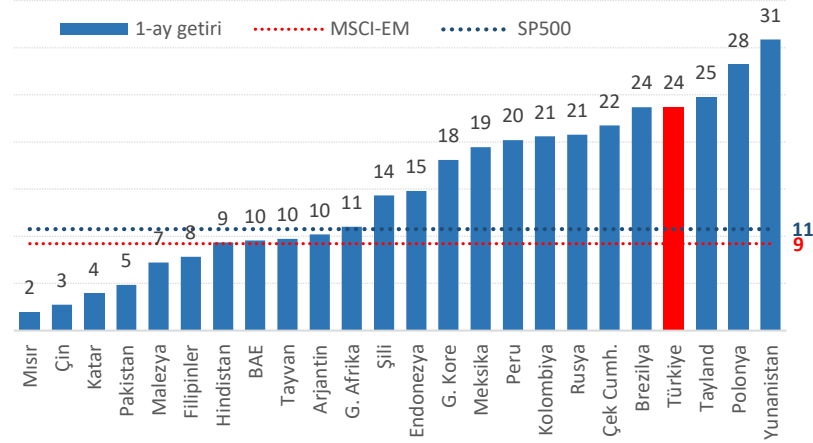
Strateji: Çarpanlar cazip hisse fiyatlarına işaret ediyor

BIST-100 Asya hariç 2020 getirisinde yukarılarda



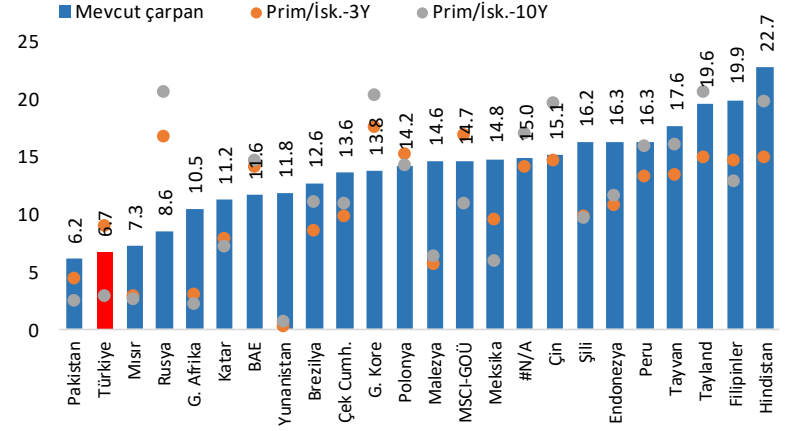
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

BIST-100 Aralık ayı getirisinde en üstlerde



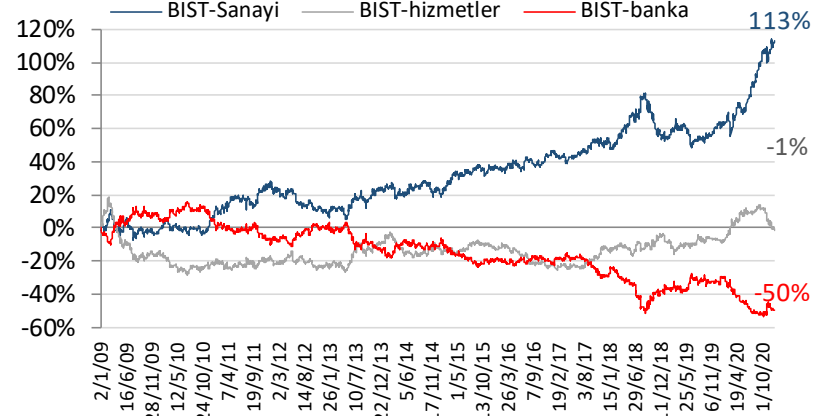
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

Ancak önceki yıllarda oluşan yüksek çarpan bazlı iskonto sürüyor



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

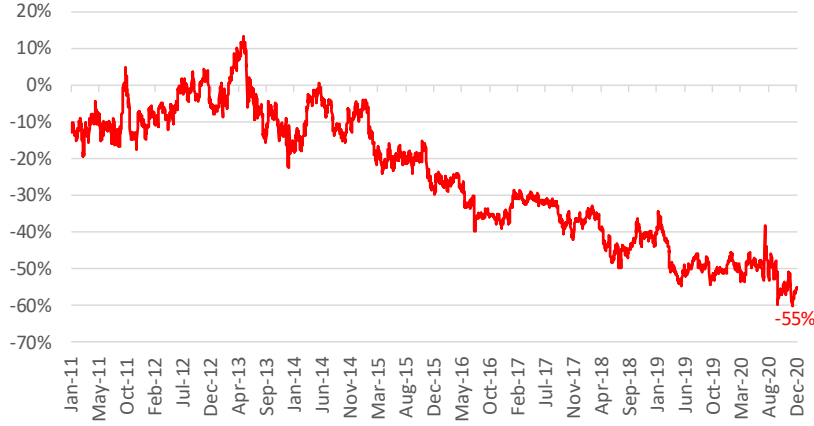
Endeksi banka hisseleri geriye çekiyor (BIST-100'e göre getiri)



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

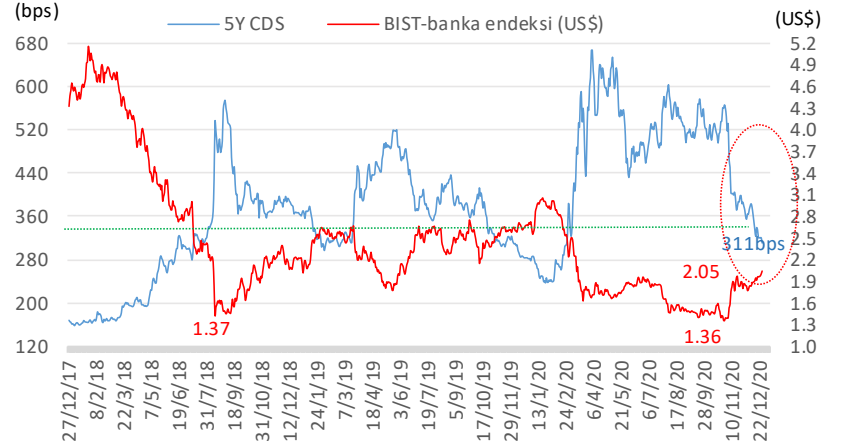
Strateji: Hisse seçimlerinde değişim görülür mü?

F/K iskontosu zirve



Source: Ak Investment Research, Bloomberg

Bankalar mevcut CDS seviyesinde potansiyel taşıyor



Source: Ak Investment Research, Bloomberg

BIST banka endeksi / BIST MSCI global banka endeksi (dolar)



Source: Ak Investment Research, Bloomberg

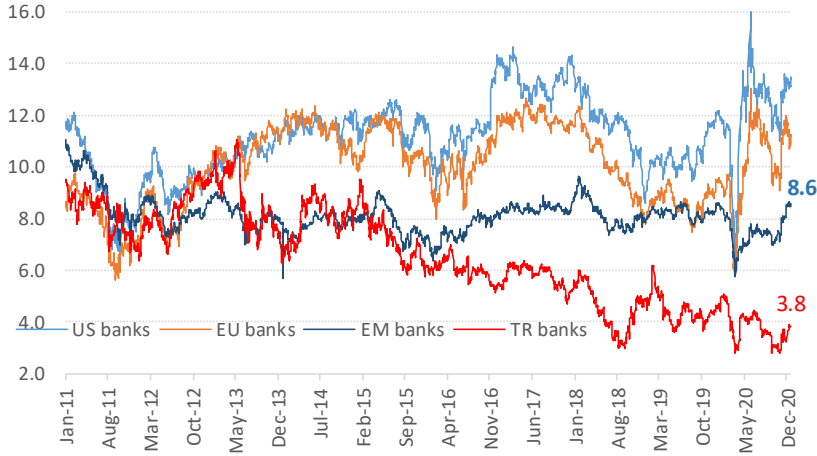
BIST banka endeksi / BIST MSCI GOÜ banka endeksi (dolar)



Source: Ak Investment Research, Bloomberg

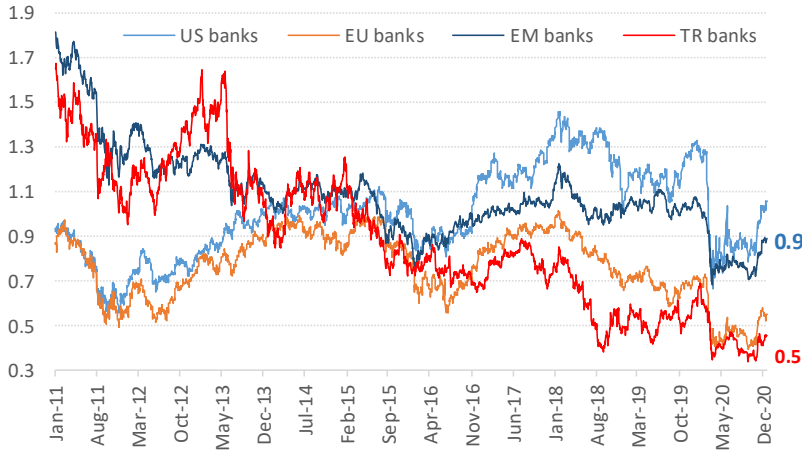
Strateji – Bankalar tarihsel düşük çarpanda yüksek iskonto taşıyor

Tarihsel F/K karşılaştırması



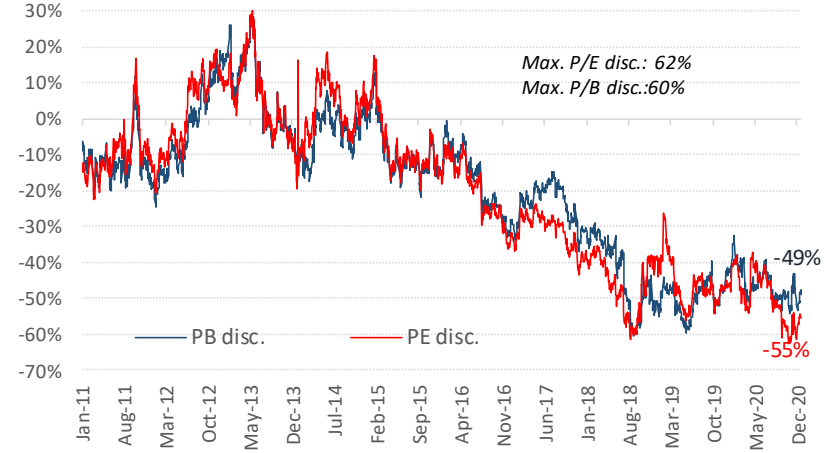
Source: Ak Investment Research, Rasyonet

Tarihsel F/DD karşılaştırması



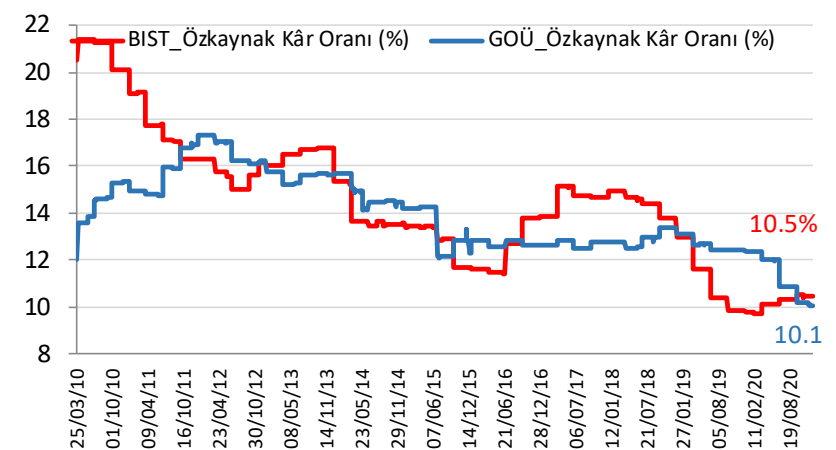
Source: Ak Investment Research, Bloomberg consensus estimates

Tarihsel Banka F/K ve F/DD iskontosunu (MSCI-GOÜ'ye göre)



Source: Ak Investment Research, Bloomberg consensus estimates

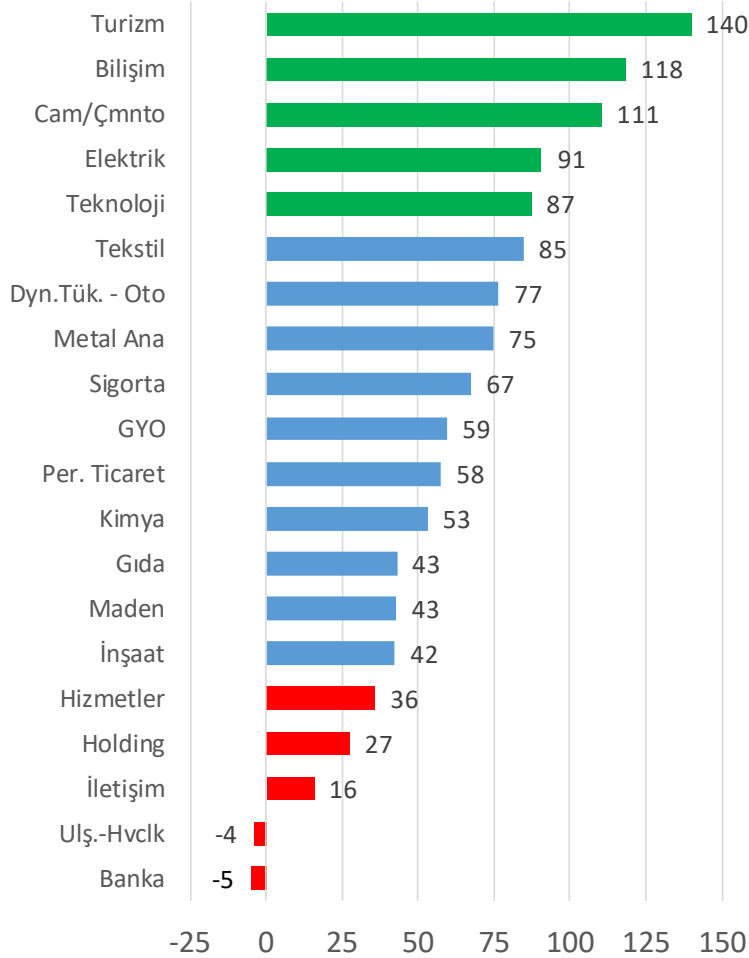
Tarihsel banka özkaynak getiri karşılaştırması (Türkiye – GOÜ)



Source: Ak Investment Research, Bloomberg consensus estimates

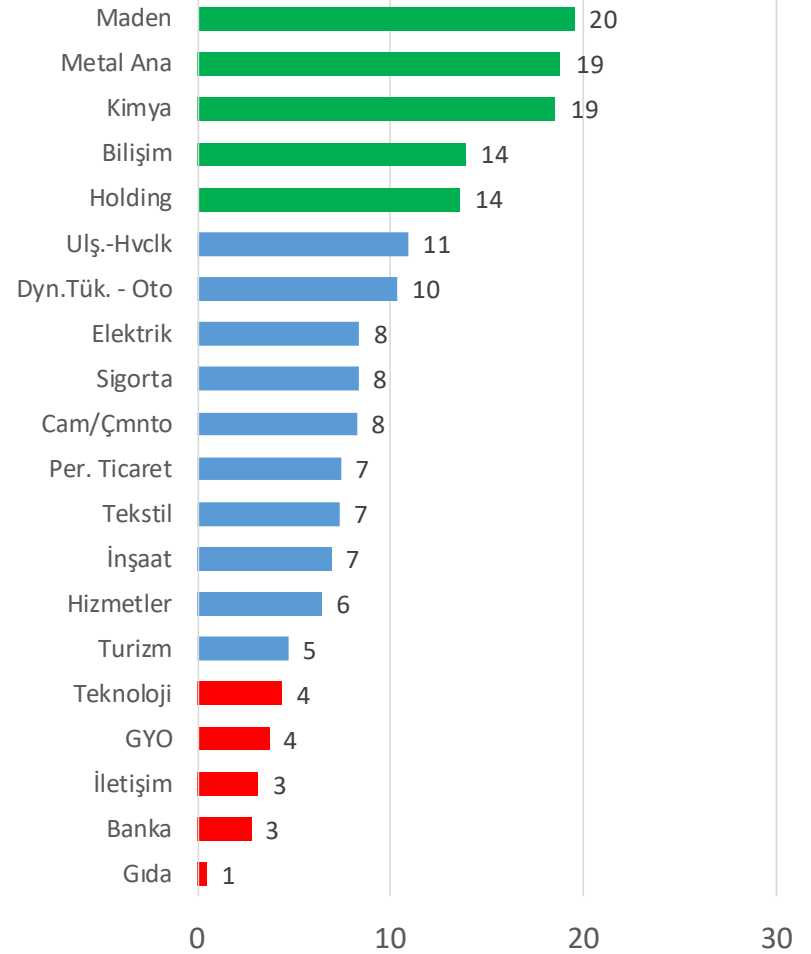
Strateji: Banka ve havayolu hisseleri Covid-19 sonrası dönemde çok zayıf kaldı

BIST sektör endeks getirileri (YBG)



Source: AK Investment, Rasyonet

BIST sektör endeks getirileri (aylık)



Source: AK Investment, Rasyonet

Strateji: Kurumsal yatırımcı ilgisi artacak

Küçük hisse senetleri rallisi yavaşladı (XU100Y/XU100)



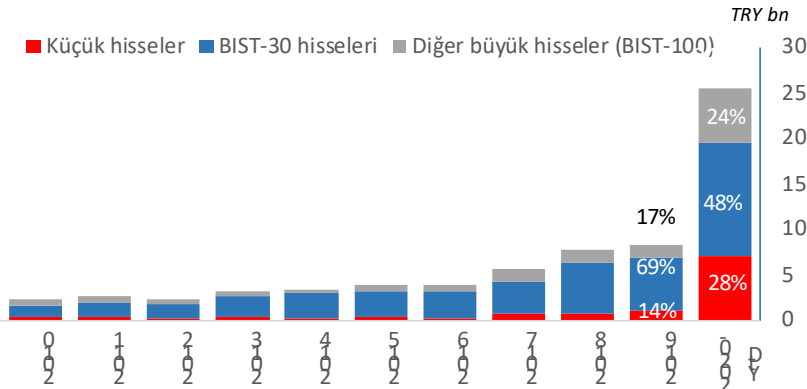
Source: Ak Investment Research, ourworldindata.org

Bankalar henüz toparlanmadı (XBANK/XUSIN)



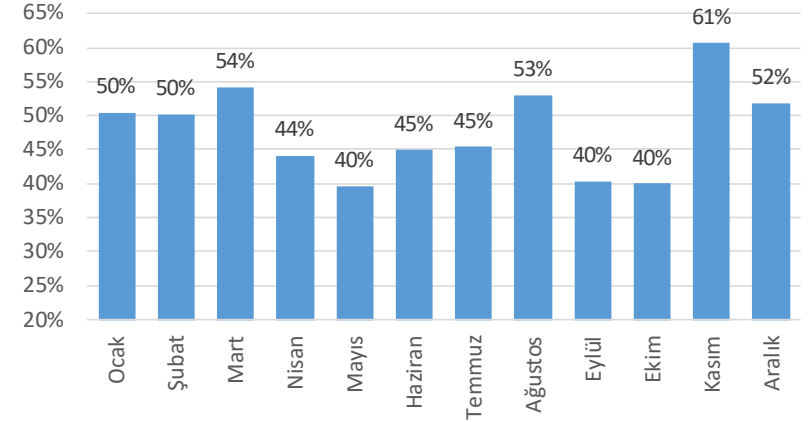
Source: Ak Investment Research, Bloomberg

2020'de küçük hisse işlem hacimleri rekor artış gösterdi



Source: Ak Investment Research, ourworldindata.org

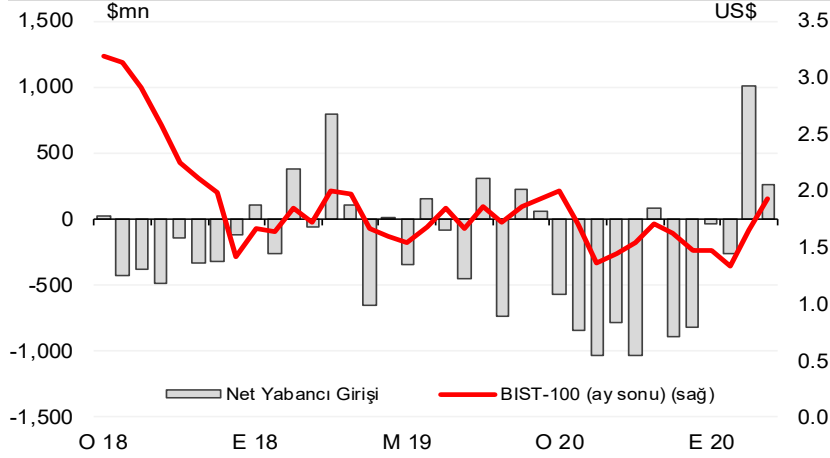
Yılsonuna doğru işlem hacimlerinde BIST-30 payı artıyor



Source: Ak Investment Research, Bloomberg

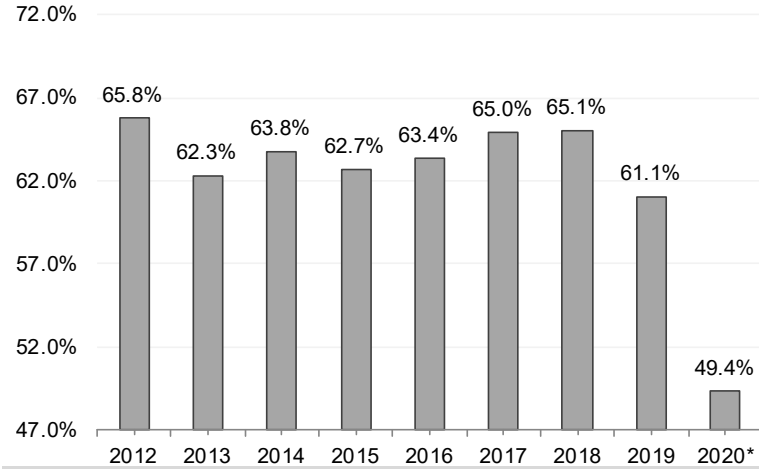
Strateji: Kasım'da BIST'ta son yılların en büyük yabancı net alımı gerçekleşti

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



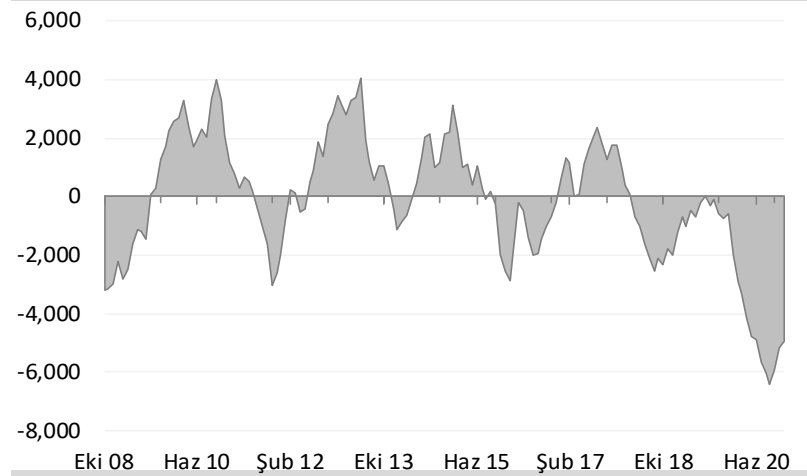
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

BIST'te yabancı payı, yıl sonu verileri



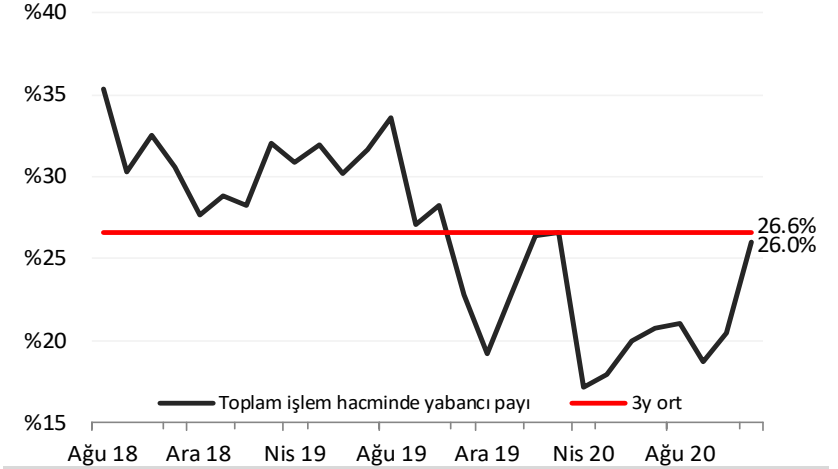
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

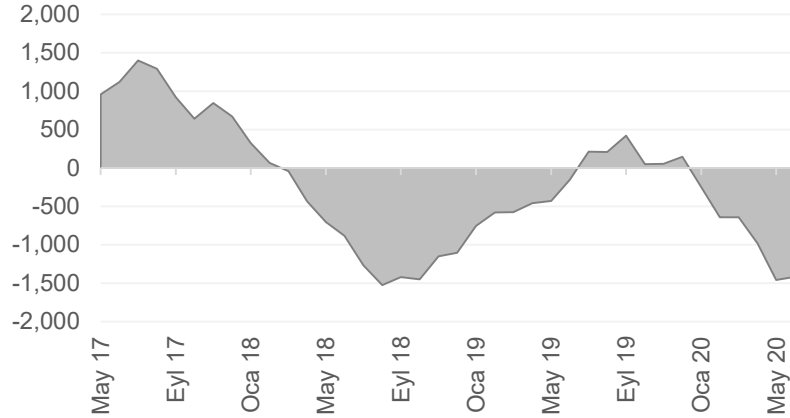
Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı arttı



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Strateji: İstikrar adımları sonrası bankacılık hisselerine yabancı ilgisi arttı

Banka hisselerinde net yabancı işlemi, 12-ay kümülatif, mln USD



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

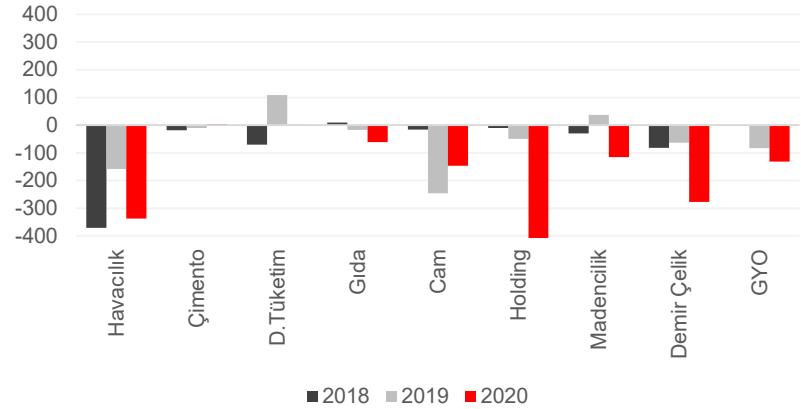
Hisse bazlı net alım-satım, Kasım ayı, milyon \$

En Çok Alım Yapılanlar	mn \$	En Çok Satış Yapılanlar	mn \$
Garanti Bankası	366	Turkcell	-118
Akbank	119	Migros	-29
Tüpraş	115	Koza Altın İşletmeleri	-23
Koç Holding	92	Anadolu Efes Biracılık	-17
Türk Hava Yolları	69	Ülker	-14
Yapı Ve Kredi Bankası	67	Ford Otosan	-14
Tav Havalimanları	51	Enka İnşaat	-11
İş Bankası (C)	47	T.S.K.B.	-10
Pegasus	44	Şok Marketler Ticaret	-10
Şişe Cam	37	Koza Anadolu Metal	-6
Türk Telekom	30	Ege Endüstri	-6
Sabancı Holding	28	Bizim Toptan	-4
Do & Co	25	İndeks Bilgisayar	-4
Kardemir (D)	22	Bim Birleşik Mağazalar	-4
Emlak G.M.Y.O.	21	İş Yatırım	-4

Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

*28 Aralık 2020 itibariyle

Bankacılık dışı hisselerde yabancı net giriş çıkışlar, mln USD



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse bazlı net alım-satım, Ocak-Kasım, milyon \$

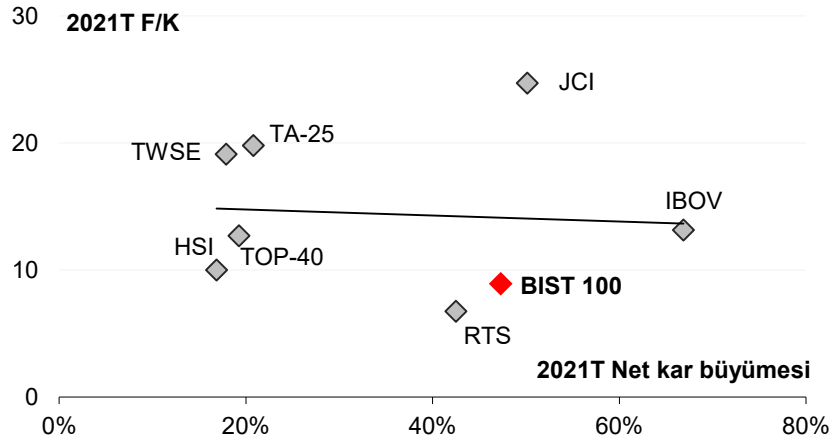
En Çok Alım Yapılanlar	mn \$	En Çok Satış Yapılanlar	mn \$
Aselsan	428	Garanti Bankası	-885
Şişe Cam	72	Tüpraş	-749
Migros	63	Akbank	-464
Petkim	29	Koç Holding	-400
Oyak Çimento Fabrikalar	29	Turkcell	-300
Arçelik	26	T. Vakıflar Bankası	-269
Ford Otosan	23	Ereğli Demir Çelik	-267
Sasa	20	Yapı Ve Kredi Bankası	-257
Vestel	16	Bim Birleşik Mağazalar	-201
Gübre Fabrikaları	14	Tekfen Holding	-193
Doğuş Otomotiv	14	Tav Havalimanları	-190
Enerjisa Enerji	10	İş Bankası (C)	-185
Alkim Kimya	9	Pegasus	-161
Alkim Kimya	8	Halk Bankası	-142
Eczacıbaşı İlaç	8	Türk Hava Yolları	-136

Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Strateji: BIST karşılaştırmalı değerlemeleri

- 2021 yılı için gelişmekte olan bölgelerdeki emsallerine göre daha olumlu bir büyüme projeksiyonu ortaya koymalarına rağmen hem sanayi hem de bankacılık hisselerinin yüksek iskontolu işlem görüyorlar.
- 2021 tahminlerimize göre, dolar bazında daha yüksek net kar büyümesi sunmasına rağmen, 6.7 F/K ile BIST, GOÜ benzerlerinin yaklaşık %30 altında işlem görmektedir.
- Sanayi şirketleri için dolar bazında %27 FAVÖK büyüme beklentimiz bulunuyor. Bu GOÜ grubu için Bloomberg konsensüsü baz alındığında %16 seviyesinde kalmaktadır. Öte yandan, 7.3 2021T FD/FAVÖK çarpanı ile, BIST %22 civarındaki iskontosunun cazip olduğunu düşünüyoruz.

Seçili piyasaların net kar büyümesi ve F/K karşılaştırması, US\$



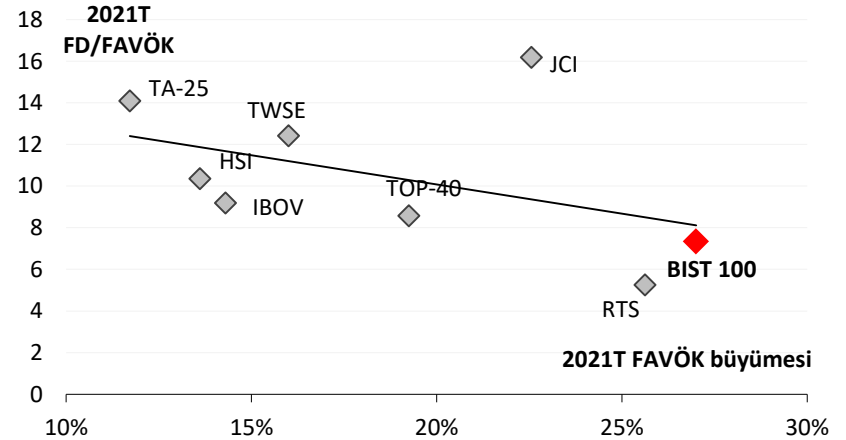
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

AK Yatırım Araştırma kapsamına göre piyasa çarpanları

	2018	2019T	2020T	2021T
FD/FAVÖK - Finans dışı	5.5	10.2	7.3	5.9
F/K - Finans dışı	7.5	13.2	7.3	5.6
F/DD - Bankacılık	0.5	0.5	0.5	0.4
F/K - Bankacılık	5.0	5.2	4.3	3.0
F/K - Toplam	7.4	10.7	6.8	5.1

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

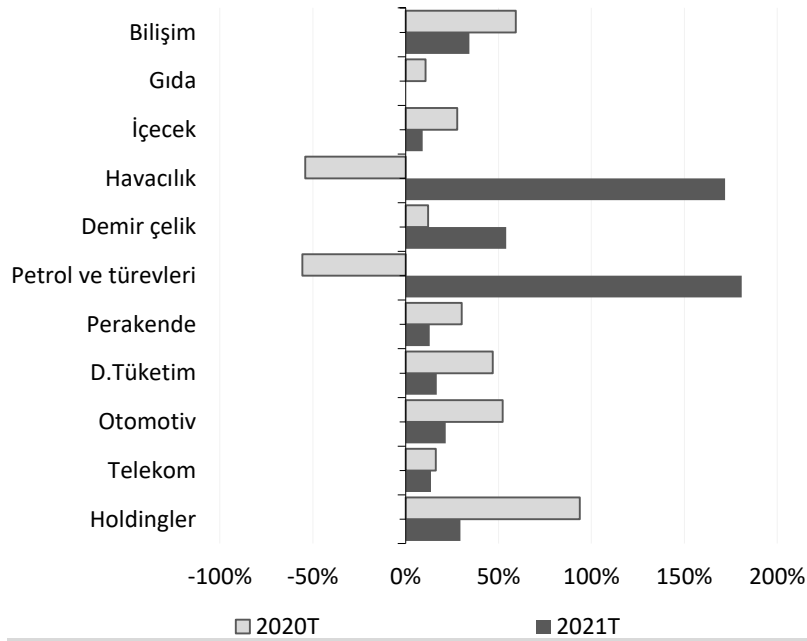
Seçili piyasaların FAVÖK büyümesi ve FD/FAVÖK karşılaştırması



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

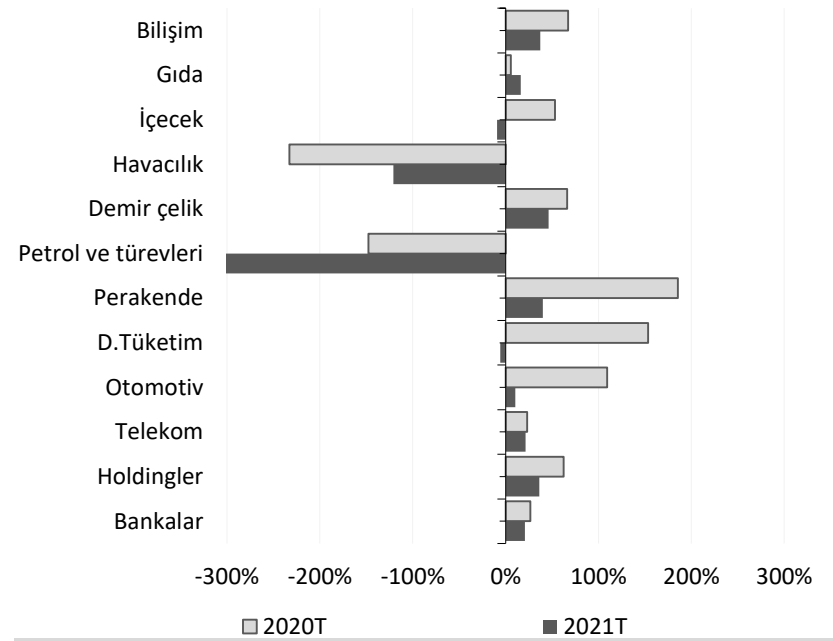
Strateji: FAVÖK ve net kar büyümeleri

Tahmini 2020 ve 2021 FAVÖK büyümesi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Tahmini 2020 ve 2021 net kar büyümesi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Karşılaştırmalı yıllık büyüme projeksiyonu

	2020T	2020K	2021T	2021K	2022T	2022K
FAVÖK büyümesi, sanayi	-%2.9	-%3.7	%44.2	%37.3	%24.3	%13.5
Net kar büyümesi, sanayi	-%9.1	-%21.0	%81.2	%78.1	%29.7	%14.1
Net kar büyümesi, bankalar	%26.8	-%1.2	%20.7	%31.0	%44.9	%70.7
Net kar büyümesi, kapsam	%2.9	-%14.4	%56.3	%59.9	%34.6	%32.0

K: Bloomberg konsensüsü baz alınarak hesaplanan yıllık büyüme rakamlarıdır

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Stateji: Temettü hisseleri

2020 net karından tahmini temettü performansları

Şirket	Hisse kodu	Kapanış fiyatı TL/hisse	Brüt temettü TL/hisse	Brüt temettü mln TL	Temettü Verimi 2020T
Anadolu Efes	AEFES	23.42	2.42	1,435.5	%10.35
Vestel Beyaz Eşya	VESBE	39.80	3.92	745.6	%9.86
Turkcell	TCELL	15.97	1.28	2,816.1	%8.02
Aksa Akrilik	AKSA	14.17	1.08	349.5	%7.62
Tofas	TOASO	33.96	2.49	1,244.1	%7.33
Türk Traktor	TTRAK	165.60	11.98	639.3	%7.23
Ford Otosan	FROTO	126.30	9.07	3,181.9	%7.18
Arcelik	ARCLK	30.54	2.01	1,360.0	%6.59
Coca Cola İçecek	EREGL	14.93	0.94	3,293.9	%6.30
Arçelik	COLLA	62.50	3.27	831.0	%5.23
Emlak GYO	DOHOL	3.06	0.13	345.6	%4.32
Doğan Holding	INDES	17.92	0.59	32.8	%3.27
Ulker Bisküvi	ULKER	22.98	0.70	239.5	%3.05
Petkim	PETKM	5.06	0.14	349.4	%2.72
Ülker Bisküvi	BIMAS	75.60	2.00	1,214.4	%2.65
Yatas	YATAS	13.46	0.27	40.6	%2.01
Şişe Cam	SISE	7.23	0.13	394.2	%1.78
Koç Holding	KCHOL	20.62	0.32	809.9	%1.55
Selcuk Ecza Deposu	SELEC	14.10	0.20	127.2	%1.45
Torunlar REIT	TRGYO	3.94	0.05	50.0	%1.27
Tekfen Holding	TKFEN	16.55	0.20	73.1	%1.19
Torunlar GYO	EKGYO	2.16	0.02	90.0	%1.10
Bizim Toptan	BIZIM	15.59	0.15	9.0	%0.96
Aselsan	ASELS	17.90	0.08	173.6	%0.43
ARD Yazılım	ARDYZ	44.82	0.14	3.3	%0.31

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

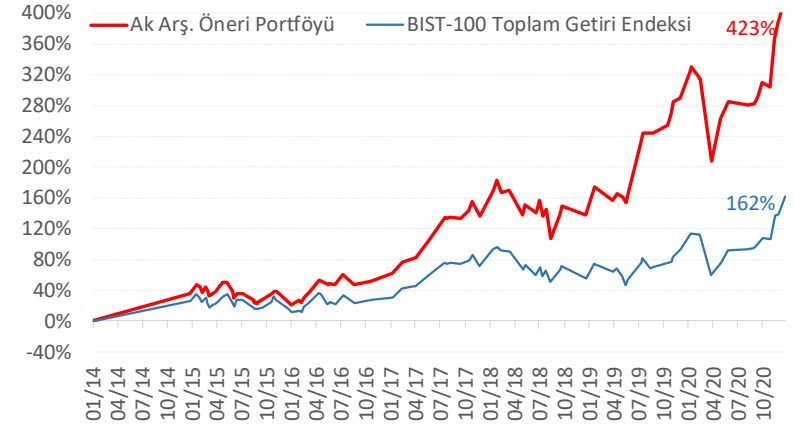
* 25 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy			
Hisse Senedi	12aylık fiyat hedefi (TL)	Getiri Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
Coca Cola	80.00	28%	9%
Dogan Holding	3.90	27%	7%
Garanti Bank	12.50	25%	14%
Koc Holding	23.50	14%	11%
Kardemir	7.50	33%	10%
Kozal	121.00	27%	8%
Migros	52.00	23%	9%
Turkcell	21.60	35%	9%
Tüpraş	135.00	23%	11%
Yapi Kredi	4.00	31%	12%

Kaynak: AK Yatırım Arş.

Model portföy tarihsel getiri karşılaştırması



Kaynak: AK Yatırım Arş., Rasyonet

- Hisse senedi öneri portföyü getiri hesaplamaya başladığımız 2014 başından bu yana %423 getiri sağladı. Aynı dönemde BIST-100 toplam getiri endeksi %162 artış gösterdi.
- Koza Altın'ı Karapınar Projesinde 180 bin ons altının rezervlere eklenmesi sonrası en çok önerilenler listemize ekliyoruz. Projenin önümüzdeki iki yıla şirketin üretim rakamlarını desteklemesini bekliyoruz.
- Değişikliklerin ardından hisse öneri portföyümüz Garanti Bankası, Yapı Kredi Bankası, Coca Cola, Doğan Holding, Koç Holding, Kardemir, Koza Altın, Migros, Turkcell ve Tüpraş olarak belirlendi.

Öne Çıkan Hisse Senetleri

Coca Cola İçecek (CCİ)

Bloomberg Kodu

CCOLA TI

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse

TRY80.00 (önceki TRY75.00)

Son kapanış, TL/hisse

62.50

Yukarı potansiyel

%28

Halka açıklık oranı

%25

Piyasa değeri, TL mn

15,898

Firma değeri, TL mn

17,448

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar, TLmn

Ciro	12,245	14,213	17,203	18,750
------	--------	--------	--------	--------

FAVÖK	2,299	3,066	3,275	3,552
-------	-------	-------	-------	-------

Net kar	966	1,639	1,593	2,028
---------	-----	-------	-------	-------

Net borç	2,559	956	1,633	1,082
----------	-------	-----	-------	-------

Net borç/FAVÖK	1.11	0.31	0.50	0.30
----------------	------	------	------	------

FAVÖK marjı	%19	%22	%19	%19
-------------	-----	-----	-----	-----

Net marj	%8	%12	%9	%11
----------	----	-----	----	-----

Ciro, y/y	%15	%16	%21	%9
-----------	-----	-----	-----	----

FAVÖK, y/y	%23	%33	%7	%8
------------	-----	-----	----	----

Net kar, y/y	%201	%70	-%3	%27
--------------	------	-----	-----	-----

F/K	8.6	9.7	10.0	7.8
-----	-----	-----	------	-----

FD/FAVÖK	4.7	5.5	5.4	4.8
----------	-----	-----	-----	-----

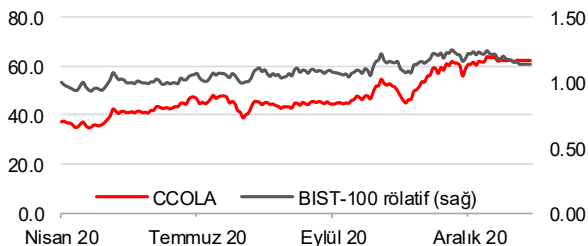
FD/Ciro	0.9	1.2	1.0	0.9
---------	-----	-----	-----	-----

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
--------------	----	----	----	-----

Nominal değişim	%4	%40	%54	%65
-----------------	----	-----	-----	-----

BIST 100 rölatif	-%6	%9	%12	%29
------------------	-----	----	-----	-----

AOİH, TRYmn	34	51	43	40
-------------	----	----	----	----



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Turizm aktivitesindeki zayıflığa rağmen Covid-19 ile ilgili önlemlerin gevşetilmesinden sonra CCİ'nin Türkiye operasyonları faaliyet karında olukça yüksek bir artış sağladı. Bu dönemde yurt dışı pazarlarda da güçlü satış performansı sağlandı. Şirket'in aldığı maliyet önlemleri ve satış miksi düzenlemelerinin olumlu etkilerini yansıtan ikinci ve üçüncü çeyreklerin yılın geri kalanı ve 2021 için de umut verici olduğunu düşünüyoruz.

CCİ'nin 2020 toplam satışlarında sadece %4'lük bir düşüş öngörüyoruz ve Covid-19 satış hacminin 2021'de yakalanabileceğini düşünüyoruz. Maliyet tarafında alınan önlemlerin karlılık tarafına destek olmasını bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yerinde tüketim kanalındaki trafiğin beklenenden daha hızlı toparlamasının, yüksek marjlı ürünlerin toplam içindeki payını artıracağı için, Şirket'in karlılığı, dolayısı ile hisse için önemli bir itici güç olabileceğini düşünüyoruz.

2021 yılında da Şirket'in ana odak noktası nakit yönetimi olacaktır. Ancak, daha uzun vadede inorganik büyüme potansiyelleri ortaya çıkabilir.

Değerleme:

CCİ'nin değerlemesinde eşit ağırlık vererek İNA ve çarpan yöntemlerini kullanıyoruz. Yeni hedef fiyatımız olan 80.00 TL/hisse, CCİ için daha iyimser karlılık görünümü ve yılın dokuz aylık döneminde beklentilerimizin üzerinde nakit ve maliyet yönetimini yansıtmaktadır. Ayrıca, Şirket için yaptığımız varsayımlar üzerinden hesapladığımız 5.4 2021T FD/FAVÖK ve 10.10 F/K, benzer şirketlerin ortalamasına göre %37 ve %54 iskontoludur.

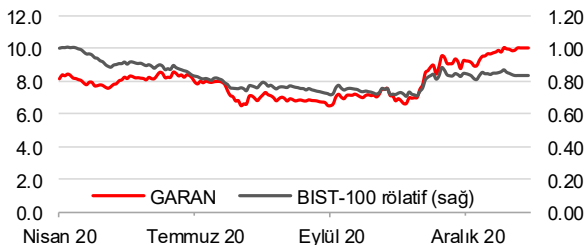
Garanti Bankası

Bloomberg Kodu	GARAN TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY12.50 (önceki TRY10.00)
Son kapanış, TL/hisse	10.02
Yukarı potansiyel	%25
Halka açıklık oranı	%48
Piyasa değeri, TL mn	42,084

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	53,766	60,745	70,345	82,596
Net kar	6,159	6,500	9,600	12,250

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%15	%13	%16	%17
Net kar	-%7	%6	%48	%28
F/K	6.2	6.5	4.4	3.4
F/DD	0.7	0.7	0.6	0.5
Özsermaye karlılığı	%12	%11	%15	%16

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%9	%41	%28	-%10
BIST 100 rölatif	-%1	%11	-%7	-%29
AOİH, TRYmn	2,352	2,858	1,890	1,417



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Garanti yurtdışı yerleşiklerin 2020’de en yoğun sattığı hisseydi. Yüksek kârlılık, sağlam karşılık rezervi ve güçlü sermaye oranları öne çıkıyor. Portföy girişlerinden en olumlu etkilenecek hisseler arasında yer alıyor.

Öz kaynak kârlılığının 2020’de %11,4 olmasını, 2021’de %14,6 ve 2022’de %16,5 ile rakiplerinden önemli ölçüde ayrışmasını bekliyoruz (özel banka ortalaması: 10,9%, %13,5 ve %15,2). Olumlu beklentimiz, net faiz marjında hafif azalma, kredi risk maliyetinde düşüş ve aktiflerde dengeli artış beklentisine dayanıyor.

Garanti’nin kredi pazar payı son üç senede %10’dan %8,2’ye geriledi. Ancak dengeli kredi getirisi, artan vadesiz mevduat ve fonlamada çeşitlendirme sayesinde net faiz marjı 2020/9’da sektörün en yükseğinde gerçekleşti. Garanti’nin 2021’de de rakiplerine göre daha düşük marj baskısı göreceğini tahmin ediyoruz.

Sorunlu ve yapılandırılmış kredilerin toplamı 37,4 milyar TL (kredilerin yaklaşık %12’si) ile özel bankalar arasında en düşük tutarda, banka bu tutarın %68’i kadar (25,6 milyar TL) kredi karşılık stoğu ile rakipleri arasında ilk sırada yer alıyor.

Garanti’nin konsolide bazda çekirdek ve sermaye yeterlilik rasyoları (sağlanan avantaj hariç) %14,2 ve %16,9 seviyesinde, Basel kapsamında asgari ihtiyaç duyulan oranlar %8,7% ve 12,2% olduğundan 20 milyar TL’nin üzerinde fazla sermayesi var.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Bankanın 2021 bütçe hedefleri beklentilerimiz üzerinde gelebilir. Ayrıca TL faizlerde beklediğimizden hızlı düşüş kârlılığı destekleyecektir.

Değerleme:

Garanti’nin 2021 kâr tahmini üzerinden 0,6 F/DD ve 4,4 F/K çarpanına sahip görünüyor. Hisse rakiplerin çarpanlarına göre bir miktar daha primi hak ediyor.

Doğan Holding

Bloomberg Kodu

DOHOL TI

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse

TRY3.90 (önceki TRY3.25)

Son kapanış, TL/hisse

3.06

Yukarı potansiyel

%27

Halka açıklık oranı

%35

Piyasa değeri, TL mn

8,008

Firma değeri, TL mn

4,916

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar, TLmn

Ciro	13,277	11,285	14,671	19,072
------	--------	--------	--------	--------

FAVÖK	679	953	1,238	1,610
-------	-----	-----	-------	-------

Net kar	617	2,132	2,771	3,603
---------	-----	-------	-------	-------

Net borç	-2,005	-2,185	-1,843	-2,536
----------	--------	--------	--------	--------

Net borç/FAVÖK	-2.95	-2.29	-1.49	-1.58
----------------	-------	-------	-------	-------

FAVÖK marjı	%5	%8	%8	%8
-------------	----	----	----	----

Net marj	%5	%19	%19	%19
----------	----	-----	-----	-----

Ciro, y/y	%9	-%15	%30	%30
-----------	----	------	-----	-----

FAVÖK, y/y	-%6	%40	%30	%30
------------	-----	-----	-----	-----

Net kar, y/y	-%83	%246	%30	%30
--------------	------	------	-----	-----

F/K	5.6	3.8	2.9	2.2
-----	-----	-----	-----	-----

FD/FAVÖK	2.1	6.1	5.0	3.4
----------	-----	-----	-----	-----

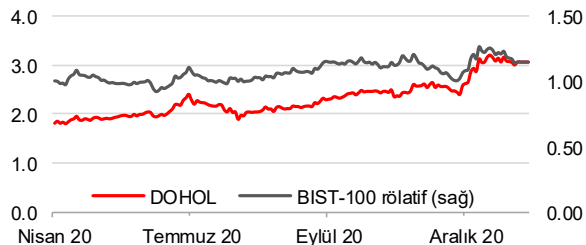
FD/Ciro	0.1	0.5	0.4	0.3
---------	-----	-----	-----	-----

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
--------------	----	----	----	-----

Nominal değişim	%25	%29	%60	%70
-----------------	-----	-----	-----	-----

BIST 100 rölatif	%14	%1	%16	%34
------------------	-----	----	-----	-----

AOİH, TRYmn	847	434	280	193
-------------	-----	-----	-----	-----



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Türkiye'nin önde gelen holding şirketlerinden olan Doğan Holding için değerlemesinde parçaların toplamı metodunu kullandık. 2018'in ikinci çeyreğinde medya varlıklarının satışı ardından, DOHOL yüklü miktarda nakde sahip oldu. Şirketin Haziran sonu itibariyle 470 milyon dolar net nakit pozisyonu var. Nakit olmayan varlıklara yaklaşık 1 milyar dolar değer biçiyoruz. Bilançosunda yüksek miktarda bulunan nakdi döviz ve döviz bazlı enstrümanlarda olduğundan kur volatilitesine karşı korumalı.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

DOHOL'ün kurmakta olduğu yatırım bankası 2021 yılında faaliyete geçmesi programlandı, sektöre ilk giren önemli oyuncu avantajı elde edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, çeşitli sektörlerde varlık satın alım imkanlarını araştırıyor. Şirket otomotiv yan sanayi, kimya ve paketleme sektörlerine ilgi duyduğunu açıkladı. Temmuz'da 57,8 milyon euro'ya ambalaj şirketi satın alındı. Kimya sektöründe kompozit malzeme gibi yüksek teknoloji ile katma değer sağlayan şirketler peşinde. .

Değerleme:

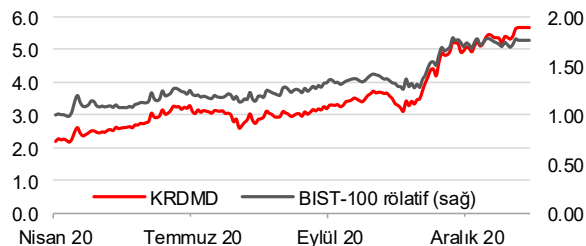
Doğan Holding'in 12 aylık fiyat hedefini 3,25 TL'den 3,90 TL'ye revize ettik. Uyguladığımız holding iskontosunu azalttık. Bu hedef değere göre de %27 yukarı potansiyel var.

Kardemir D

Bloomberg Kodu	KRDMD Tİ
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY7.50 (önceki TRY6.00)
Son kapanış, TL/hisse	5.65
Yukarı potansiyel	%33
Halka açıklık oranı	%89
Piyasa değeri, TL mn	4,408
Firma değeri, TL mn	5,296

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	4,159	7,381	8,549	9,518
FAVÖK	651	1,220	2,011	2,143
Net kar	55	-113	801	891
Net borç	2,487	2,632	1,786	1,331
Net borç/FAVÖK	3.82	2.16	0.89	0.62
FAVÖK marjı	%16	%17	%24	%23
Net marj	%1	-%2	%9	%9
Ciro, y/y	%9	%77	%16	%11
FAVÖK, y/y	-%63	%88	%65	%7
Net kar, y/y	-%90	n.m	n.m	%11
F/K	47.3	n.m.	8.0	7.2
FD/FAVÖK	6.0	6.3	3.8	3.6
FD/Ciro	0.9	1.0	0.9	0.8

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%9	%67	%125	%112
BIST 100 rölatif	%0	%31	%63	%67
AOİH, TRYmn	1,329	1,352	1,061	786



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Demir çelik sektöründe olumlu trend devam ediyor. Demir çelik satış fiyatları yıllık ve dolar bazda çift haneli yukarıda. Hammadde fiyatları daha az yükseliş gösterdi. Kok kömür fiyatları yıllık bazda aşağıdayken, demir cevher fiyatları yukarıda ancak Kardemir demir cevher ihtiyacının yaklaşık %75'ini yurtiçinde tedarik edip global fiyatların altında maliyeti var. Kardemir döviz bazlı kazancı olduğundan faaliyetleri kur oynaklığından korunuyor. Şirket bölgede tek ray ve tren tekeri üreticisi ve yurtiçinde tek çubuk kangal üreticisi. Orta Anadolu ve Karadeniz bölgelerinde Kardemir en büyük uzun çelik (özellikle kütük ve inşaat çeliği) üretici. Diğer demir çelik üreticilerde olduğu gibi demir çelik sektör döngüsü aşağı yöne dönünce Kardemir'in karlılığı olumsuz etkileniyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Uzun demir çelik (kütük, inşaat çeliği, kangal) global fiyatları ve hammadde global fiyatları, özellikle kok kömür fiyatı (şirket demir cevheri çoğunlukla yurtiçinden tedarik ediyor)

Filyos liman inşaatı gelişmeleri. Bu inşaat tamamlandığında Kardemir limana yatırım yapıp yıllık teorik 3,5 milyon tam üretim kapasiteye ulaşmayı hedefliyor. Bunun 2023 yılında gerçekleşmesi bekleniyor.

Değerleme:

24 Kasım tarihindeki hedef fiyat ve öneri revizemizin ardından Kardemir D hisseleri iyi performans gösterdi. Değerlemede benzer global şirketlerin 2021T medyan FD/FAVÖK çarpanı olan 4,5x kullanmıştık. Sektörde ve şirketin faaliyet performansının güçlü kalmaya devam etmesiyle referans çarpanı 4,5x'den 5,0x' çektik. Buna göre Kardemir 12 aylık hedef fiyatı 6,00 TL'den 7,50 TL'ye revize ediyoruz. Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz.

Koç Holding

Bloomberg Kodu

KCHOL TI

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse

TRY23.50 (önceki TRY19.68)

Son kapanış, TL/hisse

20.62

Yukarı potansiyel

%14

Halka açıklık oranı

%22

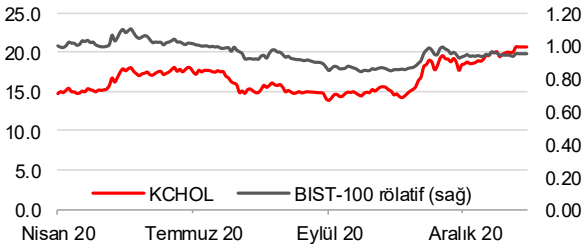
Piyasa değeri, TL mn

52,290

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	152,907	138,010	186,313	232,891
FAVÖK	10,696	27,578	35,097	43,871
Net kar	4,391	9,099	12,284	15,355

FAVÖK marjı	%7	%20	%19	%19
Net marj	%3	%7	%7	%7
Ciro, y/y	%7	-%10	%35	%25
FAVÖK, y/y	-%21	%158	%27	%25
Net kar, y/y	-%21	%107	%35	%25
F/K	10.3	5.7	4.3	3.4
F/DD	1.2	0.9	0.7	0.6

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%10	%41	%28	%3
BIST 100 rölatif	%0	%10	-%8	-%19
AOİH, TRYmn	206	300	234	176



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Koç Holding enerji, otomotiv, dayanıklı tüketim, bankacılık, turizm, gıda ve perakendecilik sektörlerindeki varlığı ile dengeli bir yatırım aracı olma özelliğindedir. Şirket'in gelirlerinin yaklaşık yarısı yurt dışı ve Türkiye'de yerleşik ama dövizle endeksli cirolardan gelmektedir. Şirket bu şekilde, yurt içinde yaşanabilecek ekonomik olumsuzluklara karşı korunma sağlamaktadır. Mevcut zayıf makro ekonomik ortamda Koç Holding'in stratejisinde yeni büyük yatırım harcamalar bulunmuyor ve maliyet kısıtlayıcı önlemler var. Koç ailesinin kendi içsel yapısını kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde oluşturmuş, Temel Ticaret adlı yatırım şirketi ile istikrarlı hissedarlık sağlıyor. Net Aktif Değerinin yaklaşık %85'i halka açık şirketlerden olduğundan faaliyetlerde şeffaflık söz konusu. Koç Holding'in portföyü dengeli bir şekilde defansif (toplam varlıkların %55'i) ve büyüme (toplam varlıkların %45'i) şirketleri arasında dağılmış durumda. Koç Holding kombine cironun %50'sinden fazlası döviz ve dövizle endeksli olduğundan defansif niteliklere sahip.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda Covid-19 salgını sonrası talep toparlanmaları

Potansiyel kurumsal finansman hareketleri, birleşmeler, satın almalar, şirket/varlık satışları gibi

Değerleme:

12 aylık hedef fiyatı 23,50 TL olarak hesaplıyoruz, buna göre de %14 yukarı potansiyeli bulunmaktadır.

Koza Altın

Bloomberg Kodu

KOZAL TI

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse TRY121.00 (önceki TRY113.50)

Son kapanış, TL/hisse 95.25

Yukarı potansiyel %27

Halka açıklık oranı %29

Piyasa değeri, TL mn 14,526

Firma değeri, TL mn 8,982

Finansal veriler 2019 2020F 2021T 2022T

Özet UFRS Finansallar, TLmn

Ciro 2,849 3,343 4,114 4,573

FAVÖK 1,823 2,227 2,766 3,057

Net kar 1,767 2,125 2,972 3,128

Net borç -4,379 -6,374 -9,169 -12,182

Net borç/FAVÖK -2.40 -2.86 -3.31 -3.99

FAVÖK marjı %64 %67 %67 %67

Net marj %62 %64 %72 %68

Ciro, y/y %77 %17 %23 %11

FAVÖK, y/y %102 %22 %24 %10

Net kar, y/y %51 %20 %40 %5

F/K 4.9 6.8 4.9 4.6

FD/FAVÖK 2.4 3.7 1.9 0.8

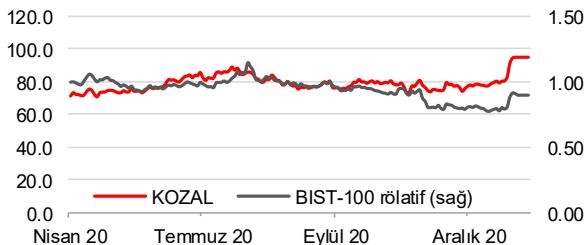
FD/Ciro 1.5 2.4 1.3 0.5

Hisse verisi 1a 3a 6a ytd

Nominal değişim %24 %22 %29 %29

BIST 100 rölafif %13 -%4 -%7 %1

AOİH, TRYmn 461 293 211 192



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Koza Altın 2020 yılında, güçlü altın fiyatlarına karşın BIST 100 endeksinin %17 altında performans gösterdi. Bunun en önemli sebebinin şirketin azalan rezervleri nedeniyle üretim rakamındaki düşüş beklentisi olduğunu düşünüyoruz. Diğer yandan Karapınar Projesinin rezervlere eklenmesiyle şirketin 2021-2020 yıllarında üretim seviyesini 270-280bin ons seviyelerinde koruyabileceğini öngörüyoruz. Üretimdeki görece güçlü seyrin kısa dönemli değerlendirme çarpanlarını cazip halde tutacağını ve 2022 sonrasında üretimi artırmak için rezerv tabanına eklemeler yapmak için şirkete zaman kazandıracağını düşünüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Koza Altın'ın 2020 yılını 6,4 milyar TL'lik net nakit (mevcut piyasa değerinin% 44'ü) varlığıyla tamamlamasını bekliyoruz. Şirket nakit varlıklarının önemli kısmını TL mevduat olarak değerlendiriyor. Şirketin Ekim ayında itibaren hızlı şekilde artış gösteren mevduat faizlerinden önemli ölçüde yarar sağlamasını bekliyoruz. 2021'de şirketin yatırım gelirlerinde öngördüğümüz % 110'luk artış neticesinde, %40 net kar artışı öngörüyoruz. Ek olarak şirketin Mollakara projesinde mevcut durumda ekonomik olarak değerlendirmedeğimiz ve değerlememize katmadığımız yaklaşık 4mn ons potansiyel kaynak bulunuyor. Mollakarda'da potansiyel kaynaklardan olası rezervlere dönüşümler değerlememiz için gördüğümüz en önemli yukarı yönlü risk.

Değerleme:

Koza Altın hisseleri 2021T olan 1,9x FD/FAVÖK ve 4,9x F/K gibi cazip çarpan ile işlem görüyor. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 121,00 TL %27'lik artış potansiyeline işaret ediyor.

Migros

Bloomberg Kodu

MGROS TI

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse

TRY52.00 (önceki TRY46.00)

Son kapanış, TL/hisse

42.28

Yukarı potansiyel

%23

Halka açıklık oranı

%36

Piyasa değeri, TL mn

7,655

Firma değeri, TL mn

11,276

Finansal veriler

2019

2020F

2021T

2022T

Özet UFRS Finansallar, TLmn

Ciro 23,191 28,757 35,084 42,101

FAVÖK 2,127 2,186 2,526 3,073

Net kar -492 -232 310 650

Net borç 5,310 4,460 3,640 0

Net borç/FAVÖK 2.50 2.04 1.44 0.00

FAVÖK marjı %9 %8 %7 %7

Net marj -%2 -%1 %1 %2

Ciro, y/y %24 %24 %22 %20

FAVÖK, y/y %86 %3 %16 %22

Net kar, y/y n.m n.m n.m %110

F/K n.m. n.m. 24.7 11.8

FD/FAVÖK 3.2 5.2 4.5 3.7

FD/Ciro 0.3 0.4 0.3 0.3

Hisse verisi

1a

3a

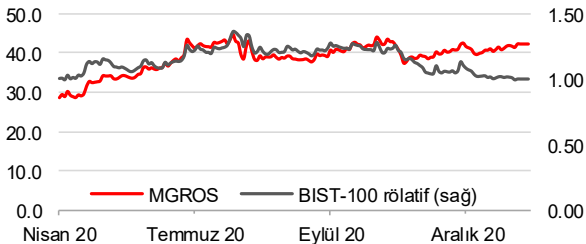
6a

ytd

Nominal değişim %3 %3 %26 %75

BIST 100 rölatif -%6 -%19 -%9 %37

AOİH, TRYmn 110 112 125 136



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Migros, güçlü operasyonel performansı ve TL'deki stabil görünüm nedeniyle perakendeciler arasında en çok beğendiğimiz şirket olarak öne çıkıyor. Türkiye'deki hafta sonları uygulanan karantina önlemleri (1 Aralık'tan itibaren geçerli olmak üzere) de dahil olmak üzere devreye giren yeni kısıtlamalar evdeki tüketimi artıracığından, şirketin operasyonel performansının 4Ç20 ve 1Ç21'de güçlü olmaya devam edeceğine inanıyoruz. Kısıtlamaların, Migros'un ileriye dönük sepet büyümesi ve cirosunu desteklemesini bekliyoruz. Ek olarak, Migros'un liderliğini sürdürdüğü online satışların da gelir büyümesine güçlü katkıda bulunmasını bekliyoruz. Migros Türkiye genelinde online teslimat imkanı sunan tek süpermarket operatörüdür.

Borç azaltma devam edecek. Şirket, güçlü FAVÖK yaratımı sayesinde brüt borcunu, 2019 sonu itibariyle 430 milyon EUR'dan, Ekim 2020 sonunda 95 milyon EUR'ya düşürdü.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Pandemi nedeniyle sepet büyümesinde meydana gelecek belirgin artışlar ve TL'nin stabil kaldığı bir ortamda, net kar olumlu etkileneceğinden hissenin performansına olumlu yansiyabilir.

Değerleme:

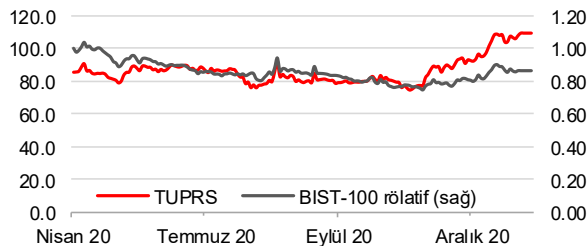
Migros hisseleri 2021T olan 4,5x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 52,00 TL %23'lük artış potansiyeli sunmaktadır.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY135.00 (önceki TRY135.00)
Son kapanış, TL/hisse	109.40
Yukarı potansiyel	%23
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	27,396
Firma değeri, TL mn	45,165

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	89,601	60,059	96,629	113,286
FAVÖK	3,807	790	4,974	9,405
Net kar	526	-2,319	2,113	5,966
Net borç	8,424	14,721	9,784	6,850
Net borç/FAVÖK	2.21	18.64	1.97	0.73
FAVÖK marjı	%4	%1	%5	%8
Net marj	%1	-%4	%2	%5
Ciro, y/y	%1	-%33	%61	%17
FAVÖK, y/y	-%55	-%79	%530	%89
Net kar, y/y	-%86	n.m	n.m	%182
F/K	61.7	n.m.	13.0	4.6
FD/FAVÖK	10.7	53.3	7.5	3.6
FD/Ciro	0.5	0.7	0.4	0.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%16	%37	%28	-%14
BIST 100 rölatif	%6	%8	-%8	-%32
AOİH, TRYmn	807	720	641	502



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Covid-19 aşısı çalışmaları ile ilgili son dönemde elde edilen olumlu sonuçlar sonrasında, ülkeler şimdiden milyarlarca dozluk aşı için anlaşmalar yaptı. Sağlık otoriteleri tarafından onaylanmasının ardından dağıtım ve uygulama yapılması ile ulaşımın 2Ç'den itibaren yeniden artacağını düşünüyoruz. Bu sayede, ulaşım için kullanılan yakıtlara talebin artmasıyla ürün fiyatlarında yükseliş trendi olacağını öngörüyoruz.

Burada, dünyanın halen birçok ülkesinde aşıya erişimin daha geç safhada olacağını unutmamak gerekiyor. Bu sebeple ürün makaslarındaki tam toparlamanın 2022'den önce olmasını beklemiyoruz. Yine de Tüpraş için 2020'de 120 milyon \$ olacağını hesapladığımız stok etkisinden arındırılmış FAVÖK'ün 2021'de 620 milyon \$, 2022'de ise 1,1 milyar \$'a yükseleceğini öngörüyoruz. Orta distilat yakıtlar için kullandığımız varsayımlardaki her 1 \$/bbl'lık değişim FAVÖK'te 130 milyon \$'lık sapmaya yol açmaktadır.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Covid-19 aşısı sürecinde daha hızlı ilerleme olması ulaşımın da beklentilerden çabuk toparlamasına, dolayısı ile ulaştırma için kullanılan yakıtlara olan talebi artırmaya olanak tanıyacaktır.

Beklentilerin üzerinde ürün karlılıkları ve olası stok karları ise diğer potansiyel itici güçler olarak sıralanabilir.

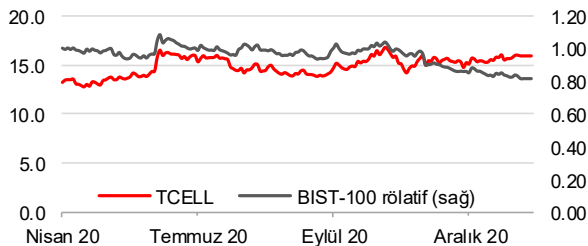
Değerleme:

Tüpraş için 2020'de 1.7 \$/bbl olarak hesapladığımız net rafineri marjının, 2021'de 4.5 \$/bbl seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Yeni tahminlerimize göre, Tüpraş 7,5/13,0 2021T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile işlem görmektedir ve benzer grup medyanı olan 8.7/12,4'ya göre iskontoludur.

Turkcell

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY21.60			
Son kapanış, TL/hisse	15.97			
Yukarı potansiyel	%35			
Halka açıklık oranı	%54			
Piyasa değeri, TL mn	35,134			
Firma değeri, TL mn	43,761			
Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	25,137	28,826	33,108	37,630
FAVÖK	10,426	12,119	13,762	15,642
Net kar	3,246	4,000	4,859	5,316
Net borç	9,716	8,843	9,054	8,495
Net borç/FAVÖK	0.93	0.73	0.66	0.54
FAVÖK marjı	%41	%42	%42	%42
Net marj	%13	%14	%15	%14
Ciro, y/y	%18	%15	%15	%14
FAVÖK, y/y	%19	%16	%14	%14
Net kar, y/y	%61	%23	%21	%9
F/K	8.8	8.8	7.2	6.6
FD/FAVÖK	3.7	3.6	3.2	2.8
FD/Ciro	1.5	1.5	1.3	1.2

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%4	%8	%15	%19
BIST 100 rölatif	-%5	-%16	-%17	-%7
AOİH, TRYmn	523	507	427	319



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Turkcell'in i) güçlü pazar konumu ve fiyatlandırma gücü, ii) Türkiye'de Telekom sektörünün hala cazip büyüme dinamikleri ve iii) Techfin ve dijital servis iş kollarının yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle iyi bir yatırım hikâyesi sunduğunu düşünüyoruz. Şirketin stratejik odak alanları olarak belirlediği techfin ve dijital servisler iş kollarının, belirli bir ölçeği yakaladığında, geleneksel telekom iş kolundan çok daha yüksek çarpanlarla değerlendirileceğini düşünüyoruz. Ek olarak, şirketin düşük borçluluğu (2021T net borç / FAVÖK 0,7x), tüketici finansmanı işine daha az işletme sermayesi ayrılmasıyla artan nakit yaratımı ve kısa vadeli döviz açık pozisyonu bulunmayan bilançosu olumlu görüşümüzü destekleyen diğer unsurlar.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Turkcell'in bünyesinde Süper Online (fiber), Global Tower, Paycell gibi çok sayıda değerli şirket var. Bu varlıkların halka arz veya başka bir stratejik ortaklık yoluyla değerlendirilmesinin Turkcell için değer yaratacağını düşünüyoruz. Uzun süredir devam eden hissedarlar arası anlaşmazlığın çözülmesi sonrasında bu anlarda pozitif gelişmelerin olabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme:

Turkcell'in değerlemesinde eşit ağırlık vererek İNA ve hedef çarpan yöntemlerini kullanıyoruz. Hisse 2020 yılı tahminleri dikkate alındığında 3,2x FD/FAVÖK çarpanıyla, son 2 yıllık ortalama 4,2x FD/FAVÖK çarpanına %24 iskonto ile işlem görüyor.

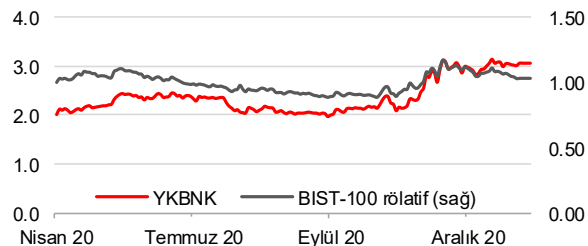
Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Kodu	YKBNK TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY4.00 (önceki TRY3.00)
Son kapanış, TL/hisse	3.06
Yukarı potansiyel	%31
Halka açıklık oranı	%30
Piyasa değeri, TL mn	25,848

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	41,188	47,656	54,756	64,256
Net kar	3,600	5,250	7,100	9,500

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%6	%16	%15	%17
Net kar	-%23	%46	%35	%34
F/K	5.3	4.9	3.6	2.7
F/DD	0.5	0.5	0.5	0.4
Özsermaye karlılığı	%9	%12	%14	%16

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%2	%44	%32	%23
BIST 100 rölatif	-%7	%13	-%5	-%3
AOİH, TRYmn	694	891	563	456



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Yapı Kredi hissesi MSCI endekslerine dahil edilmesi ve özkaynak kârlılığında artış beklentisi ile 2020'de büyük ölçekli bankalar arasında en yüksek getiriyi sağladı. Hisseyi 2021 ve 2022'de öz kaynak kârlılığını özel banka ortalamasının üzerine çıkaracağı beklentisi ile hisse öneri listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Yapı Kredi'nin sorunlu ve yapılandırılmış kredi toplamı 40,1 milyar TL ile kredi hacminin %13,6'sını oluşturuyor. Buna karşılık bankanın kredi karşılık stoğu 22 milyar TL'yi geçiyor ve bu tutarın %56'sını karşılıyor (özel bankalarda ikinci).

Covid-19 destekleri hariç bankanın çekirdek sermaye ve sermaye yeterlilik rasyoları %12,2% ve %16,7 ile asgari seviyesinin (8,05% ve 12,0%) oldukça üzerinde bulunuyor ve bankanın yaklaşık 13 milyar TL düzeyinde fazla sermayesi bulunuyor.

Bankanın vadesiz mevduatı sene başında rakiplerinden az olduğu için 2020 yılında swap dahil net faiz marjındaki toparlanmanın rakiplerinden zayıf kalacağını hesaplıyoruz. Ancak banka son dönemde vadesiz mevduat payını artırdı. Bu gelişmenin 2021'de net faiz marjını desteklemesini bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Bankanın 2021 bütçe hedefleri beklentilerimiz üzerinde gelebilir. Ayrıca TL faizlerde beklediğimizden hızlı düşüş kârlılığı destekleyecektir.

Değerleme:

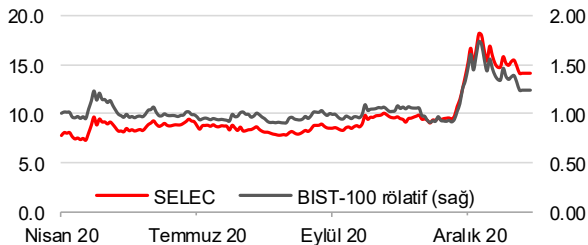
Yapı Kredi'nin 2021 tahmini F/D ve F/K oranları 0.5x and P/E of 3.6x ile sektör ortalamasına göre hafif iskonto taşıyor. Bankanın öz kaynak kârlılığının özel banka ortalamasının üzerine çıkacağı varsayımı altında iskontonun hak edilmediğini düşünüyoruz.

Tavsiye deęişiklikleri

Selçuk Ecza – ‘Endeksin Altında Getiri’ye düşürüldü

Bloomberg Kodu	SELEC TI			
Tavsiye	Endeksin Altında Getiri (önceki Nötr)			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY13.00 (önceki TRY12.00)			
Son kapanış, TL/hisse	14.10			
Yukarı potansiyel	-%8			
Halka açıklık oranı	%15			
Piyasa değeri, TL mn	8,756			
Firma değeri, TL mn	7,844			
Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	17,809	21,192	26,914	31,221
FAVÖK	765	784	1,157	1,249
Net kar	695	636	1,050	1,093
Net borç	-83	-912	-912	0
Net borç/FAVÖK	-0.11	-1.16	-0.79	0.00
FAVÖK marjı	%4	%4	%4	%4
Net marj	%4	%3	%4	%4
Ciro, y/y	%32	%19	%27	%16
FAVÖK, y/y	%77	%3	%48	%8
Net kar, y/y	%78	-%9	%65	%4
F/K	4.1	13.8	8.3	8.0
FD/FAVÖK	2.5	10.0	6.8	6.3
FD/Ciro	0.1	0.4	0.3	0.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%24	%64	%73	%136
BIST 100 rölatif	%13	%29	%25	%85
AOİH, TRYmn	373	180	102	80



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Selçuk Ecza için 12 aylık hedef fiyatımız 13,0 TL'ye (önceki 12,0 TL) çıkartıyoruz ancak önerimizi 'Endeksin Altında Getiri'ye (önceki 'Nötr') indiriyoruz. Selçuk Ecza hisseleri COVID-19 aşılarının eczanelerde satılacağına dair çıkan haberlerle 2020 yılında BIST-100'ün %83 üzerinde güçlü bir performans sergiledi.

İlaç fiyatlarının 2021 yılında TL'nin € karşısında değer kaybını dikkate aldığımızda %24 artmasını bekliyoruz (2020'de %12 artmıştı). Dolayısıyla, Selçuk Ecza'nın operasyonel performansının 2021'de iyileşmesini bekliyoruz. 2021 yılında cironun %27 artmasını ve FAVÖK marjının yüksek stok karı sebebiyle 0,6 puan artmasını tahmin ediyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

2021 yılının Şubat ortasında açıklanacak olan ilaç fiyatları artışı takip edilmedi. Beklentilerin üzerinde açıklanacak olan ilaç zammı (bizim tahminimiz; %24'lük artış) hissenin performansına olumlu yansıyabilir.

Değerleme:

Selçuk Ecza hisseleri 2021T olan 6,3x FD/FAVÖK ve 2021T 8,0x F/K çarpanı ile işlem görmektedir. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 13,00 TL %8'lik düşüş potansiyeli sunmaktadır.

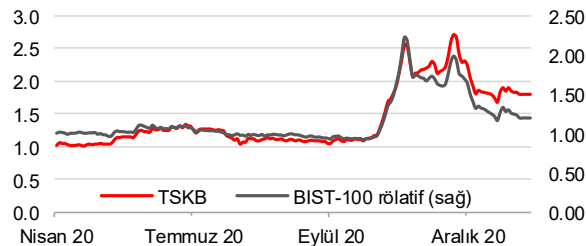
TSKB – ‘Nötr’e yükseltildi

Bloomberg Kodu	TSKB TI
Tavsiye	Nötr (önceki Endeksin Altında Getiri)
Hedef fiyat, TL/hisse	1.90
Son kapanış, TL/hisse	1.80
Yukarı potansiyel	%6
Halka açıklık oranı	%39
Piyasa değeri, TL mn	5,040

Finansal veriler	2019	2020F	2021T	2022T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	5,167	5,863	6,803	8,023
Net kar	702	720	940	1,220

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%9	%13	%16	%18
Net kar	%6	%3	%31	%30
F/K	3.4	7.0	5.4	4.1
F/DD	0.5	0.9	0.7	0.6
Özsermaye karlılığı	%14	%13	%15	%16

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%25	%62	%64	%49
BIST 100 rölatif	-%32	%27	%18	%17
AOİH, TRYmn	820	947	503	332



* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

TSKB son bir aydaki geri çekilmeye rağmen 2020’de en yüksek getiri sağlayan banka hissesi oldu. Hisse F/DD’nin sektör ortalamasının neredeyse üç katına çıkmasının ardından gelen sert geri çekilme sonrası güncellenmiş 12 aylık fiyat hedefimiz olan 1,90 TL’nin hafif altında işlem görüyor. TSKB için görüşümüzü ‘Endeksin Altında Getiri’den ‘Nötr’ e yükseltiyoruz.

TSKB’nin net kârının 2020’de %3 takip eden iki yılda ise yıllık %30 düzeyinde artacağını tahmin ediyoruz. Buna göre hissenin öz kaynak kârlılık oranının 2020, 2021 ve 2022 yıllarında %13,1 %14,8 ve %16,5 olmasını ve özel banka ortalamasının 150 baz puan üzerinde kalmasını bekliyoruz.

Bankanın sorunlu ve yapılandırılmış kredilerinin toplamı 5,3 milyar TL (kredi hacminin %13,4’ü) düzeyinde bulunuyor ve kredi karşılık tutarı 1,5 milyar TL ile bunun %29 kadarını karşılıyor.

TSKB ayrıca sürdürülebilir bankacılık yaklaşımı çerçevesinde çevre, iklim değişikliği, kadın iş gücüne destek gibi konularda öncü banka olma işlevini sürdürüyor ve bu kapsamda da ilgi duyan yatırımcılar için bir alternatif sunuyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Bankanın 2021 bütçe hedefleri beklentilerimiz üzerinde gelebilir.

Değerleme:

Hisse fiyatındaki geri çekilme sonrası TSKB’nin 2021 tahmini F/D ve F/K oranları 0.8x ve 5.4x ile halen sektör ortalamasına göre %30 prim taşıyor. Yukarı potansiyel sunmamakla birlikte bankanın öz kaynak kârlılığının sektörde yüksek kalmaya devam edeceği varsayımıyla kabul edilebilir.

Makro Ekonomi

Ekonomide istikrarlı büyüme geçiş süreci

2018 ve 2020'nin benzerlikleri:

- Yüksek enflasyon
- Gecikmeli para politikası tepkisi
- Yüksek cari açık
- Ani kredi büyümesi
- Döviz rezervinde hızlı azalma

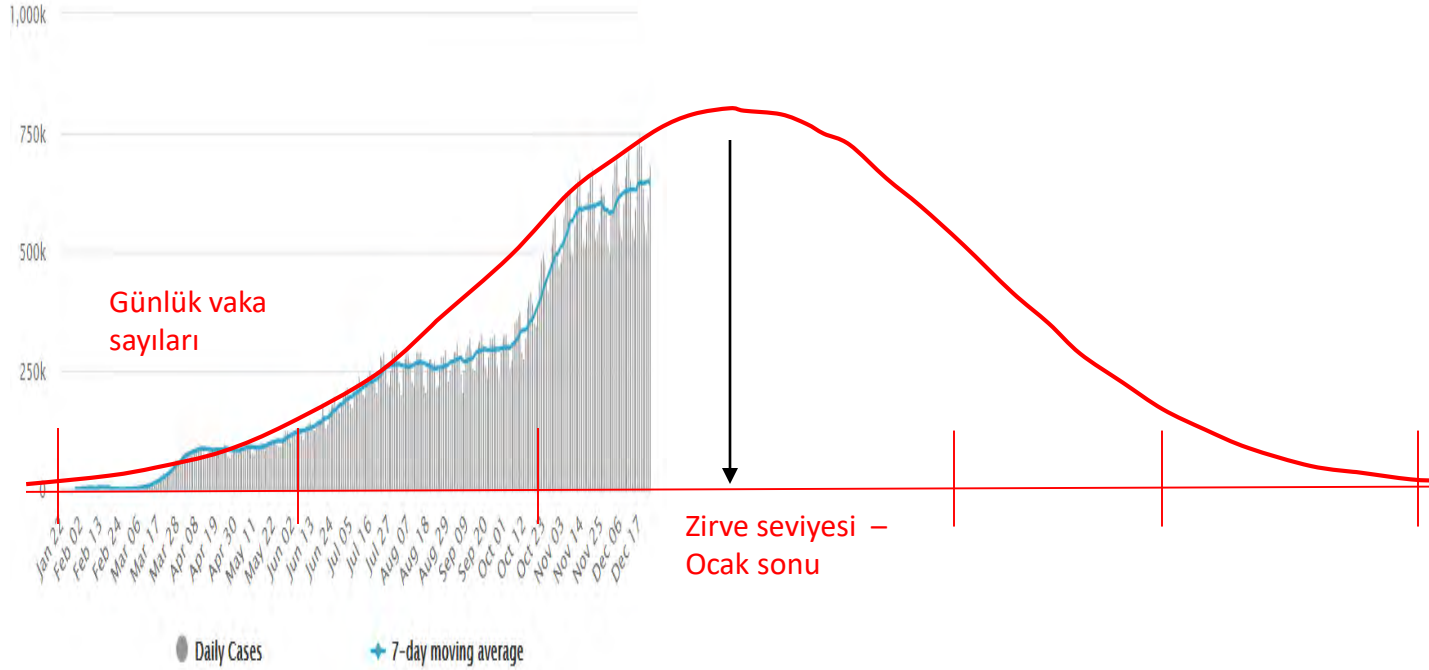
2020'nin 2018'den farkları:

- Kısa vadeli portföy akımlarında zayıf seyir
- Para arzında çok daha sert artış
- Daha güçlü özel sektör borç azaltımı
- Merkez Bankası'nda yüklü swap pozisyonu
- Kur yönetiminde farklı araç kullanımı (swap limitleri, kamu bankalarında açık pozisyon, Hazine döviz borçlanmaları)

Takip edilecek göstergeler

- Ekonomi politikalarına güvenin tesisi
- TCMB politikalarına basitlik ve öngörülebilirlik
- Büyümede istikrarlı seyir
- Enflasyonda kalıcı gerileme sinyali
- Portföy akımlarında normalleşme ve rezerv yönetiminin güçlendirilmesi
- Türkiye için yeni bir yatırım hikayesi oluşması

Yurtdışı Görünüş: Covid-19 etkilerin 2021 sonuna kadar sönümlenecek



Normal dağılım varsayımı altında, Covid-19 yayılımının Ocak sonunda zirveye ulaşmasını, ve aşılama çalışmalarının başlamasıyla birlikte 2021 sonuna kadar sönümlenmesini bekliyoruz.

Yurtdışı Görünüş: Faiz koşulları portföy girişlerini destekliyor

ABD-10Y devlet tahvilleri (%)



Source: AK Yatırım Arş, Bloomberg

ABD (10Y tahvil – 10Y enflasyon korumalı tahvil)



Source: AK Yatırım Arş, Bloomberg

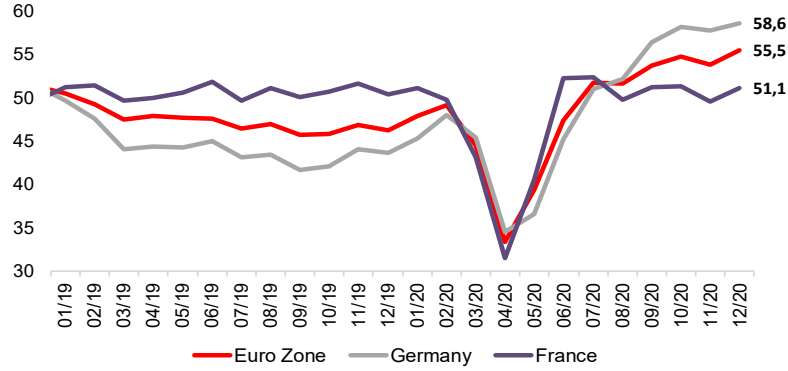
ABD tahvil faizleri ip seviyelerden bir miktar yükseliş gösterdi. Ancak reel getiri oranları hala eksiye seyreliyor.

Talep koşullarının yetersizliği dikkate alındığında, hükümetlerin gevşek para politikasına devam edeceklerini ve reel getirinin 2021'de de eksiye seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Yurtdışı Görünüş: Ekonomilerde toparlanma zaman alacak

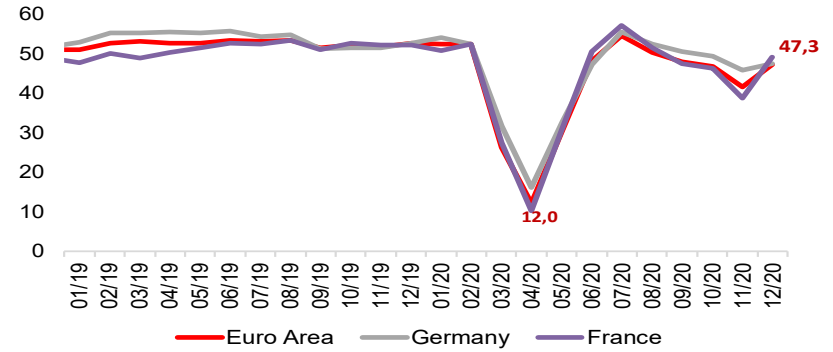
Aşılama çalışmalarının başlaması orta vadeli beklentileri olumlu etkiliyor. Ancak Covid-19 belirsizliğinin yakın dönemde etkili olmaya devam etmesini bekliyoruz.

AB – PMI İmalat Sektörü Beklentileri Endeksi



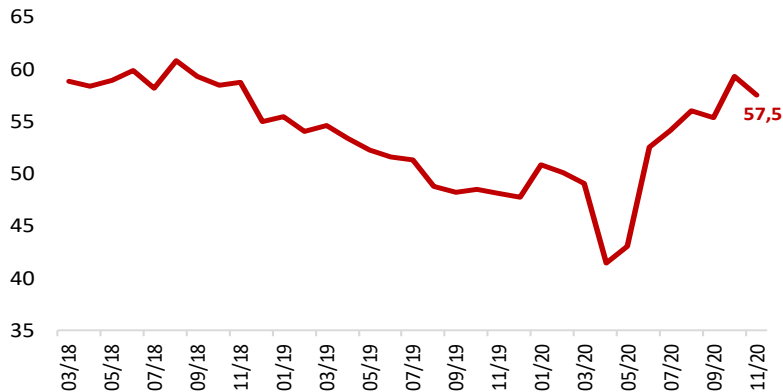
Source: AK Yatırım Arş, Bloomberg

AB – PMI Hizmet Sektörü Beklentileri Endeksi



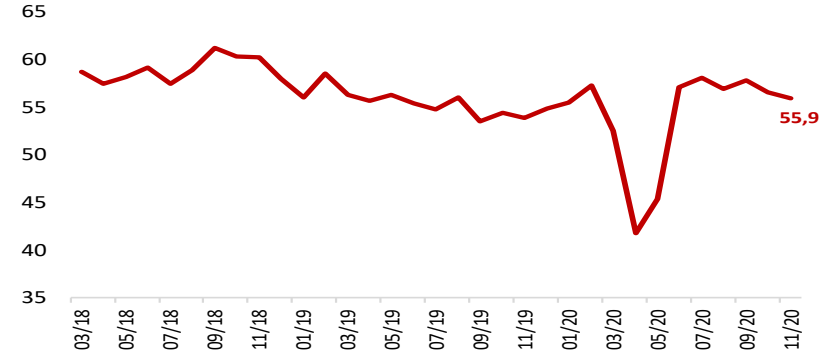
Source: AK Yatırım Arş, Bloomberg

ABD – ISM İmalat Sektörü Beklentileri Endeksi



Source: AK Yatırım Arş, Bloomberg

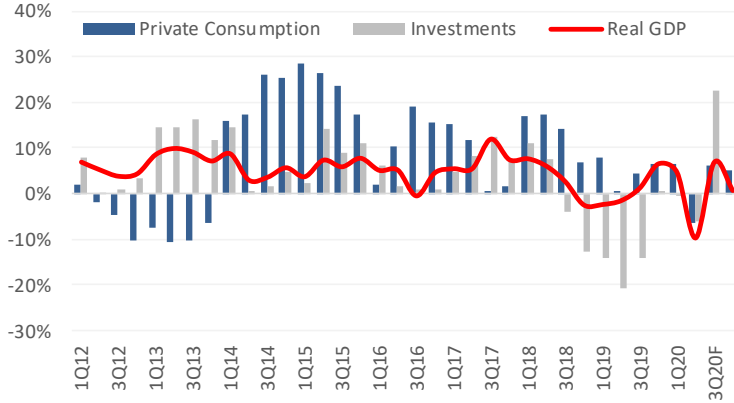
ABD – ISM Hizmet Sektörü Beklentileri Endeksi



Source: AK Yatırım Arş, Bloomberg

Büyüme: iç talep ile toparlanma

Reel GSYİH (% , yıllık)



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

Dördüncü çeyrek göstergeleri ivme kaybına karşı ekonomide güçlü bir seyre işaret ediyor

GSYİH'nin 2020'de %1,5 ve 2021'de %4,0 büyümesini bekliyoruz.
Bu gelişme:

- Kurda istikrar ve tüketici güveninde toparlanma desteğiyle özel tüketim ve yatırımların artmaya devam etmesi,
- Kamu tüketimi ve stok oluşumundaki zayıflamayı ikame edecek şekilde artan net ihracat katkısı ile sağlanacak
- Ayrıca 2021 ikinci yarısında finansal koşullarda esneklik ve aşılama çalışmalarının katkısı da gözlenecek.

Büyümenin alt kırılımı

	2019T		2020T		2021T	
	%	Katkı	%	Katkı	%	Katkı
GSYİH artışı	0,9		1,5		4,0	
Özel tüketim	1,5	0,9	3,0	1,8	4,2	2,5
Kamu tüketimi	4,4	0,6	1,0	0,1	-2,2	-0,3
Yatırımlar	-12,4	-3,5	6,5	1,6	3,4	0,9
Net ihracat		2,4		-5,8		2,5
- İhracat	4,9	1,2	-16,9	-4,3	11,1	2,3
- İthalat	-5,3	1,2	7,2	-1,5	-0,8	-0,2
Stok Değişimi		0,6		3,7		-1,6

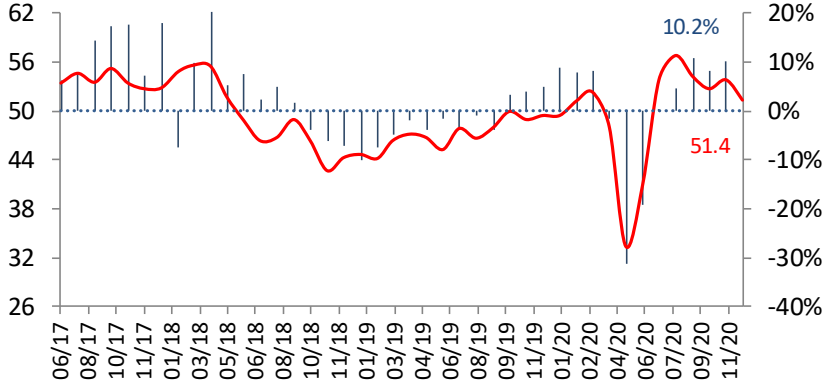
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

Kısmi kapatmaların sektörel bazda büyümeye etkisi

	pay	1Y21	2Y21	2021
Duyarlı sektörler	32.5%	-0.7%	2.0%	0.6%
Toptan ve perakende ticaret	13.5%	-1.3%	7.1%	2.9%
Otel, lokanta hizmetleri	3.5%	-9.5%	12.5%	1.5%
Gayri menkul hizmetleri	7.6%	1.3%	4.3%	2.8%
İdari ve destek hizmetleri	5.8%	-1.6%	3.8%	1.1%
Kültür, sanat, eğlence	2.1%	-11.0%	3.8%	-3.6%
Az duyarlı sektörler	67.5%			5.4%
GSYİH	100.0%			4.0%

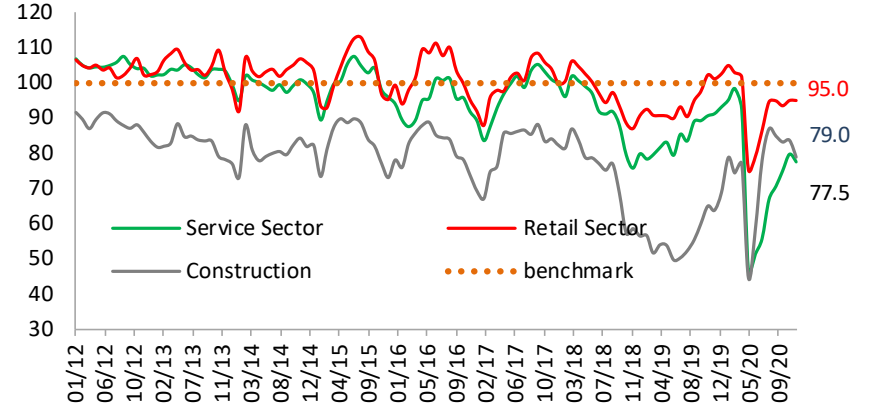
Büyüme: Öncü göstergeler dipten dönüştü sonra normalleşiyor

PMI Endeksi



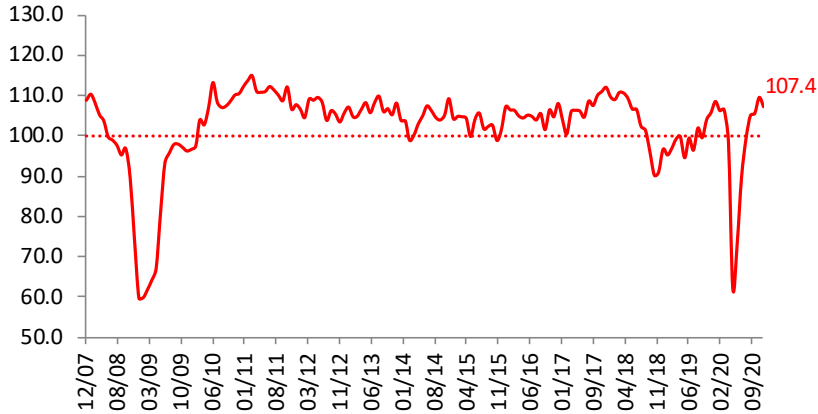
Kaynak: AK Yatırım Arş., TÜİK

Güven Endeksleri (mevsimsel düzeltilmiş)



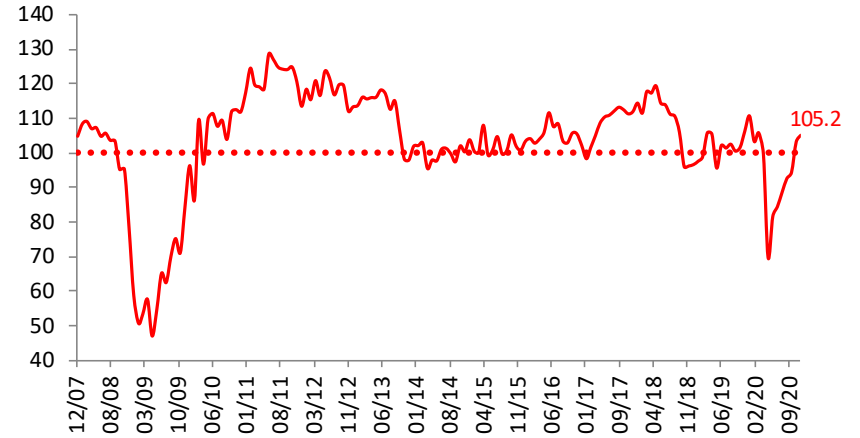
Kaynak: AK Yatırım Arş., TÜİK

Reel sektör güven endeksi (mevsimsel düzeltilmiş)



Kaynak: AK Yatırım Arş., TÜİK

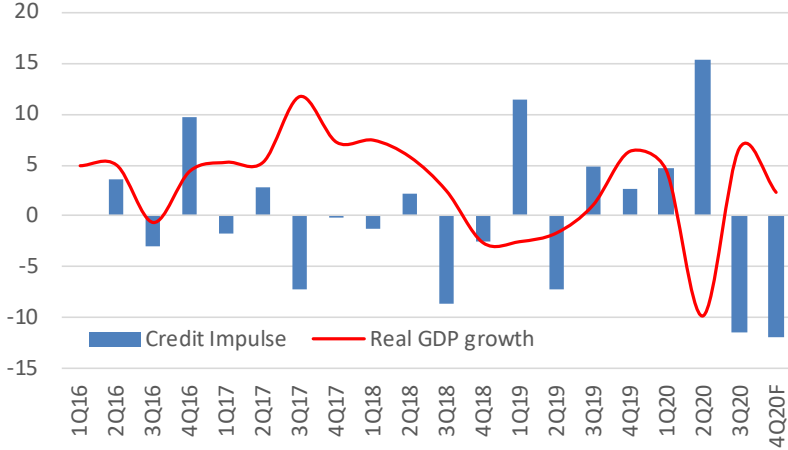
Sabit Yatırım Harcamaları (mevsimsel düzeltilmiş)



Kaynak: AK Yatırım Arş., TÜİK

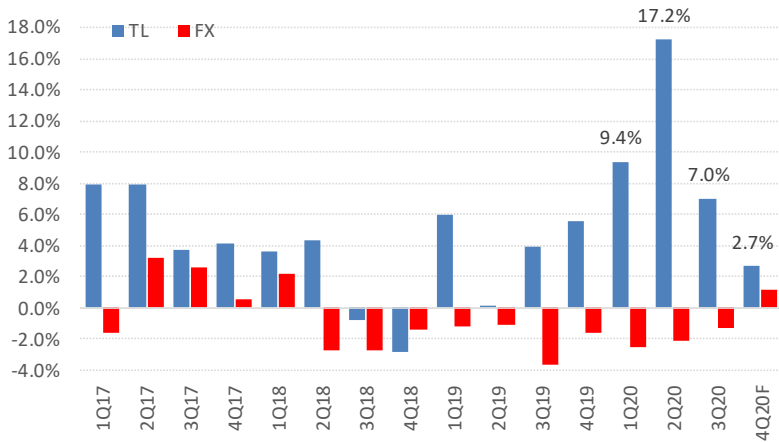
Büyüme: Faize duyarlı sektörlerde büyüme hızı normalleşiyor

Kredi ivmelenmesi büyümede normalleşmeyi ima ediyor



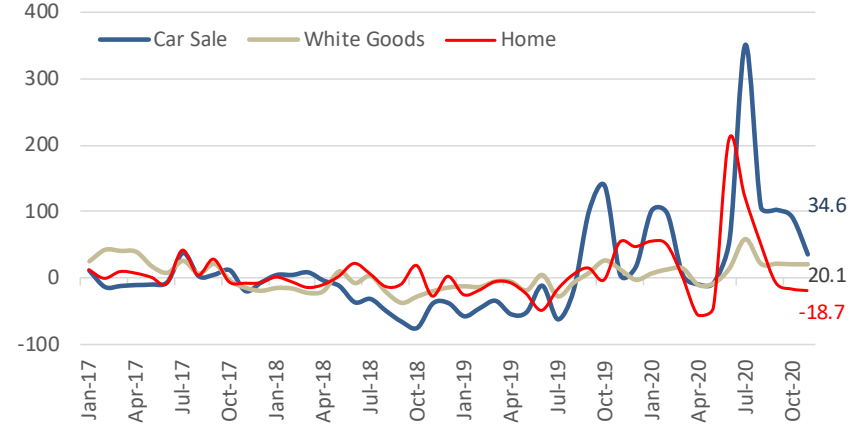
Kaynak: AK Yatırım Arş., TÜİK, BDDK

Çeyrek bazlı kredi artışları



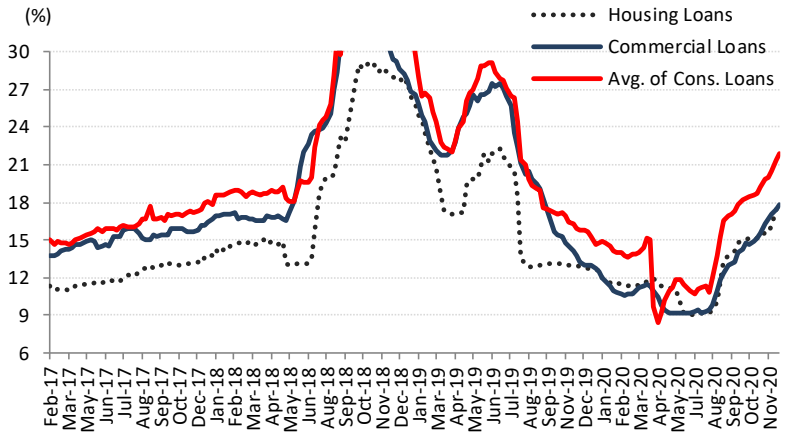
Kaynak: AK Yatırım Arş., BDDK

Faize duyarlı sektörlerde satışlar normale döndü



Kaynak: AK Yatırım Arş., TÜİK

TL kredi faizleri artmaya devam ediyor



Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Para politikası: Para politikasında yumuşama Haziran'da başlayabilir

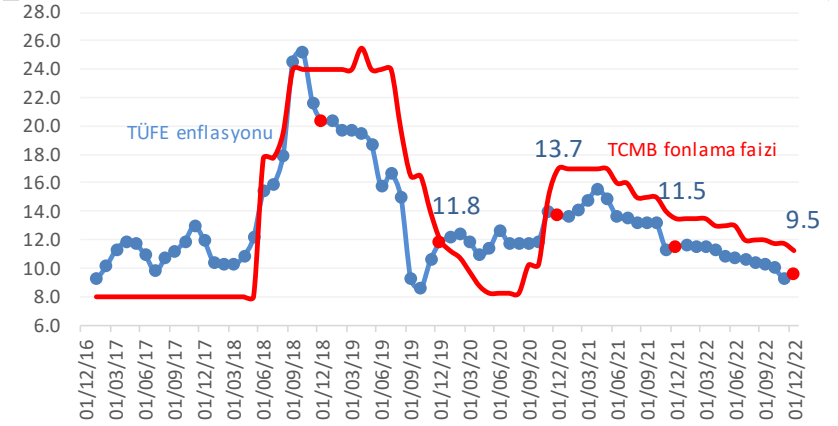
- Yılsonu TÜFE enflasyonu beklentimiz 2020 için %13,7 2021 için %11,5 ve 2022 için %9,5 seviyesindedir:

- Enflasyonun kur geçişkenliğinin devam etmesi ve baz etkisi ile Nisan'da %15,5 ile zirve yapmasını bekliyoruz.

- TCMB 24 Aralık toplantısında haftalık repo faizini 200 baz puan artışla %17,0 olarak belirledi. Fonlama araçlarında sadeleşmeye gidilen Kasım ayı toplantısındaki artış ile birlikte repo faizi son iki ayda 675 baz puan yükseltildi.

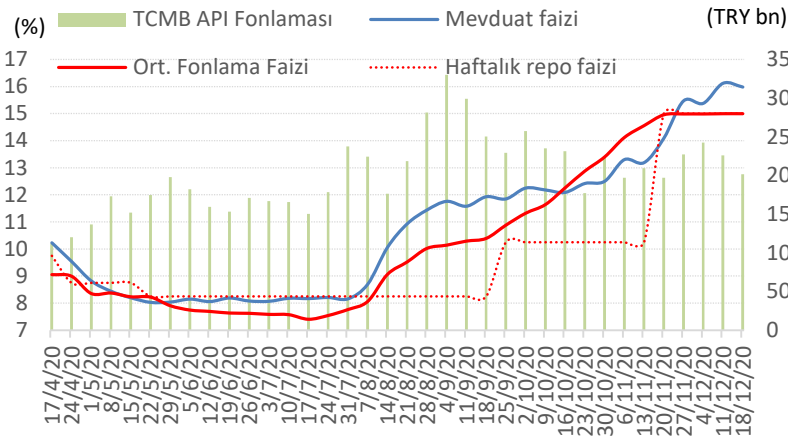
- Haziran ayı sonrasında enflasyonun gerileme eğiliminin belirginleşmesiyle TCMB'nin faiz indirimlerine başlamasını ve yıl sonu politika faizinin %13 olmasını bekliyoruz.

TÜFE enflasyonu ve TCMB politika faiz oranı (%)



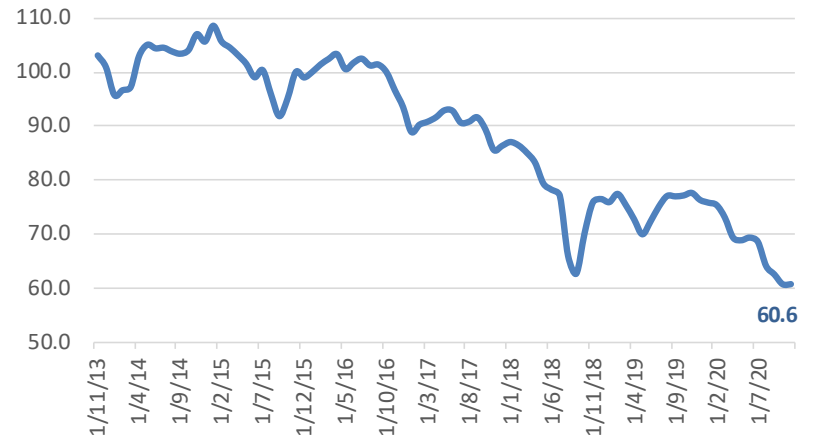
Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Türkiye ekonomisinde reel faizin seyri (beklenen enflasyon ile)



Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

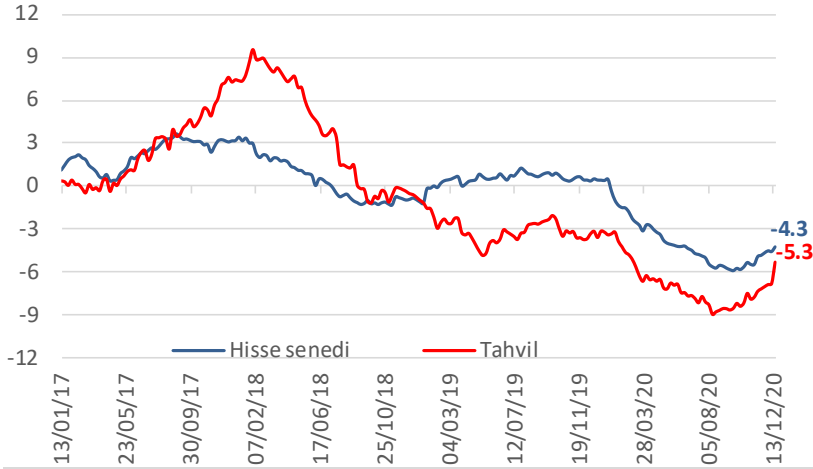
Reel efektif kur tarihsel düşük düzeylerde



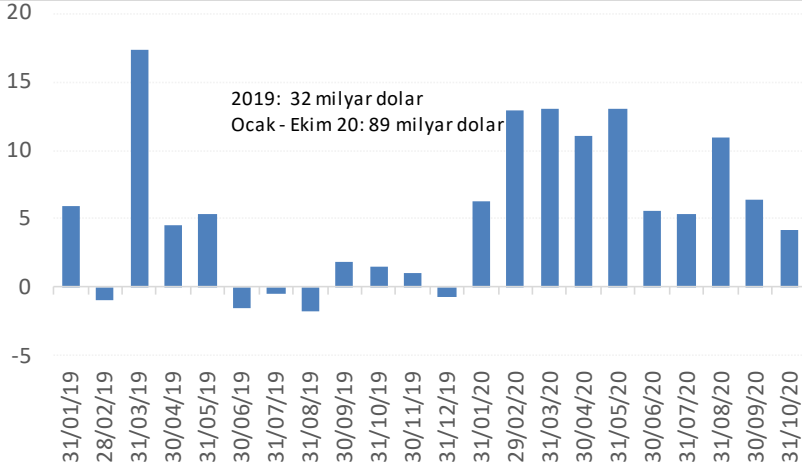
Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Para politikası: Dip seviyelerden sonra döviz rezervlerinde toparlanma beklentisi

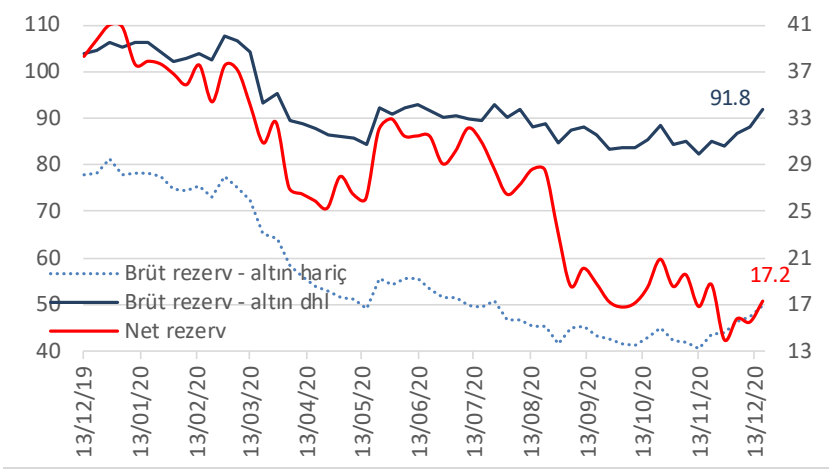
Y.dışı yerleşikler 12aylık tahvil ve hisse senedi alımı (milyar dolar)



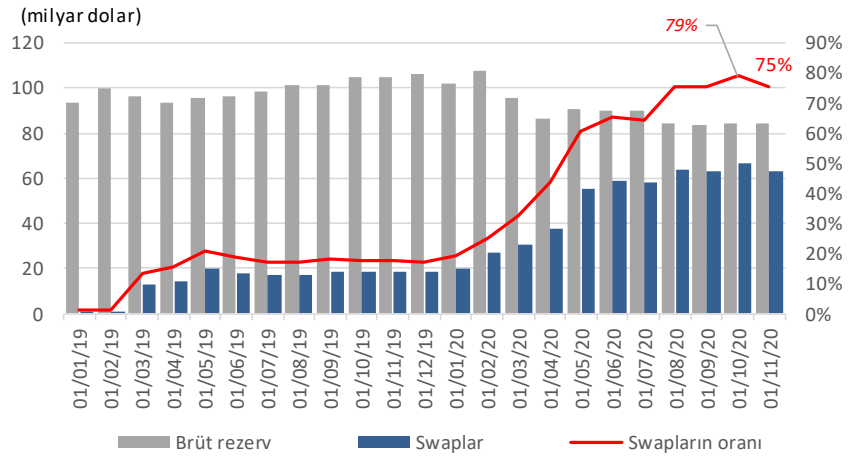
Piyasada döviz satış projeksiyonu (milyar dolar)



TCMB döviz rezervleri (milyar dolar)



TCMB rezervlerinde artan swap payı



Para politikası: Döviz borçları geriliyor, döviz mevduat artışı ivme kaybetti

- Finans dışı sektörlerin toplam döviz borcu şirketlerin döviz açık pozisyonunun zirve yaptığı Şubat-2018'e göre 43 milyar dolar azaldı. Şirketler 2020 yılının ilk dokuz ayında da döviz borçlarını 10 milyar dolar kadar azalttılar. Döviz varlıklarının da artmasıyla banka dışı kesimin açık pozisyonu 60 milyar dolar geriledi.

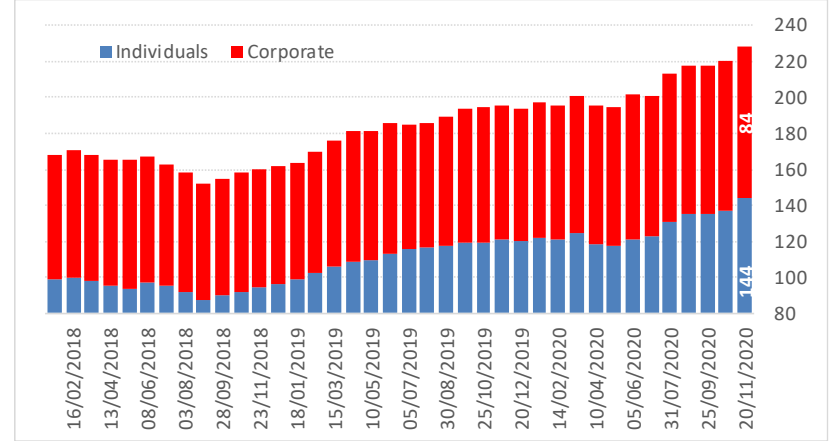
- Yerleşiklerin bankalardaki döviz mevduatındaki artış ivmesi azalmakla birlikte, henüz dövizden çıkış eğilimi gözlenmiyor. Yerleşiklerin döviz mevduatı son iki ayda 13,0 milyar dolar, yılbaşına göre 40 milyar dolar ve son iki senede 73 milyar dolar arttı. Son iki ayda gözlenen artış bireysellerde ve daha çok altın cinsi varlıklarda oldu.

Finans dışı sektörlerin toplam döviz pozisyonu (milyar dolar)

	Şub. 2018	Ara 2019	Eyl 2020	Değişim
Varlıklar	113.2	123.2	130.8	17.7
Yükümlülükler	335.8	303.0	293.1	-42.7
- Nakit krediler	292.2	251.8	241.9	-50.3
(i) Yurtiçi	187.7	152.9	144.3	-43.4
- Yurtiçi bankalar	175.5	145.3	137.6	-37.9
(ii) Yurtdışı	104.6	99.0	97.6	-6.9
- İthalat borçları	43.5	51.2	51.2	7.7
Net YP pozisyonu	-222.6	-179.8	-162.3	60.3
K. dönem net YP p.	1.9	5.0	17.1	15.2

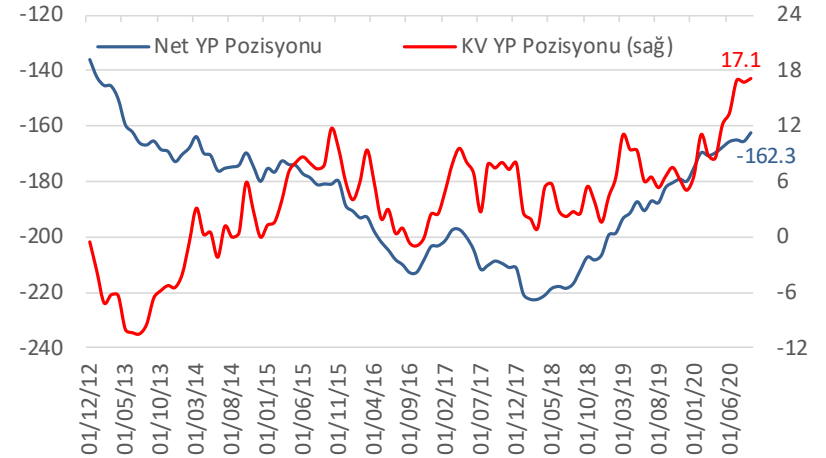
Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Bankalardaki döviz mevduatı artış eğilimini zayıfladı



Kaynak: AK Yatırım Arş., BDDK

Reel Sektör Döviz Pozisyonu (milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Cari Denge: Dış ticarete ve turizmde iyileşme cari açığı azaltacak

- Cari İşlemler Dengesinin 2020'de 37,5 milyar dolar (GSYİH oran: %5,3) ve 2021'de 22 milyar dolar (%2,9) açık vermesini bekliyoruz.

- Dış Ticaret açığının artması ve turizm sektörünün çökmesi ile cari denge 2020'nin ilk on ayında 31 milyar dolar açık verdi. Geçen yılın eş döneminde 9 milyar dolar fazla vardı.

- Altın ve dayanıklı tüketim malı ithalatının düşmesi ve ihracat artışı ile dış ticaret açığının 2020'deki 57 milyar dolardan 2021'de 41 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz.

- İhracat bekletilen dış talep ve düşük reel kur ile desteklenecek.

- 2020/11'de 23 milyar dolara ulaşan altın (2019: 1 milyar dolar) ve ilk on ayda %30 artıp 15,3 milyar dolar olan araç ithalatı azalacak.

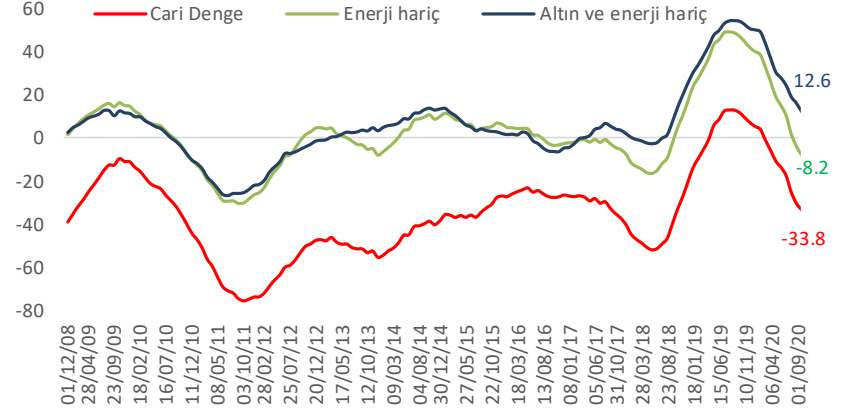
- Turizmin de dahil olduğu ve ilk on ayda 6,6 milyar dolar olan (2019: 35,5 milyar dolar) hizmet gelirlerinde artış bekliyoruz.

Cari İşlemler Dengesine (CAD) ilişkin beklentiler

	2019	2020/10M	2020F	2021F
CAB	6.9	-31.1	-37.5	-22.0
CAB/GDP	1.2%		-5.3%	- 2.9%
Exports	182.2	134.7	166.8	179
YoY	1.9%	-10.7%	-8.5%	7.2
Imports	199.0	165.4	206.3	220
YoY	-9.4%	1.5%	3.7%	2.6%
Service (Tour.)	35.5	6.6	7.9	19.0
YoY	17.7%	-79.2%	-77.7%	83%

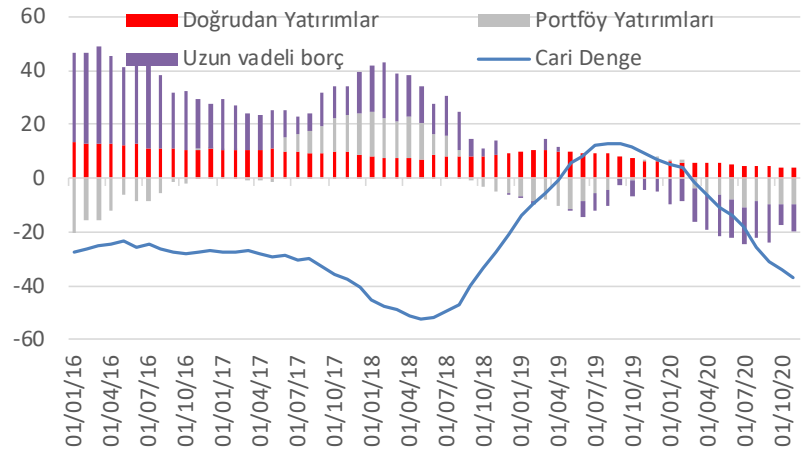
Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Cari İşlemler Dengesinin gelişimi (aylık bazda, milyar dolar)



Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Cari dengenin finansmanı (milyar dolar, yıllık)



Kaynak: AK Yatırım Arş., TCMB

Mali Yapı: Ekonomideki toparlanma bütçe dengesine de yansiyacak

- Kasım ayında bütçe dengesi 13,4 milyar dolar fazla verdi ve böylece Ocak-Kasım dönemi bütçe açığı 132 milyar dolara geriledi (2019'da bütçe açığı 93 milyar dolar).

- 2020'de bütçe dengesi yeni ekonomik program hedeflerinde öngörülen 239 milyar TL (GSYİH'nin %4,9'u) açık beklentisine göre kuvvetli seyrediyor. Covid-19 olumsuzluğuna rağmen iç talebin canlı kalması bu iyileşmeyi sağladı. Güçlü iç talebe bağlı olarak özel tüketim vergisi ve ithal ürünlerden alınan KDV (araç, altın ve elektronik ithalatı) vergi gelirlerindeki güçlü artışa imkan sağladı.

- 2020 yıl sonu bütçe açığının programın oldukça altında gelmesini bekliyoruz.

- Bütçe açığının 2021'de de hafifçe azalması olası görülüyor. İstihdamda toparlanma ve çalışma koşullarının yeniden düzene girmesi daha yüksek gelir ve kurumlar vergisi tahsilatına imkan sağlayacaktır. Böylece ÖTV ve ithalattan alınan KDV gelirlerindeki düşüş telafi edilebilir. 2021 yılı bütçe açığının YEP'te öngörülen GSYİH'nin %4,3 seviyesinin altında kalacağını tahmin ediyoruz.

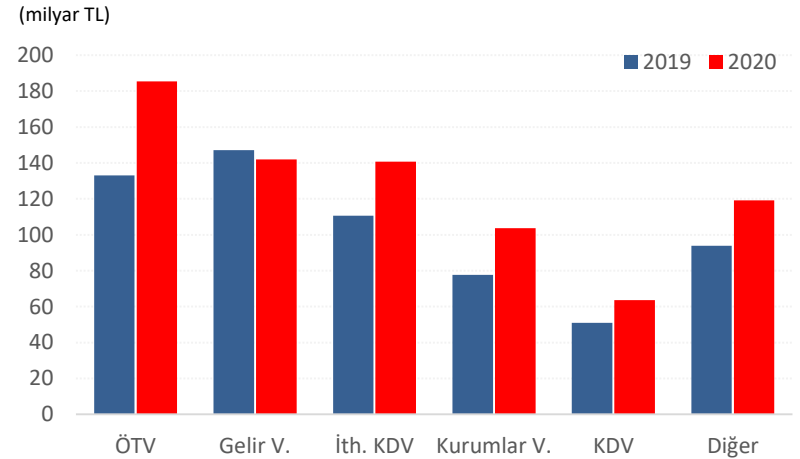
- Hükümetin enflasyonu düşürme hedefleri kapsamında sıkı maliye politikası uygulamasının devam etmesini bekliyoruz.

YEP Bütçe Hedefleri (milyar TL)

	2019/11	2020/11		2019	2020 YEP
Harcamalar	895	1,064	19%	999	1,212
- Faiz dışı	800	935	17%	900	1,075
- Faiz ödemeleri	96	129	35%	100	137
Gelirler	802	932	16%	876	973
- Vergi gelirleri	613	755	23%	673	791
- Diğer	189	177	-6%	202	182
Bütçe dengesi	-93	-132		-124	-239
Faiz dışı denge	3	-3		-24	-102
Bütçe d./GSYİH				-2.9%	-4.9%

Kaynak: AK Yatırım Arş., HMB

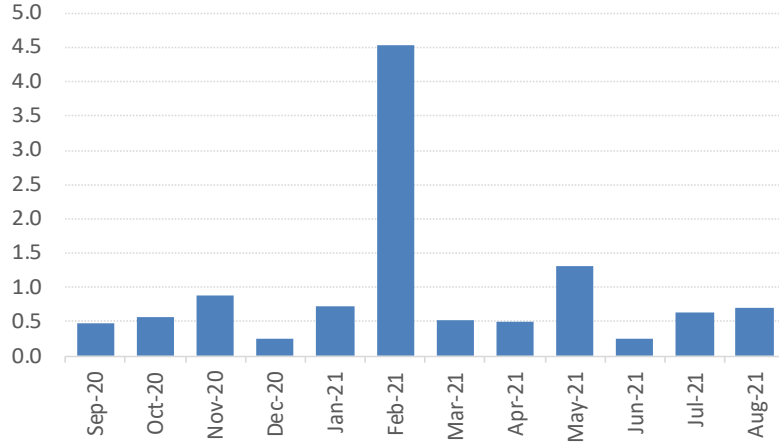
Konusuna göre vergi gelirleri (milyar TL)



Kaynak: AK Yatırım Arş., HMB

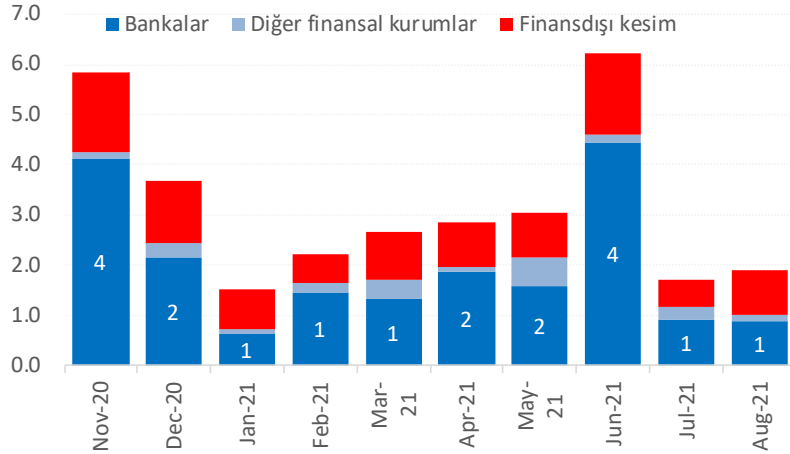
Mali Yapı: Dış Borç Ödemeleri

Kamu dış borç ödeme takvimi (milyar dolar)



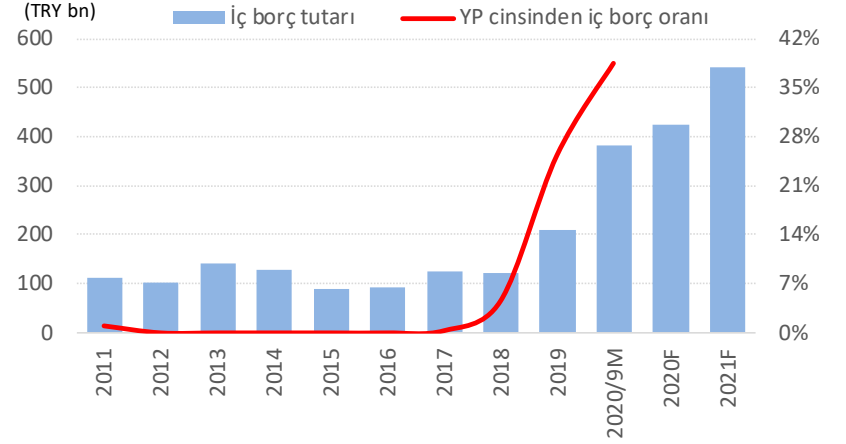
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Özel sektör dış borç ödeme takvimi (milyar dolar)



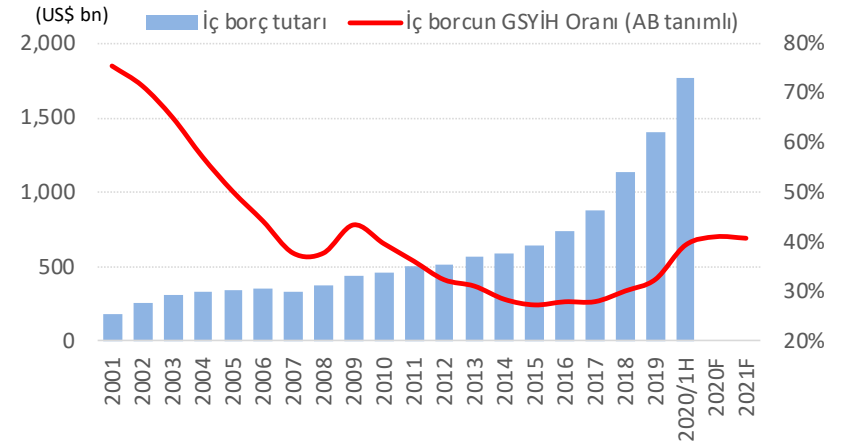
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Yabancı borcun toplam iç borçlanma içindeki payı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

Yurtiçi borcun GSYİH'ye oranı (AB tanımlı)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TCMB

İstihdam: İşsizlik oranında hafif düşüş gözlenebilir

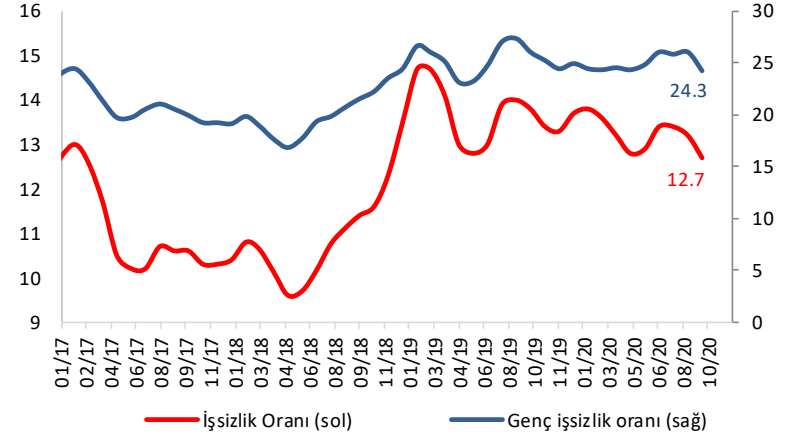
- Ekonomideki canlanma ve kamunun destekleri ile, işsizlik oranı Eylül'de son iki yılın en düşük seviyesi olan %12,7'ye geriledi. İşsizlikteki düşüş iş gücüne katılımın azalmasından kaynaklanıyor.

- Bununla birlikte istihdam verileri de Covid-19 sonrası güçlenmeye işaret ediyor: Mayıs – Eylül döneminde 2,1 milyon istihdam artışı ile toplam istihdam 27,7 milyon kişi oldu (Kasım 2019 sonrası zirve).

- Ancak mevsim etkileri çıkarıldığında Mayıs-Eylül dönemindeki artış yılın ilk dört ayındaki istihdam kaybının ancak %70'ini karşılıyor. Özellikle hizmet sektöründeki 0,6 milyon ve sanayideki, 0,2 milyon kayıp dikkat çekiyor.

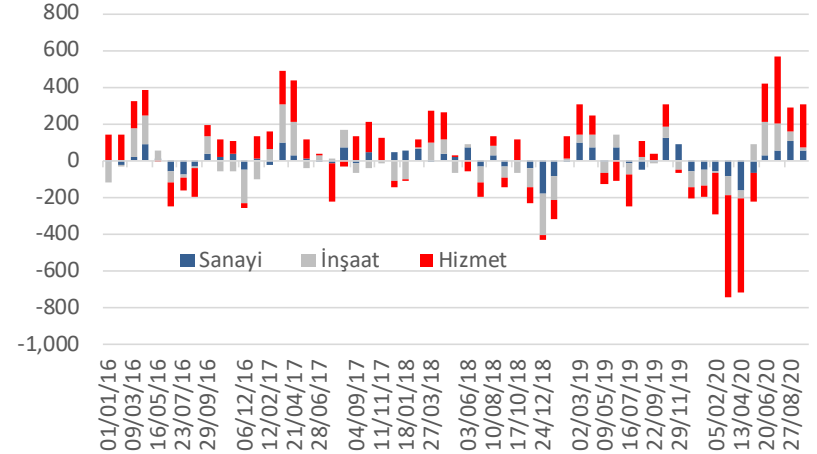
- 2021 yılında işsizliğin %12,5 civarında dengelenmesini bekliyoruz.

İşsizlik oranlarının seyri



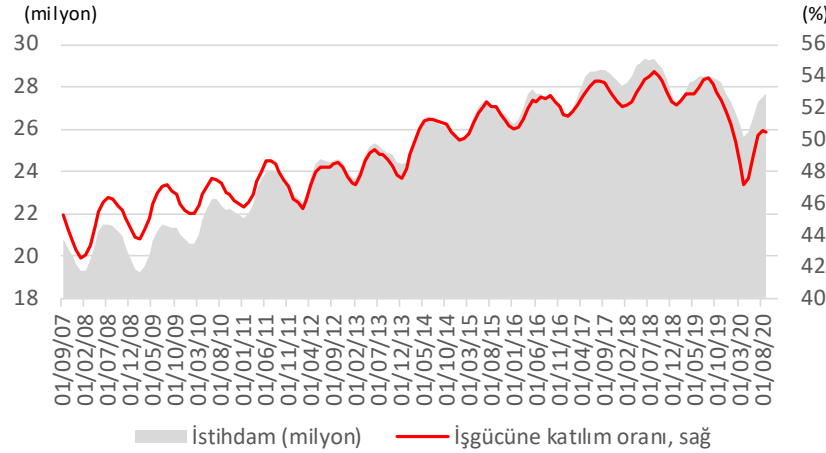
Source: AK Yatırım Arş.

Tarım dışı istihdama sektörel katkı (aylık bazda)



Source: AK Yatırım Arş.

İşgücü ve iş gücüne katılım

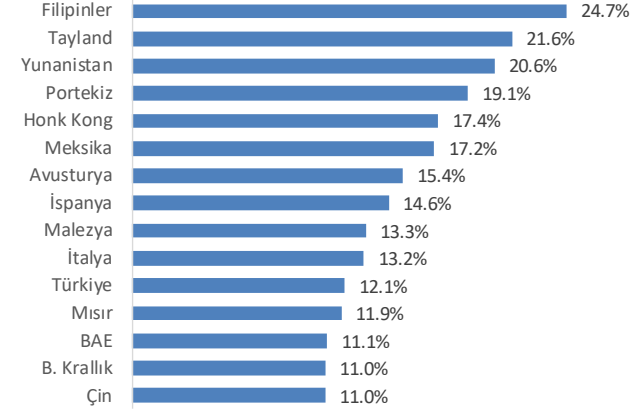


Source: AK Yatırım Arş.

Turizm: Turizm sektörü hem büyüme hem de cari denge için önemli

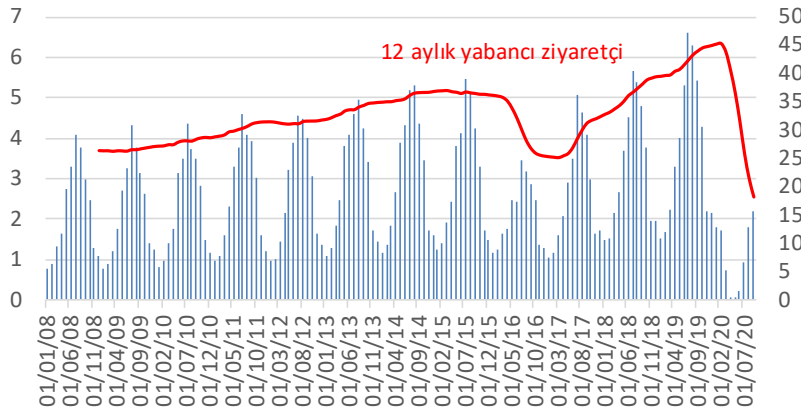
- 2019'da turizm sektöründen elde edilen toplam gelir yaklaşık 34,5 milyar ABD doları oldu ve bunun cari dengeye net katkısı (brüt turizm gelirleri - yurtdışında yerleşiklerin yurtdışı harcaması) 25,7 milyar doları buldu. (2019'da Türkiye'yi yaklaşık 45 milyon yabancı ziyaret etti). 2020'nin ilk on ayında toplam ziyaretçi yalnızca 11,2 milyon (-%72) oldu ve aynı dönemde turizm sektörünün toplam cari dengeye katkısı yalnızca 7,4 milyar dolarda (-% 68) kaldı. Brüt turizm sektörü gelirlerinin 2020'de 9,4 milyar dolar ve 2021'de 17,0 milyar dolar olacağını öngörüyoruz.
- Dünya ekonomileri içerisinde Türkiye ekonomik açıdan turizmin katkısı hesaplandığında önlerde yer alıyor.

Turizm gelirinin GSYİH'ye oranı



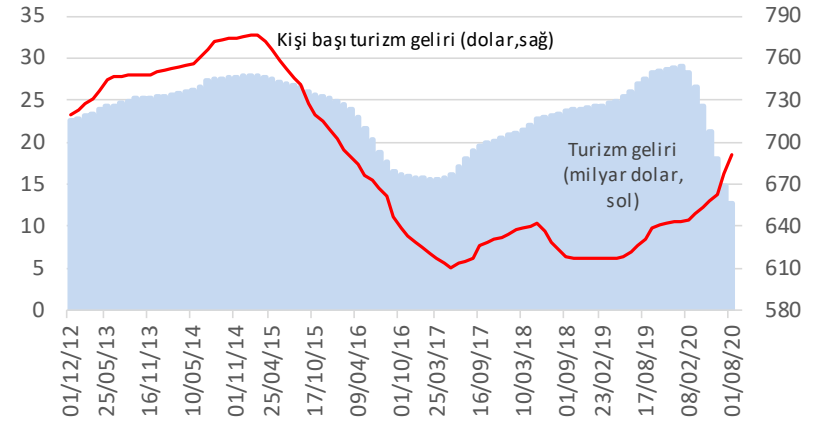
Kaynak: Ak Yatırım Arş., TUIK

Aylık yabancı ziyaretçi sayıları (milyon adet)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TUIK

Yıllar itibarıyla Türkiye'nin turizm geliri



Kaynak: Ak Yatırım Arş., TUIK

Makro Tahminler

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021F	2022F
<i>GSYİH artış (%)</i>	6.1	3.2	7.5	3.0	0.9	1.5	4.0	4.0
<i>GSYİH (milyar TL)</i>	2,351	2,627	3,134	3,758	4,320	4,957	5,846	6,718
<i>GSYİH (milyar dolar)</i>	864.7	870.1	859.8	779.7	760.5	708.1	747.0	778.7
<i>TÜFE (ortalama, %)</i>	7.7	7.8	11.1	16.0	15.2	12.2	13.9	10.5
<i>TÜFE (yıl sonu, %)</i>	8.8	8.5	11.6	20.3	11.8	13.7	11.5	9.5
Ortalama gösterge tahvil faizi (%)	9.7	9.8	11.8	18.2	17.70	11.8	14.1	12.6
Yıl sonu gösterge tahvil faizi (%)	10.8	10.6	13.4	19.7	11.8	14.75	13.50	11.75
TCMB Politika Faizi	8.81	8.28	12.75	24.00	12.0	17.00	13.00	11.25
<i>Ortalama TL/Dolar kuru</i>	2.719	3.019	3.645	4.820	5.681	7.00	7.83	8.63
<i>Yıl sonu TL/Dolar kuru</i>	2.908	3.532	3.810	5.281	5.951	7.40	8.25	9.00
<i>İhracat, fob (milyar dolar)</i>	151.0	149.2	164.5	177.2	180.8	167.7	182.8	194.0
<i>İhracat, fob/GSYİH</i>	16.7	16.5	19.1	22.7	23.8	23.7	24.5	24.9
<i>İthalat, cif (milyar dolar)</i>	213.6	202.2	238.7	231.2	210	218.1	230.1	241.5
<i>İthalat, cif/GSYİH</i>	24.0	23.0	27.8	29.6	27.7	30.8	30.8	31.0
<i>Dış Ticaret Dengesi (milyar dolar)</i>	-62.6	-52.9	-74.2	-54.0	-29.5	-50.4	-47.3	-47.5
<i>Dış Ticaret Dengesi /GSYİH</i>	-7.4	-6.5	-8.9	-6.9	-3.9	-7.1	-6.3	-6.1
<i>Cari İşlemler Dengesi (milyar dolar)</i>	-27.3	-26.8	-40.6	-21.6	6.9	-37.5	-22.0	-20.0
<i>Cari İşlemler Dengesi /GSYİH</i>	-3.2	-3.1	-4.7	-2.8	0.9	-5.3	-2.9	-2.6
Bütçe Dengesi (milyar dolar)	-23.5	-29.9	-47.4	-72.6	-123.7	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Bütçe Dengesi /GSYİH</i>	-1.0	-1.1	-1.5	-1.9	-2.9	<-4.9	<-4.3	-3.9
Yılsonu 10 yıllık tahvil faizi (%)	10.5	11.3	11.2	17.0	12.2	13.00	12. 50	10.00
<i>Yıl sonu Avro/Dolar oranı</i>	1.09	1.06	1.18	1.14	1.12	1.22	1.23	1.25

Bankalar

Bankalar – Sektör

- **Banka hisseleri 2021 yılı yatırım temasında öne çıkıyor:** Banka hisselerinin 2021 yılında özel bankalardaki güçlü kâr beklentileri, bankalara ilginin küresel düzeyde artması ve yılın ilerleyen döneminde sermaye getiri beklentisindeki düşüş desteğiyle (kurda dengelenme ve TL'ye geçiş ile birlikte) önemli bir yatırım fırsatı sunacağını düşünüyoruz. Model güncellemeleri sonrası bankalar için 12 aylık fiyat hedeflerimizi ortalama %16 artırdık ve mevcut fiyatlar üzerinden ortalama %21 getiri potansiyeli hesaplıyoruz.

- **Bankalardaki olumlu görüşümüz** (i) üç yıllık zayıf finansal performansın ardından özel bankalar tarafında öz kaynak kârlılığının enflasyonun üzerinde çıkma beklentisini, (ii) Covid-19 sonrası toparlanma sürecinde bankalardaki temettü ve hisse geri alım kısıtlamalarının küresel çapta yumuşama beklentisini ve (iii) ülke risk primi ve kurda dengelenme sonrası bankalara dönük yabancı yatırımcı ilgisinde artış beklentisini yansıtıyor.

- **12 aylık hedef değerlerde ek yukarı potansiyel bulunuyor:** Hisse değerlemelerimizde 2020 başından bu yana %14 olarak uyguladığımız risksiz getiri beklentisi oranını %14 olarak sabit tuttuk. Ancak son ekonomik adımların ardından 10 yıllık tahvil faizinin %14,5 seviyelerinden %13'ün altına gerilemesi ve 2020 başında 250 baz puan düzeyinde dengelenen CDS priminin son bir ayda 240 baz puan gerileyerek 320 baz puana düşmesi olumlu sinyaller veriyor. Faizlerde ve CDS priminde düşüşün sürmesi değerlemelerimize olumlu katkı sağlayabilir.

Değerlemeler																	
	Kapanış				Öneri		P.Değ. mn TL	F/K			F/DD			Özkaynak Kârlılığı			
	Fiyatı	Eski	Yeni	Potansiyel	Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Albaraka Türk	1.95	1.70	1.90	-3%	Nötr	Nötr	2,633	13.1	10.1	7.2	0.7	0.6	0.6	5.1%	6.2%	8.2%	-
Garanti Bank	10.02	10.00	12.50	25%	E.Üzerinde	E.Üzerinde	42,084	6.5	4.4	3.4	0.7	0.6	0.5	11.4%	14.6%	16.0%	-
Halkbank	5.42	6.50	6.50	20%	Nötr	Nötr	13,408	6.1	9.6	2.6	0.3	0.3	0.3	5.9%	3.3%	11.4%	-
Isbank	6.90	6.70	8.30	20%	E.Üzerinde	E.Üzerinde	31,050	4.6	3.3	2.7	0.5	0.4	0.4	10.9%	13.1%	14.1%	-
TSKB	1.80	1.70	1.90	6%	E. Altında	Nötr	5,040	7.0	5.4	4.1	0.9	0.7	0.6	13.1%	14.8%	16.5%	-
Vakıfbank	4.65	5.80	5.80	25%	E.Üzerinde	E.Üzerinde	18,161	3.6	4.9	2.7	0.4	0.4	0.3	13.1%	8.0%	13.1%	-
Yapı Kredi Bank	3.06	3.00	4.00	31%	E.Üzerinde	E.Üzerinde	25,848	4.9	3.6	2.7	0.5	0.5	0.4	11.8%	13.9%	16.0%	-

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Bankalar – Sektör

- **Covid-19 küresel banka hisselerini olumsuz etkiledi.** Küresel bazda son on yılda Türk banka hisseleri BIST-100 endeksine geçilirken, dolar bazında da küresel bankacılık endekslerinden farklı şekilde olumsuz yönde ayrıştı. Bu genel eğilimin yakın dönemdeki tek istisnası 2018 yılında TCMB faiz artırımı kararını takiben altı aylık dönemde gözlediğimiz banka rallisi oldu. 2020 yılındaysa küresel bankalar Covid-19 belirsizliğinden en çok etkilenen sektörlerden arasında yer aldı.

-**Bankalar olumsuz yönde ayrışıyor.** Artan kur oynaklığı ve yeni bir enflasyonist sürece girilmesi banka hisselerini 2020 yılında da sanayi hisselerinden olumsuz yönde ayrıştırdı. Yıl başından bu yana banka hisseleri %7 gerilerken, BIST-100 endeksi %25 ve BIST-Sanayi endeksi %62 artış gösterdi. Banka hisseleri küresel bazda da olumsuz yönde ayrıştı. BIST-banka endeksi dolar bazında yılbaşına göre %26 kayıp gösterirken, aynı dönemde MSCI-GOÜ bankaları ve MSCI tüm bankalar endeksi %15 geriledi.

- **Kârda toparlanma beklentisi ve cazip çarpanlar özel bankaları öne çıkarıyor.** Türk banka hisselerinin 2021 finansal beklentileri üzerinden F/K ve F/DD çarpanları 3.8x ve 0.5x seviyelerinde bulunuyor ve GOÜ ortalamasına göre yaklaşık %50 düzeyinde iskonto taşıyor. Araştırma kapsamımızdaki özel sektör bankaların kârlarında 2021 ve 2022 yıllarında %40 ve %30 düzeyinde artışlar hesaplıyoruz. Buna bağlı olarak özel bankaların öz kaynak kârlılık oranının 2020’de %11,0 seviyesinde kalacağını ancak sonraki iki sene %13,5 ve %15,0 tırmanacağını öngörüyoruz. Diğer taraftan kamu bankalarının 2022’de düşük baz etkisi nedeniyle kârlarını artırsalar da 2021’de sert bir kâr düşüşü yaşayacaklarını ve kârların yeniden 2022’de artacağını öngörüyoruz. Bu beklenti 2018 faiz artışı sonrası eğilimle paralellik taşıyor. Buna bağlı olarak kamu bankalarının özkaynak kârlılık oranlarının tek haneli seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

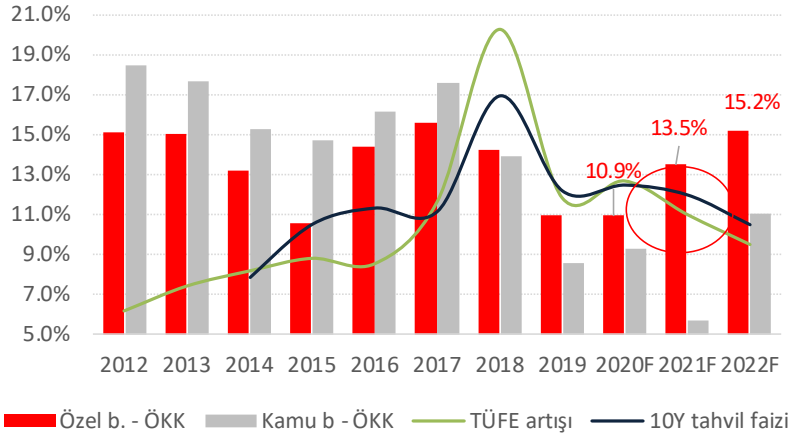
Kâr Tahmin Güncellemeleri (milyon TL)

	2020		2021		2022		Yıllık değişim				
	eski	yeni	eski	yeni	eski	yeni	2018	2019	2020E	2021F	2022F
GARAN	7,100	6,500	9,500	9,600	10,700	12,250	5%	-7%	6%	48%	28%
ISCTR	6,800	6,800	8,500	9,300	9,600	11,500	28%	-10%	12%	37%	24%
YKBNK	5,750	5,250	6,700	7,100	7,650	9,500	29%	-23%	46%	35%	34%
HALKB	2,225	2,200	1,600	1,400	4,000	5,200	-32%	-32%	28%	-36%	271%
VAKBN	5,050	5,100	3,000	3,725	6,000	6,800	12%	-33%	82%	-27%	83%
TSKB	750	720	950	940	1,200	1,220	11%	6%	3%	31%	30%
ALBRK	200	200	270	260	365	365	-43%	-53%	215%	30%	41%
Toplam	27,875	26,770	30,520	32,325	39,515	46,835	8%	-17%	27%	21%	45%

Kaynak: Ak Yatırım Arş.

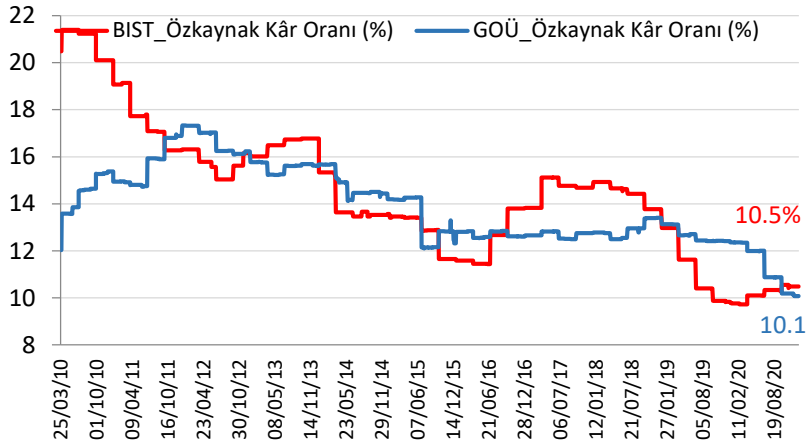
Bankalar – Sektör

Özkaynak Kârlılık (ÖKK) Oranı Gelişimi



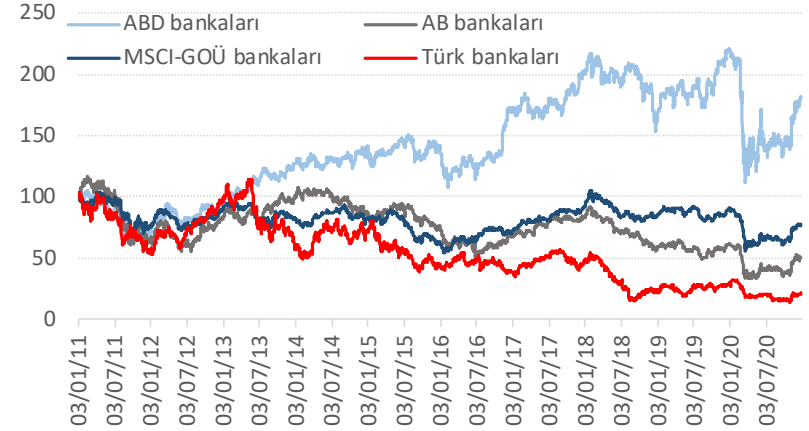
Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK, TCMB, Bloomberg

Türk bankaları ve MSCI-GOÜ bankaları Özkaynak kârlılığı



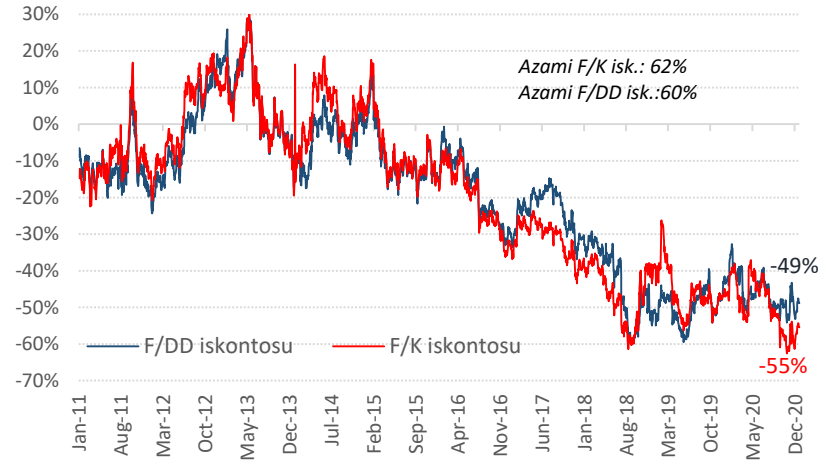
Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

Banka Endeks Getiri Karşılaştırması (dolar bazında)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

Banka çarpan iskontosu (MSCI-GOÜ'ye göre)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

Bankalar – Sektör

- **Garanti ve Yapı Kredi Bankası** en beğendiğimiz hisseler listesinde kalmaya devam ediyor. Garanti Bankası'nın son iki yıldaki önden yüklemeli karşılık ayırma politikasının ödülünü 2021'de kredi risk maliyetini kuvvetli şekilde gerilemesiyle alacağını ve böylece öz kaynak kârlılığın önümüzdeki iki sene içinde ortalamadan ayrışan şekilde yükselişte olacağını düşünüyoruz. Yapı Kredi Bankası da olası karşılık risklerini önemli ölçüde 2020 yılına çekerek, 2021'de kuvvetli bir kâr artışı planlıyor. Bankanın 202'en itibaren özel banka ortalamasının üzerinde olmasını beklediğimiz öz kaynak kârlılığı nedeniyle çarpan bazında prim hak ettiğini düşünüyoruz. Söz konusu iki hisse için 'Hisse Önerileri' bölümünde daha detaylı bir değerlendirme yer almaktadır.

- **İş Bankası**, özel bankalar arasında en düşük F/K ve F/DD çarpanlarına sahip. Banka öngörülerimize göre 2020 yılında %30 düzeyinde kredi artışı sağladı ve swap dahil net faiz marjını ortalamanın üzerinde arttırdı. Ancak ortalamanın bir miktar üzerindeki TL fonlama ihtiyacı nedeniyle bankanın 2021 ilk yarısındaki net faiz marjı ortalamadan biraz daha fazla gerileyebilir. 2021'de kâr artışının özellikle kredi risk maliyetindeki rahatlamadan sağlanacağını, bununla birlikte bankanın öz kaynak kârlılık oranının özel banka ortalamasının hafif altında kalacağını düşünüyoruz. Cazip piyasa çarpanları nedeniyle hissede halen '**Endeksin Üzerinde Getiri**' görüşümüzü koruyoruz.

- **Vakıfbank'ın** 2020'de ikinci en yüksek kredi artışı sağlayan banka olmasını bekliyoruz. 2020'deki toparlanmanın ardından net faiz marjı baskısı nedeniyle 2021 kârının %25 - %30 aralığında daralacağını öngörüyoruz. Bankanın 2022 yılı kârında kuvvetli toparlanmaya rağmen kredi risk maliyetinin toparlanmayı sınırlayabileceğini ve 2020'nin aksine öz kaynak kârlılık oranının önümüzdeki iki yıl ortalamanın hafif altında kalacağını düşünüyoruz. Vakıfbank benzerlerine kıyasla daha temkinli karşılık ayırma politikası (yüksek karşılık stoğu oranı) ve yurtdışı borçlanmalardaki aktif tutumu ile kamu bankacılığında öne çıkıyor. Hissede '**Endeksin Üzerinde Getiri**' görüşümüz bulunuyor.

- **Halkbank** son üç yıldaki hızlı kredi artışı ve nispeten düşük kârlılık oranı nedeniyle sermaye yeterlilik oranları rakiplerine göre düşük seviyelerde bulunuyor. Buna bağlı olarak 2021'de kredi artış hızının önemli ölçüde yavaşlamasını bekliyoruz. Diğer taraftan nispeten geride kalan karşılık stok oranları önümüzdeki iki sene kredi risk maliyetine arttırılabilir. Bankanın 2021 net kârında %40'a yakın gerileme bekliyoruz. Sonrasındaki toparlanma beklentimize rağmen Halkbank'ın öz kaynak kârlılık oranının bir süre tek hanede kalabileceğini düşünüyoruz. Getiri beklentimiz rakiplerinin bir miktar altında kaldığı için hissede '**Nötr**' görüşümüz bulunuyor.

- **Albaraka Türk** %17 getiri ile borsada son bir ay en iyi getiri sağlayan banka oldu. Bu yükselişte düşük baz etkisi nedeniyle kuvvetli artış beklenen 2020 yılı kârının etkili olduğunu düşünüyoruz. Banka özellikle kredi risk maliyetindeki hafif rahatlamayla önümüzdeki iki yıl kârını ortalama %40 düzeyinde arttırabilir. Bununla birlikte öz kaynak kârlılık oranının tek haneli seviyede kalacağını düşünüyoruz. Değerlememizin hafif üzerinde fiyattan işlem gören Albaraka Türk için '**Nötr**' görüşümüz bulunuyor.

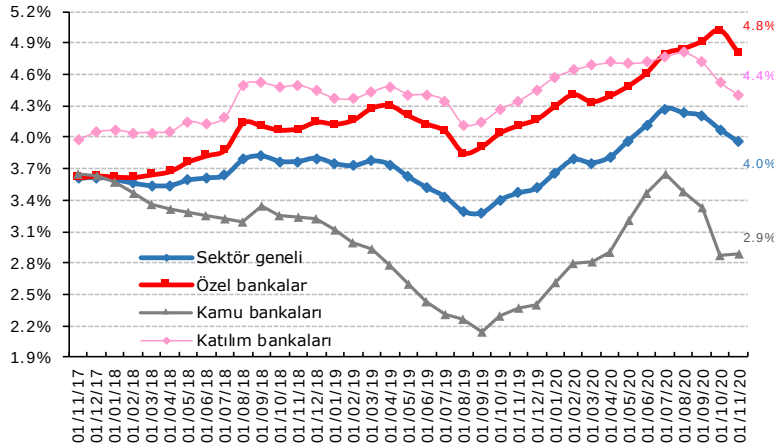
- **TSKB** 2020'de en yüksek getiri sağlayan banka hissesi oldu. Ancak son bir ayda F/DD'nin sektör ortalamasının neredeyse üç katına çıkmasının ardından sert bir geri çekilme gösterdi. Banka için önümüzdeki iki yıl ortalama %30 kâr artış beklentimiz var. Buna göre bankanın özkaynak kârlılığını %15 ve %16,5 sektör ortalamasının üzerinde hesaplıyoruz. Geri çekilmenin ardından 1,90 TL olan 12 aylık fiyat hedefimize yakın işlem gören TSKB için görüşümüzü '**Endeks Paralel Getiri**' olarak güncelliyoruz.

Bankalar – Net faiz marjında gerileme beklentisi

- **TL faizlerdeki artış eğilimi banka net faiz marjlarını baskılayacak.** Haziran-Temmuz aylarında tarihi dip seviyelere gerileyen kısa vadeli TL faizleri parasal sıkılaştırma adımlarıyla birlikte Ağustos'tan sonra artma eğilimine girdi. PPK'nın Kasım ve Aralık normalleşme ve faiz artırımı kararları sonrası faizlerdeki yükseliş eğilimi daha da belirginleşti. Bu eğilimin enflasyonda düşüş sinyalleri görmeyi beklediğimiz ikinci çeyrek sonuna kadar sürmesini ve sonrasında TCMB'nin faiz indirim sürecine girmesini bekliyoruz. Artan fonlama maliyetlerinin 2021 yılında bankaların net faiz marjını baskılayacağını düşünüyoruz. Bu baskının Nisan-Ağustos döneminde daha yoğun kredi aktivitesi olan ve fonlama tarafında daha yoğun TL ağırlığı taşıyan kamu bankalarında daha belirgin olmasını bekliyoruz. Diğer taraftan 2021 Ekim ayı enflasyon beklentimiz 2020'nin 100 baz puan üzerinde bulunuyor. Bunun TÜFE'ye endeksli tahviller nedeniyle net faiz marjına olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.

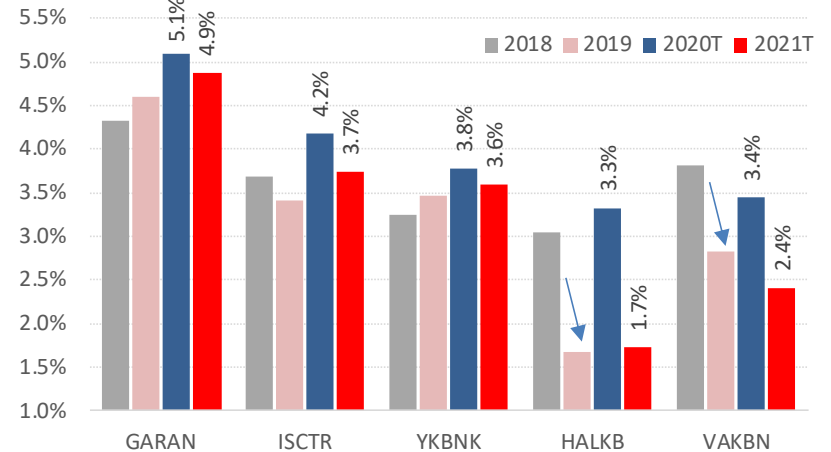
- **2018 yılı faiz artırımı sonrası kamu bankalarının faiz marjı sertçe gerilemişti.** 2018 son çeyrek faiz artırımlarının ardından bankaların 2019 yılı net faiz marjı gelişmeleri 2021'in öngörülleri açısından bir çerçeve sunuyor. Hatırlanacağı üzere, bir önceki faiz artış sürecinde, kredi hacmi özel bankalarda Mayıs'tan, kamu bankalarında Kasım'dan itibaren daralmaya başlamış ve vade uyumsuzluğu daha yüksek ve TL fonlama ihtiyacı daha fazla olan kamu bankalarının net faiz marjı daha sert ve uzun süren bir geri çekilme yaşarken, özel bankalar marjlarını daha hızlı toparlamıştı. Hatta, 2019 Ekim ayı TÜFE'sindeki sert gerilemeye rağmen özel bankalarda net faiz marjının yataya yakın kaldı. 2021 yılında kredi hacimlerinde 2019'daki gibi sert dönemsel daralma beklemiyoruz. Net faiz marjındaki daralmanın ise özel bankalarda 20-40 baz puan aralığında, kamu bankalarında ise 100 baz puan civarında olacağını hesaplıyoruz.

BDDK verisi bankalar aylık net faiz marjı gelişimi



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

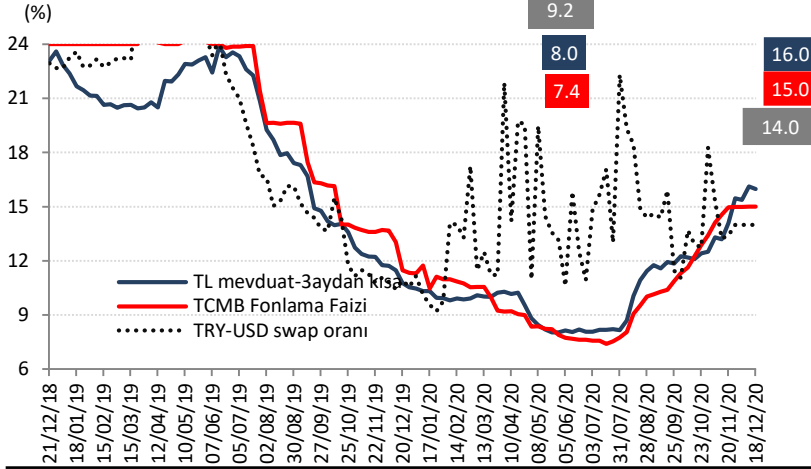
Net Faiz Marjı beklentileri



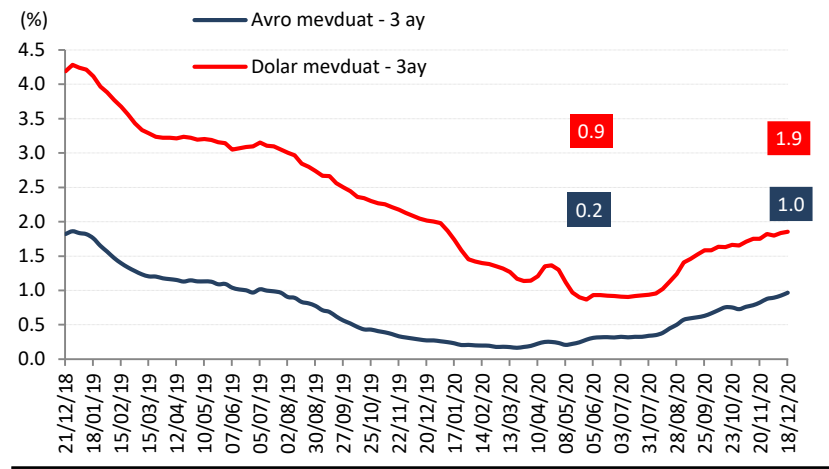
Kaynak: Ak Yatırım Arş., şirket finansalları

Bankalar – Faiz oranları yükseliş eğiliminde

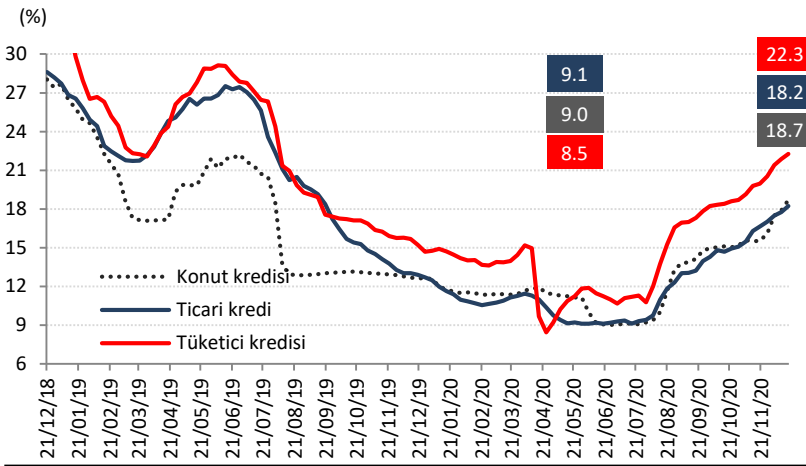
Ortalama TL fonlama maliyetleri (akım üzerinden)



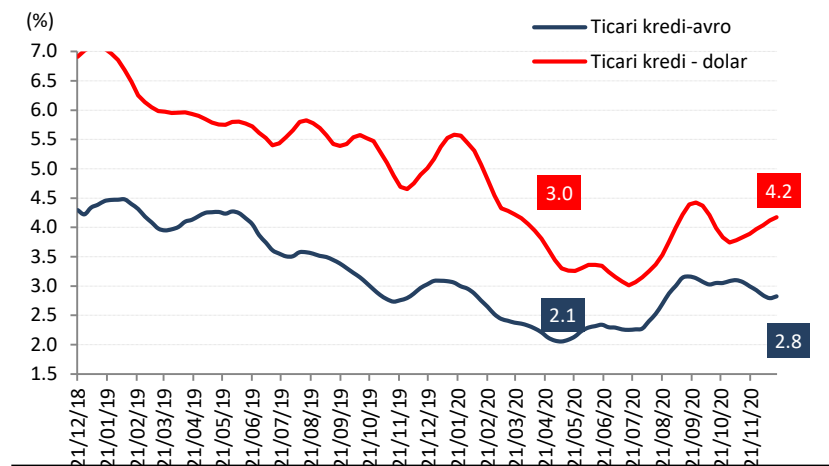
Ortalama YP fonlama maliyetleri (akım üzerinden)



Ortalama TL kredi faizleri (akım üzerinden)



Ortalama YP kredi faizleri (akım üzerinden)



Bankalar – Kredi ivmesi yavaşlamakla birlikte büyüme sürececek

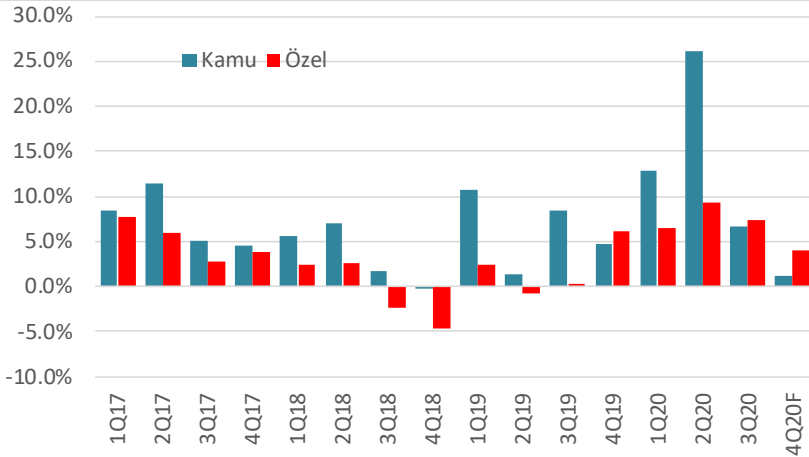
- **2020’de kredi büyümesi rekor kırdı.** 2018 ve 2019’daki zayıf kredi aktivitesinin ardından, banka kredileri 2020 yılında %36 düzeyinde artış gösterdi. Özellikle kamu bankalarının yoğun olarak kullandığı ikinci kredi garanti fonu paketinin devreye girmesinin ardından TL kredi hacmindeki artış 700 milyar TL’yi geçti (2019’da 235 milyar TL).

- **Son iki çeyrekte özel bankalar kredi artışında öne geçti.** Kamu mevduat bankaları 2020 yılı TL kredi artışından %55’e yakın pay alırken, özel mevduat bankaları %30’a yakın pay ile önceki iki yıla kıyasla kredi artışına daha yüksek oranda katkı sağladı (Geri kalan pay katılım ve kalkınma bankalarından geliyor). Özellikle 2020’nin ikinci yarısında özel bankaların kredi artışı kamu bankalarının üzerinde gerçekleşti.

- **Faizlerdeki artış sonrası kredi ivmesindeki yavaşlama sürüyor.** Normalleşme yönündeki para politikası adımları sonrası kredi faizleri 2020 sonunda yıl ortasına göre 800 baz puana yakın artış gösterdi ve TCMB’nin son faiz artırımı ve yılın sonlarındaki ek zorunlu karşılık tesisleri ile birlikte faiz seviyesinin bir miktar daha artması beklenebilir.

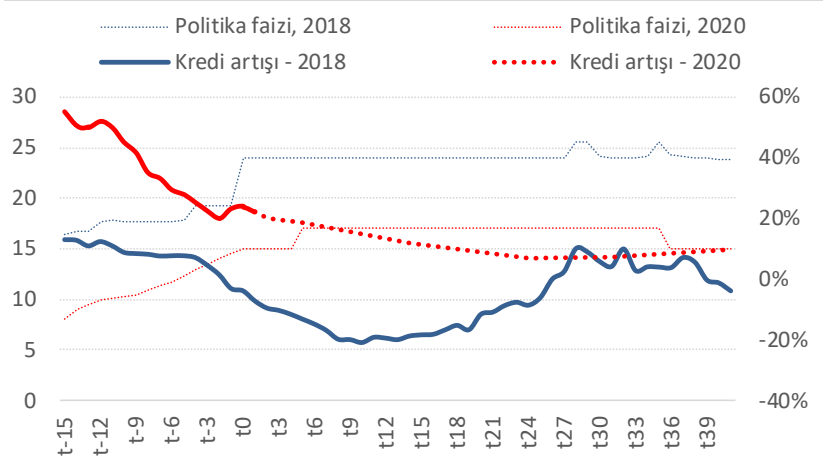
- **Kredi hacminde kalıcı daralma beklemiyoruz.** Ancak kurda istikrarın sağlanması, Covid-19 belirsizliğinin azalması, istihdamda dengelenme gibi faktörler sayesinde kredi hacminde 2018’in ikinci ve 2019’un ilk yarısındakine benzer uzun süreli bir daralma beklemiyoruz. 2021 için baz senaryomuzda TL kredilerde %13,5 düzeyinde bir artış ve döviz cinsinden kredilerde dolar bazında %2,5 düzeyinde bir daralma öngörüyoruz. Sermaye yeterlilik rasyoları daha yüksek seyreden özel bankaların ekonomik büyümede istikrar beklentisine uygun olarak 2021’de son dört yılın ardından ilk kez kamu bankalarının üzerinde kredi büyümesi hedefleyeceğini tahmin ediyoruz.

Kamu ve özel bankalar çeyrek dönem TL kredi artışı



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

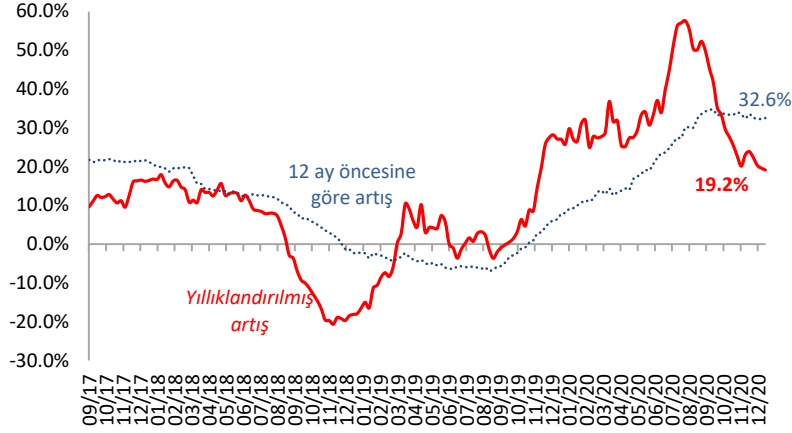
Yıllıklandırılmış kredi artışı (dönem karşılaştırması)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK, TCMB

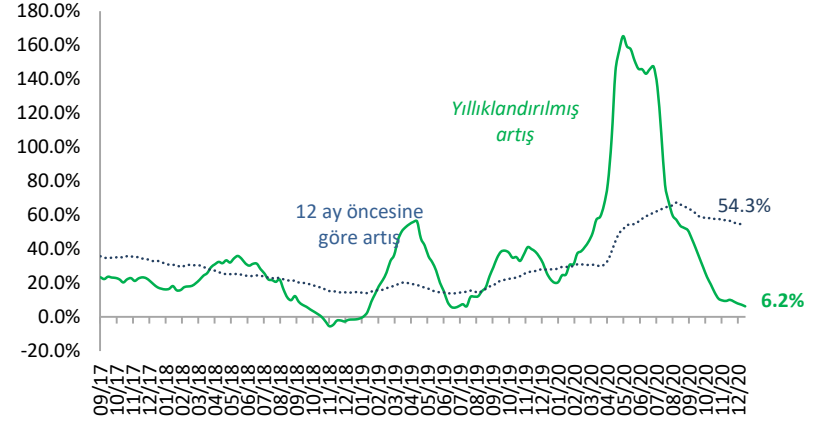
Bankalar – Kamu bankalarının kredi artışı ivmesinde sert düşüş

Yerli ve yabancı özel bankalarda TL kredi ivmesi (13H, yıllıkland.)



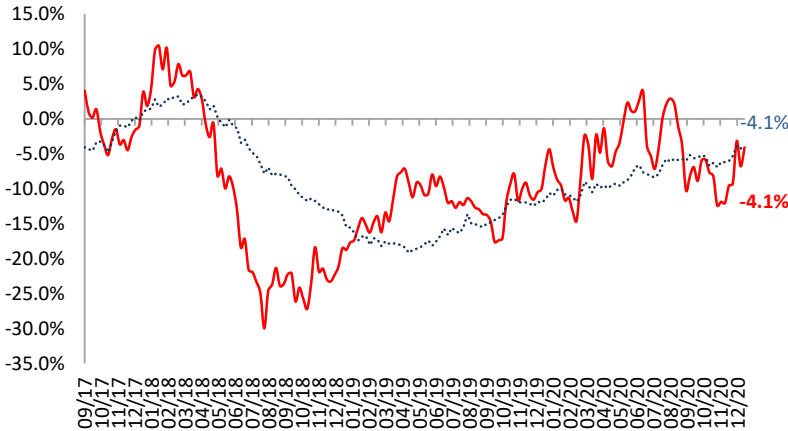
Kaynak: AK Yatırım, TCMB

Kamu bankalarında TL kredi ivmesi (13H, yıllıklandırılmış)



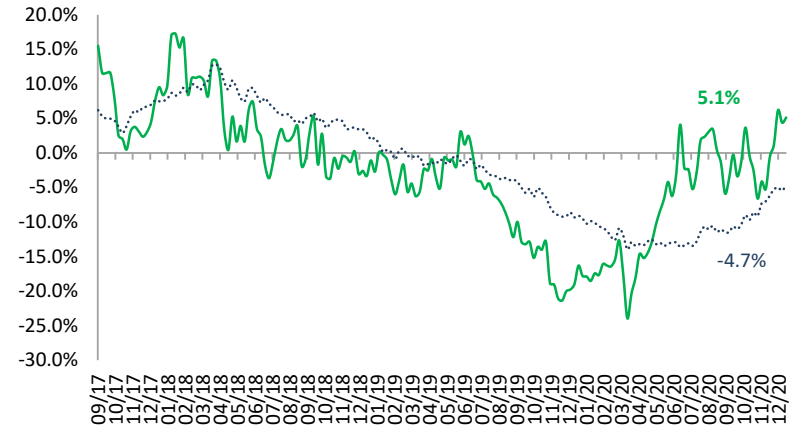
Kaynak: AK Yatırım, TCMB

Yerli ve yabancı özel bankalarda YP kredi ivmesi (13H, yıllıkland.)



Kaynak: AK Yatırım, TCMB

Kamu bankalarında YP kredi ivmesi (13H, yıllıklandırılmış)



Kaynak: AK Yatırım, TCMB

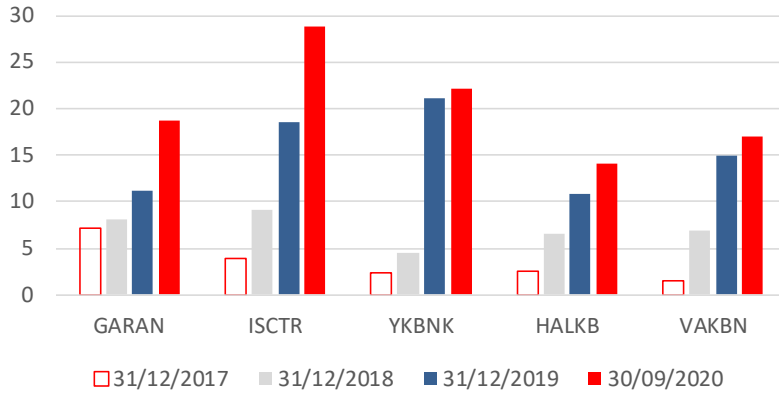
Bankalar – Sorunlu kredi oranında bir miktar artış bekliyoruz.

- Ödemesi gecikmiş kredilerin II. ve III. aşamalara intikal süresini 3 ay (1 ay yerine) ve 6 aya (3 ay yerine) uzatan esneklik 2021 Haziran ayına kadar uzatıldı. Bu uygulamanın da etkisiyle intikallerdeki, artışın 2021’de de sınırlı olmasını bekliyoruz. 2020 yılı sonuna kadar tahsili şüpheli kredi (III. Aşama) tutarı 150 milyar TL düzeyinde yatay seyretti. BDDK verileri sorunlu kredilerin 98 milyar TL’lik kısmının özel mevduat bankalarında (sorunlu kredi oranı: %5,6) ve 41 milyar TL’lik kısmının kamu mevduat bankalarında (sorunlu kredi oranı: %2,8) olduğunu ortaya koyuyor.

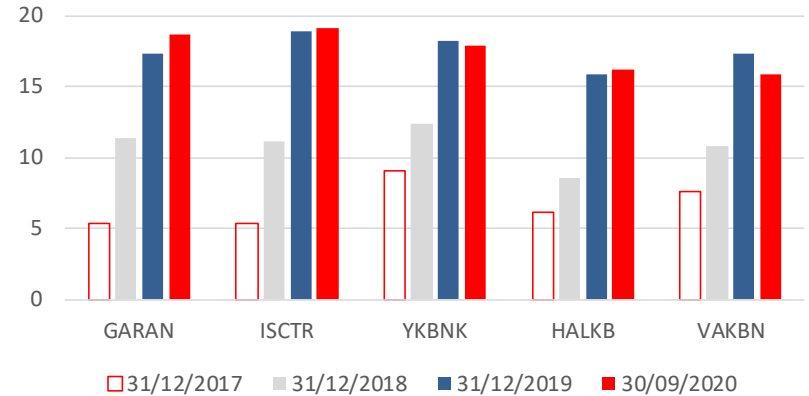
- Yakın izlemedeki krediler (II. Aşama) ise TL’deki değer kaybının da etkisiyle ilk dokuz ayda 62 milyar TL büyüyerek 363 milyar TL’ye ulaştı. Yılın ilk dokuz ayında II. aşamaya intikallerdeki artış önceki yıla göre %50 fazla oldu ve bu artış özel bankalardan kaynaklandı. Yapılandırılan kredi tutarı ise ilk dokuz ayda 44 milyar TL artarak (2019’da 66 milyar TL) Eylül sonunda 178 milyar TL’ye ulaştı. Özel bankaların yapılandırılmış kredi hacmindeki artış 2020 ilk dokuz ayda 2019’a göre daha az oldu. Bununla birlikte yapılandırılan kredilerin %70’i özel mevduat bankalarından %25’i kamu mevduat bankalarından geliyor. Yapılandırılan kredilerin kredi hacmine oranı ise özel bankalarda %7,0 ve kamu bankalarında %3,1 düzeyinde bulunuyor. Muhtemel sorunlu kredi iptalleri dahil edilmeden sorunlu kredi oranının 2021 yılında özel bankalarda 20-40 baz puan, kamu bankalarında 60-80 baz puan kadar artması olası görülüyor. Bu oranın 2022 yılında da artacağını öngörüyoruz.

- Bankalar riskli kredileri için ayırdıkları karşılık rezervi açısından da farklılaşıyorlar. Krediler için ayrılmış karşılıkların (serbest karşılıklar dahil) II. ve III. aşama kredilere oranı açısından özel bankalar önden yüklemeli karşılık ayırmanın avantajını taşıyorlar. Karşılık rezervinin riskli kredilere oranı özel bankalarda %6.5 - %8,0 aralığında, kamu bankalarında ise %5,0’in altında bulunuyor.

Yapılandırılmış krediler (milyar TL)



Sorunlu krediler (milyar TL)

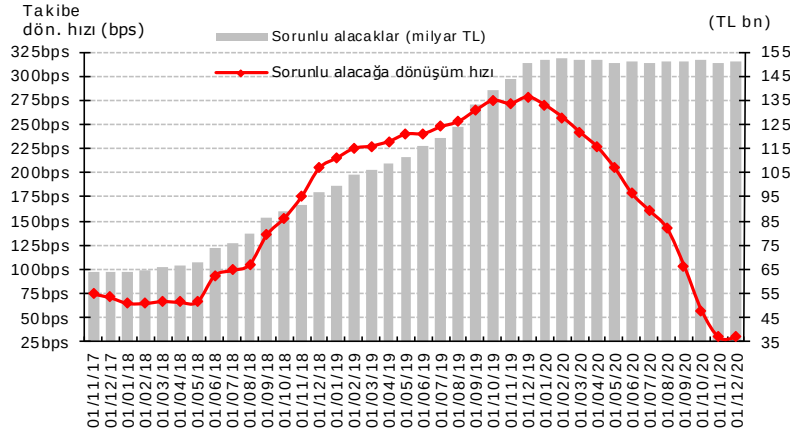


Kaynak: Ak Yatırım Arş., şirket finansalları

Kaynak: Ak Yatırım Arş., şirket finansalları

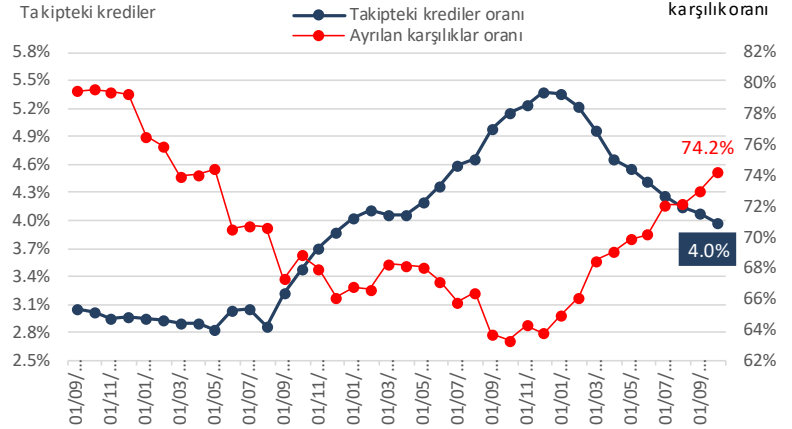
Bankalar –Covid-19 tedbirlerinin süresinin uzatımı sorunlu kredileri yavaşlattı

Covid-19 esnekliği sorunlu kredi artışını durdurdu



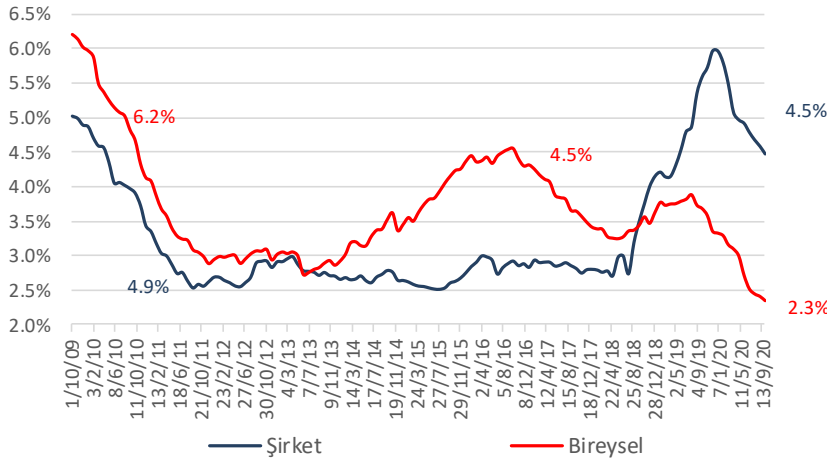
Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

Ancak bankalar yüklü karşılık ayırmaya devam etti



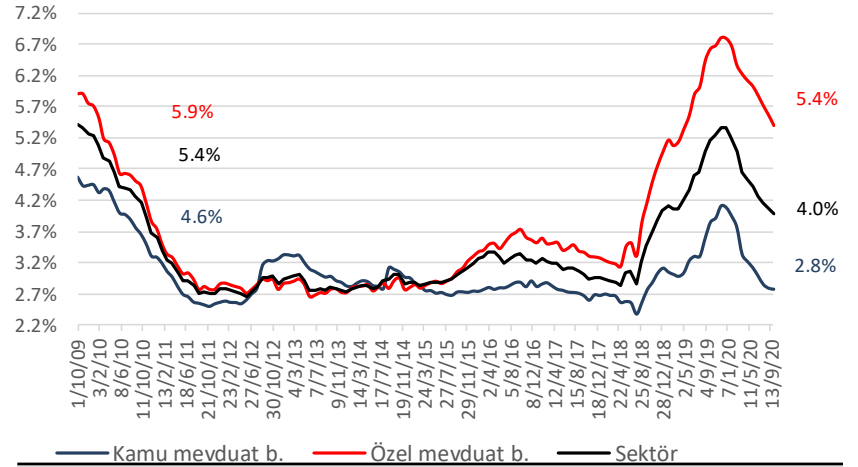
Kaynak: Ak Yatırım Arş., BDDK

Düzenlemeler bireysel segmentte sorunlu kredileri sınırladı



Kaynak: AK Yatırım, BDDK

Kamu bankalarının sorunlu kredi oranı oldukça düşük kaldı



Kaynak: AK Yatırım, BDDK

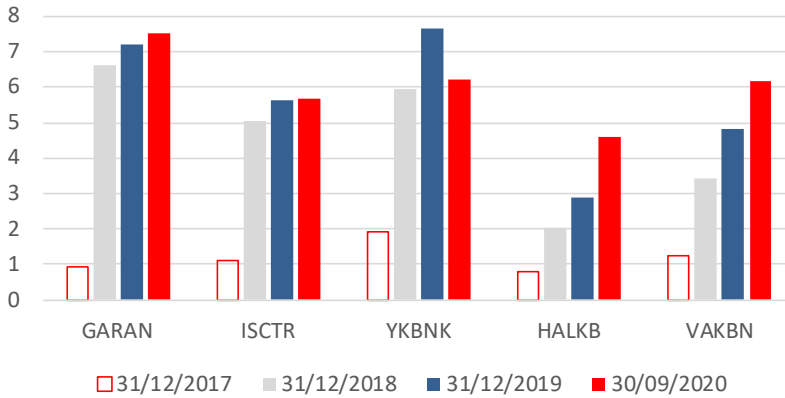
Bankalar – Özel bankalarda kredi risk maliyeti azalacak

- Kredi risk maliyetinin 2017'den sonra hızla artması banka özkaynak kârlarının gerilemesinde en önemli faktörlerden biriydi. Önceki yıllarda 70-100 baz puan seviyelerinde seyreden net kredi risk maliyeti son üç yılda özel bankalarda 250-300 baz puan ve kamu bankalarında 100 – 175 baz puan aralığına çıktı.

- Sorunlu kredi intikalinde sağlanan esnekliğe rağmen, bankaların 2020'nin ilk dokuz ayındaki kredi risk maliyeti özel bankalarda yatay kaldı, kamu bankalarında önceki yıla göre arttı. 2021 yılında da özel bankaların önden yüklemeli karşılık ayırma politikasına devam edeceklerini, bununla birlikte mevcut karşılık koruma oranları nispeten seviyelerde olduğu için kredi risk maliyetinde 2021'de 50-70 baz puan kadar azalma olacağını ve bunun 2022'de de korunacağını tahmin ediyoruz.

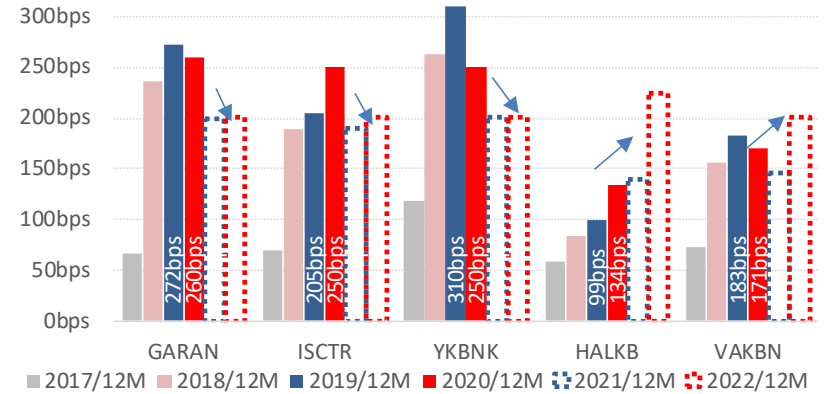
- Özel bankalara kıyasla kamu bankalarının hem Stage-II ve Stage-III oranları, hem de kredi risk maliyetleri daha düşük seviyelerde bulunuyor. Bu durum kısmen kamu bankalarının daha yoğun KGF (devlet garantisi) ve KOBİ (teminat koşulları) kredisi ağırlığına sahip olmalarından kaynaklanıyor. Ancak yine de 2017'dan sonra sağlanan TL kredi artışının %60'nın kamu mevduat ve %30'unun özel sektör mevduat bankası kaynaklı olduğu ve kamu bankalarının mevcut karşılık rezervi seviyelerinin nispeten daha aşağıda düşünülürse önümüzdeki yıllarda kamu bankalarının kredi risk maliyetinde artış beklenebilir. Bizim tahminlerimizde 2022'ye kadar kamu bankaları için artış öngörüyor.

Ayrılan toplam net karşılık (milyar TL) (karşılık giderleri - tahsilat)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., şirket finansalları

Net kredi risk maliyeti (karşılık giderleri - tahsilat)/Brüt kredi hacmi



Kaynak: Ak Yatırım Arş., şirket finansalları

Bankalar – Krediler karşılaştırması

Bankalarda Aktif Kalitesi Göstergelerinin Karşılaştırması

	AKBNK	GARAN	ISCTR	YKBNK	HALKB	VAKBN	TCZB	7 banka	Sektör
Standart Krediler (I. Aşama)	202,607	255,112	301,376	232,131	402,875	372,999	545,811	2,312,910	3,256,099
Yakın İzlemedeki krediler (II. Aş.)	31,906	40,542	43,789	43,916	34,859	38,218	44,880	278,110	350,000
- Yapılandırılan krediler	21,626	18,666	28,813	22,170	14,066	16,995	15,879	138,214	190,000
- Kredi koşullarında değişiklik	2,022	7,601	13,063	1,815	40	3,010	15,879	43,430	0
- Yeniden finansman	19,604	11,065	15,750	20,355	14,026	13,984	0	94,784	0
Takipteki krediler (III. Aşama)	15,965	18,742	19,120	17,911	16,189	15,917	12,827	116,672	151,019
Genel Karşılık Stoğu (mn TL)	6,761	8,378	9,183	9,568	5,495	7,861	8,800	56,046	81,974
I. Aşama için karşılıklar	1,398	1,711	2,070	2,142	1,950	2,647	1,993	13,911	19,596
II. Aşama için karşılıklar	5,363	6,666	7,114	7,426	3,545	5,214	6,807	42,135	62,378
III. Aşama için karşılıklar	10,039	12,875	12,059	12,238	10,377	11,937	9,573	79,098	110,228
<i>Serbest karşılıklar</i>	<i>650</i>	<i>4,330</i>	<i>2,975</i>	<i>450</i>	<i>450</i>	<i>917</i>	<i>0</i>	<i>9,772</i>	<i>10000</i>
Takipteki kredi oranı	6.4%	6.0%	5.2%	6.1%	3.6%	3.7%	2.0%	4.3%	4.0%
II. Aşama kredilerin oranı	12.7%	12.9%	12.0%	14.9%	7.7%	8.9%	4.8%	10.3%	9.3%
I. Aşama karşılık oranı	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.5%	0.7%	0.4%	0.6%	0.6%
II. Aşama karşılık oranı	16.8%	16.4%	16.2%	16.9%	10.2%	13.6%	15.2%	15.2%	17.8%
III. Aşama karşılık oranı	62.9%	68.7%	63.1%	68.3%	64.1%	75.0%	74.6%	67.8%	73.0%
Karşılıkların (II ve III.'e oranı)	36%	43%	38%	36%	32%	38%	32%	37%	40%
Karşılıkların III.'e oranı	109%	136%	127%	124%	101%	130%	143%	124%	134%

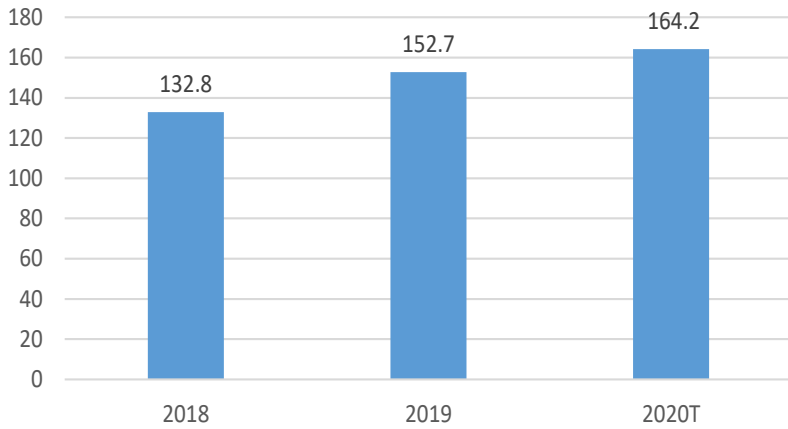
Kaynak: Ak Yatırım Arş.

Sektörler ve Diğer Şirketler

Bilişim Teknoloji – Sektör görünümü

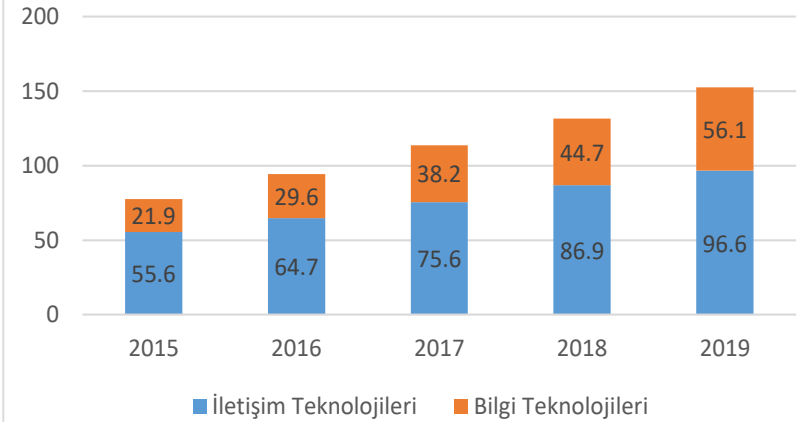
- Türkiye Bilişim Sanayicileri Derneği rakamlara göre Bilişim Teknoloji (BT) sektörü 2019 yılında yıllık %14 büyümeyle 152,7 milyar TL'ye ulaştı. Bu rakamın 0,9 milyar TL'lik kısmı yeni kurulan iş yerlerden gelirken, geri kalan kısmı organik büyümeye işaret ediyor. 2020 yılı için %5-%10 civarında büyüme bekleniyordu, ancak Covid salgının getirdiği etkilerle, büyüme oranının bunun üzerinde olacağını düşünüyoruz.
- Bilişim sektörü alt kategoriler Bilgi Teknolojileri ve İletişim Teknolojileri olarak bakılabilir. Bilişim Teknolojileri İletişim Teknolojilerden daha hızlı büyüme gösteriyor. Bilişim Teknolojileri 2015 yılında büyüklüğü 25,1 milyar TL iken, 2019 yılında 56,1 milyar TL'ye ulaştı, yıllık bileşik bazda ortalama %27 büyüme gösterdi. Oysa İletişim Teknolojileri aynı dönemde 55,6 milyar TL'den 96,6 milyar TL'ye büyüdü, yıllık bileşik bazda ortalama %18 büyüme gösterdi. Bu arada Bilgi Teknolojileri pazar büyüklüğü İletişim Teknoloji pazarına göre daha küçük olduğunu dolayısıyla daha hızlı büyüme olanağı olduğunu da unutmamak gerekiyor.
- Bilgi Teknolojileri altında Donanım, Yazılım ve Hizmetler alt kategorileri var. Yazılım pazar büyüklüğü 2019'da 23,4 milyar TL ile hem en büyük kategori hem de yıllık %27 büyüme ile ne hızlı büyüme gösterdi. Ardından Hizmetler 12,2 milyar TL pazar büyüklüğü ile en küçük ancak yıllık %20 büyümeyle ikinci en hızlı büyüme gösteren kategori. Donanım 20,4 milyar TL pazar büyüklüğü ile ikinci ancak yıllık %17% büyüme ile en yavaş büyüme gösterdi. Türkiye'de uzun yıllar donanım en hızlı büyüme gösteriyordu ve tedarikçileri çoğunlukla yabancı ve ithal ürün söz konusu. Yazılım sektörü yerli şirket ağırlıklı olup fazla ithalat gerektirmeyen bir sektör.

Türkiye Bilişim Sektörü (milyar TL)



Kaynak: TÜBİSAD

Türkiye Bilişim Sektörü Alt Kategorileri (milyar TL)



Kaynak: TÜBİSAD

Bilişim Teknoloji – Şirket beklentileri

- **ARD Yazılım:** ARD Yazılım için 70,00 TL 12 aylık hedef fiyatı ile %56 yukarı potansiyel var. Hisseler için Endeksin Üzerinde Getiri önerimiz var. 2016-19 döneminde şirketin büyümesi çok yüksek düzeyde oldu. Bileşik bazda ortalama yıllık ciro %75, FAVÖK %138 ve net kar %168 oranında büyüme gösterdi. Bu dönemde ARD özellikle kamu kurumlarına başarılı yazılımlar vererek kendini kabul ettirdi. İleriye dönük hızlı büyümenin devam etmesini öngörüyoruz. Yeni sözleşmelerin imzalanacağı beklentisiyle 2021 yılı net kar beklentimiz ise 91 milyon TL (yıllık %63 büyüme). Ancak 2021 net kar beklentisi muhafazakar olabilir, çünkü 2016 – 19 döneminde yıllık bileşik bazda büyüme net karda %168 olmuştu. Covid salgını döneminde ARD'nin "Followino" yazılımı satış büyümesini hızlandırdı. Followino, salgın önlem ve sosyal mesafe kontrol sistemi projesinin yapay zeka ve derin öğrenme destekli kişi sayma, müşteri yoğunluk analizi, kişi tanımlama, termal ateş ölçme ve maske kontrol sistemidir. İleriye dönük "Followino" projesi, salgın sonrası dönemlerinde okullar, hastaneler, alışveriş merkezleri, taşımacılık (örneğin belediye otobüsleri) ve mahkemelerde kullanılması bekleniyor. Özellikle yurtiçi özel sektörden gelmesi beklenen yeni siparişlerle 2021 yılı ciro büyümesi. Covid salgını sonrası dönemde yurtdışı büyümenin ivme kazanması bekleniyor.
- **Fonet Yazılım:** Hastane Bilgi Yönetimi Sistemleri (HBYS) yazılım sektöründe faaliyet gösteriyor. İndirgenmiş Nakit Akımları değerlendirme yöntemiyle Fonet hisse senedi için 17,55 TL 12 aylık hedef fiyat tespit ettik; cari hisse fiyatı ile %42 yukarı potansiyele işaret ediyor, önerimiz Endeksin Üzerinde Getiri. Çarpanlara baktığımızda Fonet'in 2021T FD/FAVÖK'ü 10,8 ve F/K oranı 8,0 olarak hesaplıyoruz. Hızlı büyüyen şirketin çift haneli çarpanları hak ettiğini düşünüyoruz. Fonet'in kendisine ait HBYS yazılımları bulunuyor. Hasta ziyaretçinin hastaneye girişinden çıkışına kadar tüm evreleri kapsayan ve kendisinin geliştirdiği yazılımlarla 60 civarında modülü var. Ayrıca, hastanenin idaresinde gerekli tün tıbbi, idari ve finansal yazılımları mevcuttur; örneğin Poliklinik, Klinik, Laboratuvar, Radyoloji, Finans, İnsan Kaynakları, Stok, ilaç vs. Fonet'in Nisan 2017'de borsada halka arzı yapılmıştı.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı	Tavsiye		P.Değ	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Ard Grup Bilişim Tel	44.82	70.00	70.00	%56	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	1,070	19.3	11.8	8.1	16.1	9.7	6.7	8.8	5.3	3.7	%0.3
Fonet Bilgi Teknoloj	12.34	17.55	17.55	%42	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	494	16.5	13.8	10.2	13.3	10.8	8.0	7.4	5.5	4.1	%0.0

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Bilişim Teknoloji – Şirket beklentileri

- **İndeks Bilgisayar:** 4Ç20 ciroda yıllık %80 büyümeyle 3,2 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Böylece 2020 tüm yıl ciroda yıllık %104 büyümeyle 11,25 milyar TL'ye çıkmasını bekliyoruz. FAVÖK'de geçen yıla göre biraz daralma var. Bunun sebebi akıllı mobil telefon satışların artması. Bazı büyük üreticilerin daha düşük kar marjla tedarik etmeleri de söz konusu. Böylece 2020 tüm yıl FAVÖK marjı %2,5 olarak hesaplıyoruz. Oysa 2019 FAVÖK marjı %3,1 idi. 4Ç19'dan itibaren elektronik eşya talebinde toparlanma başlamıştı ve 1Ç20'de devam etti. Covid salgının gelişile insanları evlere kapandı ve elektronik eşya talebi daha hızlı artış göstermeye başladı. Ancak kurumların ağı teçhizat(sörneğin server bilgisayarları) talepleri iptal edildi veya ertelendi. Haziran'da normalleşme adımları tüketici güven hız kazandı ve bu sefer özellikle akıllı mobil telefon talebi arttı. İndeks Bilgisayar'da bu kategoride iyi konulanmış bulunuyor. Özellikle primli markalar olan Apple ve Samsung'a göre daha düşük fiyatlı modeller rağbet görüyor. Bunlar arasında Oppo ve Realme markaları İndeks Bilgisayar dağıtıyor Türkiye'de. Bu satışların desteği ile şirketin 3Ç20 ciro su üç haneli büyüme yakaladı. Kurumların ağı teçhizatı talepleri de canlanma gösterdi. Yılın ikinci yarısında görülen bu güçlü trend 2021 yılının ilk yarısında devam etmesi öngörüyoruz. 2021 yılın ikinci yarısı için görüş daha az belirgin, büyümede durma olabileceğini öngörüyoruz bu zamanda. Buna göre 2021 cironu yıllık %25 büyüme ile 12,8 milyar TL olmasını bekliyoruz. Marjların 2020 seviyelerde kalacağını düşünüyoruz. 12 aylık hedef fiyatı 18,75 TL ve önerimiz Nötr.
- **Logo Yazılım:** 12 aylık hedef fiyatı 100,00 TL'den 140,00 TL'ye revize ediyoruz. İNA değerlememize global benzer şirketlerin çarpanlarını dahil ettik (2020T ve 2021T FD/FAVÖK). Revize hedef fiyatı ile hisse fiyatında %10 yuları potansiyel buluyoruz ve Nötr önerimizi koruyoruz. Proje bazlı çalışan bu şirketin proje sayısı azaltıldı ancak daha verimli ve daha karlı çalışmaya yöneltildi. Covid salgını nedeniyle şirket Nisan ayında artan belirsizlikler nedeniyle 2020 beklentilerini kaldırdı. Ancak özellikle e-fatura sistemine giren yeni müşterilerle finansal performans güçlüydü. 9A20 net kar yıllık %46 ile 83 milyon TL olarak gerçekleşti. E-fatura sisteme yeni dahil olan müşterilere çapraz satışı fırsatları söz konusu. Total Soft'un Romanya dışında diğer AB ülkelerde daha fazla proje alma potansiyeli var. Hisse senedi için orta vadeli bir diğer katalizör ise Hindistan işinin genişlemesi olabilir.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı	Tavsiye		P.Değ	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
İndeks Bilgisayar	17.92	18.75	18.75	%5	Nötr	Nötr	1,004	6.8	5.4	4.3	5.1	4.1	3.3	0.1	0.1	0.1	%3.3
Logo Yazılım	127.80	100.00	140.00	%10	Nötr	Nötr	3,195	23.9	16.6	13.3	15.4	11.2	9.0	5.7	4.1	3.3	%0.0

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibarı ile

Cam Sektörü – Sektör görünümü

- **Kimyasallar:** 2020 yılında hem soda külü hem de kron kimyasalları satış hacimlerinde meydana gelmesi beklenen %10 düşüşe rağmen kimyasalların operasyonel performansı görece güçlü kaldı. Güçlü performansın arkasındaki nedenler i) zayıf TL'nin operasyonlar üzerindeki pozitif etkisi, ii) Türkiye doğal gaz fiyatlarındaki sınırlı artış ve iii) krom kimyasalları segmentinin hammadde maliyetlerindeki düşüş olarak sıralanabilir. 2020'de Grup'un kimyasallar iş kolunun %16 gelir ve %26 FAVÖK büyümesi kaydetmesini bekliyoruz. 2021 yılı için 2Y20'den beri talep koşullarında görülen belirgin zayıflama nedeniyle soda külü fiyatlarında yaklaşık %5 düşüş öngörüyoruz. Bu yıl şirketin soda külü satış fiyatlarında yıllık %1 artış meydana geldiğini hatırlatmak isteriz. Dolayısıyla, zayıf talebe ilişkin fiyatlardaki düşüş müşterilerle yapılan uzun vadeli satış sözleşmeleri nedeniyle gecikmeli yansıyor. Satış hacimlerinde ise yıllık %5 artış öngörüyoruz. 2021'de kron kimyasalları tarafında satış hacimlerinin sabit kalarak ortalama USD/ton fiyatın yıllık %2 artış göstermesini bekliyoruz.
- **Cam ambalaj:** Cam ambalaj; i) pandemi koşullarından büyük oranda etkilenmeyen talep, ii) şirketin özellikle Türkiye'den yaptığı ihracatını artırma kabiliyeti (yıllık +% 45) ve iii) yükselen kapasite kullanım oranı ile operasyonel verimlilikte meydana gelen artış sayesinde Şişecam'ın 2020 yılındaki en güçlü işkolu olmayı başardı. 4Ç20'de ambalaj segmentinin güçlü sonuçlar açıklanmaya devam etmesini bekliyoruz. 2021'de ise i) 2017'den bu yana yaklaşık 3 kat artan Türkiye ihracat büyümesinde normalleşme ii) yüksek baz etkisi ve iii) özellikle 1Y21'de zayıf TL ile daha belirgin hale gelen maliyet baskıları nedeniyle net karda daha ılımlı bir artış öngörüyoruz. Son iki yılda RUB karşısında zayıflayan TL, ambalaj segmentinin büyümesi ve karlılığı için önemli bir destekleyici faktör oldu. 2021 yılında bu etkinin de azalmasını bekliyoruz.
- **Düzcam:** Düz cam, Avrupa'nın önde gelen otomobil üreticilerinin çoğunun üretimlerine ara vermesi ve inşaat aktivitesinin nereneysel durma noktasına gelmesi nedeniyle Şişecam'ın pandemiden en çok olumsuz etkilenen işkolu oldu. Zayıf talep koşulları Avrupa pazarında fiyatlar üzerinde baskı oluşturdu. 2019'da, arz fazlası nedeniyle hızla aşağı gelen fiyatlar ile Avrupa pazarı zaten zayıflık belirtileri gösteriyordu. Pandemi nedeniyle talepte meydana gelen keskin daralma arz talep koşullarındaki bu dengesizliği şiddetlendirmiş oldu. 2021 için ise yıllık %37'lik kuvvetli bir gelir büyümesi bekliyoruz. Büyümenin i) Avrupalı bazı üreticilerin soğuk tamir planlamaları nedeniyle pazarda meydana gelmesi beklenen arz açığı ile birlikte Makedonya Manfredonia (Güney İtalya) tesisinin 2019 sonunda tamamlanan modernizasyonundan bu yana satışlara ilk kez katkı sağlayacak olması, ii) Avrupa'da orta-tek haneli (EUR cinsinden), Türkiye'de düşük çift haneli fiyat artışları ve iii) diğer faaliyet bölgelerinin düşük baz etkisi ile destekleyeceği düşünüyoruz.
- **Cam ev eşyası:** Cam ev eşyası işkolunun faaliyetleri, perakende faaliyetlerinin zayıflaması nedeniyle pandemiden olumsuz etkilendi. Tatil sezonu nedeniyle talepte meydana gelmesi beklenen toparlanma ile birlikte 2020'de orta tek haneli bir ciro büyümesi ve FAVÖK'te %10'nun üzerinde bir daralma görmeyi bekliyoruz. Buna ek olarak, uluslararası satışların payının finansal sorunlar yaşayan rakipler nedeniyle artması bekleniyor. 2021 yılında cam ambalaj segmenti için 2020 yılının düşük bazından % 35 /% 49 ciro / FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. Cam ev eşyası operasyonlarındaki büyüme, pandemi öncesinde de yüksek küresel rekabetin fiyatlandırma gücü üzerinde baskı yaratıyor olması ve daha ucuz cam ev eşyası ürünlerine yönelik artan tüketici tercihleri nedeniyle nispeten zayıftı. Şişecam'ın işkoluna yönelik ana odak noktaları i) kapasite ve stok optimizasyonu, ii) iş gücü yoğunluğunun azaltılması ve iii) satış kanallarının çeşitlendirilmesi şeklinde.

Cam Sekörü– Şirket beklentileri

- **Şişecam:** 2021 yılında, özellikle bu yıl geride kalan cam ev eşyası ve düzcam iş kollarındaki toparlanma nedeniyle Şişecam'ın FAVÖK'ünde yıllık %33'lük artış öngörüyoruz. Diğer yandan şirketin cam ambalaj ve kimyasallar iş kollarında bu yılın yüksek baz etkisi nedeniyle görece sınırlı FAVÖK artışı bekliyoruz. Şirketin hisse başına elde ettiği net kar rakamında ise, bu seneki kur farkı karlarının normalize olması nedeniyle sınırlı %2'lik artış bekliyoruz. Şişecam'ın net 2020/2021 ne kar rakamı, azınlık paylarının 2021 yılının tamamında elemine olması nedeniyle karşılaştırılabilir değil.
- **2020 yılında yatırım harcamalarında normalleşme görüyoruz:** Şişecam, belirsiz bir dönemde likiditesini korumak için 2020 yılında yatırım harcamalarının önemli bir bölümünü başarıyla erteledi. 2021'deki normalleşme ile, Şişecam'ın yatırım harcamasının 2020E'de 240mn dolar seviyesinden 495mn dolar seviyesine yükselmesini bekliyoruz ve 2021 yılı serbest nakit akışının negatif 50mn dolar olmasını bekliyoruz.
- **Değerleme Metodolojisindeki Değişiklikler:** Bu revizyonla birlikte, sermaye yapısı (borç ve öz sermayenin piyasa değeri) ve işletme sermayesinde meydana gelen değişiklikler ileride ulaşılabilir olmayacağından, birleşme öncesinde Şişecam'ın altındaki her halka açık şirket için INA yöntemi ile ayrı olarak çalıştığımız modelleri değerlememizden çıkarıyoruz. Ek olarak, artık halka açık olmayan şirketler için net kar tahmini yapmak mümkün olmayacağından F/K çarpanını benzer şirket karşılaştırmamızdan çıkardık. Değerlememizde INA (konsolide rakamlara göre) ve benzer şirketler karşılaştırması (FD/FAVÖK) yöntemlerine %50 / %50 ağırlık veriyoruz.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Şişe Cam	7.23	7.60	8.90	%23	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	22,147	10.7	8.4	7.0	6.6	5.2	4.4	1.3	1.1	0.9	%1.8

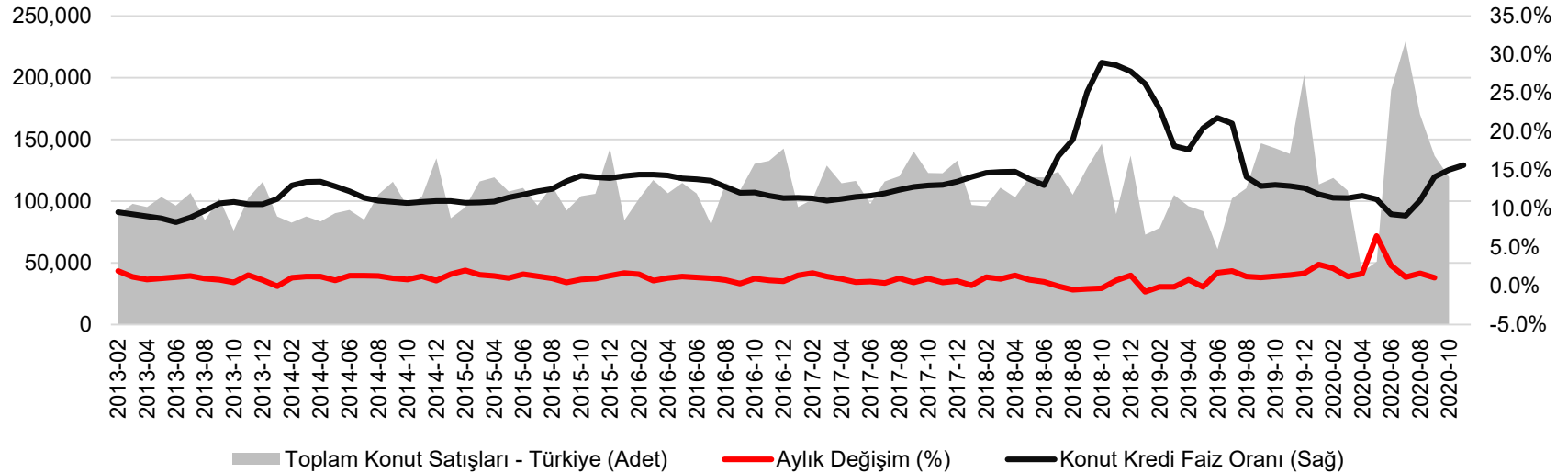
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Çimento – Sektör görünümü

- **Çimento sektörünün 2021’de yıllık %4 büyümesini bekliyoruz.** 2020’de yıllık tahmini %16’lık bir artışın üstüne 2021’de Türkiye çimento tüketiminin yıllık bazda yaklaşık %4 daha artış göstereceğini tahmin ediyoruz. 2020’nin yaz aylarında yaşanan düşük faiz ortamı ile (aylık konut kredileri %0,76’ya geriledi) konut satışlarında ciddi ivme yakalandı. Ancak daha sonra Merkez Bankası’nın Eylül sonundan itibaren başladığı faiz artışıyla konut kredileri aylık %1,5 seviyesine yükseldi. Her ne kadar bu durum konut satışlarında yavaşlamaya neden olduysa da, devam eden konut projelerinin 2021’nin ilk yarısına kadar çimento talebini desteklemesini bekliyoruz. Ek olarak, kamunun finanse ettiği projelerin (otoyol ve şehir hastaneleri gibi) 2021’de inşaat aktivitesini ve dolayısıyla çimento talebini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- Maliyet tarafında, TL’nin ABD Doları karşısındaki trendi, enerji ile ilgili maliyetlerin (petrokok ve elektrik) çoğunun ABD Doları / TL kuruyla bağlantılı olması nedeniyle, marjlar üzerinde belirleyici olacaktır. 2020’de çimento şirketlerinin toplam maliyetlerinin %20’sini oluşturan elektrik yıllık ortalama %10 artarken, toplam maliyetlerinin %25-30’unu oluşturan petrokok fiyatları kademeli olarak \$90-100/ton seviyesine yükseldi (2020 başında \$60-70/ton seviyesindeydi). Çimento üreticilerinin 2021 yılında marjlarını korumaları adına talep koşulları önemli olacaktır. 2021 yılında çimento şirketlerinin marjlarının geçen yıla kıyasla sabit kalmasını beklerken, yurtdışı çimento fiyatlarının enflasyona paralel ortalama yıllık %14 kadar artmasını öngörüyoruz.

Türkiye Konut Satışları ve Konut Kredi Faizleri

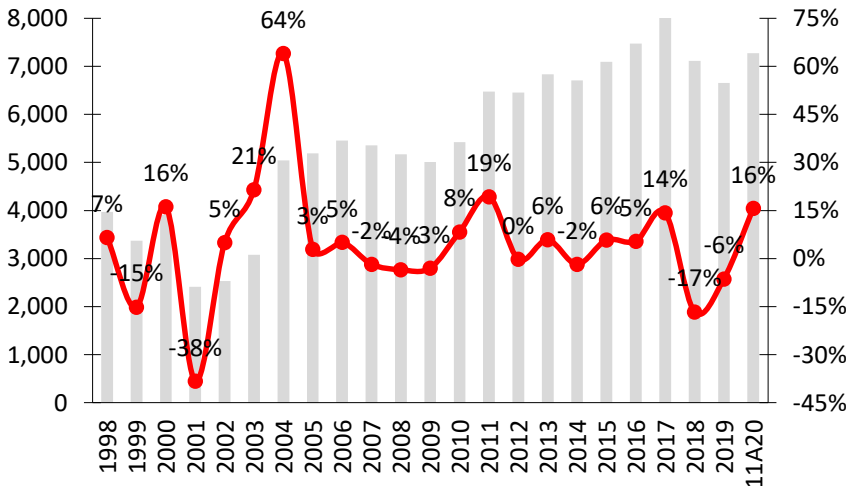


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Dayanıklı tüketim – Sektör görünümü

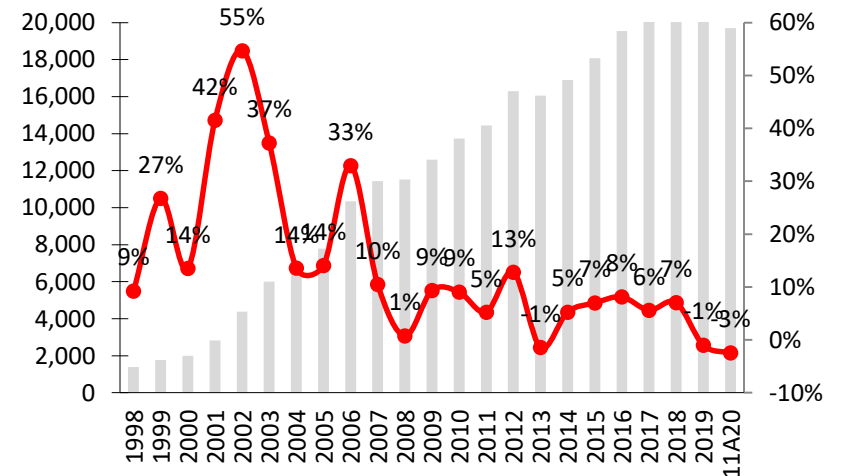
- **Yurtiçi toptan beyaz eşya satışları Kasım ayında yıllık bazda %20 oranında artarken, 2020'nin 11 ayında yıllık %16 arttı.** 2020 yılının Haziran ayından itibaren yurtiçi beyaz eşya toptan satışı yaşanan kapamaların ardından ortaya çıkan ertelenmiş talebin etkisiyle ciddi bir yükseliş gösterdi. Yurtiçi beyaz eşya satış hacminin 2020 yılını %15'lik büyüme ile kapatacağını, ancak 2021 yılında 2020'nin yüksek baz etkisinden dolayı yıllık yaklaşık %2 artış göstereceğini tahmin ediyoruz (GSYİH'de %4'lük büyüme tahminimiz altında).
- **2021'de beyaz eşya ihracat artışının tek haneli kalmasını bekliyoruz.** Batı Avrupa'daki talep koşullarındaki yavaşlamaya bağlı olarak 2021'de beyaz eşya ihracatı için yıllık bazda %3'lük bir büyüme öngörüyoruz. **Arçelik**, konsolide gelirlerinin yaklaşık %65'ini, **Vestel Beyaz Eşya** konsolide gelirlerinin %75-80'ini, **Vestel Elektronik** konsolide gelirlerinin %70'ini yurtdışı operasyonlarından elde etmektedir. Dolayısıyla, bu şirketler operasyonel olarak zayıf TL'den yararlanmaktadır. Bu arada, çelik ve plastik gibi hammaddelerde Kasım/2020'den itibaren yaşanan fiyat artışlarıyla 2021'in 1. çeyreğinin ortasından itibaren beyaz eşya marjlarını baskı altında tutmasını bekliyoruz.
- **TV satışlarının 2021'de yatay kalmasını öngörüyoruz.** 10A20 verilerine göre Türkiye'de TV satışları, öğrencilerin evde öğrenimi ve video oyun talebinin artmasıyla yıllık %17 arttı. 2021'de talebin 2020'nin yüksek baz etkisi sebebiyle yatay kalmasını ve maliyet tarafında, TV panel fiyatlarının 2021'de artmaya devam etmesinin (düşük arz ve yüksek talep koşulları sebebiyle) marjları olumsuz etkilemesi bekleniyor.

Türkiye Yurtiçi Beyaz Eşya Satışı (bin adet) – Yıllık Değişim (sağ)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Türkiye Beyaz Eşya İhracatı (bin adet) – Yıllık Değişim (sağ)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

Dayanıklı tüketim – Şirket beklentileri

- **Arçelik:** Arçelik hisseleri için ‘Endeksin Üzerinde Getiri’ önerimizi korurken hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı makro tahminlerimizde yapılan değişiklikten dolayı 35,0 TL’den 37,0 TL’ye yükseltiyoruz. 2021 yılı için cironun yıllık %25 büyüme (yurtiçi satış hacimlerinin %2, yurtdışı hacim büyümesinin %5 olmasını öngörüyoruz). Kasım/2020’den itibaren çelik ve plastik fiyatlarında yaşanan artışın 1Ç21’in ortasından itibaren beyaz eşya marjlarında hissedilmeye başlanacağını, dolayısıyla FAVÖK marjının 2021’de yıllık bazda 0,5 puan düşmesini öngörüyoruz. Şirketin toplam brüt borcunun temettü ödemesi ve işletme sermayesi ihtiyacının artışından dolayı 2021’de artmasını, dolayısıyla bu durumun Arçelik’in net kar büyümesini baskı kurabileceğini bekliyoruz.
- **Vestel Beyaz Eşya:** Vestel Beyaz Eşya hisseleri için ‘Endeksin Üzerinde Getiri’ önerimizi korurken hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı tahminlerimizde yapılan değişiklikten dolayı 38,0 TL’den 45,0 TL’ye yükseltiyoruz. 2021 yılı için cironun yıllık %30 büyüme beklerken, FAVÖK marjında 2020’nin yüksek bazından ve artan hammadde (plastik ve çelik) maliyetlerinden dolayı yıllık 3 puan düşüş öngörüyoruz. Vestel Beyaz Eşya’nın yüksek temettü dağıtımı hisseyi diğer BIST şirketlerinden ayırıştırıyor. 2020 yılı net karının %70’ini dağıtmasını öngörüyoruz (~%10 temettü verimine işaret ediyor). Değerlememizi ve önerimizi etkileyecek en önemli riskin TL’nin Avro karşısında aşırı değer kazancının ciro büyümesini olumsuz etkilemesi olduğunu düşünüyoruz.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mın TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Arçelik	30.54	35.00	37.00	%21	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	20,637	7.6	8.2	6.6	5.6	4.6	3.8	0.7	0.5	0.4	%6.6
Vestel Beyaz Eşya	39.80	38.00	45.00	%13	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	7,562	7.1	7.2	5.7	5.5	5.1	4.2	1.0	0.7	0.6	%9.9

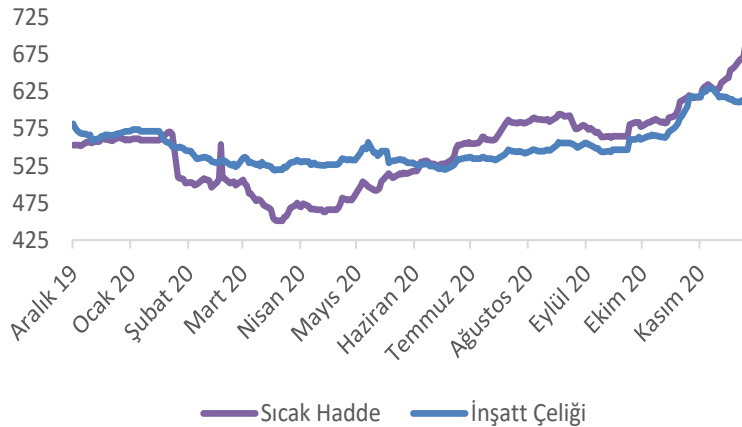
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Demir Çelik – Sektör görünümü

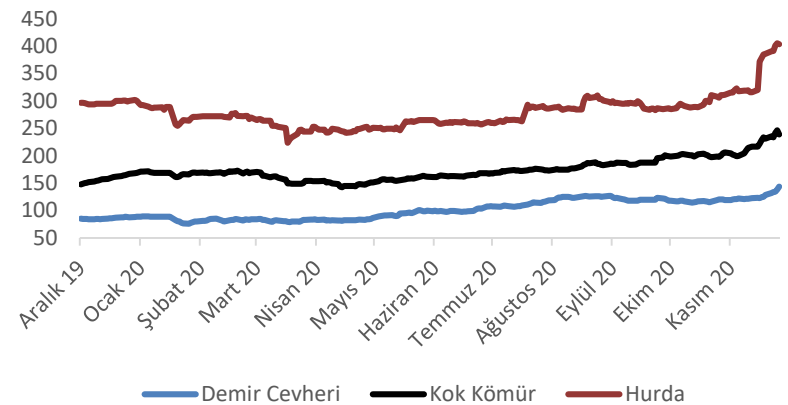
- Demir çelik satış fiyatları 2020 yılına başlarken yükselen ivme gösteriyordu. Ancak Mart – Mayıs döneminde Covid salgını nedeniyle fiyatlarda düşüş oluyor. Sıcak Hadde fiyatı Şubat ayındaki ton başına 560 dolar tepe noktadan Nisan ayında ton başına 450 dolar ile yılın en düşük seviyesine geliyor. Mayıs ayında itibaren Çin salgının etkilerinden hızlı kurtulmaya başladı. Çin global demir çelik tüketimin ve üretimin yarısını oluşturuyor. Çin de demir çelik talebi toparlama gösterince fiyatlarda toparlamaya başladı. Bu yıl ilerleyen aylarda devam etti. Mevcut durumda Sıcak Hadde fiyatı ton başına 690 dolarla tepe noktaya ulaştı. İnşaat çeliği de benzer trend izledi. Yılın başında ton başına 575 dolardan mevcut durumda ton başına 625 dolara ulaştı. Türkiye’de güçlü seyreden taleple global fiyatlardaki yükselişleri kendi fiyatlarına yansıtabiliyorlar. Yurtiçi demir çelik tüketimi 9Ay20’de yıllık %15 büyümeyle 21,9 milyon ton olarak gerçekleşti. 2021 yılın ilk yarısında yükselen demir çelik satış fiyatları trendinin devam etmesi öngörülüyor. Yılın ikinci yarısı için şimdilik fiyat yükselme eğilimin durması öngörülüyor. Yurtiçi demir çelik talebin 2021 yılında güçlü kalması bekleniyor.
- Dünya Demir Çelik Birliği 2020 yılında global demir çelik satış hacminde yıllık %2,4 daralma beklerken, 2021’de %4 büyüme ile bu rakamın 1,8 milyar tona ulaşmasını öngörüyor. Bunun arkasında gelişmiş ülkelerde 2020’de %15 daralma olacağı beklentisinin ardından, kısmi toparlanma ile %8 büyüme bekleniyor 2021’de. Çin hariç gelişmekte olan ülkelerde özellikle altyapı yatırımların hız kazanacağı düşüncesiyle demir çelik tüketiminde 2021 yılında yıllık %11 büyüme bekleniyor. Çin’de tüketimin 2020’de yıllık %8 büyüme beklentisinin ardından 2021 de yata bir seyir öngörülüyor.

Çelik fiyatları, \$/ton



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Hammadde fiyatları, \$/ton



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Demir Çelik – Şirket beklentileri

- **Ereğli Demir Çelik:** Değerleme yöntemimizi değiştirdik; %50 İNA + %50 global benzer şirketler çarpanları yerine global benzer şirketler 2021T medyan FD/FAVÖK çarpanı olan 6,0x aldık. Demir çelik şirketleri emtia fiyatlardaki döngüsel hareketlere hassas oldukları için bu tür değerlemenin daha doğru olacağını düşünüyoruz. Buna göre Ereğli Demir Çelik için 12 aylık hedef fiyatımızı 11,90 TL'den 17,50 TL'ye revize ediyoruz ve Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Demir cevheri hammaddesinde yaşanan arz sıkıntıları ile 3Ç20'de fiyatı ton başına 120 dolarla tepe yaptı. Demir cevher arzında sıkıntılar aşılmaya başlandı ve fiyatı düşmeye başladı. 4Ç20'de fiyatı 110 dolar seviyelerinde olması bekleniyor. Artan satış fiyatları ve düşen hammadde fiyatları ile ton başına FAVÖK'deki olumlu trendin önümüzdeki çeyreklerde devam etmesini bekliyoruz. Şirket güçlü serbest nakit akımı yaratmaya devam ediyor, böylece Eylül sonunda bilançoda 6 milyar 143 milyon TL net nakit pozisyonu var. 1,4 milyar dolarlık yatırım projesinin 2021 sonu veya 2022 başı tamamlama beklentisiyle 1 milyon ton ilave üretim kapasitesi (yaklaşık %10 artış) olacak. Düzenleyici kuruluşların bu yıl şirketlerin temettü ödemelerine koyduğu sınırlama kaldırıldığı zaman, Ereğli Demir Çelik yüksek temettü ödemesini bekliyoruz. Hisse başına 1,90 TL temettü ödemesi olabileceğini, verimi de %19 olarak hesaplıyoruz.
- **Kardemir D:** Sektörde ve şirketin faaliyet performansının güçlü kalmaya devam etmesiyle referans çarpanı 4,5x'den 5,0x' çektik. Buna göre Kardemir 12 aylık hedef fiyatı 6,00 TL'den 7,50 TL'ye revize ediyoruz. Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Demir çelik sektöründe olumlu trend devam ediyor. Demir çelik satış fiyatları yıllık ve dolar bazda çift haneli yukarıda. Hammadde fiyatları daha az yükseliş gösterdi. Kok kömür fiyatları yıllık bazda aşağıdayken, demir cevher fiyatları yukarıda ancak Kardemir demir cevher ihtiyacının yaklaşık %75'ini yurtiçinde tedarik edip global fiyatların altında maliyeti var. Kardemir döviz bazlı kazancı olduğundan faaliyetleri kur oynaklığından korunuyor. Şirket bölgede tek ray ve tren tekeri üreticisi ve yurtiçinde tek çubuk kangal üreticisi. Orta Anadolu ve Karadeniz bölgelerinde Kardemir en büyük uzun çelik (özellikle kütük ve inşaat çeliği) üretici. Diğer demir çelik üreticilerde olduğu gibi demir çelik sektör döngüsü aşağı yöne dönünce Kardemir'in karlılığı olumsuz etkileniyor.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Ereğli Demir Çelik	14.93	11.90	17.50	%17	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	52,255	9.2	6.9	6.2	7.9	5.2	4.0	1.4	1.2	0.9	%6.3
Kardemir (D)	5.65	6.00	7.50	%33	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	4,408	n.m.	8.0	7.2	6.3	3.8	3.6	1.0	0.9	0.8	%0.0

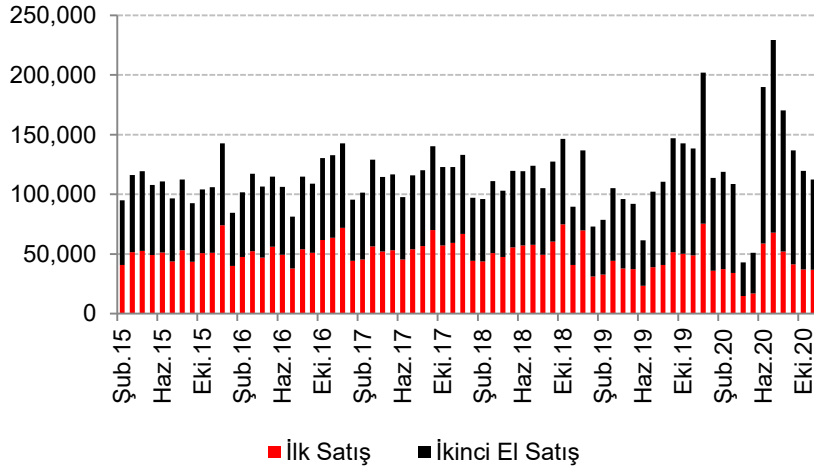
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

GYO – Sektör görünümü

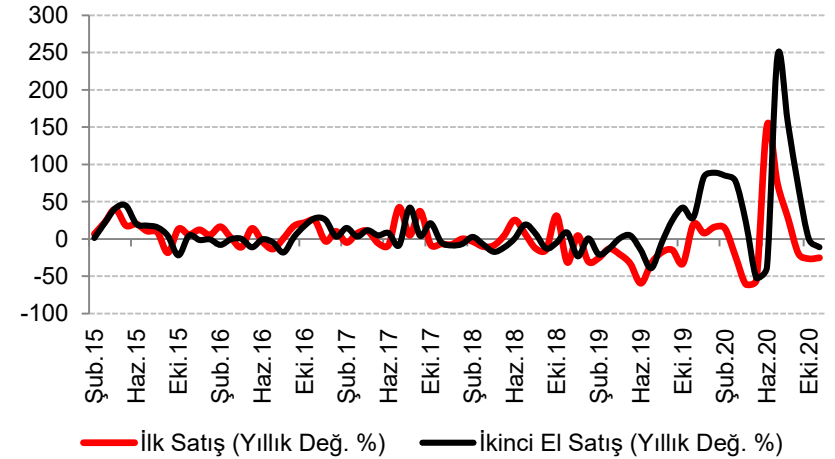
- **Türkiye’de toplam konut satışları 11A20’de yıllık %21,5 artış ile 1.39 milyon adede ulaştı.** Bu dönemde yeni konut satışları yıllık %0,8 düşüş gösterirken, ikinci el konut satışları yıllık %35,2 artış gösterdi. Satışlardaki artış, Haziran-Ağustos aylarındaki düşük konut kredi faizleri (aylık %0,76) ve karantina önlemleri nedeniyle ertelenen talepten kaynaklandı. Faiz oranlarındaki düşüş ile birlikte kredili satışların toplam satışlar içerisindeki payı 11A20’de, geçen senenin aynı dönemindeki %25’ten %40’a yükseldi. Yüksek talep konut fiyatlarında güçlü bir artışa yol açtı. Böylece konut fiyatları Kasım ayında TÜFE’nin neredeyse iki katı kadar yıllık yaklaşık %28 nominal ve %14 reel artış gösterdi.
- **Konut satışları konut kredi faizlerindeki artışa bağlı olarak Eylül ayından itibaren ivme kaybetmeye başladı.** Yüksek faiz ortamının 1Y21’de de devam etmesi bekleniyor. Aylık konut kredisi faizleri şu anda yaklaşık %1,5 seviyesine yükselmiş durumda. Bu durum, satın alma gücünü zayıflatmakta. USD / TL paritesinin stabilize olması konut alıcılarının davranışını etkileyen destekleyici faktör olsa da, konut satışlarının yüksek kredi faz oranları nedeniyle 1Y21’de zayıf kalacağını tahmin ediyoruz.

Türkiye Yeni & İkinci El Konut Satışları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Türkiye Konut Satışları (% Değişim)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

GYO – Şirket beklentileri

- **Emlak GYO:** Emlak GYO için 12 aylık hedef fiyatımızı tahminlerimizi güncellememizden dolayı 2,40 TL'den 2,60 TL'ye yükseltiyoruz ve önerimizi 'Endeks Üzeri Getiri' olarak koruyoruz. Emlak GYO hisseleri en son açıklanan 9A20 NAD (Net Aktif Değeri) hisse başı 5,16 TL'ye göre %58 iskontolu işlem görmektedir. 2021'de artan faiz oranlarının (şu an aylık konut kredi faiz oranı %1,5; yıl içi en düşük gördüğü seviye aylık %0,76) olumsuz etkisiyle gelir paylaşımı modeli projelerinin azalacağını öngörüyoruz. Diğer yandan, önümüzdeki çeyreklerde Emlak GYO'nun yüksek sayıda konut teslimatlarının bilançoya olumlu yansımaları bekliyoruz.
- **Torunlar GYO:** Torunlar GYO 12 aylık için hedef fiyatımızı tahminlerimizi güncellememizden dolayı 4,10 TL'den 4,60 TL'ye yükseltiyoruz ve önerimizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz. Torunlar GYO hisseleri en son açıklanan 9A20 NAD (Net Aktif Değeri) hisse başı 8,03 TL NAD'ye göre %51 iskontolu işlem görmektedir. 2021'de kira gelirlerinin yıllık %15 artışla 565 milyon TL'ye yükselmesini (2020 tahmini kira geliri 490 milyon TL) öngörüyor ve şirketin borç azaltımının devam etmesini bekliyoruz. Bilanço tarafında ise, 2021 yılından artan faiz ortamı, Torunlar GYO'nun faiz giderlerini artmasına sebep olacaktır. Toplam borcun 3 milyar TL'lik kısmı TL cinsinden ve bunun yarısı 2021'de yüksek faiz oranları ile re-finance olacaktır.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Emlak G.M.Y.O.	2.16	2.40	2.60	%20	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	8,208	9.1	7.7	7.9	9.4	8.2	8.4	1.8	1.9	1.9	%1.1
Torunlar G.M.Y.O.	3.94	4.10	4.50	%14	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	3,940	6.5	5.2	4.5	14.7	14.9	13.7	8.1	8.3	7.7	%1.3

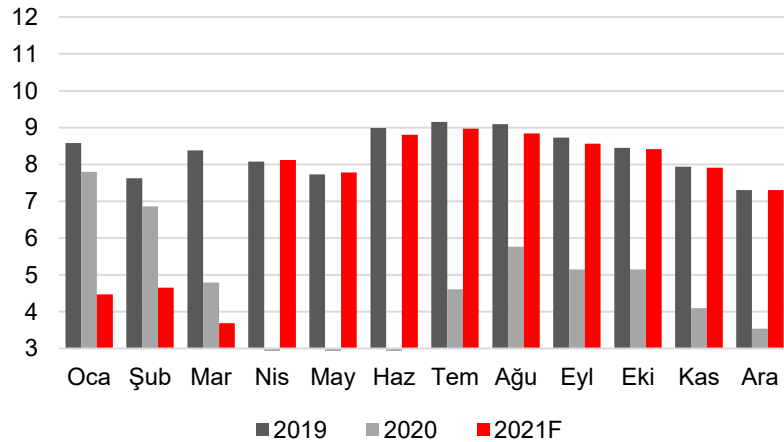
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Havacılık sektörü

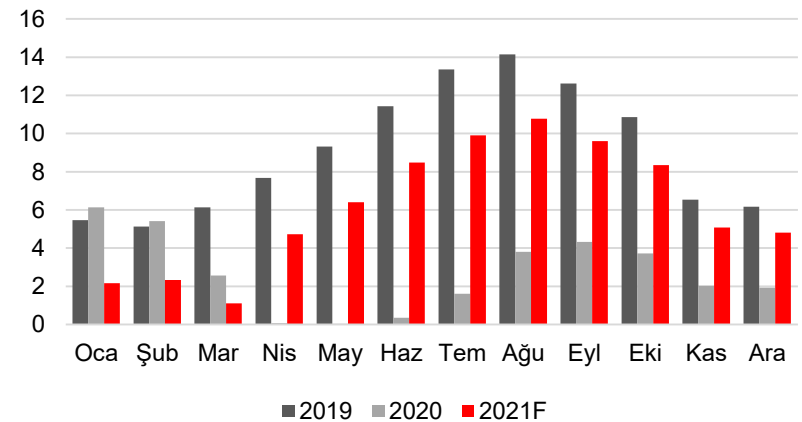
- 2020 yılına başlarken havacılık sektörünün 2019'dan devraldığı tema ile güçlü talep ve maliyet kontrollerinin olumlu etkilerinin yaşanacağı bir dönem bekliyorduk. Ancak, Covid-19 pandemisi ve takip eden tedbirler nedeniyle yıl havacılık sektörü için kaba dönüştü. Bunun sonucu olarak 2020 yılı sektör adına daha çok hayatta kalma adına likidite ve maliyet kısıtlamaları odağında geçti.
- Kısa vadeli görünüm Covid-19 vakalarındaki yüksek seyir ve yeni varyant nedeniyle alınan ilave tedbirler sebebi ile olumsuz gözükse de olumlu aşı gelişmeleri sayesinde orta ve uzun vade için umutlu olmak için somut gerekçeler bulunuyor. Aşılama hızı ile ilgili gelişmelerin havacılık sektörü şirketlerinin hisse performansları üzerinde etki olacaktır.
- Önemli sorunlar ve belirsizliklerin devam ettiğini akıldan çıkarmamakla beraber 2021 yılının Türk havacılık sektörü için geçtiğimiz yıldan daha iyi bir yıl olacağını bekliyoruz. Ancak zayıf talep ortamının ikinci çeyreğin ortasına kadar devam edebileceğini de göz önünde bulunduruyoruz. Buna rağmen yıl için toplam yolcu sayısında %96'lık bir artış öngörüyoruz. Yurt içi yolcu sayısının 2019'un %88'ine, yurt dışı yolcu sayısının %67'sine ulaşmasını bekliyoruz. Tam toparlamanın ise 2022 sonu doğru ulaşılacağını düşünüyoruz.
- Hava yolu şirketlerinden yıl içerisinde filo yapılandırmaları konusunda yeni gelişmeler duyabiliriz. Bu yönde atılacak adımların şirketlerin nakit akışları açısından olumlu etkileri olacaktır.
- 2021 yılı görünümü açısından aşı üretimi ve aşılama hızında yaşanabilecek gecikmelerin en önemli risk faktörleri olduğunu düşünüyoruz.

Yurt içi yolcu trafiği, mln



Kaynak: DHMI, AK Yatırım Araştırma

Yurt dışı yolcu trafiği, mln



Kaynak: DHMI, AK Yatırım Araştırma

Havacılık sektörü - Şirketler

- **Pegasus Hava Taşımacılığı:** Şirket için olumlu görüşümüzü 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemiz ve 90.00 TL/hisse hedef fiyatımız ile koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız Pegasus'un daha olumlu likidite görünümünü yansıtmaktadır. Toparlanma yılında Şirket'in ana odak noktasının likidite ve maliyet yönetimi olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Talep tarafındaki düzelmenin uzun uçuşlara göre kısa hatlarda ve Pegasus gibi bütçeli hava yolu şirketlerinde daha hızlı olacağını tahmin ediyoruz. Bunun ile beraber, Pegasus'un 5.9x 2021F FD/FAVÖK çarpanı benzer şirket ortalamasına göre iskontoludur. Değerlememize olan önemli risk faktörleri arasında seyahat yasaklarının uzaması, aşılanın yaygınlaşma hızının beklentilerden yavaş olması bulunmaktadır.
- **Türk Hava Yolları:** Yüksek borçluluğu nedeniyle THY için temkinli görüşümüzü 'Nötr' tavsiyesi ile koruyoruz. Şirket için 2021 tahminlerimizin gerçekleşmesi yönetimin aldığı aksiyon planının etkili uygulanmasına bağlı olacaktır. Diğer taraftan, 2020 yılında başarılı bir şekilde yönetilen kargo operasyonlarının 2021'de de operasyonel karlılığa önemli katkı yapmaya devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, yakın zamanda kurulmasına karar verilen kargo şirketinin bir süre sonra stratejik bir ortaklığı da gündeme getirebileceğini düşünüyoruz. Bu iş kolunun beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen performansını dikkate alarak THY için hedef fiyatımızı 12.00 TL olarak güncelliyoruz (önceki 11.00 TL). Değerlememize olan önemli risk faktörleri arasında seyahat yasaklarının uzaması, aşılanın yaygınlaşma hızının beklentilerden yavaş olması bulunmaktadır.
- **TAV Havalimanları:** TAV için cazip değerlemesini göz önünde tutarak 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımızda yaptığımız 22.00 TL'den 25.00 TL'ye olan değişiklik daha olumlu 2021 görünümünden kaynaklanmaktadır. 2021 için en önemli gündem maddelerini Kazakistan Almaty Havalimanı'nın satın alım işlemlerinin tamamlanması, Tunus'un borç yapısının yeniden yapılandırılması ve Rusya ile Gürcistan arasındaki uçuşların yeniden başlaması oluşturacaktır. Bunun yanında daha önce DHMI tarafından Atatürk Havalimanı'nın erken kapatılması nedeniyle 2019 ve 2020 yılları için yapacağı ödemenin 2020 yılına ait kısmı ile ilgili ödeme miktarı/yönteminde bir değişiklik olabileceğini göz ardı etmiyoruz. Değerlememize olan önemli risk faktörleri arasında seyahat yasaklarının süresi ve aşılanın yaygınlaşma hızı yanında yeni bir inorganik büyüme kararı bulunmaktadır.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mın TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Pegasus Hava T.	73.25	60.00	90.00	%23	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	7,493	n.m.	24.9	7.9	29.0	7.2	5.9	4.5	2.6	1.9	%0.0
Türk Hava Yolları	12.91	11.00	12.00	-%7	Nötr	Nötr	17,816	n.m.	12.1	2.9	16.4	7.6	6.0	3.0	2.0	1.4	%0.0
Tav Havalimanları	20.96	22.00	25.00	%19	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	7,614	n.m.	14.8	13.6	43.4	9.4	8.1	5.1	2.8	2.7	%0.0

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Holdingle – Şirketler

- Koç Holding:** 12 aylık hedef fiyatı 23,50 TL olarak hesaplıyoruz, buna göre de %14 yukarı potansiyeli bulunmaktadır. Koç ailesinin kendi içsel yapısını kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde oluşturmuş, Temel Ticaret adlı yatırım şirketi ile istikrarlı hissedarlık sağlıyor. Net Aktif Değerinin yaklaşık %85'i halka açık şirketlerden oluştuğundan faaliyetlerde şeffaflık söz konusu. Koç Holding'in portföyü dengeli bir şekilde defansif (toplam varlıkların %55'i) ve büyüme (toplam varlıkların %45'i) şirketleri arasında dağılmış durumda. Koç Holding kombine cironun %50'sinden fazlası döviz ve dövize endeksli olduğundan defansif niteliklere sahip. Yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda Covid-19 salgını sonrası talep toparlanmaları ve potansiyel kurumsal finansman hareketleri - birleşmeler, satın almalar, şirket/varlık satışları v.b – hisse için katalizör etkisi görebilir.
- Doğan Holding:** Doğan Holding'in 12 aylık fiyat hedefini 3,25 TL'den 3,90 TL'ye revize ettik. Uyguladığımız holding iskontosunu azalttık. Bu hedef değere göre de %27 yukarı potansiyel var. Türkiye'nin önde gelen holding şirketlerinden olan Doğan Holding için değerlemesinde parçaların toplamı metodunu kullandık. 2018'in ikinci çeyreğinde medya varlıklarının satışı ardından, Doğan Holding yüklü miktarda nakde sahip oldu (470 milyon USD). Nakit olmayan varlıklara yaklaşık 1 milyar dolar değer biçiyoruz. Doğan Holding'in kurmakta olduğu yatırım bankası 2021 yılında faaliyete geçmesi programlandı, sektöre ilk giren önemli oyuncu avantajı elde edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, çeşitli sektörlerde varlık satın alım imkanlarını araştırıyor. Şirket otomotiv yan sanayi, kimya ve paketlenme sektörlerine ilgi duyduğunu açıkladı. Temmuz'da 57,8 milyon Euro'ya ambalaj şirketi satın alındı. Kimya sektöründe kompozit malzeme gibi yüksek teknoloji ile katma değer sağlayan şirketler peşinde.
- Tekfen Holding:** Yeni makro tahminlerimizi dikkate alarak Tekfen Holding için 19,50 TL olan hedef fiyatımızı 20,50 olarak revize ettik. Yukarı potansiyelini göz önünde bulundurduğumuzda, Tekfen Holding'in 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyesini hakettiğini düşünüyoruz. Hisse performansı açısından 2021'de de yeni inşaat projeleri ve 2020 yılında zayıf performans gösteren inşaat segmentinin karlılığı etkili olacaktır. Biz tahminlerimizde Tekfen Holding'in yılda 500 milyon \$'lık yeni inşaat projesi ekleyebileceğini öngörüyoruz. Şirket'in Libya'dan alacaklarıyla ilgili gelişmeler de hisse performansı açısından belirleyici olacaktır.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı	Tavsiye		P.Değ	F/K			F/DD			Özsermaye K.			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni	Pot.	Eski	Yeni	mn TL	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2021T
Koç Holding	20.62	19.68	23.50	%14	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	52,290	5.7	4.3	3.4	0.9	0.7	0.6	19.1%	18.9%	19.5%	%1.5
	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı	Tavsiye		P.Değ	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni	Pot.	Eski	Yeni	mn TL	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2021T
Doğan Holding	3.06	3.25	3.90	%27	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	8,008	3.8	2.9	2.2	6.1	5.0	3.4	0.5	0.4	0.3	%4.3
Tekfen Holding	16.55	19.50	20.50	%24	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	6,124	25.1	7.9	9.7	8.0	3.6	4.2	0.5	0.4	0.4	%1.2

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

İçecek – Şirketler

- **Anadolu Efes:** Olumlu görüşümüzü 28.00 TL/hisse yeni hedef fiyatımız ile sürdürüyoruz (önceki 24.73 TL). Hedef fiyatımızdaki güncellemede Coca Cola İçecek için daha yükselttiğimiz beklentilerimiz ve 2020 yılı içerisinde bira tarafında tahminlerimizin üzerinde gerçekleşen satış ve karlılık etkili oldu. Yerinde satış kanalı için olumsuz koşullar dikkate alındığında, Anadolu Efes'in yıl içinde hem yurt içi hem de yurt dışında yakaladığı operasyonel performans oldukça başarılıydı. Maliyet tarafında alınan önlemlerin 2021 yılında da devam edeceğini, diğer taraftan Covid-19 tedbirlerinin kalkmasıyla hacim tarafında yakalanacak artışın bu iyi performansı devam ettireceğini düşünüyoruz. Bira grubu olarak baktığımızda 5,5 FD/FAVÖK ile işlem gören Anadolu Efes, 5 yıllık ortalamasına %42, benzer şirketler ortalamasına göre ise %50 iskontoludur.
- **Coca Cola İçecek (CCİ):** Cazip değerlemesini göz önünde tutarak CCİ için 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizi koruyoruz (2021T FD/FAVÖK: 5,4 vs. benzer şirket ortalaması 8,1). Yurt içi için daha iyimser beklentilerimiz nedeniyle hedef fiyatımızda hafif bir yukarı revizyon yaptık (yeni: 80,00 TL/hisse, önceki: 75,00 TL/hisse). Şirket'in zayıf bir turizm sezonuna rağmen Covid-19 tedbirlerinden sonra gösterdiği performans ileriki dönemler için de oldukça umut vericiydi. Ayrıca, önümüzdeki dönemde hacim artışı yanında maliyetler üzerinde alınan önlemlerin devam etmesiyle karlılıkta 2020 seviyeleri yeniden yakalanabileceğini düşünüyoruz. CCİ'nin önümüzdeki dönemde satış miksi ve fiyatlama üzerinde odaklanmaya devam etmesini bekliyoruz. Bunun ile birlikte 2021 yılı içerisinde bir inorganik büyüme adımı da olabileceğini düşünüyoruz.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Anadolu Efes	23.42	24.73	28.50	%22	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	13,867	9.9	11.8	8.4	3.4	3.4	3.2	0.6	0.6	0.5	%10.4
Coca Cola İçecek	62.50	75.00	80.00	%28	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	15,898	9.7	10.0	7.8	5.5	5.4	4.8	1.2	1.0	0.9	%5.2

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* Prices as of January 10, 2020

Madencilik – Şirket beklentileri

- **Koza Altın:** Karapınar Projesi yakın vadede üretimi destekleyecek. Koza Altın, Karapınar projesinde fizibilite çalışmalarını tamamladıktan sonra rezerv tabanına yaklaşık 180 bin ons altın ve 175bin ons gümüş eklediğini açıkladı. Şirket, burada üretimin 2Ç21 itibarıyla başlamasını bekliyor. Projenin faaliyete geçmesi ihtiyaç duyulan yatırım harcamasının sınırlı olacağını ve Karapınar'dan çıkarılan cevherin Ovacık Tesisinde işleneceğini tahmin ediyoruz. Projeden 2020/2021 ve 2022 yıllarında 60 bin 90bin ve 30bin ons ek üretim katkısı görüyoruz. Karapınar porjesinin devreye girmesinin, şirketin üretiminde öngördüğü düşüşü telafi edeceğini ve yakın dönem değerlendirme çarpanlarını daha cazip hale getireceğini tahmin ediyoruz.
- Karapınar'ın projesinin katkısıyla 2021/2022'de altın üretiminde %1 / %2'lik bir artış görüyoruz. Azalan rezerv ömrünün yakın vadede telafi edecek olan Karapınar projesiyle Koza Altın'ın üretiminin 2021'de 273 ons, 2022'de 281koz'a çıkmasını bekliyoruz. 2021'de ons başına nakit maliyetlerin % 2'lik bir artışla 617 dolar olmasını öngörüyoruz. Bu öngörülerimiz neticesinde 2021'de %23 gelir ve %24 FAVÖK artışı bekliyoruz.
- Artan mevduat faizleri, 2021'de net kar büyümesini destekleyecek. Koza Altın'ın 2020 yılını 6,4 milyar TL'lik net nakit (mevcut piyasa değerinin% 44'ü) varlığıyla tamamlamasını bekliyoruz. Şirket nakit varlıklarının önemli kısmını TL mevduat olarak değerlendiriyor. Şirketin Ekim ayında itibaren hızlı şekilde artış gösteren mevduat faizlerinden önemli ölçüde yarar sağlamasını bekliyoruz. 2021'de şirketin yatırım gelirlerinde öngördüğümüz % 110'luk artış neticesinde, %40 net kar artışı öngörüyoruz.
- Mollakara'nın büyük bir potansiyeli var ancak mevcut rezerv rakamı sınırlı bir artış sunuyor. Koza Altın, ilk fizibilite çalışmalarının da işaret ettiği üzere, Mollakara madenine toplam 9-10 ton altın (260koz tenörlü ayarlı) üretmek için 150 milyon dolar yatırım yapmayı düşündüğünü birkaç ay önce açıklamıştı. Başlangıçta beklenen üretimden sınırlı 40 milyon dolar muhtemel değerlendirme katkısı hesaplıyoruz. Öte yandan şirket, maden bölgesinde metalürjik testlerin devam ettiğini ve üretimi 23-25 tona çıkarma potansiyeline sahip olduğunu belirtti. Üretim rakamlarının olası artışı değerlememiz üzerindeki en büyük risk unsuru.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı	Tavsiye		P.Değ	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni	Pot.	Eski	Yeni	mn TL	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2021T
Koza Altın İşletmele	95.25	113.50	121.00	%27	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	14,526	6.8	4.9	4.6	3.7	1.9	0.8	2.4	1.3	0.5	%0.0

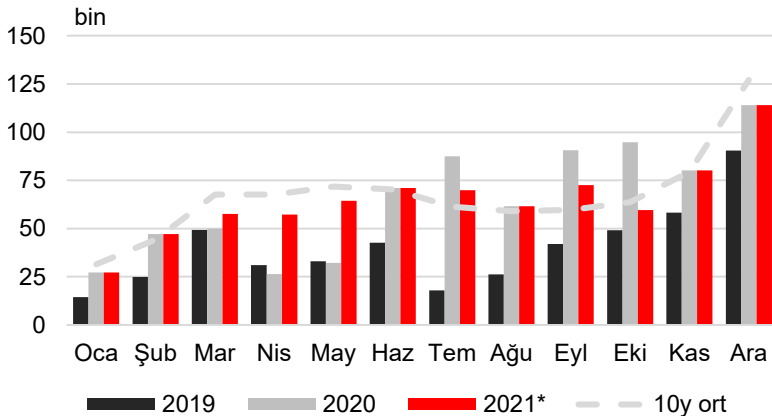
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibarı ile

Otomotiv sektörü

- Yurt içi talebi 2020 yılında zayıflayan TL, artan faiz oranları, vergi düzenlemeleri, zayıf tüketici güveni ve Covid-19 kaynaklı arz sorunları gibi olumsuzluklara rağmen beklentilerin oldukça üzerinde bir direnç gösterdi. Bu ortamda toplam hafif araç (otomobil + hafif ticari araç) satışlarının yılı %63'lük artış ile 780bin seviyesinden kapatacağını hesaplıyoruz.
- Son beş yılın aksine 2020 yılında hafif ticari araç satışları otomobil satışlarına göre daha iyi bir performans gösterdi. Bu tüketici güvenine göre reel kesimin güveninin daha yüksek olduğunu gösteriyor.
- 2020 yılında yaşanan bu güçlü talebin birikmiş talebin yanında kurda yaşanan artışların fiyatlara yansımaları riskine karşı öne çekilmiş talebin de etkili olduğunu düşünüyoruz. Diğer taraftan Covid-19 sonrası toplu taşımadan bireysel araç kullanımına da bir miktar kayış olduğunu söyleyebiliriz. Yine de araç satışlarının 2020'de ancak 10 yıllık ortalamasına yakınsadığını göz önünde bulundurduğumuzda, talebin bu seviyelerde sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. Dolayısı ile 2021 yılında toplam pazarın 780-800 bin adet olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz. İlk çeyrek geçtiğimiz yılın aynı dönemi ile paralel, ikinci çeyrek baz etkisiyle güçlü, yılın ikinci yarısı ise yüksek baz etkisiyle 2020'nin ikinci yarısına göre düşük geçebilir.
- Karlılık tarafında pazarama giderlerindeki düşüş, maliyetler üzerinde alınan tedbirler ve yurt içi satışların toplam içindeki payının artması sayesinde 2020'de yaşanan iyileşmenin 2021'de bir miktar normalleşmesini bekliyoruz.
- Değerleme ve tahminlerimize ana risklerin talep görünümü ve faiz oranlarındaki değişimler olduğunu düşünüyoruz.

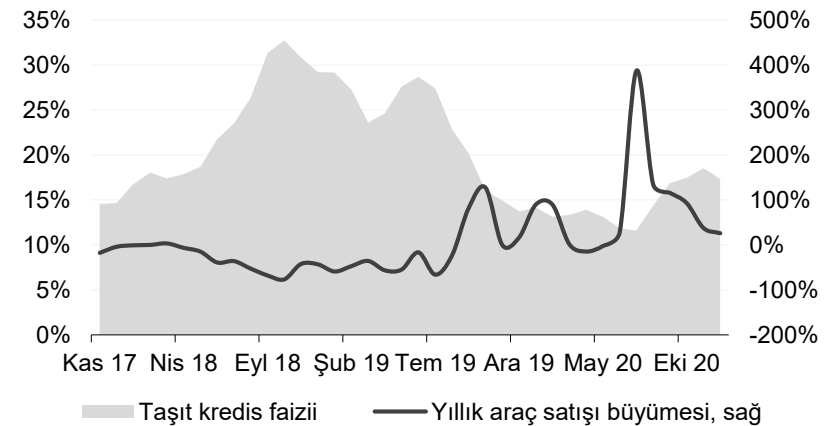
Aylık hafif araç satışları, bin adet



* AK Yatırım tahmini

Kaynak: ODD, AK Yatırım Araştırma

Aylık taşıt kredisi faiz oranları



Kaynak: ODD, TCMB, AK Yatırım Araştırma

Otomotiv sektörü – Şirketler

- **Ford Otosan:** Şirket için 105.00 TL olan hedef fiyatımızı karlılık görünümündeki daha olumlu bakışımız sayesinde 140.00 TL/hisse olarak revize ederken, 'Nötr' tavsiyemizi koruyoruz. Ford Otosan'ın ihracat odaklı iş modeli ve Avrupa'daki van segmentine olan güçlü seyreden talep cazibe noktaları. Ayrıca Şirket'in euro bazlı kontratlarının olası kur dalgalanmalarında koruyucu olduğunu düşünüyoruz. Yakın zamanda açıklanan kapasite artışı ve batarya üretimi ile ilgili yapacağı yatırım planının detaylarının hisse açısından yakın vadeli itici güç olabileceğini düşünüyoruz. Şimdilik bu projeler tahminlerimizde bulunmamaktadır. Değerlememize önemli risk faktörleri arasında yurt içi veya yurt dışı talebinde potansiyel zayıflama bulunmaktadır.
- **Tofaş Oto:** 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizi 37.50 TL/hisse hedef fiyat ile koruyoruz (önceki: 35.00 TL). Hedef fiyatımızdaki değişiklik yurt içi satış performansının beklentimizin üzerinde devam etmesi ve yeni makro tahminlerimizden kaynaklanmaktadır. Doblo kontratının yenilenmesi ile ilgili belirsizliğin ortadan kalkması (3. çeyreğe kadar açıklanmasını bekliyoruz) ve FCA/PSA birleşmesinin Tofaş'a olacak etkilerinin açığa kavuşması 2021'de yatırımcılar tarafından yakından izlenecektir. Tahminlerimizde Tofaş'ın pazar payında 2021 bir miktar normalleşme olmasını öngörürken, ihracat hacminde makyajlanan Tipo/Egea modeli ve düşük baz etkisi sayesinde artış bekliyoruz. Tofaş hissesi 5,0 2021T FD/FAVÖK ile yurt dışı benzerlerinin ortalamasının oldukça altında işlem görmektedir. Değerlememize önemli risk faktörleri arasında yurt içi veya yurt dışı talebinde potansiyel zayıflama ve beklentilerimizin üzerinde üretim maliyetleri bulunmaktadır.
- **Türk Traktör:** 12 aylık hedef fiyatı 130,00 TL'den 180,00 TL'ye revize ediyoruz. Tahminlerimizde 2021'den itibaren daha yüksek FAVÖK marjı varsayımı yaptık. Daha önce %15 olarak aldığımız FAVÖK marjını %17'ye getirdik. AB çevre kuralların yürürlüğe girmesi ile daha yüksek maliyetli ve dolayısıyla daha yüksek fiyatlı traktörlerin satışı bekliyoruz. Ayrıca benzer global şirketlerin çarpanlarını da değerlememize dahil ettik. Revize hedef fiyat ile Nötr önerimizi koruyoruz. Covid salgını sonrası dönemde yurt dışı pazarların toparlanması beklenebilir. Türk Traktör ihracatı da tekrar büyüme trendine dönmesi beklenebilir. Covid salgını döneminde gıda ve tarımın önemi vurgulandı, bu algı salgın sonrası da devam edebilir.

Değerlemeler

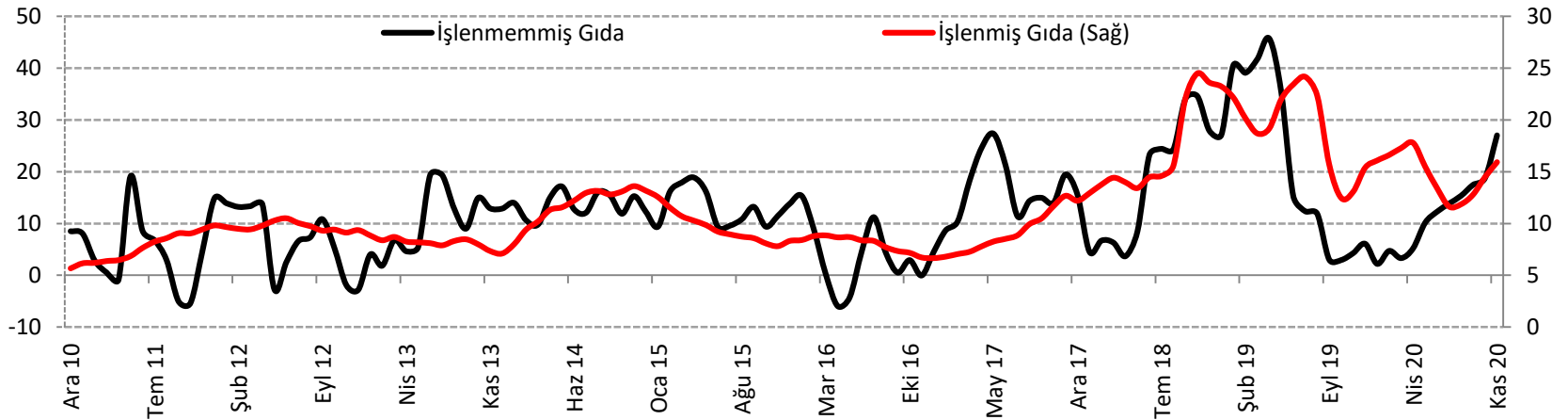
	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ m TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Ford Otosan	126.30	105.00	140.00	%11	Nötr	Nötr	44,320	11.2	10.9	10.1	9.7	7.9	7.4	1.0	0.8	0.7	%7.2
Tofaş	33.96	35.00	37.50	%10	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	16,980	8.8	6.8	6.6	6.2	5.0	4.8	0.8	0.6	0.6	%7.3
Türk Traktör	165.60	130.00	180.00	%9	Nötr	Nötr	8,838	12.4	11.5	9.2	7.7	6.6	5.3	1.3	1.0	0.8	%7.2

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Perakende – Sektör görünümü

- Gıda perakende sektörü evde tüketimin artmasından dolayı cirolarında yaşanan ciddi artışla pandemiden olumlu etkilenen sektörlerden biri oldu.** 2020 yılında gıda perakendecilerinin satış gelirlerinde meydana gelen yıllık yaklaşık %25-%35'lik büyüme, yılın başındaki ilk beklentilerin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşti. Güçlü ciro büyümesi aynı zamanda marjları da olumlu etkiledi. Satış gelirlerindeki artış, esas olarak, karantinalar ve sağlık önlemleri nedeniyle müşteri trafiğinde meydana gelen düşüşe bağlı olarak sepet büyüklüklerinin artmış olmasından kaynaklandı. 2021 için ortalama TÜFE artışı beklentimiz %13,5 seviyesinde. 2021 yılında aşının yaygınlaşması ile birlikte turizm sektöründeki iyileşmenin gıda perakendecilerinin birebir satış büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, özellikle 1Y21'deki yüksek enflasyon ortamı, perakendecilerin marjlarını çoğunlukla stok kazançları yoluyla destekleyecektir. Satış alanı büyümesi açısından, indirimli marketlerinin (BİM, A101 ve ŞOK) 2021'deki yeni mağaza açılışlarının, toplamda 2-3 bin yeni mağaza ile 2020 ortalamasına benzer olmasını bekliyoruz.
- Kademeli normalleşme.** Pandeminin kademeli bir şekilde ortadan kalkması ile birlikte karantina önlemlerinin hafiflemesi ile gıda perakendecilerinin 2020'de rekor seviyelere yükselen ciro büyümeleri ve marjlarının 2021'de normalleşmesini bekliyoruz. 2021 yılı için asgari ücret artışının, bizim beklentilerimiz olan 2020 yılsonu manşet TÜFE artışı %13,7 ve 2021 yılsonu için %11,5'in üzerinde, % 22 seviyesinde oldu. Perakendecilerin çalışanlarının çoğunlukla asgari ücret üzerinden maaş aldığı düşünüldüğünde, personel giderlerindeki artış, mağaza verimlilikleri arttırılmadığı takdirde perakendecilerin marjları üzerinde baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, yüksek ücret artışının harcanabilir gelir seviyesi ve tüketim üzerindeki olumlu etkisi marj baskısını sınırlayabilir. Migros, €42mn açık pozisyonu nedeniyle sektörde kur riskine maruz kalan tek isim. TL'nin Euro karşısında olası yüksek değer kaybı şirketin güçlü operasyonel performansını gölgeleyebilir.

Gıda Enflasyonu (Yıllık değişim)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Perakende – Şirket beklentileri

- **Bim:** Bim hisseleri için 'Endeksin Üzerinde Getiri' önerimizi korurken hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı tahminlerimizi güncellememizden dolayı 80,0 TL'den 85,0 TL'ye yükseltiyoruz. Şirket güçlü finansal yapısı ve defansif iş modeliyle öne çıkıyor. 2021 yılında Bim'in Türkiye'de 850 yeni mağaza (FİLE dahil) açmasını öngörüyoruz. Bim'in diğer indirimli market zincirleriyle (Şok ve A101) rekabetinin 2021'de devam etmesini ve bu durumun trafik büyümesini baskı altında tutmasını bekliyoruz. Diğer yandan, artan enflasyon hem ciro büyümesini hem de marjları 2021'de destekleyecektir. 2021 yılı için yıllık %25 büyüme beklerken, FAVÖK marjında 2020 yılının yüksek baz etkisinden dolayı yıllık 1 puan düşüş öngörüyoruz.
- **Bizim Toptan:** Bizim Toptan hisseleri için 'Nötr' önerimizi ve hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı 17,0 TL olarak koruyoruz. Diğer perakendecilerde olduğu gibi 2021'de artan enflasyon ile ciro büyümelerini desteklenmesini öngörüyoruz. Ayrıca, hızlı büyüyen SEÇ frençayz format ve aşının yaygınlaşmasıyla daha iyi olması tahmin edilen turizm aktivitesi 2021'de ciro büyümesini destekleyecek. 2021 yılı için yıllık %24 büyüme beklerken, FAVÖK marjında yıllık 0,2 puan artış öngörüyoruz. Uzun vadede, şirket dijitalleşmeyi arttırarak satış verimliliğini iyileştirmeyi planlıyor.
- **Migros:** Migros hisseleri için 'Endeksin Üzerinde Getiri' önerimizi korurken hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı tahminlerimizi güncellememizden dolayı 46,0 TL'den 52,0 TL'ye yükseltiyoruz. 2021 yılında hem ciro büyümesinin hem de marjların 2020'ye kıyasla normalleşmesini öngörüyoruz. 2021 yılı için yıllık %22 büyüme beklerken, FAVÖK marjında 2020 yılının yüksek bazından dolayı yıllık 0,4 puan düşüş olmasını tahmin ediyoruz. Şirket yönetimi güçlü FAVÖK ile kalan Avro bazlı finansal borcu 2021 yılında da düşürmeyi hedefliyor. Dolayısıyla, TL'nin stabil kaldığı ve düştüğü bir ortamda Migros'un net kar elde edeceğini ve bu durumun hisseyi olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Bim Birleşik Mağaza	75.60	80.00	85.00	%12	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	45,904	19.2	16.9	13.9	10.0	9.1	7.4	0.9	0.7	0.6	%2.6
Bizim Toptan Satış I	15.59	17.00	17.00	%9	Nötr	Nötr	935	31.2	21.8	15.6	2.8	2.1	1.7	0.1	0.1	0.1	%1.0
Migros	42.28	46.00	52.00	%23	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	7,655	n.m.	24.7	11.8	5.2	4.5	3.7	0.4	0.3	0.3	%0.0

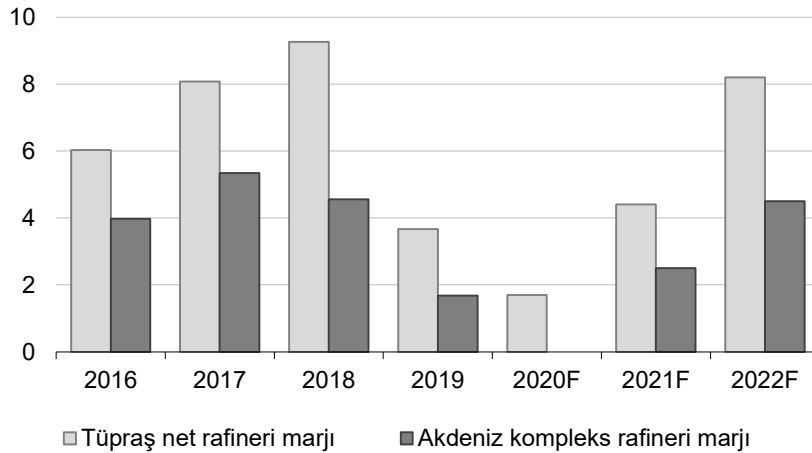
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Petrol ve türevleri

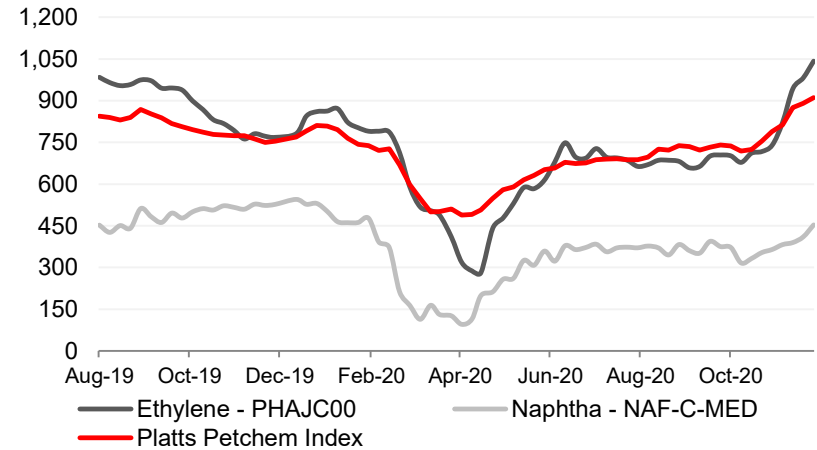
- Rafineri sektörü genel olarak 2020’de zayıf bir görünüm sergiledi. Bunun ana sebebi Covid-19’un talebi baskılaması ile özellikle ulaşım için kullanılan ürün marjlarındaki düşüş oldu. Ağır petrol makasındaki daralma ve kapasite kullanım oranlarındaki düşüş ise durumun daha da zorlaşmasına imkan tanıdı.
- Covid-19 aşısı çalışmaları ile ilgili son dönemde elde edilen olumlu sonuçlar sonrasında, ülkeler şimdiden milyarlarca dozluk aşı için anlaşmalar yaptı. Sağlık otoriteleri tarafından onaylanmasının ardından dağıtım ve uygulama yapılması ile ulaşımın 2Ç’den itibaren yeniden artacağını düşünüyoruz. Bu sayede, ulaşım için kullanılan yakıtlara talebin artmasıyla ürün fiyatlarında yükseliş trendi olacağını öngörüyoruz. Burada, dünyanın halen birçok ülkesinde aşıya erişimin daha geç safhada olacağını unutmamak gerekiyor. Bu sebeple ürün makaslarındaki tam toparlamanın 2022’den önce olmasını beklemiyoruz.
- Artan petrol talebinin OPEC+ tarafından arz kısıntılarında gevşeme ile karşılanacağını düşünüyoruz. Bu yüzden Brent petrol için 2021 beklentimizi ortalama 50 \$/varil olarak koruyoruz.
- Petrokimya ürün marjlarında yılın son çeyreğinde yaşanan arz/talep dengesizliği sayesinde ivme kazandı. Ambalaj sektöründen gelen güçlü talep ve dayanıklı tüketim ürünlerinde beklenen talep artışının 2021’de petrokimya ürünlerinin fiyatlarını güçlü tutmaya devam etmesini bekliyoruz. Ancak, hammadde fiyatlarında benzin talebindeki öngörülen yükselme nedeniyle yaşanacak artış karlılıkta oluşabilecek iyileşmeleri sınırlayabilir. Bu nedenle petrokimya tarafı için kısa vadede uzun vadeye göre daha olumlu bir görüşe sahi

Net rafineri marjı, \$/varil



Kaynak: Reuters, AK Yatırım Araştırma

Etilen-nafta makası, \$/ton



Kaynak: Platts, Reuters, AK Yatırım Araştırma

Petrol ve türevleri – Şirketler

- Aygaz:** ‘Nötr’ tavsiyemizi 15,50 TL hedef fiyat ile koruyoruz (önceki 14,50 TL). Hedef fiyatımızda yaptığımız revizyon yakın zamanda Tüpraş için yükselttiğimiz beklentilerimizden ve yeni makro tahminlerimizden kaynaklanmaktadır. Şirket’in ana iş kolu olan LPG segmenti için 2021’de yatay hacim performansı öngörüyoruz. Aşağı yönlü riskin potansiyel kuraklık nedeniyle hidro santrallerinin üretimi etkilenebilecek olan Entek tarafından gelebileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan Tüpraş’ın artan karlılığı 2021’de Aygaz’ın net karına olumlu yansıyacaktır. Bangladeş’te büyüme kararı ile atılacak somut adımlar da hisse performansını yıl içerisinde destekleyecektir.
- Petkim:** Petrokimya sektöründe son dönemde oluşan olumlu görünümü ve yeni makro tahminlerimizi göz önünde bulundurarak, Petkim için hedef fiyatımızı 4,80 TL’den 5,80 TL’ye yükseltiyoruz. Tahminlerimize göre, petrokimya sektöründe yaşanan marj artışı 2Ç21’e kadar devam edecektir. Ancak, ana hammadde nafta fiyatlarında da yaşanmasını öngördüğümüz artışın karlılık artışını baskılayabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, Petkim için kısa vadede uzun vadeye göre daha olumlu bir görüşümüz bulunmaktadır. Ayrıca, 2021T FD/FAVÖK çarpanı olan 10,1 benzer şirket grubunun 9,7 ortalaması ile aynı seviyededir. Dolayısı ile göreceli değer fırsatı sunduğunu düşünmediğimiz Petkim için ‘Nötr’ tavsiyemizi koruyoruz.
- Tüpraş:** Olumlu görüşümüzü 135.00 TL/hisse hedef fiyatımız ve ‘Endeksin Üzerinde Getiri’ tavsiyesi ile koruyoruz. Orta distilat ürün marjları için 2021 içerisinde beklediğimiz düzelmenin Tüpraş’ın karlılığına 2Ç21’den itibaren olumlu etki yapacaktır. Sonuç olarak, Tüpraş için 2020’de 1.7 \$/bbl olarak hesapladığımız net rafineri marjının, 2021’de 4.5 \$/bbl seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Tahminlerimize göre, Tüpraş 7,5/13,0 2021T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile işlem görmektedir ve benzer grup medyanı olan 8.7/12,4’ya göre iskontoludur. Bunun ile birlikte, Tüpraş’ın 2021’den itibaren normal temettü politikasına döneceğini de bekliyoruz. Ayrıca, Şirket’in bozulan işletme sermayesi ihtiyacında da iyileşme öngörüyoruz. Değerlememiz için en önemli yukarı yönlü risk faktörünün aşılama sürecinin beklenenden hızlı tamamlanması ve bunun ulaşımda kullanılan yakıtlara olan talebi artırması sayılabilir. Tahminimizin üzerinde oluşabilecek ürün marjlar ve stok karları diğer önemli risk faktörlerini oluşturmaktadır.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı	Tavsiye		P.Değ	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü
	TL/hisse	Eski	Yeni	Pot.	Eski	Yeni	mn TL	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2021T
Aygaz	14.91	14.20	15.50	%4	Nötr	Nötr	4,473	5.3	9.9	8.9	5.2	4.5	4.1	0.2	0.2	0.2	%7.6
Petkim	5.06	4.80	5.80	%15	Nötr	Nötr	12,824	18.4	11.0	10.5	13.2	10.1	9.9	1.8	1.6	1.5	%2.7
Tüpraş	109.40	135.00	135.00	%23	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	27,396	n.m.	13.0	4.6	53.3	7.5	3.6	0.7	0.4	0.3	%0.0

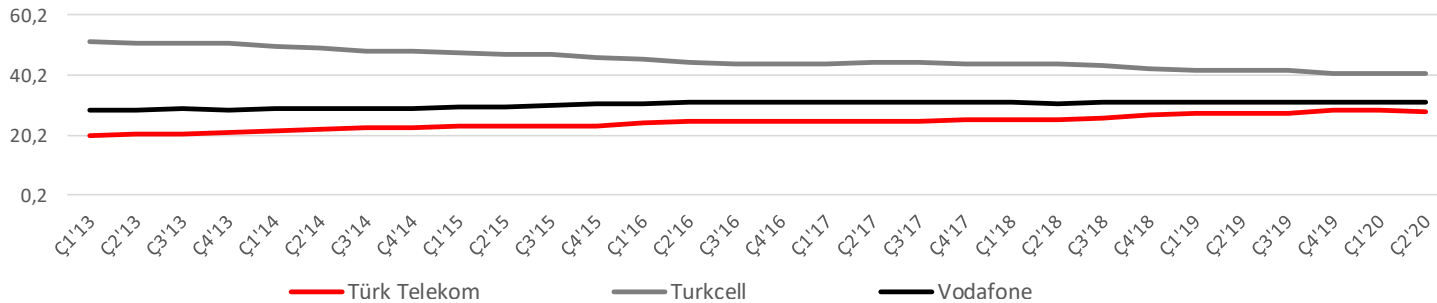
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibarı ile

Telekom – Sektör görünümü

- **Fiyat atışları ve abone kompozisyonundaki değişim büyümenin ana kaynakları.** Hem Turkcell hem de Türk Telekom, 2020’de enflasyon üzeri ciro artışı sağlama konusunda başarılı oldular. Bu durum, Turkcell için mobil segmentte ve Türk Telekom için ise sabit internette geçerliydi. Turkcell’in mobil ARPU büyümesi; hızla büyüyen dijital hizmetler, artan pazar payı ile faturalı abonelerin toplam içerisindeki payının artması ve artan kullanım ile özellikle bu yıl daha da öne çıktığını düşündüğümüz birinci sınıf ağ kalitesinden faydalandı. Türk Telekom ise sabit internet abone sayısındaki hızlı büyümenin etkisiyle 1,4 milyon yeni abone (+ % 12) ve yaklaşık yıllık % 14 ARPU büyümesinden yararlandı. Yine sabit internet alanında, Turkcell’in Superbox ürününün yeni abone sayısında yaklaşık 2.5 kat artış görüldü. Müşteri sözleşmelerinin uzun vadeli yapısı (12-24 ay) sayesinde bu yılki abone kazanımlarının bir süre daha kalıcı olacağı beklentisi ile, 2021’de güçlü büyümenin devam edeceğini öngörüyoruz.
- **Salgının günlük yaşam üzerindeki etkilerinin sektör için destekleyici olduğuna inanıyoruz.** Artan uzaktan çalışma uygulamaları, online eğitim ve karantina önlemleri nedeniyle bu yıl, Mart ayından sonra mobil/sabit internet kullanımlarında ciddi bir artış yaşandı. Bu dönemde, telekomünikasyon hizmetlerine (sabit geniş bant, daha yüksek hız vb.) duyulan ihtiyacın daha görünür hale gelmesinin, bu hizmetlere yönelik orta vadeli tüketim alışkanlıkları üzerinde pozitif bir etki yaratması söz konusu. Bu durumun sektör açısından orta vadede olumlu olacağını düşünüyoruz.
- **Yatırım harcamalarının satışlara oranı 2020’de yükselme eğilimindeydi, fakat 2021 için bu alanda bir normalleşme öngörüyoruz.** Hem Turkcell hem Türk Telekom yıl içerisinde 2020 yatırım harcaması beklentilerini yukarı revize etti. Güçlü talep koşulları nedeniyle bazı yatırım planları öne çekilmiş olsa da, revizyona yol açan asıl etkinin zayıf TL’den geldiğini düşünüyoruz. Sektörde güçlü büyüme ve TL’deki stabilizasyon beklentisi ile 2021 yılı için yatırım harcamalarının satışlara oranında hafif bir düşüş öngörüyoruz. Sektörün yatırım harcamalarının %60-%70’inin ve uzun vadeli borçlarının tamamının döviz bazlı olduğu düşünüldüğünde TL’nin stabilize olmasının en önemli pozitif unsur olarak görüyoruz. 2020 yılında, zayıf TL’nin şirketlerin düşük hisse performansları üzerinde büyük etkisi olduğunu düşünüyoruz.

Mobil Abone Pazar Payları (%)



Kaynak: BTK

Telekom – Şirket beklentileri

Turkcell: Turkcell'in 2021'de; i) artan faturalı abone bazı (2021'de + 0,9 milyon ilave abone bekliyoruz) ve enflasyonist fiyat ayarlamaları ile desteklenen enflasyon üzeri ARPU büyümesi beklentisi, ii) uluslararası dolaşım gelirlerindeki iyileşme ve iii) uluslararası operasyonların cirosu için yıllık %18 artış beklentimiz ile konsolide net satış gelirlerinin yıllık %15 büyüme kaydetmesini bekliyoruz. 2021 FAVÖK marjının ise operasyonel giderlerde bir normalleşme gerçekleşeceği beklentisi ile 0.5 puan düşeceğini öngörüyoruz. Turkcell'in operasyonel giderlerinin satışlara oranı, pandeminin etkisiyle müşteri işlemlerinde online kanalların kullanımının artması ve uzaktan çalışma uygulamaları nedeniyle 9A20'de yıllık 2.3 puan gerilemişti. Turkcell'in 3 yıllık stratejik planında, %13 - %16 ciro büyümesi, %18 - %21 FVÖK marjı ve %16- %18 operasyonel yatırım harcaması / satış hedeflerini koruyor. Bizim görüşümüze göre en zorlayıcı kısım yatırım harcamalarına yönelik hedef olacaktır. Şirket'in büyüme hedeflerinin tek haneli enflasyon projeksiyonlarına dayandırıldığını hatırlatmak isteriz.

2021'de yüksek temettü getirisi bekliyoruz. Turkcell, yıl sonuna kadar getirilen %25 temettü sınırlaması nedeniyle bu yıl çoğu şirket gibi temettü ödeme oranını %25 ile sınırlı tuttu. Turkcell, normal şartlarda her yıl dağıtılabilir net karın en az %50'sini nakit temettü olarak ödemeyi hedeflemekteydi. Şirketin 2021'de, 2020 yılında dağıtılamayan temettü miktarını da karşılayarak 2.8 milyar TL brüt temettü (hisse başına temettü miktarı: 1.25 TL) dağıtmasını bekliyoruz. Bu miktar, cazip %7,8'lik bir temettü getirisi ile takip ettiğimiz şirketler içerisinde sunulan en yüksek oranlardan biri.

Hareketli halka arz piyasasının 2021 için fırsat yaratabileceğini düşünüyoruz. Turkcell, bir süredir bilançosundaki gizli değeri ortaya çıkarmak için iştiraklerinden bazılarını (Global Tower ve Superonline) halka arz etmeyi düşünüyor. Şirket yönetimi her zaman olası halka arzların finansman gereksinimlerinden çok piyasa koşullarına bağlı olduğunu belirtiyor. Bu nedenle, halka arz piyasasının mevcut durumunun Turkcell'i fırsatları değerlendirmeye teşvik edebileceğini düşünüyoruz.

MTIS Holding'in hisse satışı hisse performansı üzerinde ciddi bir baskı oluşturdu. Turkcell'de şu anda % 19,8 oranında pay sahibi olan IMTIS Holding, 10.11.2020 tarihinde 15,25 TL'den (piyasa fiyatına göre %7 iskonto ile) 110 milyon adet (ödenmiş sermayenin % 5'i) hisse satışı gerçekleştirdi. Kalan %19,8'lik payı için 21.10.2021'de sona erecek olan bir yıllık bir satış yasağı süresi bulunmakta. Orta vadede, IMTIS Holding'in özellikle mevcut çarpanlardan yapılacak bir hisse satışı, hisse fiyatı üzerinde baskı yaratabilir.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Turkcell	15.97	21.60	21.60	%35	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	35,134	8.8	7.2	6.6	3.6	3.2	2.8	1.5	1.3	1.2	%8.0

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Diğer – Şirket beklentileri

- **Aksa Akrilik:** Aksa'nın geliri döviz cinsi olduğundan değişen kur tahminlerle 12 aylık hedef fiyatımızı 10,00 TL'den 12,35 TL'ye revize ettik. Nötr önerimizi koruyoruz. Normal piyasa şartlarda Aksa'nın FAVÖK'ü 120 – 130 milyon dolar seviyesinde olur. 2017 gibi iyi bir yılda 140 milyon dolar, 2019 gibi zayıf yılda 100 milyon dolara kadar geriledi. Bizim beklentimize göre, bu yılın ikinci yarısında güçlü toparlanma ile 2020 FAVÖK 119 milyon dolara ulaşabilir. 2021 için de hem salgının etkilerinin tam geçmemesi hem de 2020'deki dinamiklerin olmaması ile temkinli görüş belirtildi, ancak normal FAVÖK seviyesi yakalanabilir. Aksa'nın %50 – 50 ortaklı DowAksa şirketi karbon elyaf üretiyor. DowAksa'nın karbon elyaf kapasitesi mevcut durumda 4,75 bin ton ve tam kapasite çalışıyor. Diğer rüzgar türbin üreticilerden de talep geliyor. Dolayısıyla şirket kapasite artış yatırımına başlayacağını söyledi. İran pazarı Nisan'da getirilen yaptırımlarla kapanmıştı. Yeni ABD yönetimi ile yeniden açılması gündeme gelebilir. Şirketin liman yatırımı ile ilgili haber akışı hisse performansı için itici güç olabilir.
- **Aselsan:** Mevcut ortamda Aselsan defansif bir şirket olarak ön plana çıkıyor. Faaliyetleri makro ekonomik ortama bağımlı değil. Savunma projeleri devam ediyor duraklama yok. Siparişler bakiyesinin yaklaşık %75'i döviz bazlı ancak maliyetlerin %40'ı döviz bazlı olduğundan kur hareketlerden olumsuz etkilenmiyor. Siparişler bakiyesi de Eylül sonu itibarıyla 9,5 milyar dolar ve 12 aylı ciroya oranı 4,3x. Karlılık bu dönemde 9Ay20'de %21,6 FAVÖK marjıyla stabil kaldı. Bu seviyede şirketin tüm yıl beklentisi olan %20 - %22 bandına paralel. Ancak ciroda büyüme yavaşladı; 9Ay20 ciro büyümesi %10'da kaldı. Oysa şirketin tüm yıl beklentisi %40 - %50 bandı olarak verilmişti. Yeni yerli savunma projelerin gündeme gelmesi veya yeni ihracat bağlantıları hisse için tetikleyici olabilir. Ayrıca şirket sivil alanda bir bakanlıkla yeni büyük tutarlı sözleşme imzalayabilir. Nakit akışında iyileşme de olumlu hareket getirebilir. Şirket genellikle yılın ilk 9 ayında eksi nakit akışı çalışıyor. Yılın son çeyreğinde devlet yıllık sözleşmeler kapatıp ödemeler yapıyor ve şirket o zaman artı nakit akışı elde ediyor. Aselsan için 12 aylık hedef fiyatı 18,00 TL ve Nötr önerimizi koruyoruz.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mn TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Aksa	14.17	10.00	12.35	-%13	Nötr	Nötr	4,588	11.3	6.7	6.5	7.3	7.3	7.0	1.7	1.3	1.1	%7.6
Aselsan	17.90	18.00	18.00	%1	Nötr	Nötr	40,812	11.6	8.5	6.5	13.4	10.3	8.0	2.8	2.1	1.7	%0.4

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibarı ile

Diğer – Şirket beklentileri

- **MLP Sağlık:** MLP Sağlık için 12 aylık hedef fiyatımızı tahminlerimizi güncellememizden dolayı 21,0 TL'den 23,0 TL'ye yükseltiyoruz ve önerimizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz. 2021 yılında cironun hacim artışı (örn; koronavirüs sebebiyle ertelenen ameliyatlara gibi), daha iyi fiyatlama ortamı ve hızlı büyüyen tamamlayıcı sağlık sigortası segmentinin etkisiyle yıllık %20 artmasını tahmin ediyoruz. 2021'de FAVÖK marjının sabit kalacağını tahmin ediyoruz. TL'nin stabil kaldığı bir ortamda ve 2020'nin düşük baz etkisi dikkate alındığında, MLP Sağlık'ın 2021 net karının yıllık %50 artmasını bekliyoruz.
- **Selçuk Ecza:** Selçuk Ecza için 12 aylık hedef fiyatımız 13,0 TL'ye (önceki 12,0 TL) çıkartıyoruz ancak önerimizi 'Endeksin Altında Getiri'ye (önceki 'Nötr') indiriyoruz. Selçuk Ecza hisseleri COVID-19 aşılarının eczanelerde satılacağına dair çıkan haberlerle 2020 yılında BIST-100'ün %83 üzerinde güçlü bir performans sergiledi. İlaç fiyatlarının 2021 yılında TL'nin € karşısında değer kaybını dikkate aldığımızda %24 artmasını bekliyoruz (2020'de %12 artmıştı). Dolayısıyla, Selçuk Ecza'nın operasyonel performansının 2021'de iyileşmesini bekliyoruz. 2021 yılında cironun %27 artmasını ve FAVÖK marjının yüksek stok karı sebebiyle 0,6 puan artmasını tahmin ediyoruz. Değerlememizi etkileyecek en önemli riskin net işletme sermayesinde yaşanacak kötüleşme hedef fiyatımızı olumsuz etkileyebilir.
- **Yataş:** Yataş için 12 aylık hedef fiyatımızı tahminlerimizi güncellememizden dolayı 13,0 TL'den 16,0 TL'ye yükseltiyoruz ve önerimizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz. 2021 yılında yeni açılan orta segment 'Divan' markasının katkısıyla cironun yıllık %30 artmasını tahmin ediyoruz. 2021 yılı içinde toplam 50 yeni Divan mağazasının açılacağını tahminlerimize ekledik. Ayrıca, evden çalışma ortamının devamı 2021'de mobilya talebini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Karlılık tarafında, yeni mazağa açılışlarının etkisiyle FAVÖK marjının yıllık bazda 0,5 puan düşmesini tahmin ediyoruz.

Değerlemeler

	Kapanış	Hedef fiyat, TL		Yukarı Pot.	Tavsiye		P.Değ mın TL	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			Temettü 2021T
	TL/hisse	Eski	Yeni		Eski	Yeni		2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T	
Medical Park Sağlık	18.90	21.00	23.00	%22	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	3,932	41.5	28.0	21.6	6.9	5.7	4.8	1.5	1.3	1.1	%0.0
Selçuk Ecza Deposu	14.75	12.00	13.00	-%12	Nötr	Endeks Altı	9,160	13.8	8.3	8.0	10.0	6.8	6.3	0.4	0.3	0.3	%1.5
Yataş	13.36	13.00	16.00	%20	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	2,001	12.4	9.5	7.6	6.9	5.4	4.3	1.2	0.9	0.7	%1.4

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

Kapsam özetİ

AK Yatırım Araştırma Kapsamı

		Fiyat (TL/hisse)		Yukarı pot		Piy.Dg	Halka Açıklık		Net Faiz Geliri				Net Kar				Defter Değeri			
		Kapanış	Hedef	%	Tavsiye	mİn TL	%	mİn TL	2019	2020T	2021T	2022T	2019	2020T	2021T	2022T	2019	2020T	2021T	2022T
Banks																				
ALBRK	Albaraka Türk Kat	1.95	1.90	-%3	Nötr	2,633	32	842	1,147	1,909	2,094	2,444	63	200	260	365	3,822	4,035	4,295	4,660
GARAN	Garanti Bankası	10.02	12.50	%25	Endeks Üzeri	42,084	48	20,200	17,084	25,569	25,503	29,702	6,159	6,500	9,600	12,250	53,766	60,745	70,345	82,596
HALKB	Halk Bankası	5.42	6.50	%20	Nötr	13,408	23	3,084	7,345	11,996	11,792	23,722	1,720	2,200	1,400	5,200	32,197	41,784	43,183	48,383
ISCTR	İş Bankası (C)	6.90	8.30	%20	Endeks Üzeri	31,050	31	9,625	13,460	22,482	22,891	28,788	6,068	6,800	9,300	11,500	58,873	66,260	75,561	87,061
TSKB	T.S.K.B.	1.80	1.90	%6	Nötr	5,040	39	1,966	1,444	1,984	2,150	2,404	702	720	940	1,220	5,167	5,863	6,803	8,023
VAKBN	T. Vakıflar Bankas	4.65	5.80	%25	Endeks Üzeri	18,161	16	2,906	10,379	16,289	15,791	24,754	2,802	5,100	3,725	6,800	33,026	44,945	48,670	55,469
YKBNK	Yapı Ve Kredi Bar	3.06	4.00	%31	Endeks Üzeri	25,848	30	7,754	12,891	17,906	17,870	21,896	3,600	5,250	7,100	9,500	41,188	47,656	54,756	64,256
		Fiyat (TL/hisse)		Yukarı pot		Piy.Dg	Halka Açıklık		Net Satışlar				FAVÖK				Net Kar			
Finans dışı sektörler		Kapanış	Hedef	%	Tavsiye	mİn TL	%	mİn TL	2019	2020T	2021T	2022T	2019	2020T	2021T	2022T	2019	2020T	2021T	2022T
Holdings																				
DOHOL	Doğan Holding	3.06	3.90	%27	Endeks Üzeri	8,008	35	2,803	13,277	11,285	14,671	19,072	679	953	1,238	1,610	617	2,132	2,771	3,603
KCHOL	Koç Holding	20.62	23.50	%14	Endeks Üzeri	52,290	22	11,504	152,907	138,010	186,313	232,891	10,696	27,578	35,097	43,871	4,391	9,099	12,284	15,355
SISE	Şişe Cam	7.23	8.90	%23	Endeks Üzeri	22,147	49	10,852	18,059	20,588	25,924	29,158	3,831	4,005	5,334	6,186	1,905	2,075	2,640	3,187
TKFEN	Tekfen Holding	16.55	20.50	%24	Endeks Üzeri	6,124	48	2,939	14,603	11,207	11,769	10,336	1,919	637	1,295	1,054	1,421	244	775	631
Telecoms																				
TCELL	Turkcell	15.97	21.60	%35	Endeks Üzeri	35,134	54	18,972	25,137	28,826	33,108	37,630	10,426	12,119	13,762	15,642	3,246	4,000	4,859	5,316
Automotive																				
FROTO	Ford Otosan	126.30	140.00	%11	Nötr	44,320	18	7,978	39,209	48,259	66,305	72,365	3,350	4,870	6,362	6,816	1,959	3,957	4,056	4,403
TOASO	Tofaş Otomobil Fa	33.96	37.50	%10	Endeks Üzeri	16,980	24	4,075	18,897	22,577	27,989	29,891	2,480	2,851	3,369	3,598	1,482	1,939	2,488	2,554
TTRAK	Türk Traktör	165.60	180.00	%9	Nötr	8,838	24	2,121	3,806	6,671	8,799	10,901	373	1,143	1,333	1,651	112	713	772	956
Consumer Durables																				
ARCLK	Arçelik	30.54	37.00	%21	Endeks Üzeri	20,637	25	5,159	31,942	39,987	49,984	62,480	3,338	4,679	5,598	6,873	925	2,720	2,510	3,124
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	39.80	45.00	%13	Endeks Üzeri	7,562	7	529	6,968	9,020	11,726	14,658	922	1,579	1,700	2,052	568	1,065	1,055	1,319
Retail																				
BIMAS	Bim Birleşik Mağaz	75.60	85.00	%12	Endeks Üzeri	45,904	60	27,543	40,212	54,286	67,858	82,786	3,149	4,777	5,293	6,457	1,225	2,389	2,714	3,311
BİZİM	Bizim Toptan Satış	15.59	17.00	%9	Nötr	935	46	430	4,521	5,335	6,615	8,071	259	240	311	387	33	30	43	60
MGROS	Migros	42.28	52.00	%23	Endeks Üzeri	7,655	36	2,756	23,191	28,757	35,084	42,101	2,127	2,186	2,526	3,073	-492	-232	310	650
Defense																				
ASELS	Aselsan	17.90	18.00	%1	Nötr	40,812	26	10,611	13,013	15,638	20,329	26,428	2,854	3,245	4,219	5,485	3,340	3,521	4,826	6,294

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

AK Yatırım Araştırma Kapsamı

		Fiyat (TL/hisse)		Yukarı pot		Piy.Dg mln TL	Halka Açıklık		Net Satışlar				FAVÖK				Net Kar				
Finans dışı sektörler		Kapanış	Hedef	%	Tavsiye		%	mln TL	2019	2020T	2021T	2022T	2019	2020T	2021T	2022T	2019	2020T	2021T	2022T	
Oils & Derivatives																					
●	AYGAZ	Aygaz	14.91	15.50	%4	Nötr	4,473	24	1,074	10,211	10,450	11,302	12,206	476	380	430	470	273	850	450	500
●	PETKM	Petkim	5.06	5.80	%15	Nötr	12,824	44	5,643	11,672	10,619	11,964	12,283	1,531	1,410	1,842	1,892	813	699	1,169	1,223
●	TUPRS	Tüpraş	109.40	135.00	%23	Endeks Üzeri	27,396	49	13,424	89,601	60,059	96,629	113,286	3,807	790	4,974	9,405	526	-2,319	2,113	5,966
Steel																					
●	EREGL	Ereğli Demir Çelik	14.93	17.50	%17	Endeks Üzeri	52,255	48	25,082	27,465	32,030	39,652	49,314	5,458	5,786	8,821	11,464	3,317	5,651	7,604	8,483
●	KRDM	Kardemir (D)	5.65	7.50	%33	Endeks Üzeri	4,408	89	3,923	2,846	5,052	5,851	6,514	445	835	1,376	1,467	38	-78	548	610
Aviation																					
●	PGSUS	Pegasus Hava Ta	73.25	90.00	%23	Endeks Üzeri	7,493	36	2,698	11,025	4,874	9,976	13,947	3,632	762	3,543	4,512	1,333	-1,410	301	945
●	TAVHL	Tav Havalimanları	20.96	25.00	%19	Endeks Üzeri	7,614	40	3,046	4,756	2,602	5,454	5,503	1,992	307	1,597	1,828	2,368	-2,158	513	558
●	THYAO	Türk Hava Yolları	12.91	12.00	-%7	Nötr	17,816	50	8,908	75,118	43,516	74,948	120,553	13,939	7,935	19,348	27,947	4,535	-7,367	1,471	6,044
Beverage																					
●	CCOLA	Coca Cola İçecek	62.50	80.00	%28	Endeks Üzeri	15,898	25	3,975	12,245	14,213	17,203	18,750	2,299	3,066	3,275	3,552	966	1,639	1,593	2,028
●	AEFES	Anadolu Efes Bira	23.42	28.50	%22	Endeks Üzeri	13,867	32	4,437	23,314	26,614	30,579	36,533	3,780	4,701	5,205	6,098	1,022	1,405	1,171	1,655
Food																					
●	ULKER	Ulker Biskuvi	22.98	30.00	%31	Endeks Üzeri	7,859	39	3,065	7,803	9,120	10,762	12,699	1,084	1,200	1,200	1,200	905	958	1,115	1,270
Information Tech																					
●	ARDYZ	Ard Grup Bilişim 1	44.82	70.00	%56	Endeks Üzeri	1,070	39	417	57	120	200	290	33	66	110	159	26	55	91	132
●	FONET	Fonet Bilgi Tekno	12.34	17.55	%42	Endeks Üzeri	494	52	257	49	66	89	121	18	37	45	61	15	30	36	48
●	INDES	İndeks Bilgisayar	17.92	18.75	%5	Nötr	1,004	61	612	5,028	10,250	12,793	15,991	156	252	315	394	93	148	185	232
●	LOGO	Logo Yazılım	127.80	140.00	%10	Nötr	3,195	65	2,077	422	549	756	940	142	201	277	345	86	134	193	241
REITs																					
●	EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	2.16	2.60	%20	Endeks Üzeri	8,208	51	4,186	5,646	5,550	5,310	5,220	848	1,050	1,206	1,173	781	900	1,062	1,044
●	ISGYO	İş G.M.Y.O.	2.32	2.40	%3	Nötr	2,224	43	956	1,207	670	540	480	210	176	162	144	297	315	320	330
●	TRGYO	Torunlar G.M.Y.O	3.94	4.50	%14	Endeks Üzeri	3,940	21	827	988	1,048	1,020	1,110	570	580	570	620	866	610	760	874
Others																					
●	AKSA	Aksa	14.17	12.35	-%13	Nötr	4,588	37	1,697	3,646	3,798	5,051	5,770	1,016	905	898	939	278	405	684	706
●	KOZAL	Koza Altın İşletme	95.25	121.00	%27	Endeks Üzeri	14,526	29	4,212	2,849	3,343	4,114	4,573	1,823	2,227	2,766	3,057	1,767	2,125	2,972	3,128
●	MPARK	Medical Park Sağı	19.94	23.00	%15	Endeks Üzeri	4,148	35	1,452	3,704	4,050	4,860	5,832	570	911	1,094	1,312	36	100	148	192
●	MAVI	Mavi Giyim	51.65	60.00	%16	Endeks Üzeri	2,565	73	1,872	2,863	2,120	2,438	2,926	640	210	439	644	95	-75	98	117
●	SELEC	Selçuk Ecza Depo	14.10	13.00	-%8	Endeks Altı	8,756	15	1,313	17,809	21,192	26,914	31,221	765	784	1,157	1,249	695	636	1,050	1,093
●	YATAS	Yataş	13.46	16.00	%19	Endeks Üzeri	2,016	54	1,089	1,167	1,710	2,223	2,779	205	299	378	472	86	162	211	264

* 29 Aralık 2020 kapanışı itibari ile

AK Yatırım Araştırma Takımı

Hakan Aygün

Bankalar, Strateji

hakan.aygun@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9465

Bora Tezgüler

Bilişim, Demir Çelik, Kimyasallar, Tarım,
Savunma Sanayii, Elektronik Perakende

bora.tezguler@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9467

Bertuğ Tüzün

GYO, Gıda, Perakende, Çimento
Dayanıklı Tüketim, Sağlık

bertug.tuzun@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9531

Selim Kunter

Havacılık, Otomotiv, Enerji, İçecek
İnşaat

selim.kunter@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9521

Kayahan Demirak

Cam, Telekom, Madencilik

Kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9509

Özgür Hatipoğlu

Stratejist (Yurt dışı piyasalar)

Ozgur.Hatipoglu@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9460

Göksel Şişmanlar

Database, Teknik Analiz

Goksel.Sismanlar@akyatirim.com.tr
+90 212 334 9466

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz,

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2020