

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Son çeyreğe girerken riskler artıyor

1 Ekim 2021

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

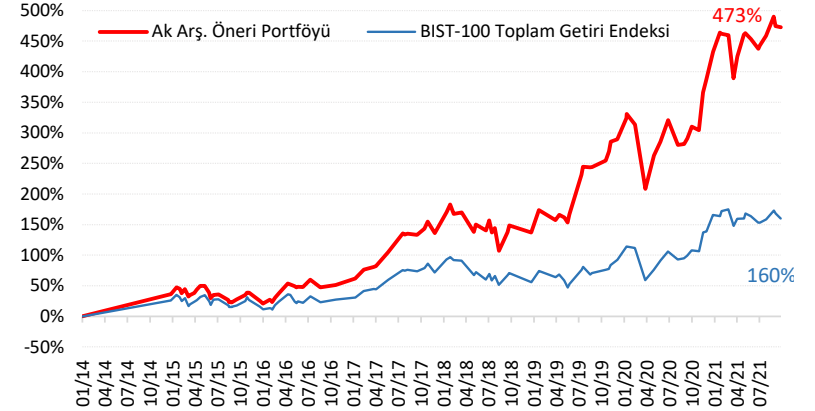
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy Hisse Seçimleri

Hisse Senedi	12 ay hedef fiyat		Portföy Ağırlığı
	(TL)	Getiri Potansiyeli	
Aselsan	18,50	22%	10%
Eregli Demir Celik	25,60	54%	12%
Ford Otosan	215,00	29%	12%
Fonet	17,00	43%	10%
Garanti Bank	12,30	33%	12%
Medical Park	30,00	9%	10%
Otokar	435,00	35%	10%
Pegasus	100,00	28%	12%
Tüpraş	130,00	13%	12%

Kaynak: AK Yatırım Arş.

Model portföy tarihsel getiri karşılaştırması



Kaynak: AK Yatırım Arş., Rasyonet

- **Daha temkinli bir portföy öneriyoruz.** İçeride olası kur oynaklıkları ve dışarıda artan enflasyonist eğilimler ve güçlenen satış baskısı Ekim ayı hisse tercihlerinde bizi daha temkinli düşünmeye sevk etti.
- **Eylül ayı sektörel hisse tercihleri açısından bir önceki ayın tersi bir görüntüdeydi.** Ağustos'ta güçlü performans gösteren bankalar, perakende şirketleri, holding ve telekom hisselerinde Eylül'de satışlar yaşandı. Buna karşılık Covid-19 sonrası normalleşme teması turizm ve havacılık hisselerini, kur tarafındaki oynaklık iç dinamiklere daha az duyarlı bilişim ve (ihracat imkanı nedeniyle) otomotiv sektörünü öne çıkardı. Talebe ve tedarik koşullarına ilişkin endişeler demir/çelik hisselerindeki kâr satışlarının sürmesine neden oldu. Ekim'de Eylül ayı dinamiklerinin büyük ölçüde devam edeceğini, ayrıca ay ortasından itibaren 3. çeyrek bilanço beklentilerinin de öne çıkacağını düşünüyoruz.
- **Portföye Fonet eklendi.** Ekim ayı portföyümüze **Fonet Yazılım'ı** ekledik. Yazılım sektörü şirketlerinin yurtiçi makro ekonomik dinamiklerden daha az etkileniyor. ayrıca şirketin hastane yazılımları ile ürün çeşitlendirmesine gitmesi hikayesin güçlendiriyor.
- **Portföyden Yapı Kredi, Şişe Cam ve Kervan Gıda çıkıyor.** Buna karşılık mali sektörde risk azaltma tercihimiz sonucu **Yapı Kredi Bankası'nı** portföyden çıkarıyoruz. Ek olarak, başta doğalgaz olmak üzere küresel enerji fiyatlarındaki hızlı artışın kârlılığı üzerinde risk oluşturduğuna inandığımız için **Şişecam'ı** ve artan nakliye maliyetlerinin şirketin ihracat kârlılığı üzerinde kısa vadeli baskı yapabileceğini düşündüğümüz **Kervan Gıda'yı** da portföyden çıkarıyoruz.

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Ticker	Ağırlık	Son güncelleme itibarıyla getiri				Portföye giriş tarihi itibarıyla getiri		
		Hisse Fiyatı*		Getiri		Portföye Giriş T.	Nominal	Relatif**
		09/09/21	30/09/21	Nominal	Relatif**			
ASELS	8%	15,22	14,95	-1,8%	1,4%	07/04/2021	-3,5%	-3,8%
EREGL	10%	17,99	16,60	-7,7%	-4,8%	02/02/2021	29,0%	34,9%
FROTO	10%	168,76	164,25	-2,7%	0,5%	01/07/2021	-4,6%	-7,1%
GARAN	10%	9,45	9,12	-3,4%	-0,3%	10/05/2021	17,7%	21,4%
KRVGD	8%	12,45	12,33	-0,9%	2,3%	08/07/2021	0,3%	-2,4%
MPARK	8%	25,69	26,87	4,6%	8,0%	02/02/2021	12,7%	17,9%
OTKAR	8%	318,04	316,91	-0,4%	2,9%	09/09/2021	-0,4%	2,9%
PGSUS	8%	69,87	77,71	11,2%	14,8%	01/07/2021	5,0%	2,2%
SISE	10%	8,59	8,21	-4,5%	-1,4%	02/02/2021	10,7%	15,8%
TUPRS	10%	102,71	114,24	11,2%	14,8%	03/12/2020	24,0%	13,9%
YKBNK	10%	2,53	2,38	-5,8%	-2,8%	01/07/2021	9,3%	6,4%
Portföy Getirisi:				-0,3%	2,9%			

* Hisse ve portföy getiri hesaplaması raporun yayınlandığı günün ağırlıklı ortalama fiyatları dikkate alarak güncellenmektedir,

** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır,

- **Düşen piyasada endeksi yendik.** Portföyümüz ayın ilk haftasında toplam getiri endeksinin hafif altında kalmıştı. Ancak en son güncelleme yaptığımız 9 Eylül'den bu yana portföy değer kaybı %0,3 ile sınırlı kaldı. Nominal kayba rağmen bu dönemde BIST-100 toplam getiri endeksinin %2,9 oranında yendik. Portföye en yüksek katkı **Pegasus, Tüpraş** ve **Medical Park**'tan gelirken **Ereğli** ve **Yapı Kredi** getiriyi en çok aşağı çeken hisseler oldular.

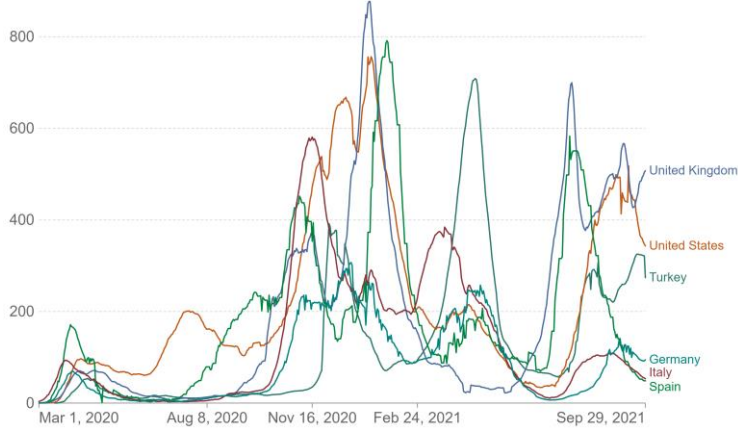
- **Eylül'ün ardından model portföyümüzün yılbaşına göre getirisi %7 oldu ve BIST toplam getiri endeksinin %9 geçti.** Buna göre portföyümüzün yayınlanmaya başladığı 2014 başından bu yana toplam getirisi de nominal %473 oldu. Aynı dönemde BIST toplam getiri endeksi ise %160 kazanç sağladı. Buna göre portföyümüz gösterge endeks getirisini %120 geçti. (BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

Görünüm: Hisse senetlerinde risk iştahının korunmasını bekliyoruz

- BIST-100 endeksi önceki ay kazançları geri vererek Eylül'de %4,5 (dolar bazında %10,6) değer kaybetti. Aynı dönemde takip ettiğimiz ABD, Avrupa ve MSCI-GOÜ endeksleri de yaklaşık %4 - %5 geriledi. Böylece YBG göre getirilerde BIST-100 %21 dolar bazlı kayıpla halen en kötü performans gösteren üç GOÜ arasında yer alıyor. BIST bankalar ortalama F/K'sı da MSCI-GOÜ'ye göre %69 ile yeni bir rekor kırdı.
- **Piyasalarda iyimser hikaye bulmak güçleşti.** Eylül ayı başında piyasalar değerlenen ABD hisselerinde düzeltme olasılığını konuşuyordu. Ayrıca enflasyonun yükselme eğiliminde olduğu ve para politikasında önemli değişimler arifesinde olduğumuz değerlendiriliyordu. Geride bıraktığımız aya kömür, doğalgaz ve petrol gibi emtialarda arz yetersizliği endişeleri ve rekor seviyelere ulaşan fiyat artışları ile başladık. Hisse senedi tarafında da şimdilik sınırlı kalmakla birlikte şaşırtıcı olmayan düşüşler gördük. Küresel risk algısının zayıflaması endeks getirilerinin de gösterdiği gibi daha çok gelişmekte olan piyasaları vurdu. BIST, Pakistan, Brezilya ve Arjantin borsaları ile birlikte en çok satılan GOÜ'ler arasında yer aldı.
- **Temel göstergelerde hafif durgunluk.** TCMB'ye göre aylık yabancı yatırımcı girişi Ağustos'ta 515 milyon dolar (ilk sekiz ay: -1,4 milyar dolar) ile 2021'deki en yüksek değerine ulaşmıştı. Ancak Eylül'de sınırlı bir yabancı girişi oldu (135 milyon dolar). Risk iştahındaki zayıflama ve borsadaki kayıplara bağlı olarak BIST'in ortalama günlük işlem hacmi de önceki aya göre hafif azalarak 19 milyar TL'de kaldı (YBG ort. 27 milyar TL). Eylül'deki halka arz büyüklüğü de önceki aya göre yaklaşık 1/3 oranında azalarak 1,4 milyar TL oldu. Buna göre 2021'in ilk dokuz ayında 16,3 milyar TL'ye ulaşan toplam halka arz büyüklüğü böylelikle 2010-2020 dönemindeki toplam halka arz büyüklüğünü geçti. Son olarak Nisan'da 2,7 milyon ile rekor kıran bakiyeli yerli hisse senedi hesap sayısı düşüşünü sürdürdü ve Ağustos'ta 2,3 milyonda kaldı.
- **Enflasyon endişeleri devam edecek.** Son dönemde gelişmiş ekonomilerde önce endüstriyel emtia, ardından konut ve en son enerji emtialarında görülen sert fiyat artışları küresel enflasyonist risklere işaret ediyor. Bu durum en son FED açıklamalarında da kısmen teyit edildi. Yurtiçinde ise TCMB'nin 23 Eylül'deki 100 baz puanlık faiz indirimi sonrası 21 Ekim'deki toplantısı yakından takip edilecek. FED ise FOMC toplantısını Kasım ayı başında yapacak.
- **Son çeyrekte riskler öne çıkacak.** Eylül ayında BIST-100'deki şirketlerin sadece 25'i değer artışı sağladı: Otomotiv, havacılık ve petrokimya sektörleri olumlu yönde ayrışırken, bankalar, demir/çelik, altın madenciliği ve gıda perakendecilerinde belirgin satışlar gördük. Yatırımcı tercihlerinde emtia fiyatlaması ve talep koşulları yanında yurtiçi enflasyon beklentileri, kur hareketliliği ve gıda perakendeciliğine dönük düzenleme haberleri belirleyici oldu. Ekim ayında da Eylül ayını belirleyen dinamiklerin büyük ölçüde devamını bekliyoruz. Bununla birlikte Ekim ortasından itibaren bilanço beklentileri ve daha sonraki dönem için temettüler de tercihlere etki edecektir. Bu kapsamda Eylül'de yatırımcıların temel yurtiçi ekonomik dinamiklere nispeten az duyarlı sektörlerle yönelişi devam edebilir. Bize göre bilişim, sağlık, havacılık, otomotiv, petrokimya sektörleri öne çıkıyor. Bunlara ilaveten portföyümüzde bilanço beklentileri güçlü olan şirketlerden de tercihler yaptık.

Görünüm: Risklerde artış en çok bankaları etkiliyor

Covid-19 vaka sayıları yeni zirveden dönüyor

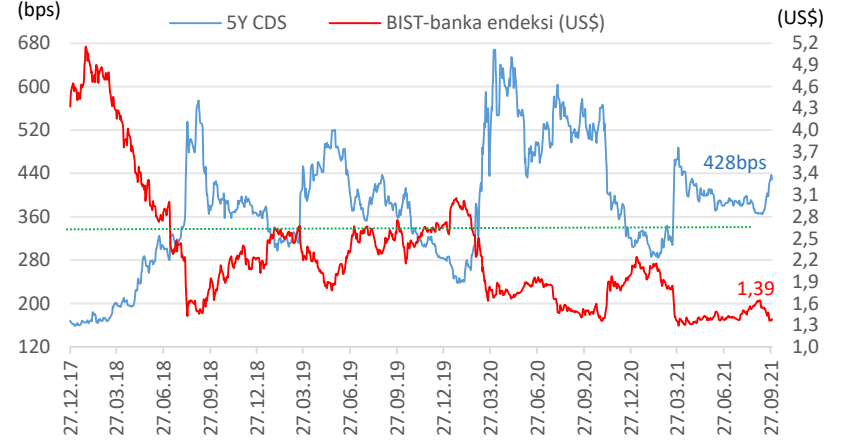


Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

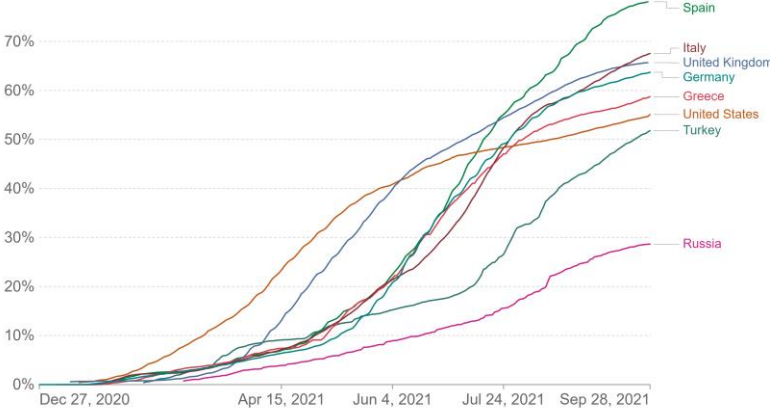
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, ourworldindata.org

Banka endeksi yeniden dolar bazlı dip seviyesinde



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

En az iki doz aşılanaanların oranı %50'yi geçti



Source: Official data collated by Our World in Data. Alternative definitions of a full vaccination, e.g. having been infected with SARS-CoV-2 and having 1 dose of a 2-dose protocol, are ignored to maximize comparability between countries.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, ourworldindata.org

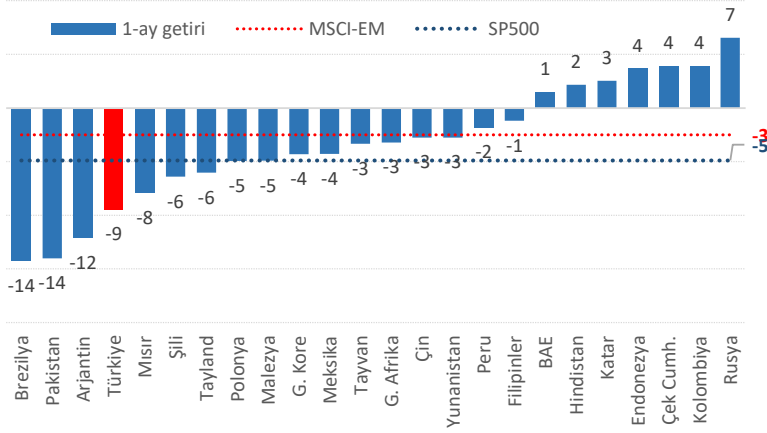
Banka - sanayi endeksinde toparlanma Eylül'de ara verdi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

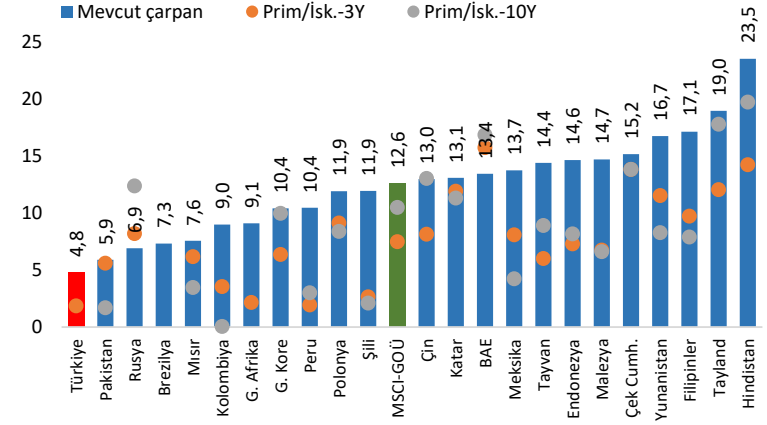
BIST Eylül'de en zayıf performans gösteren GOÜ'ler arasında

1 aylık MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (dolar bazlı)



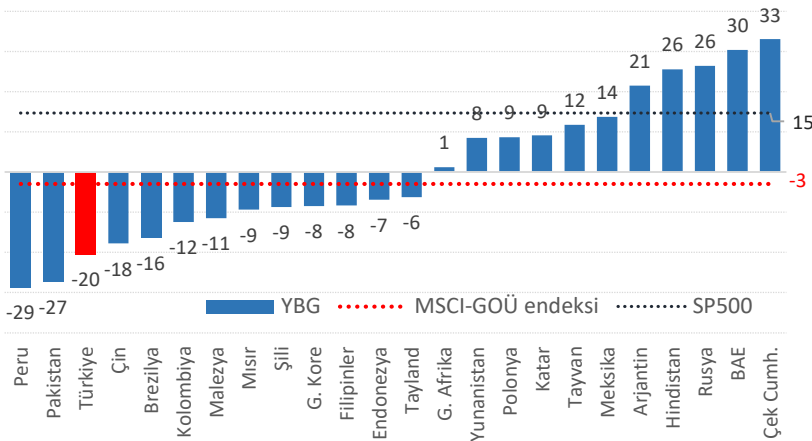
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

BIST'in F/K oranı Eylül'de geriledi



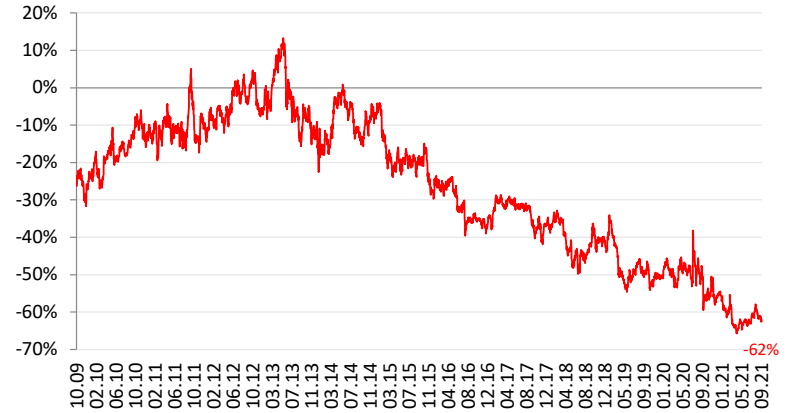
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

Yılbaşına göre MSCI-GOÜ hisse endeks getirileri (dolar bazlı)



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

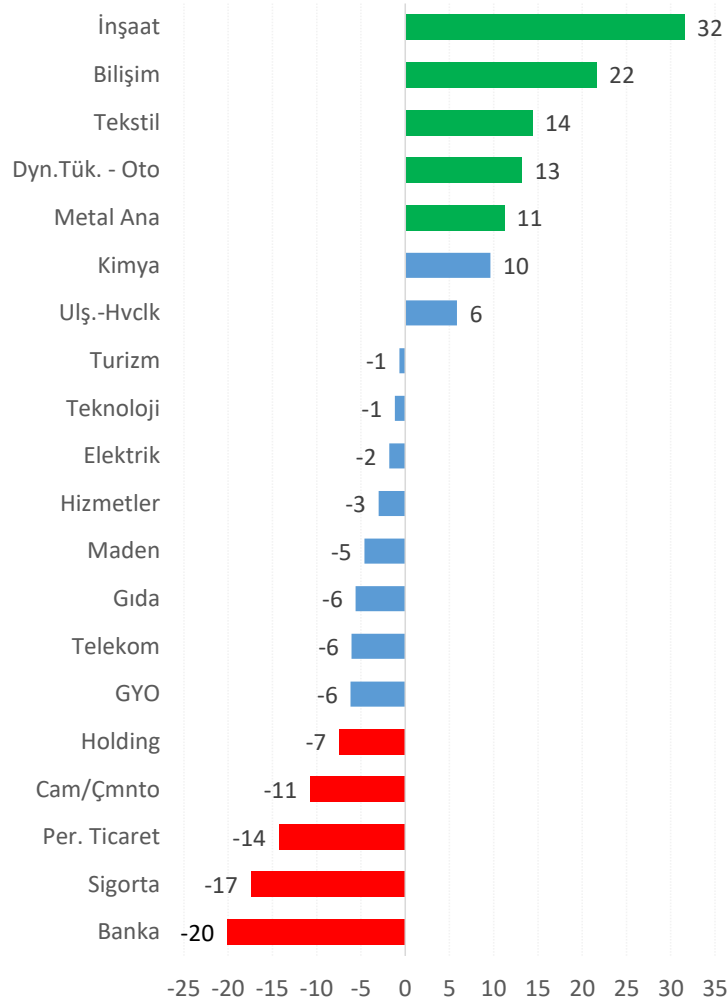
F/K iskontosuz (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

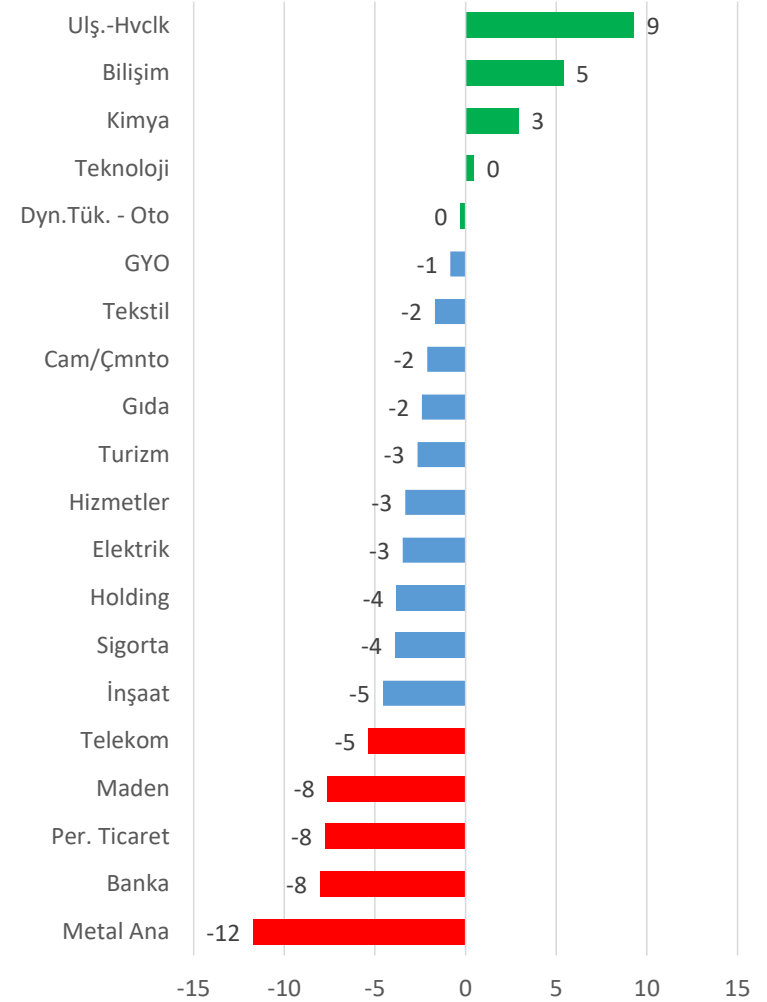
Eylül'de BIST'i havacılık, bilişim, petrokimya hisseleri destekledi

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

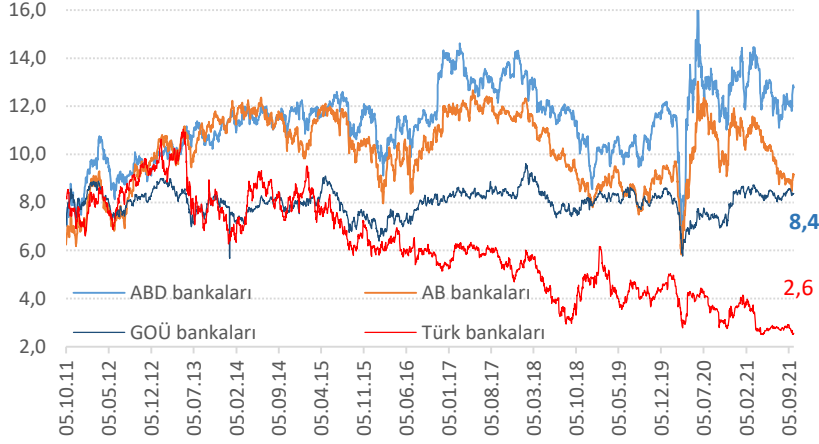
Sektör endekslerinde son bir aylık getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş, Bloomberg

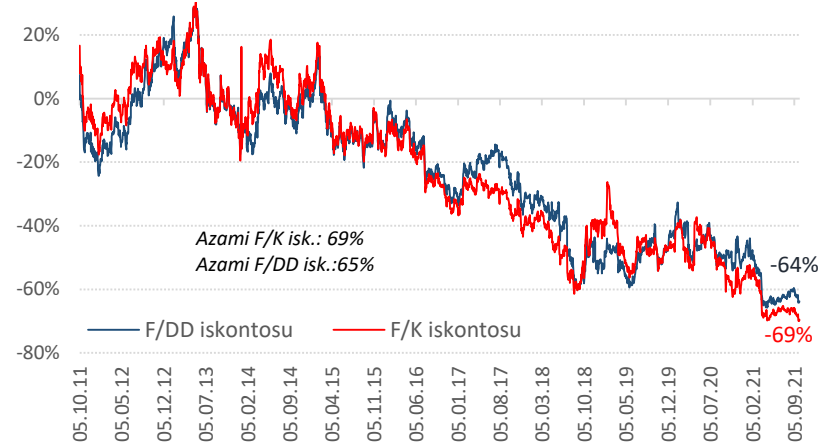
Bankacılık hisseleri GOÜ emsallerine göre düşük çarpanlı işlem görüyor

Bankacılık Sektörü Küresel F/K Karşılaştırması



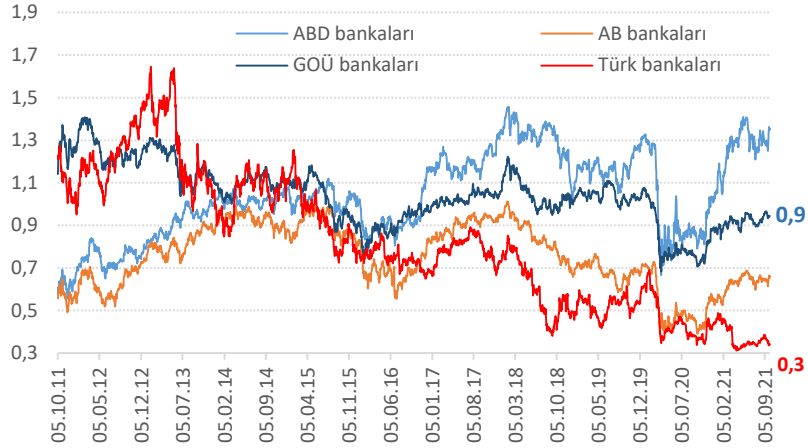
Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

Banka Çarpanlarının GOÜ'ye göre iskontosu



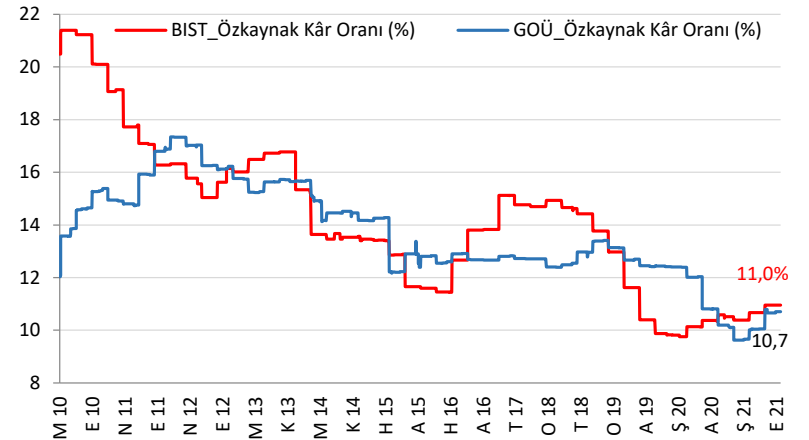
Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

Bankacılık Sektörü Küresel F/DD Karşılaştırması



Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

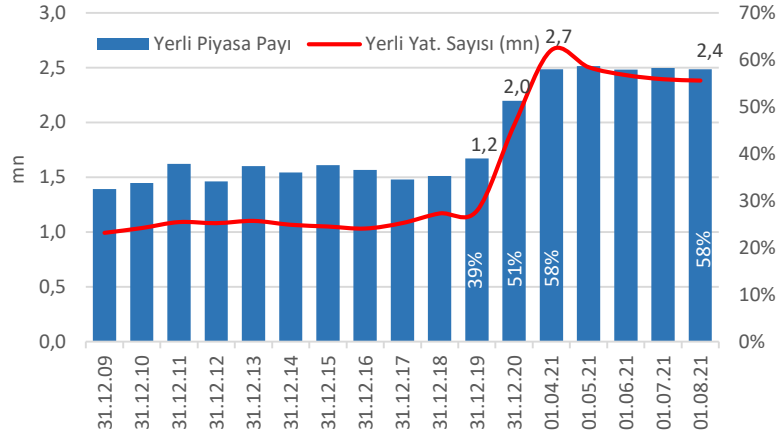
Banka Özkaynak Kârlılık Oranları (Türkiye ve MSCI-GOÜ)



Kaynak: Ak Yatırım Arş., Bloomberg

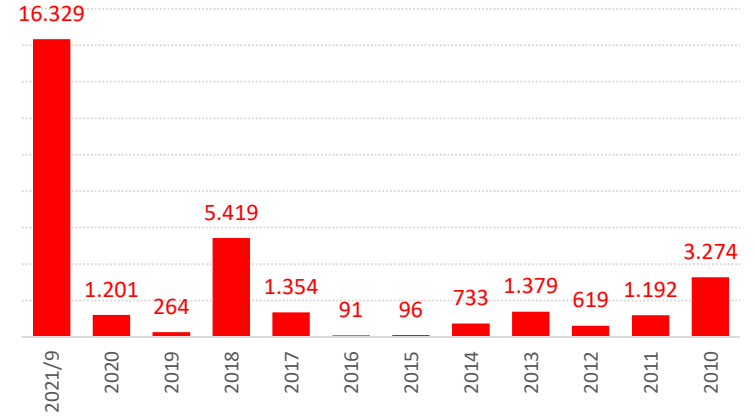
Strateji: Hesap açılışlarında yavaşlama, halka arzlar devam ediyor

Yerli yatırımcı sayısı Nisan'dan beri geriliyor



Kaynak: Ak Yatırım, MKK

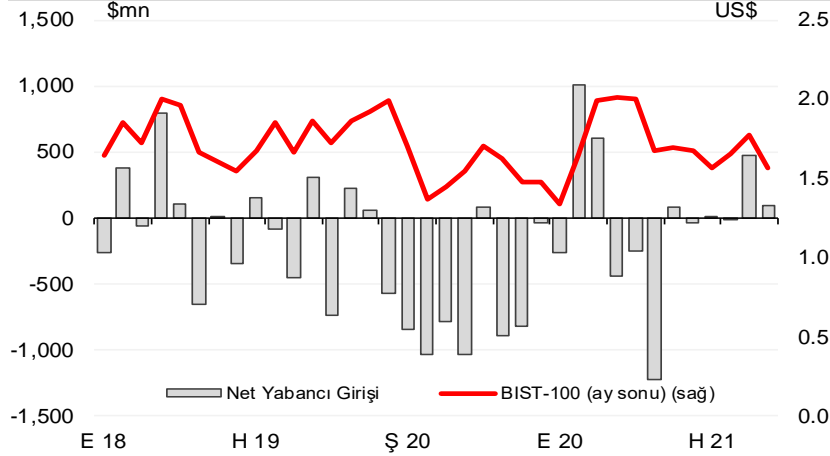
Halka arz büyüklüğü önceki 11 senenin toplamını geçti (mn TL)



Kaynak: Ak Yatırım, SPK

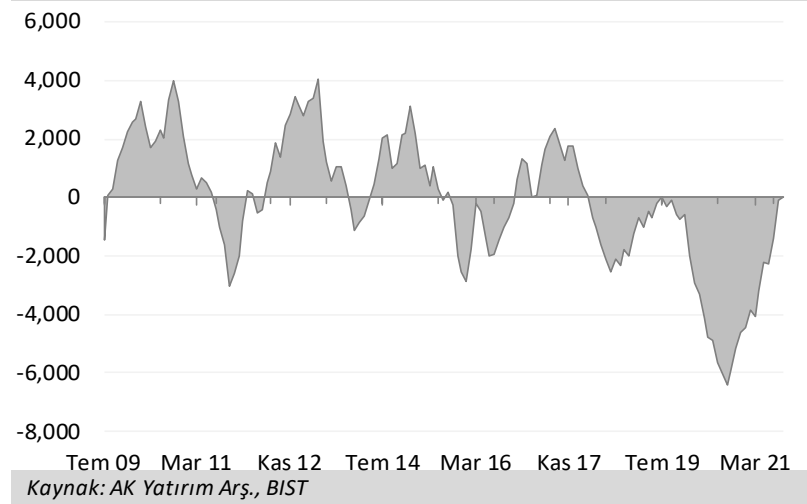
Strateji: Yabancı yatırımcılar Eylül ayında hisse senedi alışlarında temkinliydi

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar

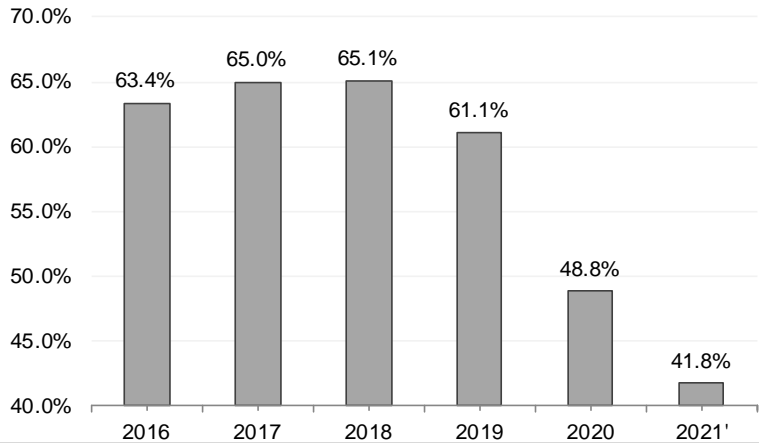


Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



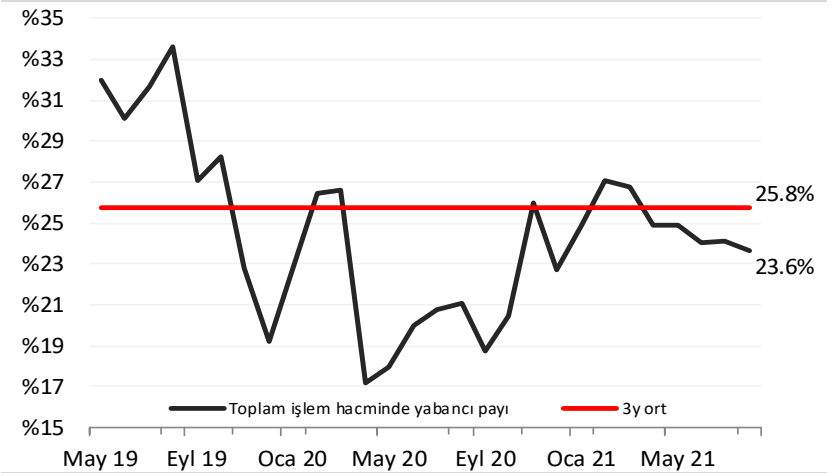
BIST'te yabancı payı, yıl sonu verileri



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

*30 Eylül 2021 itibariyle

Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı düşük seviyelerde



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

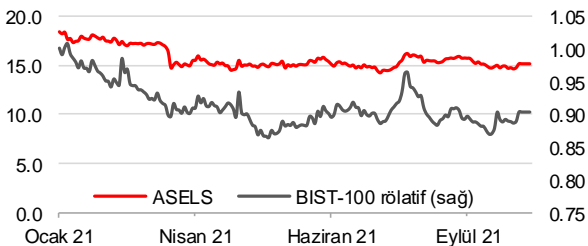
Hisse Önerileri

Aselsan

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY18.50
Son kapanış, TL/hisse	15.14
Yukarı potansiyel	%22
Halka açıklık oranı	%26
Piyasa değeri, TL mn	34,519
Firma değeri, TL mn	37,091

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	13,013	16,104	22,546	30,437
FAVÖK	2,854	3,927	4,913	6,633
Net kar	3,340	4,449	4,130	5,519
Net borç	-1,287	-209	154	174
Net borç/FAVÖK	-0.45	-0.05	0.03	0.03
FAVÖK marjı	%22	%24	%22	%22
Net marj	%26	%28	%18	%18
Ciro, y/y	%44	%24	%40	%35
FAVÖK, y/y	%51	%38	%25	%35
Net kar, y/y	%44	%33	-%7	%34
F/K	6.9	7.9	8.4	6.3
FD/FAVÖK	8.1	9.3	7.4	5.5
FD/Ciro	1.8	2.3	1.6	1.2

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%4	%3	-%12	-%17
BIST 100 rölatif	-%1	%1	-%5	-%13
AOİH, TRYmn	188	234	272	336



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Mevcut piyasa şartları altında Aselsan defansif bir hisse olarak ön plana çıkıyor. Şirketin faaliyetleri makroekonomik şartlardan pek etkilenmiyor çünkü faaliyetler çoğunlukla Türk ordusuna dönük savunma sanayi projeleri ve yurt dışına dönük savunma sanayi projelerinden oluşuyor. Bu savunma sanayi projeleri çoğunlukla uzun vadeli (3-5 yıl veya daha uzun) ve döviz bazlı. Yaşanan TL değer kaybıyla Aselsan 2021'de yüksek FAVÖK marjı sağlayabilir – artış şirketin beklentisi olan %20-22 bandının üzerinde olabilir. Bunda maliyet yapısının %60 TL ve %40 döviz bazlı olmasının etkisi var. Şirket 2020 yılında 400 milyon dolarla yüksek tutarda ihracat siparişi aldı. 2021 yılında da benzer performans bekleniyor. Ayrıca büyük bir sivil projenin de ilgili bakanlık tarafından açıklanması bekleniyor. Bu projenin ilk fazda 100 -150 milyon dolar tutarında olması bekleniyor. Proje ile ilgili olarak, Aselsan şimdiden ikinci faz çalışmalarına başladı. Sivil projelerin artması ile geliştirme dönemi yakın vade (1-3 yıl) olan projelerin toplam içindeki payı artacaktır. Bunun da nakit akımını olumlu etkilemesi bekleniyor. Son yıllarda savunma sanayi projeleri geliştirme vadeleri uzamaya başladı, ortalamada 3-5 yıldan 5+ yıla kaymaya başladı. Yılın ilk 3 çeyreğinde bilançoda net borcun oluşmasının ardından yılın son çeyreğinde net nakite dönülmesi trendinin devam etmesi öngörülmüyor. TC Hazinesinin ödeme planlaması nedeniyle böyle devam edeceği söylenebilir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Beklenen yeni sivil projenin açıklanması

Yeni açıklanacak büyük tutarlı yurt içi ve yurt dışı projeler

Değerleme:

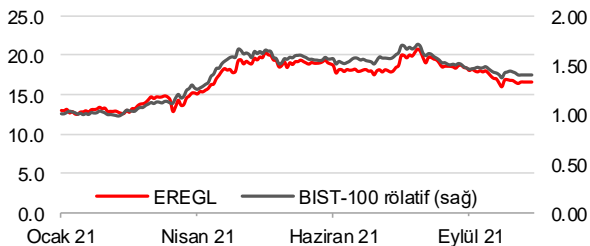
12 aylık hedef fiyatı İNA yöntemiyle 18,50 TL olarak hesaplıyoruz, buna göre de %22 yukarı potansiyeli bulunmaktadır.

Ereğli Demir Çelik

Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY25.60
Son kapanış, TL/hisse	16.65
Yukarı potansiyel	%54
Halka açıklık oranı	%48
Piyasa değeri, TL mn	58,275
Firma değeri, TL mn	58,071

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	27,465	32,048	50,309	53,321
FAVÖK	5,458	6,665	17,402	14,557
Net kar	3,317	3,309	10,468	9,297
Net borç	-2,990	-6,983	-8,019	-12,396
Net borç/FAVÖK	-0.55	-1.05	-0.46	-0.85
FAVÖK marjı	%20	%21	%35	%27
Net marj	%12	%10	%21	%17
Ciro, y/y	%2	%17	%57	%6
FAVÖK, y/y	-%37	%22	%161	-%16
Net kar, y/y	-%41	%0	%216	-%11
F/K	8.2	9.9	5.6	6.3
FD/FAVÖK	4.5	3.8	2.9	3.2
FD/Ciro	0.9	0.8	1.0	0.9

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%11	-%8	%25	%27
BIST 100 rölatif	-%8	-%10	%36	%33
AOİH, TRYmn	489	535	672	631



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Ereğli Demir Çelik Türkiye'nin en büyük demir çelik üreticisi. 2020 yılının ikinci yarısında görülen iyileşme 2021 yılının ilk yarısında devam etti. İkinci çeyrekte görülen 336 dolar ton başına FAVÖK'e ulaştı. İlk çeyrekteki 250 dolar ton başına FAVÖK'ün çok üstünde. Mevcut satış ve hammadde (demir cevheri ve kok kömür) fiyatları trendi ile üçüncü çeyrek ton başına FAVÖK'ün rekor seviyeleri olan 400 dolara çıkabileceğini düşünüyoruz. 4Ç21 karlılığı 2Ç-3Ç arası bir yerde olabileceğini düşünüyoruz. 2022 için resim biraz daha belirsiz bir hal alıyor. Demir çelik satış fiyatı ve demir cevheri fiyatı normal seviyelere dönüyor ancak son günlerde kömürde artış yaşandı yani normal seviyelerin üstüne çıktı, ileriye dönük trendi belirsiz. Buradan ileriye dönük hisse fiyatı baskılanabilir. Bilançoda Haziran sonunda 948 milyon TL net nakit pozisyonu oluştu. Temettü ve şirket satın alımı ile yaşanan nakit çıkışlarla bu rakam Mart sonunda 204 milyon TL idi. Net nakit pozisyonundaki iyileşme güçlü net nakit akımına işaret ediyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

1,4 milyar dolarlık yatırım projesinin 2021 sonu veya 2022 başında tamamlanma beklentisiyle 1 milyon ton ilave üretim kapasitesi (yaklaşık %10 artış).

Değerleme:

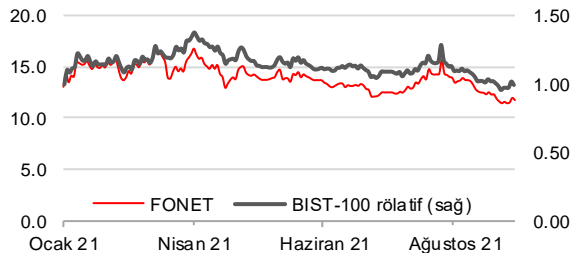
Ereğli Demir Çelik için 12 aylık hedef fiyatımız 25,60 TL, %54 yukarı potansiyele işaret ediyor.

Fonet Yazılım

Bloomberg Kodu	FONET TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY17.00			
Son kapanış, TL/hisse	11.90			
Yukarı potansiyel	%43			
Halka açıklık oranı	%52			
Piyasa değeri, TL mn	476			
Firma değeri, TL mn	471			

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	49	65	88	118
FAVÖK	18	32	45	61
Net kar	15	28	41	55
Net borç	0	-6	-17	-24
Net borç/FAVÖK	-0.02	-0.19	-0.37	-0.40
FAVÖK marjı	%37	%49	%52	%52
Net marj	%30	%43	%46	%46
Ciro, y/y	%37	%32	%35	%35
FAVÖK, y/y	%29	%77	%42	%35
Net kar, y/y	%20	%89	%47	%35
F/K	8.7	14.6	11.7	8.7
FD/FAVÖK	7.0	12.6	10.1	7.4
FD/Ciro	2.6	6.2	5.2	3.8

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%12	-%10	-%18	-%9
BIST 100 rölatif	-%9	-%12	-%11	-%4
AÖİH, TRYmn	7	9	11	17



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Hastane Bilgi Yönetimi Sistemleri (HBYS) yazılım sektöründe faaliyet gösteriyor. 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 tüm tıbbi, idari ve finansal yazılımları mevcuttur; örneğin Poliklinik, Klinik, Laboratuvar, Radyoloji, Finans, İnsan Kaynakları, Stok, İlaç vs. Sağlık Bakanlığına bağlı hastanelere en çok HBYS hizmeti veren şirkettir. Çoğunlukla Sağlık Bakanlığına bağlı hastanelere hizmet veriyor, ancak az sayıda Üniversite hastanelerine ve yurtdışında bazı hastanelere hizmet veriyor. Yurtdışında Azerbaycan, Somali, Nijer ve Moldova'da faaliyet gösteriyor. Şirket KKTC Sağlık Bilgi Sistemi Projesi Hizmet Temini ihalesine katıldı ve Mayıs sonunda ihaleyi kazandı. Siber güvenlik alanında da şirket yeni bir ihale kazandı, böylece ürün gamında çeşitlendirmeye gitt. Son olarak da Katar'da Hastane Bilgi Yönetim Sistemi Kullanım Lisansı Satış Sözleşmesi'ni imzaladı. Şirket yurtdışı faaliyetlerini daha da genişletmeyi planlıyor. Sağlık Bakanlığına bağlı hastaneler arasında şirket pazar payını büyütmeyi de hedefliyor. Son 7 yılda, Fonet, bu alandaki pazar payını %9'dan %22'ye yükseltti. Şirketin tam entegre java ve bulut tabanlı yazılımları rekabet avantajı veriyor. Sağlık Bakanlığına bağlı hastane sayısı yaklaşık 900 olup bunların yaklaşık 200'ü Fonet HBYS kullanıyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Pazarlama faaliyetlerinin artmasıyla şirketin yurtdışında ihale kazanma potansiyeli arttı

Değerleme:

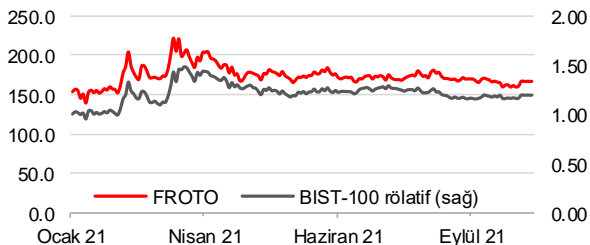
12 aylık hedef fiyatı 17,00 TL olarak hesaplıyoruz, buna göre %43 yukarı potansiyeli var.

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY215.00
Son kapanış, TL/hisse	167.10
Yukarı potansiyel	%29
Halka açıklık oranı	%18
Piyasa değeri, TL mn	58,637
Firma değeri, TL mn	60,452

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	39,209	49,451	68,843	80,763
FAVÖK	3,350	5,283	7,178	8,132
Net kar	1,959	4,195	5,957	6,123
Net borç	3,005	-43	1,124	1,744
Net borç/FAVÖK	0.90	-0.01	0.16	0.21
FAVÖK marjı	%9	%11	%10	%10
Net marj	%5	%8	%9	%8
Ciro, y/y	%18	%26	%39	%17
FAVÖK, y/y	%18	%58	%36	%13
Net kar, y/y	%16	%114	%42	%3
F/K	10.4	6.9	9.8	9.6
FD/FAVÖK	7.0	5.4	8.3	7.4
FD/Ciro	0.6	0.6	0.9	0.7

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%1	-%4	-%10	%37
BIST 100 rölatif	%3	-%6	-%3	%44
AOİH, TRYmn	154	165	315	318



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Ford Otosan yakın zamanda önümüzdeki 10 yıl için öngördüğü ürün çeşitlendirme ve tevsi yatırımları için alınan ve Ford Otosan'ın kapasitesini toplam 650,000 adede çıkartan 20,5 milyar TL'lik yatırım programının büyük bölümünü oluşturan 1,39 milyar Euro'luk kısmının detaylarını açıkladı. Hatırlanacağı gibi Şirket Aralık ayının başında bahsi geçen 20,5 milyar TL'lik elektrikli araç üretimi ile ilgili yatırımları için yatırım teşvik belgesi aldığını da açıklamıştı.

E-Transit'in seri üretimi 2022 yılının ilk yarısında Avrupa pazarına ihraç edilecek şekilde başlayacak. Aracın bataryası ise Ford Otosan'ın Kocaeli tesislerinde üretilen. Araç aynı zamanda Ford'un ilk tam elektrikli ticari modeli olacak.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Global yarı iletkenler tedarik zincirinde yaşanan sorunlar nedeniyle üretime ara verilmesinin ardından özellikle yurt dışı satışlarda beklediğimiz ivmelenmenin güçlü bir ikinci yarı sağlayacağını düşünüyoruz.

Global yarı iletkenler sektöründeki dar boğazın çözülmesi otomotiv hisseleri üzerindeki endişeleri hafifletecektir.

Değerleme:

Şirket için 215.00 TL olan hedef fiyatımız, Ford Otosan'ın açıkladığı kapasite artışı ve tam elektrikli araç projelerini dikkate almaktadır. Projeksiyonlarımıza göre Ford Otosan 2021T FD/FAVÖK ve F/K olarak sırasıyla 8,3 ve 9,8 seviyesinde işlem görmektedir. Benzer şirket çarpanları olan 10,5 ve 10,4'e göre iskontolu olan bu seviyenin Ford Otosan'ın büyüme ve karlılık artışı potansiyelini düşündüğümüzde prim hak ettiğini düşünüyoruz.

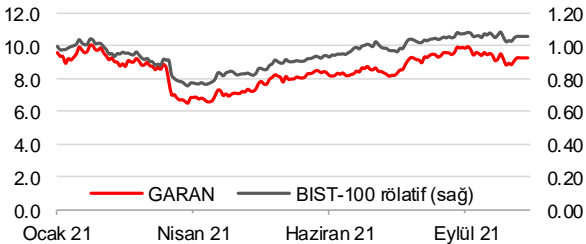
Garanti Bankası

Bloomberg Kodu	GARAN TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY12.30
Son kapanış, TL/hisse	9.24
Yukarı potansiyel	%33
Halka açıklık oranı	%48
Piyasa değeri, TL mn	38,808

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet BDDK Finansallar, TLmn				
Özsermaye	53,766	62,082	73,652	88,652
Net kar	6,159	6,238	11,800	15,000

Büyüme, y/y				
Özsermaye	%15	%15	%19	%20
Net kar	-%7	%1	%89	%27
F/K	6.2	5.8	3.3	2.6
F/DD	0.7	0.6	0.5	0.4
Özsermaye karlılığı	%12	%11	%17	%18

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%3	%10	%2	-%9
BIST 100 rölatif	%0	%8	%11	-%4
AOİH, TRYmn	1,632	1,447	1,607	1,620



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

- Garanti Bankası 28 milyar TL'yi geçen TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü ile enflasyona karşı korunma sağlarken, aktif kalitesinin güçlü kalmaya devam etmesi sayesinde ilk altı ay karşılık giderlerinde de önemli bir düşüş sağladı. Banka 2021 yılı öz kaynak karlığının %18'lere yaklaşabileceğini düşünüyor. Bilanço performansı 5,6 milyar TL'yi bulan serbest karşılık stoğu ile destekleniyor.

- Banka yılın ikinci yarısında net faiz marjında toparlanma, güçlü seyreden komisyon gelirleri ve artan net kredi risk maliyeti öngörüyor. Biz de serbest karşılık olmaması şartıyla ikinci altı ayda net kârın ilk yarının üzerinde olmasını bekliyoruz. Böylece net kâr tahminlerini 2021 için %12 artışla 11,8 milyar TL'ye ve 2022 için %15 artışla 15 milyar TL'ye yükselttik.

- Benzerleri ile karşılaştırıldığında, Garanti'nin TÜFE'ye endeksli tahvilleri 28 milyar TL düzeyinde ve görece daha düşük miktarda. Ancak kredilerin vade yapısı ve vadesiz mevduatın yüksekliği bu etkiyi telafi edecektir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Makro görünümdeki kademeli iyileşme, Garanti'nin yabancı yatırımcıları çekmesine önemli ölçüde yardımcı olabilir.

Değerleme:

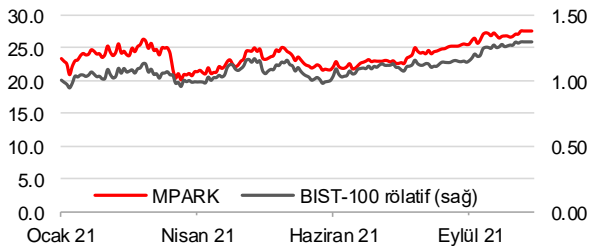
2021 tahminleri üzerinden, Garanti, emsal grubu ortalamasına göre ılımlı ancak hak edilmiş bir primi temsil eden 0,5 F/D ve 3,3 F/K ile işlem görüyor.

MLP Sağlık

Bloomberg Kodu	MPARK TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY30.00
Son kapanış, TL/hisse	27.48
Yukarı potansiyel	%9
Halka açıklık oranı	%35
Piyasa değeri, TL mn	5,717
Firma değeri, TL mn	7,767

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	3,704	4,015	5,018	6,022
FAVÖK	809	942	1,204	1,445
Net kar	36	65	251	301
Net borç	1,196	2,117	2,026	2,026
Net borç/FAVÖK	1.48	2.25	1.68	1.40
FAVÖK marjı	%22	%23	%24	%24
Net marj	%1	%2	%5	%5
Ciro, y/y	%18	%8	%25	%20
FAVÖK, y/y	%98	%16	%28	%20
Net kar, y/y	n.m	%79	%286	%20
F/K	73.9	54.5	22.8	19.0
FD/FAVÖK	4.8	6.0	6.4	5.4
FD/Ciro	1.0	1.4	1.5	1.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%9	%21	%11	%38
BIST 100 rölatif	%13	%18	%20	%45
AOİH, TRYmn	15	12	26	43



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

MLP Sağlık'ın cirosunun 2021 yılında aşılamanın yaygınlaşmasıyla poliklinik ve ayakta tedavi gelirlerinin artmasıyla güçlü olmasını bekliyoruz. Ek olarak yüksek karlı olan medikal turizm gelirleri de 3Ç21'de aşının yaygınlaşmasıyla 2020'ye kıyasla daha iyi olacaktır. Yönetim 2021 yıl sonuna kadar güçlü FAVÖK ile net borcun FAVÖK'e oranını 1,5'a indirmeyi ve yabancı para cinsinden borçlarını 2022 sonuna kadar azaltmayı planlıyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Önümüzdeki çeyreklerde finansalların iyileşmesiyle borçluluğun düşmesi hisse üzerinde olumlu etki yapabilir.

Değerleme:

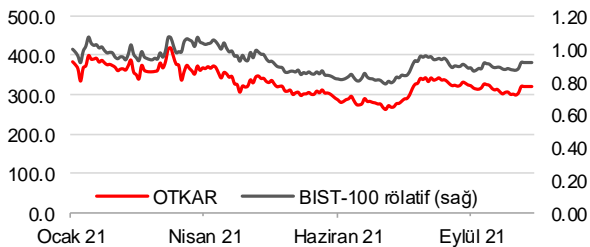
MLP Sağlık hisseleri 6,4x 2021T FD/FAVÖK ve 5,4x 2022T FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. MLP Sağlık için 12 aylık hedef fiyatımız 30.0 TL ile 'Endeksin Üzerinde' önerimizi koruyoruz. MLP Sağlık hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımız %9 artış potansiyeli sunmaktadır.

Otokar

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY435.00
Son kapanış, TL/hisse	321.80
Yukarı potansiyel	%35
Halka açıklık oranı	%27
Piyasa değeri, TL mn	7,723
Firma değeri, TL mn	9,359

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2,431	2,909	4,063	4,943
FAVÖK	432	672	895	1,089
Net kar	352	618	812	1,018
Net borç	579	1,337	1,894	2,683
Net borç/FAVÖK	1.34	1.99	2.11	2.46
FAVÖK marjı	%18	%23	%22	%22
Net marj	%14	%21	%20	%21
Ciro, y/y	%45	%20	%40	%22
FAVÖK, y/y	%91	%56	%33	%22
Net kar, y/y	%114	%76	%31	%25
F/K	8.3	6.2	9.5	7.6
FD/FAVÖK	8.1	7.7	10.7	9.6
FD/Ciro	1.4	1.8	2.4	2.1

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%1	%13	-%14	%6
BIST 100 rölatif	%3	%11	-%7	%11
AOİH, TRYmn	75	88	155	238



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Otokar'ın güçlü ihracatı var. 2020 yılında cironun %76'sı ihracat kaynaklıydı ve bu oranın 2021 yılında %80'e yükselmesini bekliyoruz (1Y21'de bu oran %64 idi). Otobüs Avrupa'da bir çok belediye'nin otobüs ihalelerini kazandı. Avrupa'da da büyümenin devam etmesi hedefleniyor. Global bazda diğer ülkelere de genişleme çalışmaları var. Son yıllarda imzaladığı bir sözleşmeyle Otokar zırhlı araç alanında da önemli büyüme sağladı. Otokar'ın 2020 cirosu yıllık %20 büyümeyle 2 milyar 909 milyon TL olarak gerçekleşti. Otobüs bölümü cirosu yıllık %8 büyürken, Zırhlı Araçlar bölümü yıllık %31 büyüme gösterdi. Pandemi nedeniyle hem Türkiye'de hem Avrupa'da otobüs talebinde yavaşlama olurken, şirketin daha önceden yapmış olduğu ihale ile zırhlı araç satışlarının olumsuz etkilenmedi. Bu yıl otobüs bölümünde görülen toparlanma ve zırhlı araç satışların güçlü devam etmesiyle 1Y21 ciro yıllık %64 büyüdü. 2021 tüm yıl için yıllık %40 büyüme öngörüyoruz. Bayilere olağan satışlar dışında hem otobüslerde hem de zırhlı araçlarda yeni sözleşmelerin zamanlamaları ve büyüklükleri hakkında öngöründe bulunamıyoruz, dolayısıyla projeksiyonlarımız için muhafazakar olan yıllık %15 ciro büyümesi öngördük. Artan zırhlı araç satışlarla, Otokar'ın FAVÖK marjı 2019'daki %18'den 2020'de %23'e yükseldi. Bu yıl otobüs satışların artmasıyla, ve zırhlı araç satışlarının da bu yılki seviyelerde pay almaya devam edeceği varsayımıyla, projeksiyon döneminde FAVÖK marjı %22 olarak aldık. Satışların otobüs veya zırhlı araç tarafına doğru ağırlık kazanmasıyla, marj değişebilir. Otokar düzenli temettü ödeyen bir şirket. İleriye dönük bunun böyle devam etmesini bekliyoruz: verimin %5-7 aralığında olmasını bekliyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Olağan satışları dışında ihale usulü ile sipariş alınması

Değerleme:

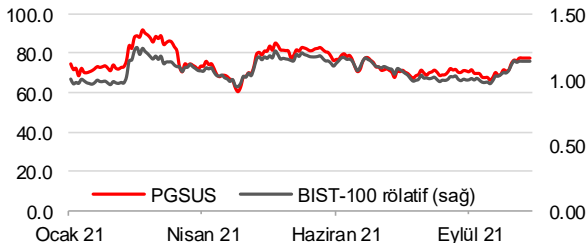
Değerlemede İNA değerlemesi kullanıldı. Otokar'ın 2021T FD/FAVÖK'ü 10,7 ve F/K'sı 9,5'te. Bu seviyeler global benzer şirketlerin medyan çarpan değerlere sırasıyla %42 ve %54 iskontolarda işlem görüyor.

Pegasus Hava Taşımacılık

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY100.00
Son kapanış, TL/hisse	77.85
Yukarı potansiyel	%28
Halka açıklık oranı	%36
Piyasa değeri, TL mn	7,964
Firma değeri, TL mn	25,929

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	11,025	4,804	7,752	14,617
FAVÖK	3,632	481	2,013	5,365
Net kar	1,333	-1,965	-1,295	746
Net borç	6,568	15,407	21,163	23,018
Net borç/FAVÖK	1.81	32.01	10.51	4.29
FAVÖK marjı	%33	%10	%26	%37
Net marj	%12	-%41	-%17	%5
Ciro, y/y	%33	-%56	%61	%89
FAVÖK, y/y	%77	-%87	%318	%167
Net kar, y/y	%163	n.m	n.m	n.m
F/K	3.6	n.m.	n.m.	10.7
FD/FAVÖK	3.1	43.6	14.5	5.8
FD/Ciro	1.0	4.4	3.8	2.1

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%10	%0	-%12	%4
BIST 100 rölatif	%14	-%2	-%4	%10
AOİH, TRYmn	184	162	230	266



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Likidite yönetimi Pegasus'un önceliği olmaya devam ediyor. Diğer taraftan sert maliyet kontrolleri de sabit giderler üzerindeki baskıyı hafifletmekte. Biz Pegasus'un kriz yönetiminde şu ana kadar oldukça başarılı bir performans sergilediğini düşünüyoruz. Bu nedenle Covid sonrası dönemde global ölçekte en hızlı toparlama gösterebilecek hava yolu şirketlerinden biri olacağını öngörüyoruz.

Pegasus 2021 yılında 2019 yılına göre %70-75 seviyesinde kapasite üretmeyi planlamakta. Bu rakamın üçüncü çeyrekte %85 seviyesine kadar yükselmesi hedefleniyor ve tam kapanma sonrası gelen rezervasyonların bunu desteklediğini söyleyebiliriz

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Birim gelirler, talep ve seyahat kısıtlamalarının gevşetilme hızı ile ilgili belirsizlikler halen devam etmekte. Gelişmiş ülkelerde ise toparlanma eğiliminin başladığını görüyoruz. Kısa vadede aşılama çalışmaları ile ilgili gelişmeler havacılık hisselerinin performanslarında belirleyici olmaya devam edecektir.

Haziran ayından itibaren her ay bir önceki aya göre 2019 seviyelerine daha da yaklaşan (hatta iç hatlarda geçen) aylık trafik verilerinin ve gözle görülür şekilde iyileşeceğini öngördüğümüz 3Ç21 operasyonel performansın hisse performansını olumlu etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Değerleme:

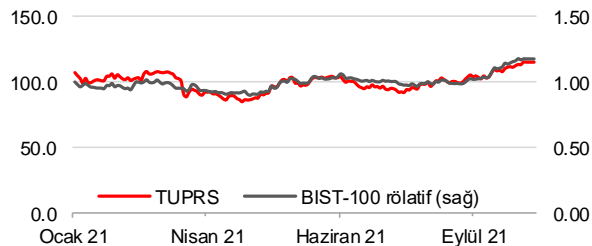
Pegasus 5.8x 2022T FD/FAVÖK ile benzer şirket çarpanlarının medyanı olan 8,7'ye göre iskontolu işlem görmektedir.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY130.00
Son kapanış, TL/hisse	114.60
Yukarı potansiyel	%13
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	28,698
Firma değeri, TL mn	41,212

Finansal veriler	2019	2020	2021T	2022T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	89,601	63,244	106,714	147,545
FAVÖK	3,807	494	4,550	10,112
Net kar	526	-2,494	1,331	6,160
Net borç	8,424	8,862	17,169	14,280
Net borç/FAVÖK	2.21	17.93	3.77	1.41
FAVÖK marjı	%4	%1	%4	%7
Net marj	%1	-%4	%1	%4
Ciro, y/y	%1	-%29	%69	%38
FAVÖK, y/y	-%55	-%87	%821	%122
Net kar, y/y	-%86	n.m	n.m	%363
F/K	61.7	n.m.	21.6	4.7
FD/FAVÖK	10.7	64.1	10.1	4.3
FD/Ciro	0.5	0.5	0.4	0.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%15	%20	%8	%6
BIST 100 rölatif	%19	%17	%18	%11
AOİH, TRYmn	604	461	436	453



* 30 Eylül 2021 kapanışı itibari ile

Yatırım teması:

Hava ulaşımının 2021 yılı 2. çeyreğinden itibaren yeniden artacağını düşünüyoruz. Bu sayede, ulaşım için kullanılan yakıtlara talebin artmasıyla ürün fiyatlarında yükseliş trendi olmasını öngörüyoruz.

Ancak, dünyanın halen birçok ülkesinde aşıya erişimin henüz etkin yapılmadığını unutmamak gerekiyor. Bu sebeple ürün makaslarındaki tam toparlamanın 2022'den önce olmasını beklemiyoruz. Yine de Tüpraş için 2020'de 135 milyon \$ olan stok etkisinden arındırılmış FAVÖK'ün 2021'de 550 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 saptamaya 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 destekleyici güçler olarak sıralanabilir.

İyileşen orta distilat ve benzin marjları ve genişleyen ham madde makası sayesinde Tüpraş'ın güçlü 3Ç21 sonuçlarının kısa vadeli katalizör etkisi yaratabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme:

Tüpraş için 2020'de 1.7 \$/bbl olan net rafineri marjının, 2021'de 4.0 \$/bbl seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Tüpraş 4,3/4,7 2022T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile 5,2/9,1 ile işlem gören benzer grup çarpanlarına göre iskontoludur.

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, Perakende, Çimento
Dayanıklı Tüketim, Sağlık

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

Selim Kunter

Havacılık, Otomotiv, Enerji, İçecek
İnřaat

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

Kayahan Demirak

Cam, Telekom, Madencilik, Gıda

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

Özgür Hatipođlu

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. Raporunda 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 İnternet 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., 2021