

**AKYatırım**

# Hisse Senetlerinde Öneriler

**Jeopolitik riskler, enflasyon ve 1Ç22 kârları belirleyici olacak**

**4 Nisan 2022**

**AK YATIRIM ARAŞTIRMA**

**+90-212-334-9465**

**arastirma@akyatirim.com.tr**

**AKYatırım**

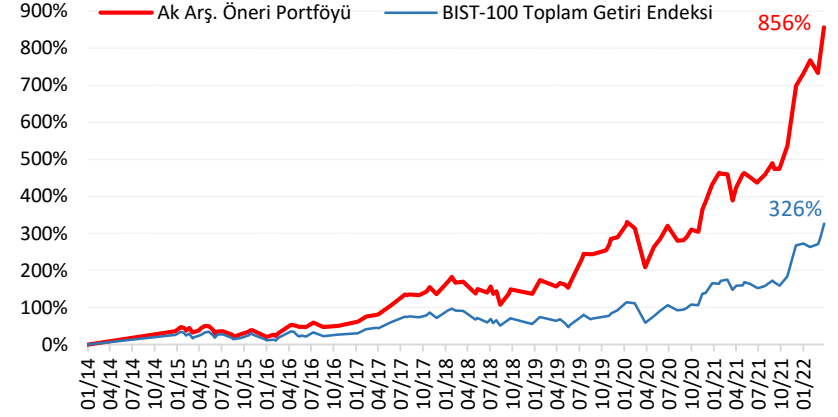
# Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

## Model Portföy Hisse Seçimleri\*

| Hisse Senedi  | 12 ay hedef fiyat<br>(TL) | Getiri Potansiyeli | Portföy Ağırlığı |
|---------------|---------------------------|--------------------|------------------|
| BİM           | 115,00                    | %37                | %13              |
| Garanti Bank  | 17,00                     | %37                | %12              |
| Isbank        | 12,40                     | %40                | %8               |
| Koç Holding   | 51,00                     | %30                | %11              |
| Logo          | 60,00                     | %26                | %8               |
| Migros        | 65,00                     | %35                | %13              |
| Tofaş         | 119,00                    | %55                | %13              |
| THY           | 52,00                     | %59                | %13              |
| Yapı Kredi B. | 5,80                      | %41                | %9               |

Kaynak: AK Yatırım Arş.

## Model portföy tarihsel getiri karşılaştırması



Kaynak: AK Yatırım Arş., Rasyonet

\* Model portföy hisse önerileri çalışması Ak Yatırım Araştırma ekibinin araştırma kapsamındaki hisselerden takip eden bir aylık dönemde getiri açısından öne çıkmasını beklediklerine ilişkin görüşlerini paylaşma amacıyla yayınlanmaktadır. Öne çıkması beklenen hisseler zaman zaman hızlı yükselişle 12 aylık fiyat hedeflerine yakın seviyelerde fiyatlanabilmektedir. Böyle durumlarda eğer kısa vadede yukarı yönlü eğilimin korunacağına dair bir görüşü varsa analist fiyat hedefi güncellenene kadar hisseyi portföyde tutabilmektedir. Hisselerde fiyat güncellemeleri yapılırken de dönem bilanço açıklaması gibi şirketin değerlemesinde maddi önem taşıyan gelişmelerin gerçekleşme tarihi de dikkate alınmakta ve bu açıklamaya kadar model güncellemesi ertelenebilmektedir.

- Yılın ilk üç ayında sektör bazında özellikle demir/çelik, havacılık, petrokimya, altın ve perakende ticaret hisselerindeki getiri dikkat çekiyor. Diğer taraftan gıda, ilaç, sigorta ve banka hisseleri YBG geride kaldılar. Nisan'da saydığımız güçlü sektörlerde alım eğiliminin kısmen sürmesini ve bunlara bankaların eklenmesini bekleriz. İlaç ve Telekom hisseleri ise enflasyonist ortamda gecikmeli fiyat ayarlamaları nedeniyle geride kalabilir.

- **Nisan ayında model portföye Türk Hava Yollarını ekleyip Arçelik ve Kardemir'i portföyden çıkarıyoruz.** THY'yi özellikle faaliyetlerinde hızlı toparlanma, turizm sektöründe endişelerin aşırı fiyatlanması ve rakiplerine kıyasla avantajlı yapısı nedeniyle tercih ediyoruz. **Kardemir D** hisseleri, model portföye dahil ettiğimiz tarihten bu yana güçlü bir getiri elde ederek, getiri hedefimizi aştı. Global demir çelik hammadde fiyatlarında artan belirsizlik nedeniyle mevcut konjonktürde hisse için artık sınırlı yukarı potansiyel görüyoruz. **Arçelik** sınırlı artış potansiyeli ve artan maliyet baskıları nedeniyle portföyden çıkıyor.

## Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

| Ticker                   | Son güncelleme itibarıyla getiri |               |          |              |              | Portföye giriş tarihi itibarıyla getiri |         |           |
|--------------------------|----------------------------------|---------------|----------|--------------|--------------|-----------------------------------------|---------|-----------|
|                          | Ağırlık                          | Hisse Fiyatı* |          | Getiri       |              | Portföye Giriş T.                       | Nominal | Relatif** |
|                          |                                  | 07/03/22      | 01/04/22 | Nominal      | Relatif **   |                                         |         |           |
| ARCLK                    | 8%                               | 52.08         | 59.94    | 15.1%        | 0.1%         | 02/11/2021                              | 81.0%   | 20.4%     |
| BIMAS                    | 11%                              | 75.33         | 84.46    | 12.1%        | -2.5%        | 02/11/2021                              | 36.2%   | -9.4%     |
| GARAN                    | 12%                              | 11.81         | 12.40    | 4.9%         | -8.8%        | 10/05/2021                              | 59.9%   | 0.5%      |
| ISCTR                    | 7%                               | 7.58          | 8.89     | 17.2%        | 1.9%         | 03/02/2022                              | 8.6%    | -7.4%     |
| KRDMD                    | 12%                              | 13.92         | 15.44    | 11.0%        | -3.5%        | 06/01/2022                              | 48.6%   | 29.9%     |
| KCHOL                    | 11%                              | 30.48         | 39.51    | 29.6%        | 12.7%        | 02/11/2021                              | 67.7%   | 11.5%     |
| LOGO                     | 7%                               | 39.62         | 47.16    | 19.0%        | 3.5%         | 07/03/2022                              | 19.0%   | 3.5%      |
| MGROS                    | 12%                              | 39.05         | 46.78    | 19.8%        | 4.2%         | 07/03/2022                              | 19.8%   | 4.2%      |
| TOASO                    | 12%                              | 74.15         | 77.16    | 4.0%         | -5.4%        | 16/03/2022                              | 4.0%    | -5.4%     |
| YKBNK                    | 8%                               | 3.63          | 4.12     | 13.4%        | -1.4%        | 02/11/2021                              | 45.1%   | -3.5%     |
| <b>Portföy Getirisi:</b> |                                  |               |          | <b>%14,2</b> | <b>-%0,7</b> |                                         |         |           |

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

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

- Mart ayı portföy getirimiz 7 Mart – 1 Nisan arasında %14,2 oldu. Bu getiri aynı süre içerisinde BIST-100 getiri endeksinin hafif altında kaldı. Hatırlanacağı üzere dönem başında Logo Yazılım ve Migros'u öneri listemize eklemiş, Şişecam ve Tekfen'i listeden çıkarmıştık. Bunlara ek olarak 16 Mart tarihinde de Tofaş Oto'yu listeye almıştık. Bu süre içerisinde portföye en olumlu katkısı **Koç Holding, Migros ve Logo** verirken, **Garanti, Tofaş Oto ve Kardemir** getiriyi belirgin aşağı çeken hisseler oldular.

- Nisan ayı başı itibarıyla **hisse öneri listemizin YBG getirisi %26,0'ya yükseldi ve bu dönem de önerilerimiz BIST-100 toplam getiri endeksini %1,8 yendi**. Portföyümüzün 2014 başından bu yana toplam getirisi ise %855 oldu. Aynı dönemde BIST-100 toplam getiri endeksi ise %327 kazanç sağladı. Buna göre portföyümüz gösterge endeks getirisini önemli oranda geçmeye devam ediyor. (Portföy getirilerimiz takip eden dönemde model portföy raporumuzun yayınlanma tarihindeki fiyat ortalamalarına göre düzeltilmektedir. BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

## Görünüm: Nisan’da havacılık, oto, banka ve perakende sektörleri öne çıkar

- **Mart ayının ardından...** Rusya – Ukrayna kriziyle 1850 puana kadar gerileyen BIST-100 endeksi diplomatik çabaların yoğunlaşması ve şirket kârlarının 1Ç22’de güçlü kalmaya devam edeceği beklentileri ile Mart ayı boyunca yükseldi. BIST-100’ün Mart ayı getirisi %14,8 ve YBG getirisi %20,2 oldu.
- **Yurtdışı taraf zayıf seyretti.** Şubat sonunda %1,8’e yükselen ABD 10Y tahvil faizi, Mart sonunda %2,4 seviyesine ulaştı. Brent petrolün fiyatı ise ayın ilk haftasında Şubat sonuna göre %30 üzerinde artışla 130 dolara ulaşip Mart’ı 105-110 dolar aralığında tamamladı. Dolar/TL ayın ilk haftasındaki sert düşüş ve sonrasındaki yatay seyir ile Mart’ta %5,5 değer kaybetti. Yurtdışı hisse senedi piyasaları tahvil faizindeki ve emtiadaki artış ve savaş endişeleri ile ayın ilk yarısında düşüş gösterdi; ikinci yarıda toparlandı. Mart ayını ABD borsaları %4 kadar artışla, Avrupa borsaları ise yatay seviyelerde kapattı.
- **BIST GOÜ’ler arasında da olumlu ayrıştı.** Mart ayında MSCI-GOÜ endeksi %3 gerilerken, BIST-100 dolar bazında %8 değer kazandı. Rusya Ukrayna Krizine uzaklık Latin Amerika borsalarının Mart ayı performanslarında öne çıkmasına imkan sağladı. Diğer taraftan Çin’deki kayıpların sürmesi MSCI-GOÜ endeksinin zayıf performansında belirleyici oldu.
- **Döviz mevduatta çözülme durdu.** Aralık sonunda başlayan ve KKM’ye getirilen vergi avantajı ile hızlanan döviz mevduatta azalma eğilimi Mart başında durdu. Takip eden günlerde yurtdışının da etkisiyle döviz mevduat sınırlı da olsa artış gösterdi. KKM ise Şubat sonundaki 520 milyar TL’den 610 milyar TL’ye (mevduatın %10’u) ulaştı. Döviz kaynaklı tutarın azami ½ kadar olduğunu tahmin ediyoruz.
- **Enflasyon artmaya devam ediyor. Özellikle** gıda ve akaryakıt kaynaklı fiyat artışları Mart ayı sonunda yıllık enflasyonu TÜFE’de %61,1’e ve ÜFE’de %115,0’e taşıdı. Enflasyon eğilimi ivmesini korurken, faiz tarafında eksi reel oranlarının giderek büyümesi dikkat çekiyor. 2021 sonunda %26’yı aşan ortalama TL ticari kredi faizinin son altı haftada %20,5 düzeyinde yatay kaldığı, benzer şekilde TL mevduat faizinin de en geniş vade diliminde KKM oranına yakın %17 civarında istikrar kazandığı görülüyor. FED’in Mart’ta faiz artışlarını başlaması ve yükselen ABD tahvil faizleri şimdilik dolar/TL’yi ve TL faizleri çok fazla etkilemedi. Ancak FED faiz artırımı süreci ile birlikte baskının bir miktar artması beklenebilir.
- **Nisan’da havacılık, oto, banka ve perakendeyi tercih ettik.** Nisan ayında Rusya – Ukrayna krizi, ABD’deki faiz artırımı süreci, enflasyonun seyri ve Nisan sonunda açıklanmaya başlayacak 1Ç22 bilançoları hisseler açısından belirleyici olacaktır. En son portföy değişikliklerimiz demir/çelik ve beyaz eşya tarafında güçlü hisse performansı sonrası kâr satışı beklentimizi yansıtıyor. Buna karşılık havacılık, oto, banka ve perakende sektörlerinin hisse bazlı öne çıkmasını bekliyoruz. BDDK’ya göre yılın ilk iki ayında toplam kâr önceki yıla göre dört katı aşan bankalar, 4 Nisan itibarıyla BBVA gönüllü çağrı sürecinin başlaması ve Türk Telekom’daki banka hisselerinin TVF’ye satış süreci bankalardaki ivmeyi olumlu etkileyebilir. Diğer taraftan bankaların kurumlar vergisinin kalıcı olarak %25’e çıkarılması değerlemeleri baskılayacaktır.

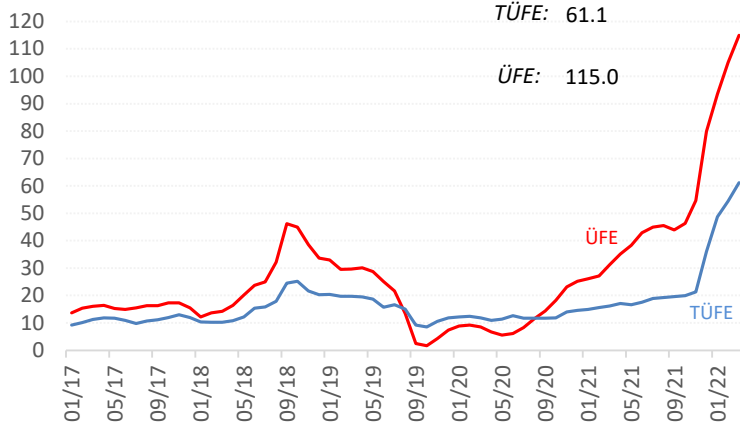
## Görünüm: Nisan’da havacılık, oto, banka ve perakende sektörleri öne çıkar

---

- **Yabancı çıkışı sürüyor.** 2021’de 1,6 milyar doları bulan yabancı çıkışı 2022’nin ilk çeyreğinde de sürdü: İlk iki ayda 0,5 milyar dolar gerileyen yabancı hisse senedi pozisyonu, Mart’ta da 0.8 milyar dolar düştü. Böylece yurtdışı yerleşiklerin BIST payı sene başındaki %40,6’dan Mart sonunda %37,5’e geldi. Halka arz büyüklüğü 2021’de 22,1 milyar TL’yi bulmuştu. Aralık’ın ikinci yarısından itibaren ara verilen halka arzlar kur tarafında istikrar ile birlikte yeniden başladı ve Şubat’ta 2,5 milyar TL ve Mart’ta 1,3 milyar TL büyüklüğe ulaştı.

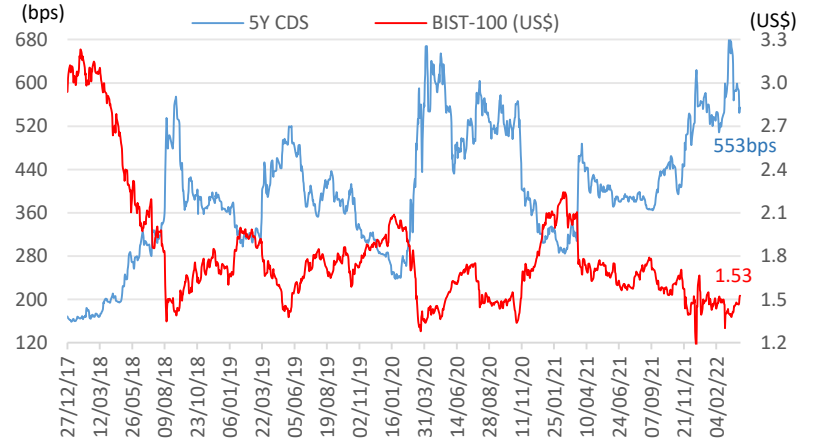
# Görünüm: Risklerde artış en çok bankaları etkiliyor

## Enflasyonda yükseliş eğilimi sürüyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

## CDS maliyeti BIST'teki zayıf seyri ve yabancı ilgisizliğini açıklıyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Reel efektif döviz kuru yılın ilk iki ayında yükseldi



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

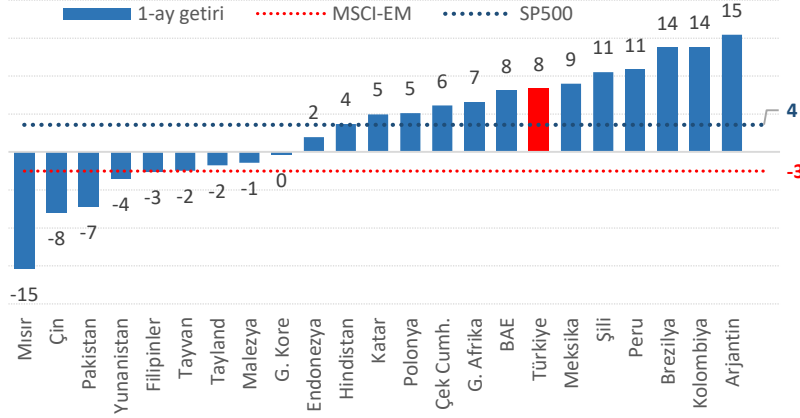
## Banka - sanayi endeksi dip seviyelerden çıkamadı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

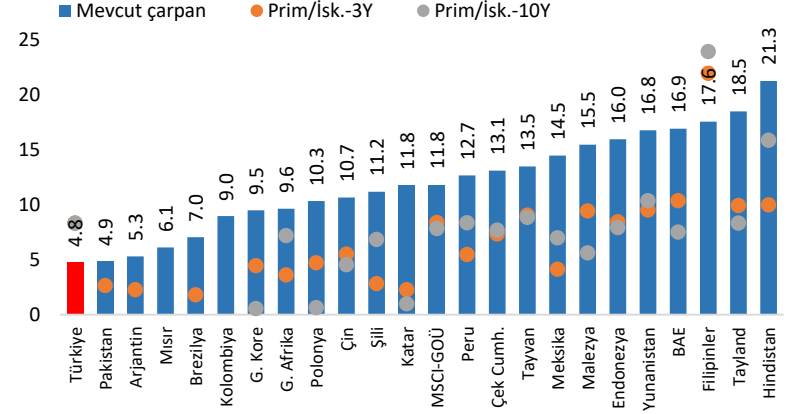
# BIST Mart'ta olumlu ayrışan GOÜ'ler arasındaydı

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



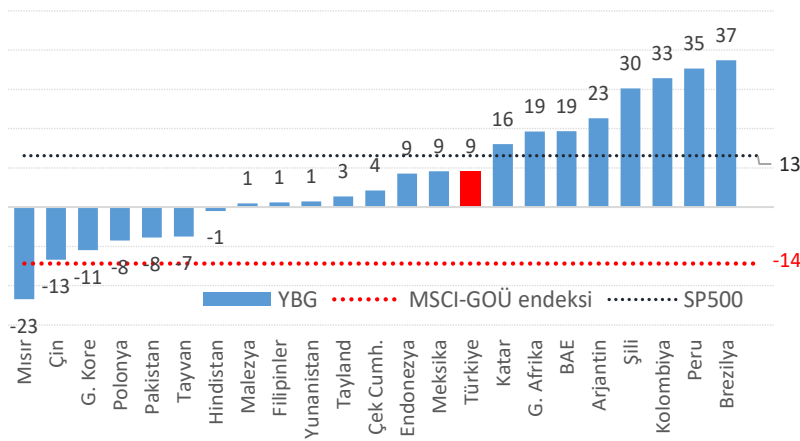
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

## BIST'in F/K oranı diplerde seyrediyor



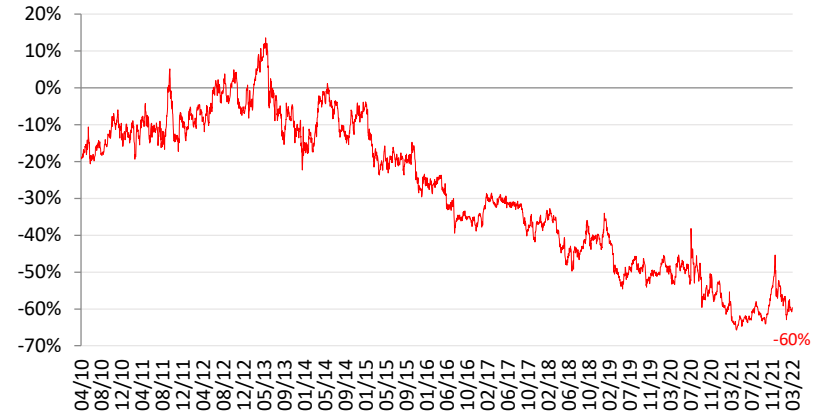
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

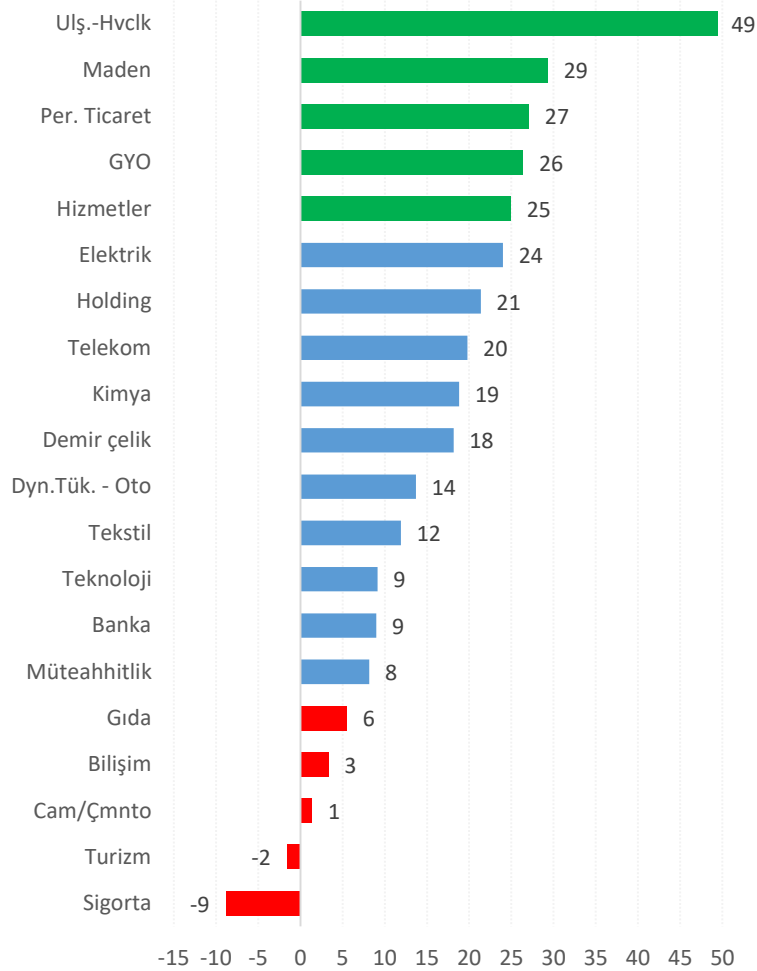
## F/K iskontosı (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



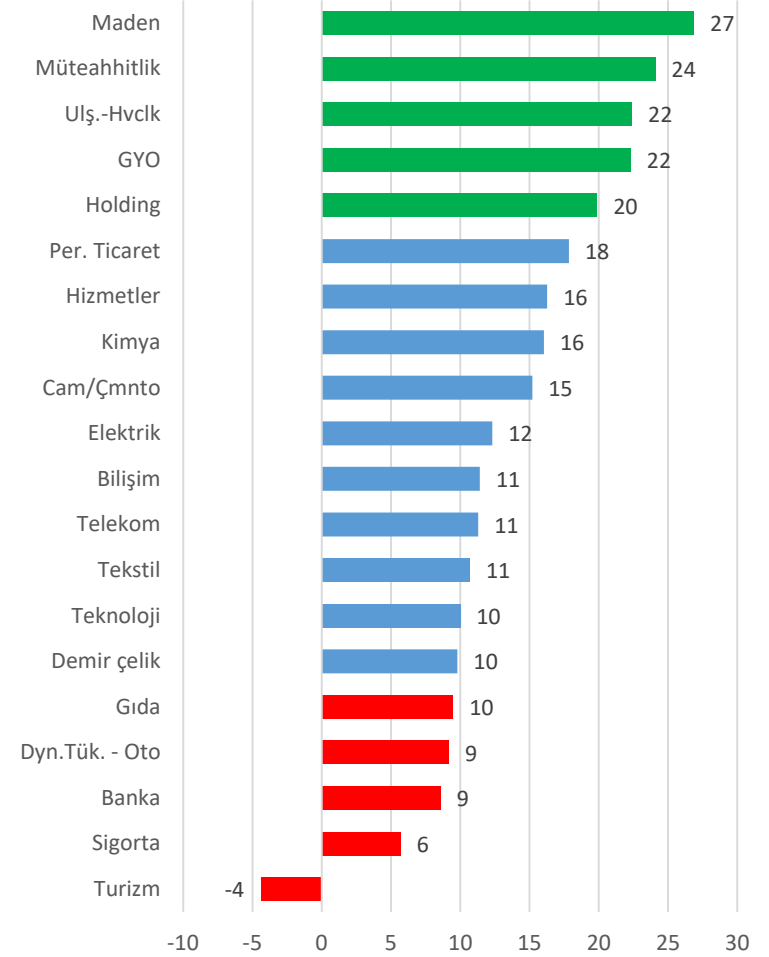
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

# Jeopolitik riskte rahatlama havacılık ve bölgede iş yapan şirketlere yaradı

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Sektör endekslerinde son bir aylık getiriler

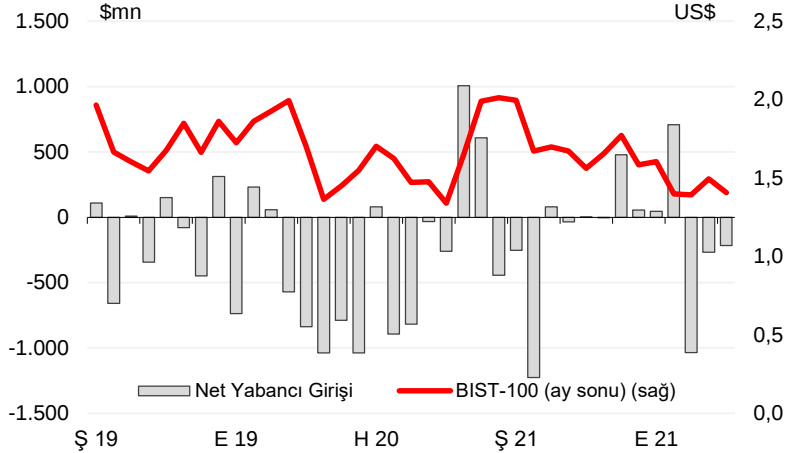


Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

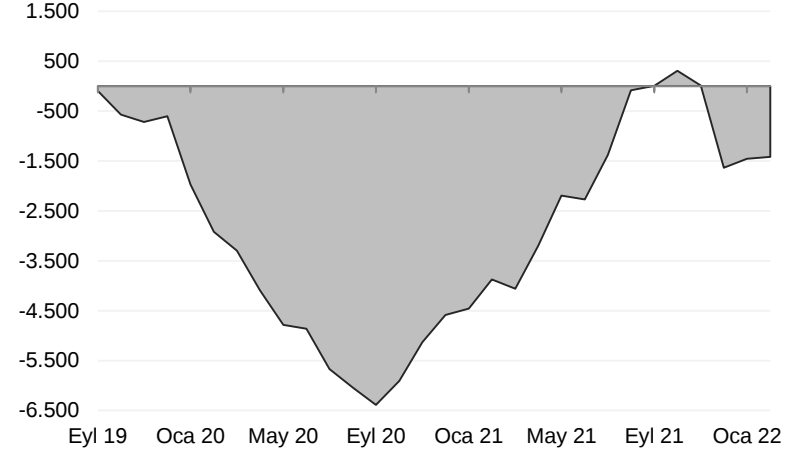
# Strateji: Yurtdışı yerleşikler yılbaşından bu yana 1,3 milyar dolar hisse sattı

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



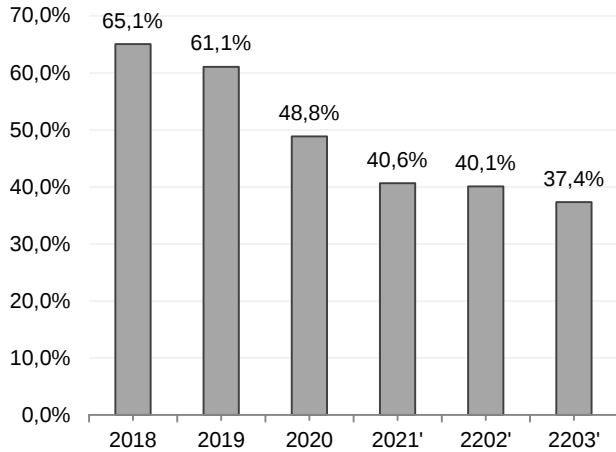
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

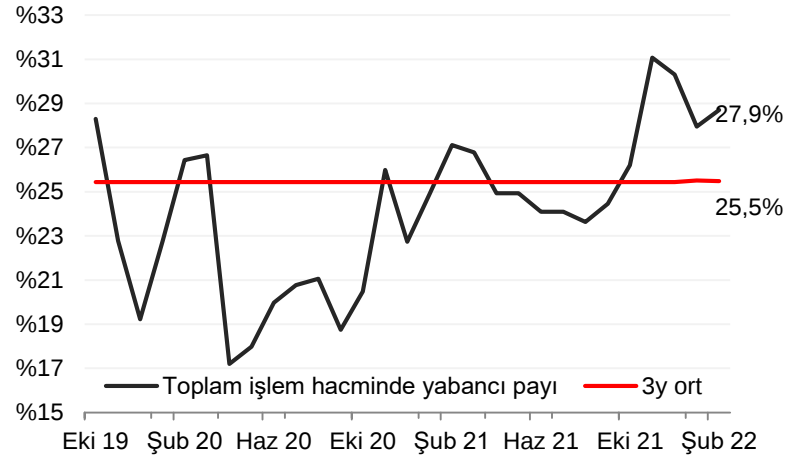
BIST'te yabancı payı, yıl sonu verileri



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

31 Mart 2022 itibariyle

Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı düşük seviyelerde



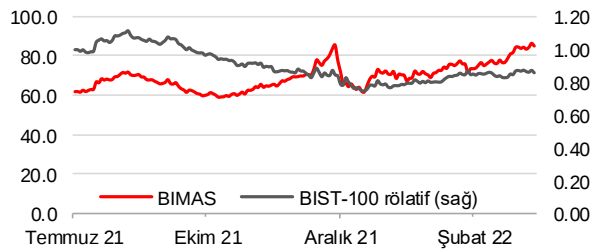
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

# Hisse Önerileri

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| Bloomberg Kodu               | BIMAS TI                        |
| <b>Tavsiye</b>               | <b>Endeksin Üzerinde Getiri</b> |
| <b>Hedef fiyat, TL/hisse</b> | <b>TRY115.00</b>                |
| Son kapanış, TL/hisse        | 84.00                           |
| Yukarı potansiyel            | %37                             |
| Halka açıklık oranı          | %60                             |
| Piyasa değeri, TL mn         | 51,005                          |
| Firma değeri, TL mn          | 56,158                          |

| Finansal veriler                   | 2020   | 2021   | 2022T   | 2023T   |
|------------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b> |        |        |         |         |
| Ciro                               | 55,495 | 70,527 | 111,579 | 150,058 |
| FAVÖK                              | 5,067  | 6,481  | 9,840   | 12,546  |
| Net kar                            | 2,607  | 2,932  | 4,905   | 6,358   |
| Net borç                           | 2,317  | 5,153  | 6,912   | 9,858   |
| Net borç/FAVÖK                     | 0.46   | 0.80   | 0.70    | 0.79    |
| FAVÖK marjı                        | %9.1   | %9.2   | %8.8    | %8.4    |
| Net marj                           | %4.7   | %4.2   | %4.4    | %4.2    |
| Ciro, y/y                          | %38    | %27    | %58     | %34     |
| FAVÖK, y/y                         | %61    | %28    | %52     | %27     |
| Net kar, y/y                       | %113   | %12    | %67     | %30     |
| F/K                                | 14.4   | 14.0   | 10.4    | 8.0     |
| FD/FAVÖK                           | 7.9    | 7.1    | 5.9     | 4.9     |
| FD/Ciro                            | 0.7    | 0.7    | 0.5     | 0.4     |

| Hisse verisi     | 1a  | 3a  | 6a   | ytd |
|------------------|-----|-----|------|-----|
| Nominal değişim  | %14 | %37 | %21  | %37 |
| BIST 100 rölatif | %0  | %13 | -%21 | %13 |
| AOİH, TRYmn      | 419 | 495 | 462  | 494 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

BIMAS'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: 1) güçlü benzer mağaza büyümesi (Lfl) ve hızlı mağaza sayısı artışı sayesinde 2022'de %58 ciro ve %52 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. Tarihsel yüksek 2021 marjları nedeniyle güçlü baz etkisine rağmen enflasyonist bir ortamda brüt kar marjı üzerinde sınırlı baskı öngörüyoruz. Ayrıca, hızlı mağaza açılışları ve kuvvetli benzer mağaza büyümesinin yarattığı operasyonel kaldıraç etkisinin, personel, enerji ve lojistik giderlerindeki yüksek artışı büyük ölçüde telafi edeceğini ve FAVÖK marjındaki baskının da sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz, 2) mevcut negatif reel faiz ortamında enflasyona karşı korumasının çok daha değerli olacağını düşünüyoruz, 3) mevcut ekonomik konjonktürde mağaza ulaşılabilirliğinin kolaylaşması ve kira artış oranlarının manşet enflasyonun altında kalması nedenleriyle yüksek mağaza açılış hızının devam edeceğini bekliyoruz (+11%), 4) güçlü operasyonel sonuçlara rağmen, artan regülasyon riski, asgari ücret artışı, Rekabet Kurumu'nun cezası ve BİST'te düşen yabancı oranından görece daha fazla etkilenmesi gibi nedenlerle, hissenin Ağustos'20'den bu yana endeksin %36 altında performans göstermesi ve değerlemesinin cazip hale gelmesi olarak sıralayabiliriz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Mağaza açılış hızı, sepet büyümesi, enflasyon, maliyet baskıları, potansiyel regülasyon değişiklikleri, asgari ücrete yıl içerisinde gelebilecek potansiyel ek zam ve risk algısındaki değişimler hisse performansını etkileyebilecek önemli faktörler olarak görünüyor.

## Değerleme:

BIMAS, 10.4x 2022T F/K ve 5.8x 2022T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 öncesi) 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %40 iskonto ile işlem görmektedir. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı göz önüne alındığında, fazla cezalandırıldığını ve mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

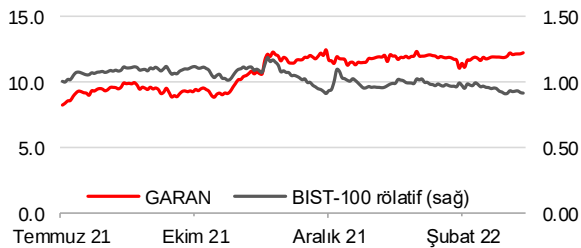
# Garanti Bankası

|                       |                          |
|-----------------------|--------------------------|
| Bloomberg Kodu        | GARAN T1                 |
| Tavsiye               | Endeksin Üzerinde Getiri |
| Hedef fiyat, TL/hisse | TRY17.00                 |
| Son kapanış, TL/hisse | 12.45                    |
| Yukarı potansiyel     | %37                      |
| Halka açıklık oranı   | %48                      |
| Piyasa değeri, TL mn  | 52,290                   |

| Finansal veriler                   | 2020   | 2021   | 2022T  | 2023T   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>Özet BDDK Finansallar, TLmn</b> |        |        |        |         |
| Özsermaye                          | 62,082 | 78,903 | 99,479 | 121,731 |
| Net kar                            | 6,238  | 13,073 | 21,500 | 23,500  |

|                     |     |      |     |     |
|---------------------|-----|------|-----|-----|
| <b>Büyüme, y/y</b>  |     |      |     |     |
| Özsermaye           | %15 | %27  | %26 | %22 |
| Net kar             | %1  | %110 | %64 | %9  |
| F/K                 | 5.8 | 3.0  | 2.4 | 2.2 |
| F/DD                | 0.6 | 0.5  | 0.5 | 0.4 |
| Özsermaye karlılığı | %11 | %19  | %24 | %21 |

| Hisse verisi     | 1a    | 3a    | 6a    | ytd   |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Nominal değişim  | %7    | %10   | %26   | %10   |
| BIST 100 rölatif | -%6   | -%9   | -%18  | -%9   |
| AOİH, TRYmn      | 2,149 | 1,955 | 2,356 | 1,949 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

- İlk iki aylık BDDK verilerini dikkate aldığımızda Garanti Bankası'nın 1Ç22 net kârının önceki çeyreğe göre %60 ve önceki yıla göre %150 artışla 6.5 milyar TL düzeyinde gerçekleşmesi olası görünüyor. Buna göre, banka için 21,5 milyar TL'deki 2022 kâr beklentimiz %20 civarında yukarı potansiyel taşıyor. 2023 yılı net kârını ise kurumlar vergisinin bankalara %25 olarak uygulanacak olması nedeniyle 23,5 milyar TL düzeyinde koruyoruz. Buna göre öz kaynak kârlılık oranının yakın dönemde %30'a kadar çıkabileceğini düşünüyoruz.

- Garanti Bankası son beş yıldır yüksek kredi portföy getirisi ve serbest sermaye büyüklüğü ile akran banka grubunda öne çıktı ve en yüksek net faiz marjı ile faaliyet gösterdi. TÜFE tahvil portföyü faiz getirili aktiflerde %6'nın altında bir payla akran bankaların ortalama %8 payına göre küçük olsa da güçlü kredi-mevduat getirisi ile önümüzdeki iki yılda da en yüksek net faiz marjını koruyacağını hesaplıyoruz.

- Banka 2022'de TL kredilerde %25'i aşan büyüme, YP kredilerde daralma, net faiz marjında TÜFE tahvil katkısıyla 50-75 baz puan artış, net kredi risk maliyetinde 150baz puanın altında kalacak şekilde 2021'e göre artış, komisyon gelirlerinde %25 üzerinde ve faaliyet giderlerinde ort. enflasyona yakın artışlar bekliyor.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

BBVA'nın 2,2 milyar avro bütçe ile hisse başına 12,20 TL fiyat ödeyeceği gönüllü çağrı programı 4-29 Nisan arası gerçekleşecek. Azınlık hisse satışının sınırlı kalacağını ancak BBVA'nın payını %49,85'ten %50 üzerine çıkmasına yetecek düzeyde olmasını bekliyoruz. Garanti'nin ayrıca Türk Telekom'daki %12,2'lik payının TVF'ya satışından 1 milyar TL düzeyinde vergi öncesi kâr sağlayabileceğini düşünüyoruz.

## Değerleme:

Garanti için 12 ay sonrası için emsal F/DD çarpanını 0,76 olarak hesaplıyoruz. Bankanın 2022 F/DD oranı 0,5 ve F/K oranı 2,4 düzeyinde. Olası kâr revizyonu ile bu oranların daha yüksek iskontoğa gelebileceğini düşünüyoruz.

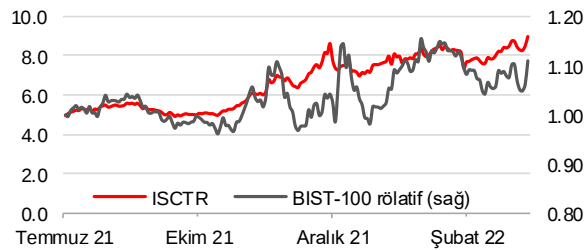
# İş Bankası

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| Bloomberg Kodu               | ISCTR TI                        |
| <b>Tavsiye</b>               | <b>Endeksin Üzerinde Getiri</b> |
| <b>Hedef fiyat, TL/hisse</b> | <b>TRY12.40</b>                 |
| Son kapanış, TL/hisse        | 8.87                            |
| Yukarı potansiyel            | %40                             |
| Halka açıklık oranı          | %31                             |
| Piyasa değeri, TL mn         | 39,915                          |

| Finansal veriler                   | 2020   | 2021   | 2022T  | 2023T   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>Özet BDDK Finansallar, TLmn</b> |        |        |        |         |
| Özsermaye                          | 67,781 | 86,839 | 96,423 | 116,348 |
| Net kar                            | 6,811  | 13,468 | 18,500 | 23,525  |

|                     |     |     |     |     |
|---------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Büyüme, y/y</b>  |     |     |     |     |
| Özsermaye           | %15 | %28 | %11 | %21 |
| Net kar             | %12 | %98 | %37 | %27 |
| F/K                 | 3.7 | 1.9 | 2.2 | 1.7 |
| F/DD                | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 |
| Özsermaye karlılığı | %11 | %17 | %20 | %22 |

| Hisse verisi    | 1a  | 3a  | 6a  | ytd |
|-----------------|-----|-----|-----|-----|
| Nominal değişim | %14 | %28 | %60 | %28 |
| BIST 100 rölaf  | %0  | %5  | %5  | %5  |
| AOİH, TRYmn     | 362 | 473 | 530 | 473 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

- BDDK'nın Ocak-Şubat verileri üzerinden İş Bankası'nın 1Ç22 net kârının önceki çeyreğe göre yatay ve önceki yıla göre %250 artışla 6,5 milyar TL düzeyinde olabileceğini düşünüyoruz. Bu değerlendirme çerçevesinde banka için 2022 net kâr tahminimiz %35 düzeyinde yukarı potansiyel taşıyor. Bankanın 2023 net kârında ise vergi oranının %25'e çıkarılması nedeniyle temkinli davranılması gerektiğini düşünüyoruz. Bankada özkaynak kârlılığı orta vadede %25 civarında olabilir.

- İş Bankası 2021'de rakip özel bankaların altında kamu bankalarının üzerinde net faiz marjı elde etti. Swap fonlama ve TÜFE tahvil muhasebesinde rakiplerden ayırma özellikle yılın ilk yarısında marj üzerinde baskı kurarken, faiz indirimlerinin ve enflasyon beklentisinin artması son çeyrekte marjlara olumlu yansıyacak. Banka muhasebe yöntemini değiştirmezse 2022 Ekim enflasyonundaki olası sıçramayı marjlarına yansıtmayacak.

- İş Bankası 2022 yılında TL kredilerde %25'in üzerinde artış, döviz kredilerde daralma, TL mevduatta %35'i geçen büyüme, net komisyon gelirinde %30 üzeri artış, faaliyet giderlerinde ort. enflasyona yakın büyüme ve net kredi risk maliyetinin 150 baz puanının altında kalmasını bekliyor. İştirak gelirinde normalleşme ile birlikte %20 üzerinde maddi özkaynak kârlılık oranı bekliyor.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Türk Telekom'daki %6,4 dolaylı payın TVF'na satışı 0,6 milyar TL vergi öncesi kâr sağlayabilir. Şişecam'ın performansı, TÜFE tahvil muhasebesinde olası değişiklik, emekli sandığına ilişkin karşılık politikalarında güncelleme belirleyici olacak.

## Değerleme:

İş Bankası'nın mevcut piyasa değeri iştirak portföyünün piyasa değerine yakın düzeydedir. Banka için 2022 F/DD ve F/K oranları ise sırasıyla 0,4x ve 2,2x düzeyinde kalarak benzer bankalara ve tarihsel ortalamalara göre iskonto taşımaktadır.

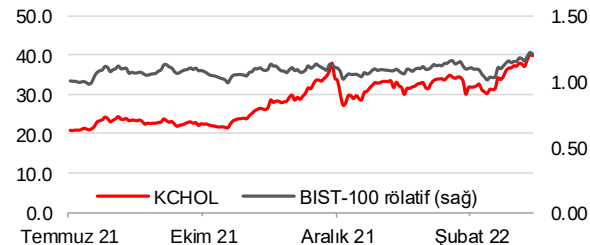
# Koç Holding

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| Bloomberg Kodu               | KCHOL TI                        |
| <b>Tavsiye</b>               | <b>Endeksin Üzerinde Getiri</b> |
| <b>Hedef fiyat, TL/hisse</b> | <b>TRY51.00</b>                 |
| Son kapanış, TL/hisse        | 39.28                           |
| Yukarı potansiyel            | %30                             |
| Halka açıklık oranı          | %22                             |
| Piyasa değeri, TL mn         | 99,610                          |

| Finansal veriler                   | 2020    | 2021    | 2022T   | 2023T   |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b> |         |         |         |         |
| Ciro                               | 142,536 | 273,653 | 478,892 | 646,504 |
| FAVÖK                              | 25,393  | 52,189  | 91,331  | 123,296 |
| Net kar                            | 9,273   | 15,193  | 24,988  | 31,358  |

|              |      |      |     |     |
|--------------|------|------|-----|-----|
| FAVÖK marjı  | %18  | %19  | %19 | %19 |
| Net marj     | %7   | %6   | %5  | %5  |
| Ciro, y/y    | -%7  | %92  | %75 | %35 |
| FAVÖK, y/y   | %137 | %106 | %75 | %35 |
| Net kar, y/y | %111 | %64  | %64 | %25 |
| F/K          | 4.6  | 3.7  | 4.0 | 3.2 |
| F/DD         | 0.5  | 0.5  | 0.6 | 1.9 |

| Hisse verisi     | 1a  | 3a  | 6a  | ytd |
|------------------|-----|-----|-----|-----|
| Nominal değişim  | %24 | %38 | %70 | %38 |
| BIST 100 rölatif | %8  | %14 | %11 | %14 |
| AOİH, TRYmn      | 715 | 571 | 516 | 567 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## 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 yarısından fazlası 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 harcamaları bulunmuyor ve maliyet kısıtlayıcı önlemler var. Koç ailesi kendi içsel yapısını kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde oluşturarak, Temel Ticaret adlı yatırım şirketi ile istikrarlı hissedarlık sağlıyor. Net Aktif Değerinin yaklaşık %85'i halka açık şirketlerden olduğundan faaliyetlerde şeffaflık söz konusudur. 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:

Holdingin solo net nakit pozisyonu 2021 yıl sonunda 3,6 milyar TL idi, Yapı Kredi Bankası'nın %18 pay alımı için 3,5 milyar TL nakit çıkışı ve 2,3 milyar TL Koç Holding temettü ödemesi olacak. Diğer taraftan grup şirketlerinden 5 milyar TL'ye yakın temettü geliri sağlanacak (halka açık olmayan grup şirketlerinden temettü gelirleri ve potansiyel ikinci temettü hariç). Böylece solo net nakit pozisyonu korunacak.

Likidite ve güçlü bilanço yapısı ile yatırım iştahı devam ediyor; kargo dağıtım (Sendeo), yenilenebilir enerji (Entek), finansal teknoloji (Token), motor (WAT), start-up (Inventram) ve sağlık sektörü (Koç Medical) son dönemdeki yatırımlarından bazıları.

■ **Değerleme:** Koç Holding için hedef fiyatımız 51,00 TL. Koç Holding'in cari piyasa değerinin Net Aktif Değere iskontosu %29, son 3 yıllık ortalaması %22.

# Logo Yazılım

Bloomberg Kodu

LOGO TI

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse

TRY60.00

Son kapanış, TL/hisse

47.72

Yukarı potansiyel

%26

Halka açıklık oranı

%65

Piyasa değeri, TL mn

4,772

Firma değeri, TL mn

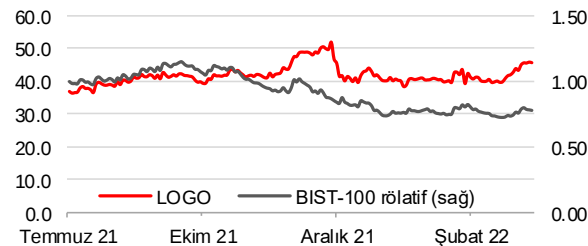
4,605

| Finansal veriler | 2020 | 2021 | 2022T | 2023T |
|------------------|------|------|-------|-------|
|------------------|------|------|-------|-------|

Özet UFRS Finansallar, TLmn

|                |       |       |       |        |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| Ciro           | 545   | 767   | 1,342 | 1,744  |
| FAVÖK          | 177   | 286   | 501   | 651    |
| Net kar        | 115   | 265   | 392   | 509    |
| Net borç       | -141  | -167  | -731  | -1,160 |
| Net borç/FAVÖK | -0.80 | -0.58 | -1.46 | -1.78  |
| FAVÖK marjı    | %32.5 | %37.3 | %37.3 | %37.3  |
| Net marj       | %21.0 | %34.5 | %29.2 | %29.2  |
| Ciro, y/y      | %29   | %41   | %75   | %30    |
| FAVÖK, y/y     | %25   | %62   | %75   | %30    |
| Net kar, y/y   | %33   | %131  | %48   | %30    |
| F/K            | 18.2  | 14.8  | 12.2  | 9.4    |
| FD/FAVÖK       | 10.9  | 13.1  | 8.1   | 5.5    |
| FD/Ciro        | 3.6   | 4.9   | 3.0   | 2.1    |

| Hisse verisi     | 1a  | 3a  | 6a   | ytd |
|------------------|-----|-----|------|-----|
| Nominal değişim  | %18 | %15 | %21  | %15 |
| BIST 100 rölatif | %3  | -%5 | -%21 | -%5 |
| AOIH, TRYmn      | 46  | 49  | 43   | 50  |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

Logo Yazılım Türkiye'deki Kurumsal Kaynak Planlaması (ERP) sektöründe önde gelen şirketler arasında bulunuyor, KOBİ'ler segmentinde lider konumda. Bu segmentte en yakın rakiple büyük pazar payı farkı var. Logo genelde büyük kurumlar segmentinde rekabet etmiyor. Bu alanda global şirketler, SAP, Oracle ve Microsoft gibi şirketler faaliyet gösteriyor. Bu şirketlerle Logo'nun faaliyetlerin sadece %10'U kadar örtüşüyor. Logo'nu Türkiye çapında 800'den fazla bağımsız çalışan bayisi ağı var. Bu ağı ile Logo pazar payını genişletti ve koruyabiliyor. Yüksek Ar-Ge harcamalarıyla Logo en yeni ve gelişmiş yazılımlar üretiyor. Pazar bulut bilişime doğru kayma gösterdiğinde Logo buna hazır halde olduğunu belirtiyor. Tüm ürünleri bulut ortamında çalışabilir durumda. Romanya'daki grup şirketi Total Soft 2016 yılında satın alınmıştı ve büyük yeniden yapılandırma geçirdi. Buna üst yönetimin değişmesi de dahil oldu. Proje bazlı çalışan bu şirketin proje sayısı azaltıldı ancak daha verimli ve daha karlı çalışmaya yöneltildi.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Şirket 2022 tüm yıl beklentilerini paylaştı. Bu beklentiler geçen yıllara göre çok daha yüksek büyümeye işaret ediyor. UFRS ciroda yıllık %74 büyümeye 1.333 milyon TL olarak gerçekleşmesi öngörülüyor. FAVÖK'de yıllık %59 büyümeye 456 milyon TL hedefleniyor. Bu hedefler hisse fiyatına olumlu yansımaları bekliyorum.

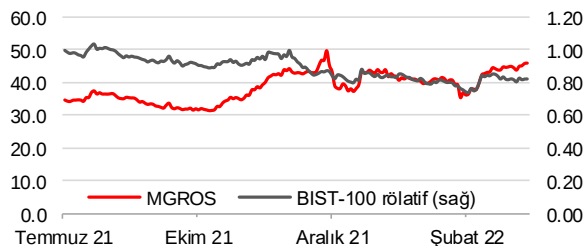
## Değerleme:

12 aylık hedef fiyatı 60,00 TL ve önerimizi Endeksin Üzeri.

|                       |                          |
|-----------------------|--------------------------|
| Bloomberg Kodu        | MGROS TI                 |
| Tavsiye               | Endeksin Üzerinde Getiri |
| Hedef fiyat, TL/hisse | TRY65.00                 |
| Son kapanış, TL/hisse | 48.06                    |
| Yukarı potansiyel     | %35                      |
| Halka açıklık oranı   | %51                      |
| Piyasa değeri, TL mn  | 8,701                    |
| Firma değeri, TL mn   | 13,191                   |

| Finansal veriler                   | 2020   | 2021   | 2022T  | 2023T  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b> |        |        |        |        |
| Ciro                               | 28,790 | 36,272 | 54,420 | 69,473 |
| FAVÖK                              | 2,224  | 2,894  | 4,227  | 5,261  |
| Net kar                            | -403   | 359    | 494    | 818    |
| Net borç                           | 3,536  | 2,445  | 1,965  | 1,702  |
| Net borç/FAVÖK                     | 1.59   | 0.84   | 0.46   | 0.32   |
| FAVÖK marjı                        | %7.7   | %8.0   | %7.8   | %7.6   |
| Net marj                           | -%1.4  | %1.0   | %0.9   | %1.2   |
| Ciro, y/y                          | %26    | %26    | %50    | %28    |
| FAVÖK, y/y                         | %4     | %30    | %46    | %24    |
| Net kar, y/y                       | n.m    | n.m    | %38    | %66    |
| F/K                                | n.m.   | 19.0   | 17.6   | 10.6   |
| FD/FAVÖK                           | 4.4    | 3.2    | 2.5    | 2.0    |
| FD/Ciro                            | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.1    |

| Hisse verisi     | 1a  | 3a  | 6a   | ytd |
|------------------|-----|-----|------|-----|
| Nominal değişim  | %33 | %27 | %38  | %27 |
| BIST 100 rölatif | %16 | %5  | -%10 | %5  |
| AOİH, TRYmn      | 109 | 108 | 109  | 107 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

Migros'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: 1) online operasyonların artan katkısı ile rakiplerine göre çok daha güçlü benzer mağaza büyümesi (Lfl) ve görece hızlı mağaza sayısı artışı sayesinde 2022'de %50 ciro (yönetimin muhafazakar 40-45% öngörüsünün üzerinde) ve %46 FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. Güçlü büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç sayesinde, personel, enerji ve lojistik giderlerindeki yüksek artışı kısmen telafi edeceğini ve FAVÖK marjındaki baskının sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz, 2) mevcut negatif reel faiz ortamında enflasyona karşı korumasının çok daha değerli olacağını düşünüyoruz, 3) mevcut ekonomik konjonktürde mağaza ulaşılabilirliğinin kolaylaşması sayesinde mağaza açılış hızının devam edeceğini bekliyoruz (+5%), 4) güçlü operasyonel sonuçlara rağmen, artan regülasyon riski, asgari ücret artışı, Rekabet Kurumu'nun cezası ve risk algısının kötüleşmesi gibi nedenlerle, hissenin Ağustos'20'den bu yana endeksin %52 altında performans göstermesi ve değerlemesinin cazip hale gelmesi olarak sıralayabiliriz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Mağaza açılış hızı, sepet büyümesi, online satış kanalının büyüme ve marjlar üzerindeki etkileri, potansiyel regülasyon değişiklikleri, yıl içinde potansiyel ek asgari ücret artışı ve risk algısındaki değişimler hisse performansını etkileyebilecek önemli faktörler olarak görünüyor.

## Değerleme:

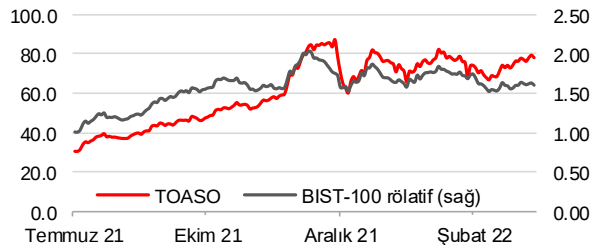
MGROS, 3,1x 2022T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 ve UFRS-15 öncesi) ile pazar lideri BİMAS'a yaklaşık %45 iskonto ile işlem görmektedir. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar, yüksek nakit akışı ve borçluluk rasyolarındaki iyileşme göz önüne alındığında, fazla cezalandırıldığını ve mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

# Tofaş

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| Bloomberg Kodu               | TOASO TI                        |
| <b>Tavsiye</b>               | <b>Endeksin Üzerinde Getiri</b> |
| <b>Hedef fiyat, TL/hisse</b> | <b>TRY119.00</b>                |
| Son kapanış, TL/hisse        | 76.90                           |
| Yukarı potansiyel            | %55                             |
| Halka açıklık oranı          | %24                             |
| Piyasa değeri, TL mn         | 38,450                          |
| Firma değeri, TL mn          | 41,994                          |

| Finansal veriler                   | 2020   | 2021   | 2022T  | 2023T  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b> |        |        |        |        |
| Ciro                               | 23,557 | 29,684 | 52,350 | 65,832 |
| FAVÖK                              | 3,026  | 5,794  | 7,332  | 9,245  |
| Net kar                            | 1,784  | 3,281  | 5,355  | 6,246  |
| Net borç                           | 2,439  | 3,544  | 2,389  | 2,636  |
| Net borç/FAVÖK                     | 0.81   | 0.61   | 0.33   | 0.29   |
| FAVÖK marjı                        | %12.8  | %19.5  | %14.0  | %14.0  |
| Net marj                           | %7.6   | %11.1  | %10.2  | %9.5   |
| Ciro, y/y                          | %25    | %26    | %76    | %26    |
| FAVÖK, y/y                         | %22    | %92    | %27    | %26    |
| Net kar, y/y                       | %20    | %84    | %63    | %17    |
| F/K                                | 6.9    | 6.7    | 7.2    | 6.2    |
| FD/FAVÖK                           | 4.9    | 4.4    | 5.6    | 4.4    |
| FD/Ciro                            | 0.6    | 0.9    | 0.8    | 0.6    |

| Hisse verisi     | 1a  | 3a  | 6a  | ytd |
|------------------|-----|-----|-----|-----|
| Nominal değişim  | %6  | %10 | %99 | %10 |
| BIST 100 rölatif | -%7 | -%9 | %30 | -%9 |
| AOİH, TRYmn      | 421 | 460 | 344 | 459 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

Otomotiv sektörü takip listemizde en çok beğendiğimiz şirketin Tofaş Oto olmasının sebepleri şu değerlendirmelere dayanıyor: 1) Tofaş'ın rekabetçi üretim yeteneklerini göz önünde bulundurarak, önümüzdeki aylarda Stellantis (STLA) açısından yeni projelerle ödüllendirileceğini düşünüyoruz, 2) yönetim, 4Ç21 analist toplantısında sürdürülebilir VÖK marjı öngörüsünü yukarı revize etti, 3) yakın zamanda lansmanı planlanan Egea'nın hibrit versiyonunun ihracat hacimlerini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz ve 4) yakın zamanda tanıtımı planlanan Egea'nın otomatik şanzımanlı araçlarının yurtiçi hacimlerini olumlu etkileyeceğine inanıyoruz.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Elektrikli araçlara ilişkin yeni yatırımlar. Güncel durumda Tofaş'ın elektrikli araç planlarının nasıl uygulanacağına dair bilgi yok, ancak elektrikli araçların Tofaş'ın ürün portföyüne dâhil edilmesinin yüksek bir ihtimal olduğunu düşünüyoruz. Yeni projelerle ilgili herhangi bir varsayımı modelimize dâhil etmedik.

Egea'nın yeni hibrit ve otomatik şanzımanlı versiyonlarının hem yurtiçi hem ihracat pazarlarında satış hacimlerini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

## Değerleme:

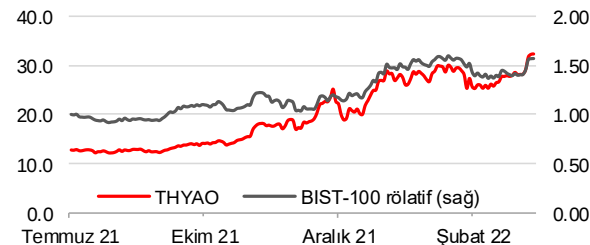
Tofaş'ı değerlerken İNA, 10 yıllık medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını eşit ağırlıkta kullandık.

# Türk Hava Yolları

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| Bloomberg Kodu               | THYAO TI                        |
| <b>Tavsiye</b>               | <b>Endeksin Üzerinde Getiri</b> |
| <b>Hedef fiyat, TL/hisse</b> | <b>TRY52.00</b>                 |
| Son kapanış, TL/hisse        | 32.78                           |
| Yukarı potansiyel            | %59                             |
| Halka açıklık oranı          | %50                             |
| Piyasa değeri, TL mn         | 45,236                          |
| Firma değeri, TL mn          | 208,599                         |

| Finansal veriler                   | 2020    | 2021    | 2022T   | 2023T   |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b> |         |         |         |         |
| Ciro                               | 46,448  | 97,378  | 197,772 | 290,117 |
| FAVÖK                              | 8,261   | 27,922  | 38,990  | 52,358  |
| Net kar                            | -5,588  | 8,213   | 13,003  | 17,426  |
| Net borç                           | 109,170 | 163,260 | 216,631 | 228,304 |
| Net borç/FAVÖK                     | 13.22   | 5.85    | 5.56    | 4.36    |
| FAVÖK marjı                        | %17.8   | %28.7   | %19.7   | %18.0   |
| Net marj                           | -%12.0  | %8.4    | %6.6    | %6.0    |
| Ciro, y/y                          | -%38    | %110    | %103    | %47     |
| FAVÖK, y/y                         | -%31    | %238    | %40     | %34     |
| Net kar, y/y                       | n.m     | n.m     | %58     | %34     |
| F/K                                | n.m.    | 2.4     | 3.5     | 2.6     |
| FD/FAVÖK                           | 15.2    | 6.6     | 6.7     | 5.2     |
| FD/Ciro                            | 2.7     | 1.9     | 1.3     | 0.9     |

| Hisse verisi    | 1a    | 3a    | 6a    | ytd   |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Nominal değişim | %30   | %64   | %159  | %64   |
| BIST 100 rölaf  | %14   | %35   | %69   | %35   |
| AOIH, TRYmn     | 3,935 | 4,051 | 2,814 | 4,009 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

Havacılık sektöründe en çok beğendiğimiz şirketin THY olmasının sebepleri: (1) THY'nin faaliyetlerinin benzerlerinden daha hızlı bir şekilde 2019 yılı seviyelerine toparlanmasını beklememiz, (2) kargo faaliyetleri ile ilgili tahminlerimize yukarı yönlü bir risk bulunması, (3) Rusya-Ukrayna savaşına rağmen, 2022 yılında turizm sektörünün hala umut verici olduğunu düşünmemiz, (4) yakıt fiyatlarındaki artışın THY'yi Pegasus'a göre daha az etkileyeceğini düşünmemiz ve (5) Rusya-Ukrayna'daki faaliyetlerin THY'nin konsolide satışlarındaki payı ~%2-3 iken, TAV'ın toplam yolcu sayısının ~%30'unun söz konusu ülkelerden gelmesidir.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

2019 yılında Rus ve Ukraynalı ziyaretçiler, toplam ziyaretçilerin %19'unu oluşturmuştur. Savaş öncesinde 2022 yılı için 42mn ziyaretçi ve 35 milyar dolar turizm geliri hedeflenmekteydi. Söz konusu hedeflerde %19 oranında bir kayıp varsayarsak, ziyaretçi sayısının 2019 yılından %24.5 oranında daha düşük olan 34mn kişiye gerileyeceğini hesaplıyoruz. En kötü senaryoda bile 34mn ziyaretçiyle turizmin, 2022 yılında 2021 yılına göre daha faal olacağını görmekteyiz.

Şubat 2021'de Turkish Cargo'nun ayrı bir şirkete dönüştürülerek THY'den ayrı bir şirket olması kararlaştırılmıştır. Turkish Cargo tarafında yeni bir satın alma, birleşme veya halka arz gibi iştirak yapısını değiştirecek bir olayın THY hisse fiyatına katalist olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Asya'da devam eden tedarik zinciri problemleri kargo tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

## Değerleme:

THY'yi değerlemek için 1 yıl ileri 6.5x FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz. THY'nin benzerleri 6.8x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Geçmişte THY, benzerlerine göre yaklaşık %5 iskontoyla işlem görmüştür.

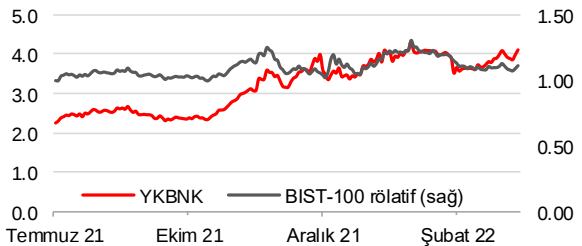
# Yapı Kredi Bankası

|                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| Bloomberg Kodu               | YKBNK TI                        |
| <b>Tavsiye</b>               | <b>Endeksin Üzerinde Getiri</b> |
| <b>Hedef fiyat, TL/hisse</b> | <b>TRY5.80</b>                  |
| Son kapanış, TL/hisse        | 4.11                            |
| Yukarı potansiyel            | %41                             |
| Halka açıklık oranı          | %30                             |
| Piyasa değeri, TL mn         | 34,717                          |

| Finansal veriler                   | 2020   | 2021   | 2022T  | 2023T  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Özet BDDK Finansallar, TLmn</b> |        |        |        |        |
| Özsermaye                          | 47,564 | 63,484 | 73,931 | 88,798 |
| Net kar                            | 5,080  | 10,490 | 18,785 | 18,500 |

|                     |     |      |     |     |
|---------------------|-----|------|-----|-----|
| <b>Büyüme, y/y</b>  |     |      |     |     |
| Özsermaye           | %15 | %33  | %16 | %20 |
| Net kar             | %41 | %107 | %79 | -%2 |
| F/K                 | 4.0 | 2.1  | 1.8 | 1.9 |
| F/DD                | 0.4 | 0.4  | 0.5 | 0.4 |
| Özsermaye karlılığı | %11 | %19  | %27 | %23 |

| Hisse verisi     | 1a  | 3a    | 6a    | ytd   |
|------------------|-----|-------|-------|-------|
| Nominal değişim  | %13 | %22   | %56   | %22   |
| BIST 100 rölatif | -%1 | %0    | %2    | %0    |
| AOİH, TRYmn      | 909 | 1,305 | 1,147 | 1,292 |



\* Rapor 1 Nisan 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır

## Yatırım teması:

- Yapı Kredi'nin 1Ç22 net kârının önceki çeyreğe göre %65 ve önceki yıla göre %140 artışla 6,0 milyar TL düzeyinde olması olası görülüyor. Buna göre 2022 net kâr beklentimizde %20 üzerinde yukarı potansiyel hesaplıyoruz. Banka için 2023 net kârının ise vergi oranının %25'e çıkmasıyla baskılanma riski taşıyor.

- Yapı Kredi'nin son üç yıldaki olumlu performansında vadesiz mevduatın payının artması ve TÜFE tahvil portföyünün ısrarlı şekilde artırılması önemli rol oynadı. Bankanın 2021 sonunda 60 milyar TL'yi bulan TÜFE tahvil portföyü faiz getirili aktifler içerisinde %10'a yakın paya sahip ve oransal olarak emsalleri arasında en yüksek düzeyde. TÜFE getirisinin özellikle 2022 kârına katkısının çok güçlü olmasını ve net faiz marjının rekor artış göstermesini bekliyoruz.

- Yapı Kredi 2022'de %30'a yakın TL kredi artışı, döviz kredilerde daralma, net faiz marjında 100 baz puan artış, komisyon gelirlerinde %30'a yakın artış, faaliyet giderlerde yıllık ortalama enflasyonun altında büyüme ve kredi risk maliyetinin 150 baz puanın altında kalmasını öngörüyor. Banka özkaynak karlılığı için de 2021'in üzeri şeklinde genel bir hedef koydu.

## Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yüklü TÜFE tahvil portföyü 2023'de enflasyonun düşüş eğilimine girmesi halinde marj üzerindeki rakiplere göre daha güçlü baskı oluşturabilir. Telekom'daki %2,7 dolaylı payın olası satışının bankada 0,4 milyar TL kadar değerleme zararı oluşturması muhtemel görülüyor. Unicredit'in %18'lik payının Nisan başında hisse başına 2,30 TL'den Koç Holding'e devri çağrı zorunluluğu doğuruyor. Ancak düşük fiyat nedeniyle bunun uygulanmasını beklemiyoruz.

## Değerleme:

Değerlememiz Yapı Kredi'nin 12 ay vadeli F/DD oranının 0,65x çarpanını hak ettiğini ortaya koyuyor. Banka'nın 2022 kâr tahminimiz üzerinden 0,5 F/DD ve 1,8 F/K çarpanları ise tarihsel ortalamaya göre iskonto sunuyor.

# AK Yatırım Araştırma Takımı

---

**Hakan Aygün**

Bankalar, Strateji

[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)  
+90 212 334 9465

**Bora Tezgüler**

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

[bora.tezguler@akyatirim.com.tr](mailto:bora.tezguler@akyatirim.com.tr)  
+90 212 334 9467

**Mustafa Küçükmeral, CFA**

Gıda ve İçecek, Perakende, Enerji

[mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr](mailto:mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr)  
+90 212 334 9460

**Kayahan Demirak**

Cam, Telekom, Madencilik, Gıda, Beyaz Eşya, İlaç, İnşaat

[kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr](mailto:kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr)  
+90 212 334 9509

**Aytunç Uz**

Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri

[aytunc.uz@akyatirim.com.tr](mailto:aytunc.uz@akyatirim.com.tr)  
+90 212 334 9521

**Ömer Faruk Yüksel**

Rafineri, Petrokimya, GYO

[omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr)  
+60 221 334 9531

**Uraz Çay**

Stratejist (Yurt dışı piyasalar)

[Uraz.Cay@akyatirim.com.tr](mailto:Uraz.Cay@akyatirim.com.tr)  
+90 212 334 9461

**Göksel Şişmanlar**

Veritabanı, Teknik Analiz

[Goksel.Sismanlar@akyatirim.com.tr](mailto: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., 2021