

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Güçlü getiriler sonrası temkinlilik artabilir

7 Eylül 2022

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

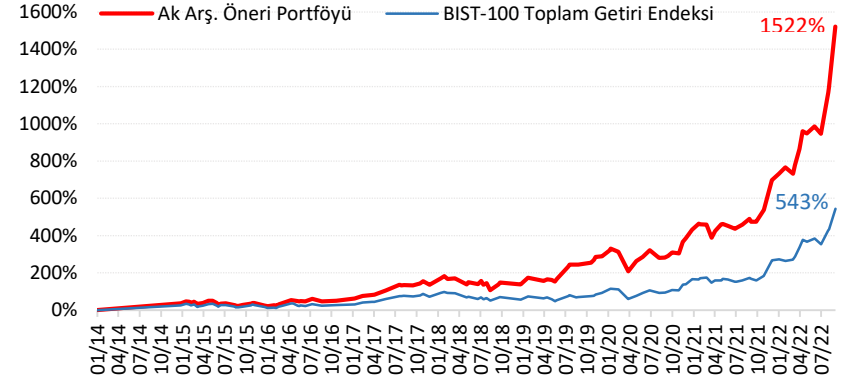
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy Hisse Seçimleri*

Hisse Senedi	12A H.Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
BİM	155.00	37%	14%
Logo	60.00	30%	12%
Mavi	92.00	30%	15%
Pegasus	352.00	60%	13%
TAV	84.50	35%	11%
Tupras	441.00	31%	12%
Yapı Kredi B.	9.00	9%	12%
Yataş	24.90	47%	11%

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.

- **BIST, Ağustos ayını TL ve dolar bazında %22 artışla tamamladı.** Ayın en çok öne çıkan sektörü bankacılık oldu. Gıda perakendecileri ve enerji şirketleri de bir önceki ay yakaladıkları ivmeyi korudu. Ağustos ayında ayrıca önceki aylarda fiyat performansı zayıf kalan sigorta ve telekom hisselerine de ilginin arttığını gözlemledik. Buna karşılık, teknoloji, demir çelik, altın ve GYO hisseleri Ağustos'ta nispeten zayıf kaldılar.

- **Riskler de birikiyor.** BIST'in orta ve uzun vadeli yukarı yönünü korumasını bekleriz. Bu beklenti alternatif yatırım getirilerinin sınırlı olması ve 2022 kâr beklentileri üzerinden BIST'in halen akran ülke çarpanlarına göre %60 gibi (dip seviyenin hafif üzerinde) bir F/K iskontosu taşımasıyla da destekleniyor. Ancak 2023 kârları üzerinde bankacılık tarafında faiz marjı ve şirketler tarafında maliyet baskıları belirginleşebilir. Ayrıca piyasa son iki aydır dikkate almadığı jeopolitik riskleri de bir noktada kâr realizasyonu amaçlı gündeme dahil edebilir.

- **Eylül ayı hisse önerilerimizde daha temkinli bir duruş tercihimizi vurguluyoruz.** Bu değerlendirme paralelinde getiri performans ivmesi geride kalan Pegasus'u öneri listemize ekleyip pozitif ayrışan THY'yi listeden çıkarıyoruz. Banka ağırlığımızı %21'den %12'ye indiriyoruz. Portföye eklediğimiz tarihten itibaren güçlü performans gösteren Garanti Bankası ve Migros hisselerini hisse önerileri listesinden çıkararak yerlerine yeni hisse almıyoruz. Önümüzdeki süreçte tematik olarak havacılık ve gıda perakendeciliği sektörlerinin cazibesini korumaya devam edeceğimizi düşünüyoruz.

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Ticker	Ağırlık	Son güncelleme itibarıyla getiri				Portföye giriş tarihi itibarıyla getiri		
		Hisse Fiyatı*		Getiri		Portföye Giriş T.	Nominal	Relatif**
		05/08/22	06/09/22	Nominal	Relatif **			
BIMAS	10%	95.31	114.16	19.8%	-2.9%	02/11/2021	87.5%	-18.1%
GARAN	9%	15.80	25.88	63.8%	34.5%	09/08/2022	63.8%	34.5%
LOGO	8%	47.18	46.58	-1.3%	-20.0%	07/03/2022	20.1%	-31.5%
MAVI	10%	64.93	71.16	9.6%	-11.1%	06/05/2022	76.0%	26.7%
MGROS	12%	58.26	90.38	55.1%	25.8%	07/03/2022	131.5%	32.1%
TAVHL	10%	59.46	62.70	5.4%	-14.5%	06/05/2022	42.5%	2.6%
THYAO	10%	56.45	74.65	32.2%	7.2%	04/04/2022	125.5%	51.9%
TUPRS	10%	268.83	341.44	27.0%	3.0%	06/05/2022	36.8%	-1.5%
YKBNK	12%	5.18	8.29	59.9%	29.7%	02/11/2021	199.0%	30.5%
YATAS	9%	15.20	17.04	12.1%	-9.1%	18/04/2022	25.4%	-8.0%
Portföy Getirisi:				%29,4	%4,9	(son dönem)		
				%116,2	%14,7	(YBG)		

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

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

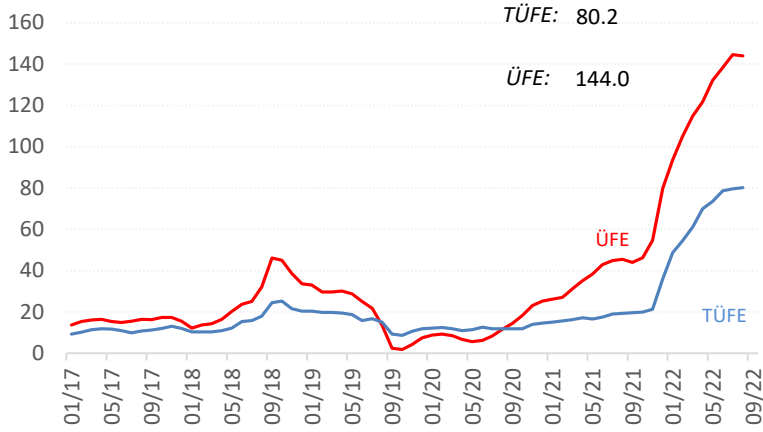
- **THYAO, MGROS ve GARAN'ı çıkarırken, PGSUS'u ekliyoruz:** Portföye eklediğimiz tarihten itibaren %126 nominal, %52 relatif getiri sağlayan THYAO, %132 nominal, %32 relatif getiri sağlayan Migros ve %64 nominal ve %35 relatif getiri sağlayan GARAN'ı en çok önerilenler listemizden çıkartırken, PGSUS'u en çok önerilenler listemize ekliyoruz.
- Portföyümüzün 5 Ağustos - 6 Eylül tarihleri (9 Ağustos itibarıyla İş Bankası'nın yerine Garanti Bankası eklenmişti) arası nominal getirisi %29,4 olarak gerçekleşti ve BIST-100 getiri endeksini %4,9 yendi.
- **6 Eylül itibarıyla hisse öneri listemizin yıl başından beri getirisi %116,2 oldu.** Böylece hisse seçimlerimizin toplam bileşik getirisi aynı dönemde %88,5 getiri sağlayan BIST-100 toplam getiri endeksini %14,7 yendi.

Görünüm: Eylül’de bir miktar temkinli duruşu tercih ediyoruz

- **Ağustos ayının ardından...** Sanayi hisselerine karşı uzun süredir güç kaybeden bankacılık endeksi (son düzenlemelerin 2023 kâr beklentisine olumsuz etkisine rağmen) Ağustos’ta ortalama %52 yükseldi ve BIST-100 endeksinin de ayı %22 getiri ile kapatmasını sağladı. Eylül’ün ilk günlerinde de devam eden yükselişle banka endeksi ve BIST-100’de yıllık getiri %209 ve %130 oldu. Gösterge endeks böylece dolar bazında bir yıl öncesi seviyesine yeniden yükselirken, %80 olan TÜFE’yi de yendi.
- **Küresel piyasalardan güçlü ayrışma.** Yılın son çeyreğine girerken, küresel piyasalar Avrupa’da belirginleşen enerji krizi ve bunun kış aylarında ekonomilere etkisi ve FED’in enflasyonla mücadelesinde uygulayacağı faiz politikasının sonuçlarından endişeleniyor. Ağustos’ta ABD ve Avrupa hisse endeksleri %4-6 kayıp verirken, MSCI-GOÜ endeksi Çin’deki eğilime paralel olarak yatay seyretti. Böylece BIST gerek aylık gerekse YBG getiride piyasa lideri oldu. Küresel piyasalar Eylül ayında da toparlanma için güçlü gerekçeler sunmuyor.
- **Makro ihtiyati düzenlemeler bankalara yönelik risk algısını etkilemedi.** Bankalardaki alım eğilimi TCMB’nin 18 Ağustos’taki 100 baz puan faiz indirim kararı sonrası ivme kazandı ve ay içerisinde seçici kredi büyümesini hedefleyip kredi faizinin yukarı yönlü seyrini engelleyen ve döviz fonlamanın maliyetini artıran makro ihtiyati düzenlemelerden etkilenmedi. Böylece bankalar yaklaşık son iki ayda sanayi endeksini %71 yendi. Bankalar daha önce en son 2018’in son çeyreğinden 2019 ortasına kadar olan dönemde sanayi endeksini %80 yenmişti. Ancak geçmiş örnekte daha uzun süreye yayılan bu performans ayrıca TL’nin değer kazanması ve daralma sonrası kredi ivmesinin belirgin güçlenmesi gibi faktörler açısından da içinde bulunduğumuz süreçten ayrışıyor. Yine de borsanın enflasyonun üzerinde getiri sunması ve banka hisselerinin son iki aydaki toparlanmaya rağmen halen sanayi hisselerine göre tarihsel göreceli kötü performansını ancak kısmen telafi etmiş olması mevcut dengenin ve yükselişin devamını sağlayabilir.
- **Yabancı payının düşüklüğü olumlu ayrışmayı destekler.** Yurtdışı yerleşiklerin net hisse satışı yılın ilk yedi ayında 3,1 milyar dolarken, Ağustos’ta (TCMB haftalık verisine göre) 0,7 milyar dolar giriş gözlemlendi. Matriks verisine göre de yurtdışı yerleşiklerin takas payı Ağustos başında %32,7’ye kadar gerileyip ay içerisinde önce %35’e kadar yükseldi ve yeniden %34’e geriledi. Son çeyrekte zayıf makro ekonomik veri akışı ve olumsuz yurtdışı koşulların sürmesi güçlü olasılıklar. Bununla birlikte makro politika çerçevesinin ve yurtdışı likidite imkanlarının kur ve faizde bir süre daha istikrarı desteklemesi ve getiri alternatiflerinin eksikliği borsada olası bir düzeltmenin daha ziyade yurtdışı kaynaklı olması ihtimalini güçlendiriyor. Bu kapsamda ise düşük yabancı payı riski azaltan bir faktör.
- **Temkinli duruşu tercih ediyoruz.** Yılın dokuzuncu model portföy önerileri raporunda önceki aylarda öne çıkardığımız perakende ve havacılık hisselerinin yine olumlu yönde ayrışacağını düşünüyoruz. Bankalarda ise son iki aylık güçlü performansın ardından bir düzeltme beklenebilir. Piyasa bankalar tarafında bu ay açıklanacak UFRS’ye göre hazırlanmış finansallardaki düşük enflasyon muhasebesi sonrası kârları satışa bahane edebilir. Bu beklenti nedeniyle portföydeki banka ağırlığını önemli ölçüde sınırlıyoruz.

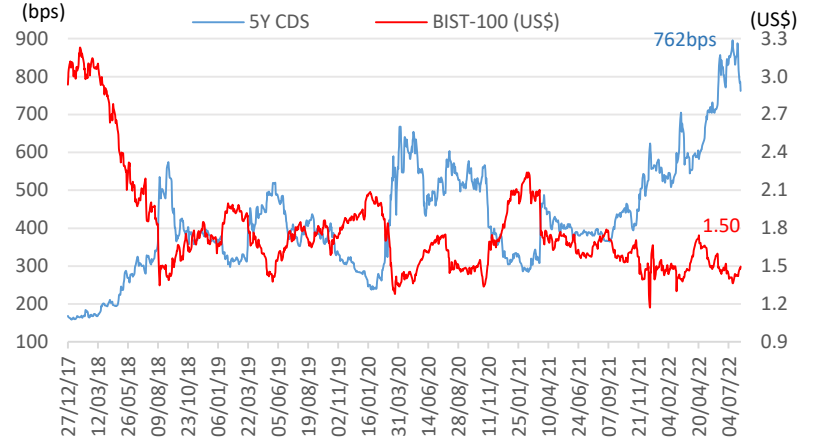
Görünüm: Dolar bazlı BIST-100 endeksi Mart 2021 sonrası zirvesinde

Enflasyonda artış eğilimi devam ediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

CDS oranı rekor seviyelerden hafifçe geriledi



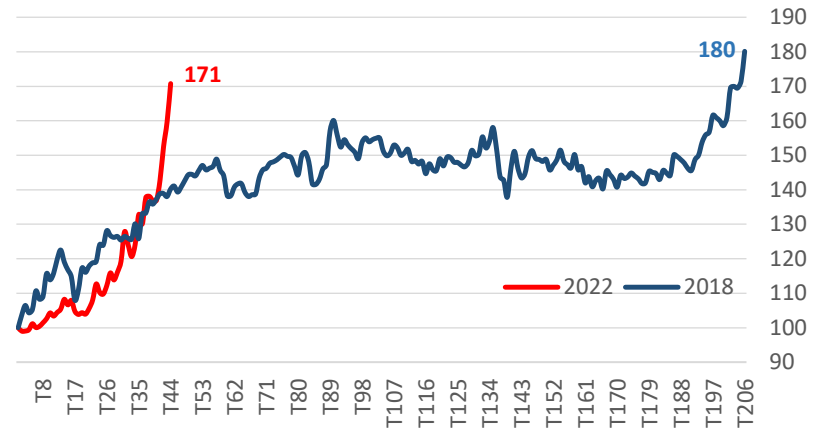
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi 50 civarında seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

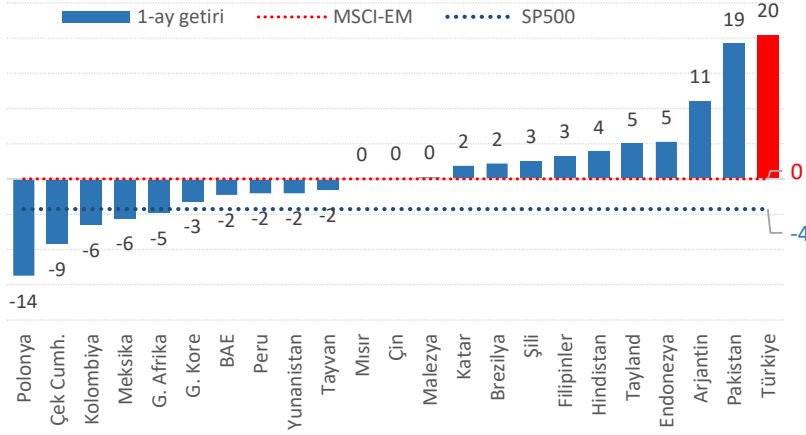
Banka/Sanayi Endeksi (2022 vs. 2018)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

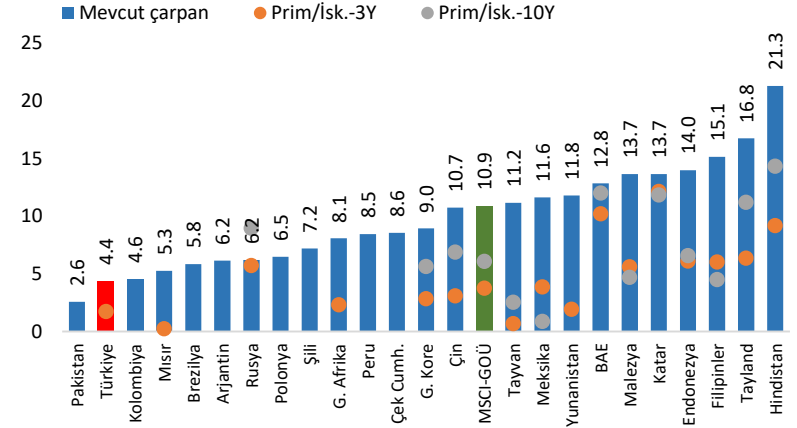
BIST aylık bazda ve YBG göre dolar cinsinden de getiri lideri

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



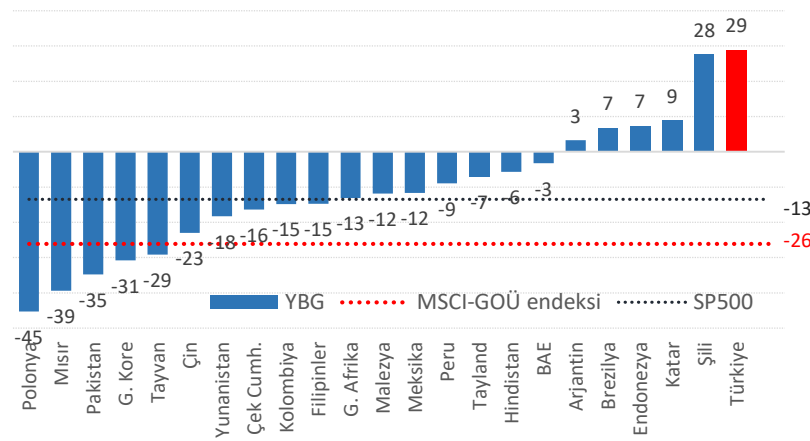
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

BIST'in 12A tahmini F/K oranı diplerde seyrediyor



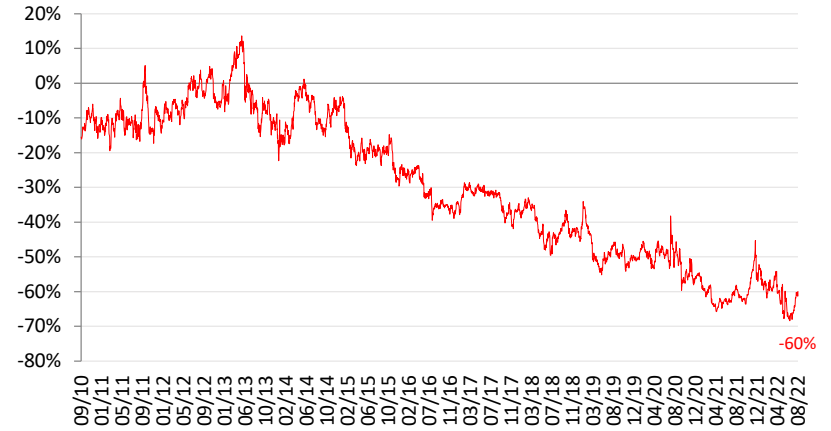
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

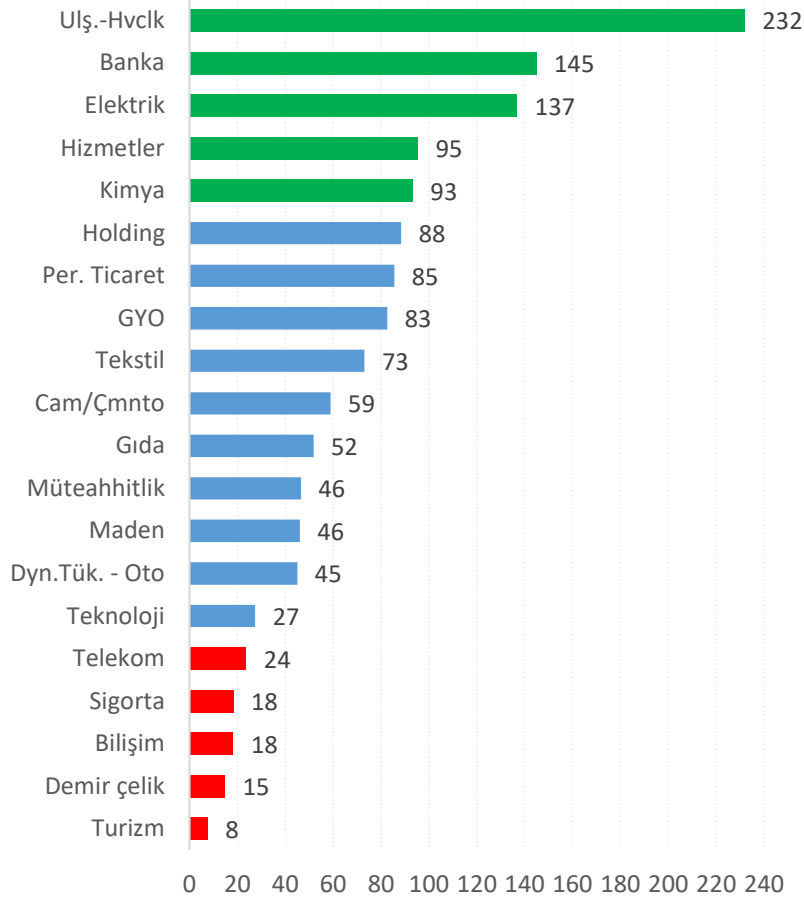
12A tahmini F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) çok az azaldı



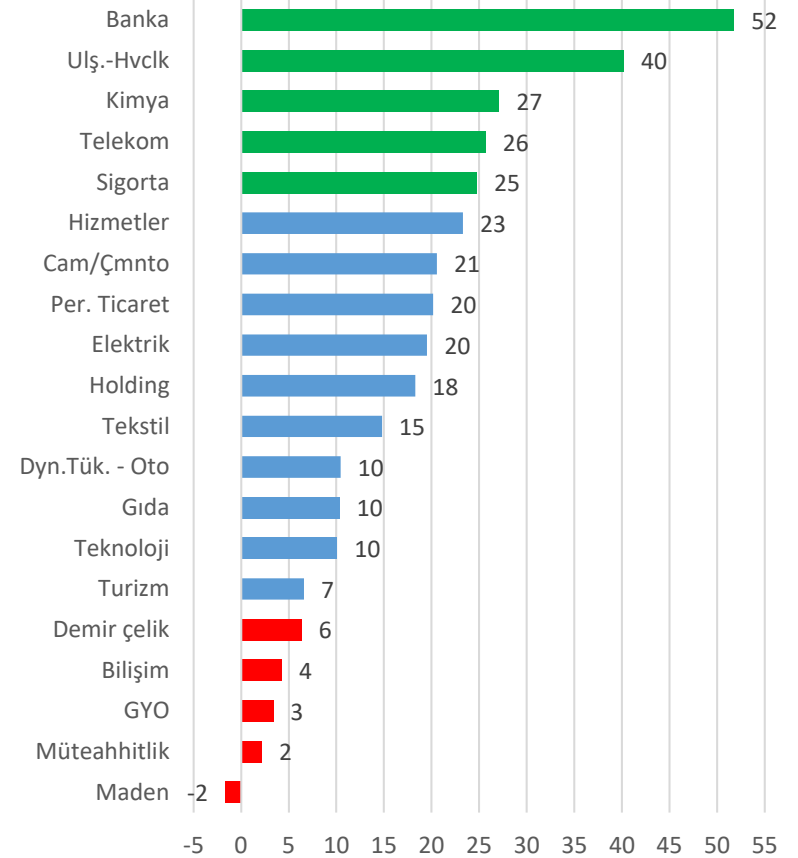
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

Banka ve havacılık hisseleri Ağustos'ta güçlü getiri sağladı

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Sektör endekslerinde Ağustos ayı getirileri

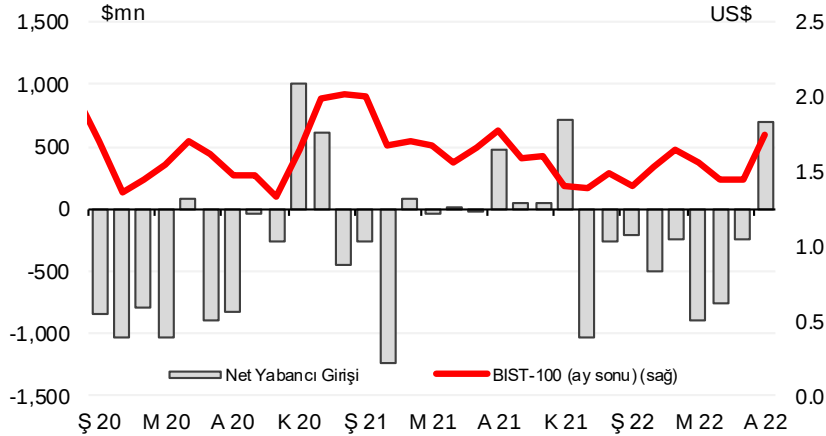


Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

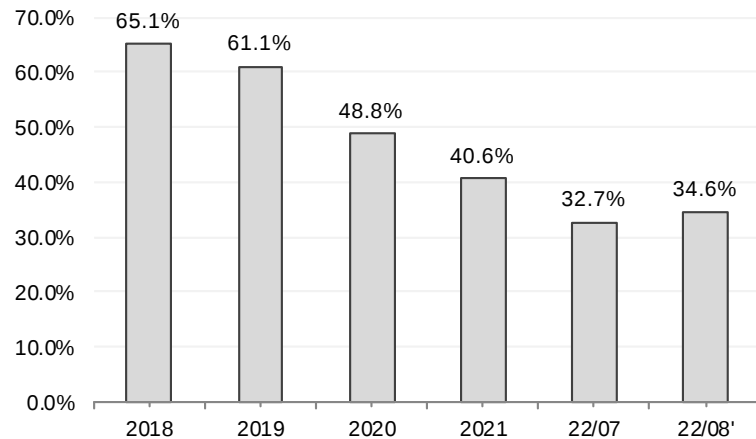
Strateji: Yabancı yatırımcılar Ağustos'da sınırlı da olsa giriş sağladı

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



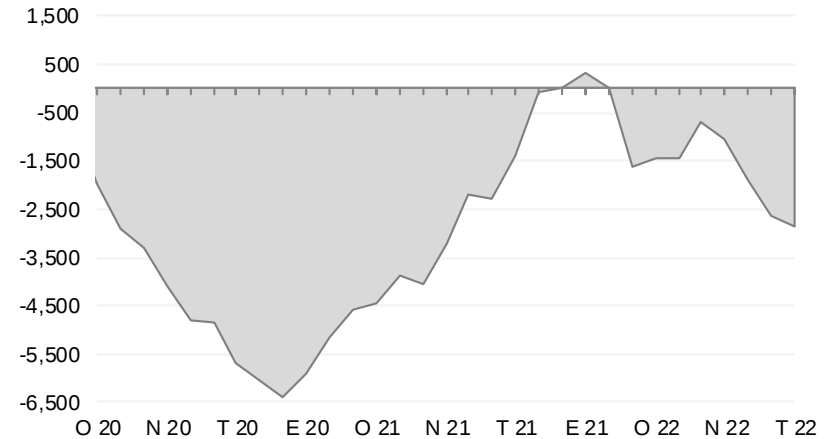
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

BIST'te yabancı payı, dönem sonu verileri



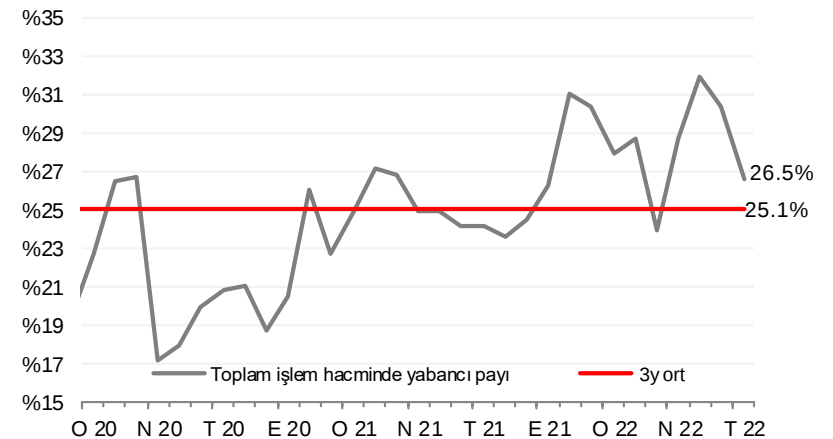
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

İşlem hacmindeki yabancı payı tarihi ortalamanın üzerinde



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

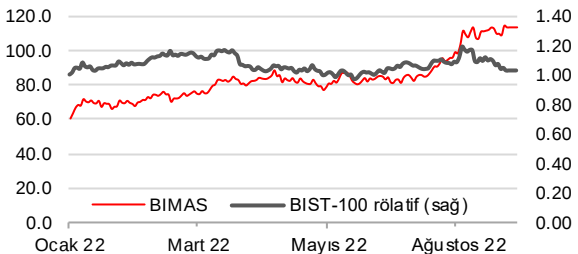
Hisse Önerileri

Bim

Bloomberg Kodu	BIMAS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY155.00
Son kapanış, TL/hisse	113.00
Yukarı potansiyel	%37
Halka açıklık oranı	%60
Piyasa değeri, TL mn	68,614
Firma değeri, TL mn	76,053

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	55,495	70,527	145,855	228,345
FAVÖK	5,067	6,481	12,135	18,836
Net kar	2,607	2,932	7,101	11,168
Net borç	2,317	5,153	9,236	14,422
Net borç/FAVÖK	0.46	0.80	0.76	0.77
FAVÖK marjı	%9.1	%9.2	%8.3	%8.2
Net marj	%4.7	%4.2	%4.9	%4.9
Ciro, y/y	%38	%27	%107	%57
FAVÖK, y/y	%61	%28	%87	%55
Net kar, y/y	%113	%12	%142	%57
F/K	14.4	14.0	9.7	6.1
FD/FAVÖK	7.9	7.1	6.4	4.4
FD/Ciro	0.7	0.7	0.5	0.4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%18	%37	%68	%88
BIST 100 rölatif	-%4	%3	-%4	%3
AOIH, TRYmn	816	539	520	524



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

BIMAS'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini:

- 1) hane halkı tüketim eğilimindeki değişim nedeniyle tüketimin dayanıklı tüketim mallarından hızlı tüketim mallarına kayması ve düşen alım gücü nedeniyle indirimli mağazaların bundan daha fazla yararlanmasının Bim'in trafik verilerini olumlu etkilemeye devam edeceği öngörümüz,
- 2) tarihsel yüksek marjlar nedeniyle güçlü baz etkisine rağmen enflasyonun geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde seyrettiği ortamda brüt kar marjı üzerinde baskının sınırlı kalacağı, ayrıca büyümenin yarattığı operasyonel kaldıraç etkisinin, personel, enerji ve lojistik giderlerindeki artışı büyük ölçüde telafi edeceği dolayısıyla FAVÖK marjındaki etkinin daha da sınırlı olacağı görüşümüz,
- 3) mevduat getirilerinin enflasyonun altında kaldığı ortamda enflasyona karşı sağladığı korunmanın yatırımcılar tarafından göz ardı edilemeyeceğini düşünmemiz,
- 4) mevcut ekonomik konjonktürde mağaza ulaşılabilirliğinin artması ve kira artış oranlarının manşet enflasyonun altında kalması nedenleriyle yüksek mağaza açılış hızının devam etmesi (+11%) beklentimiz,
- 5) hisse fiyatının güçlü operasyonel sonuçları yansıtmadığını gösteren değerlememiz olarak sıralayabiliriz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Güçlü finansal sonuçlar açıklanması ve Türkiye'ye ilişkin risk algısının düzelmesi en önemli olumlu katalizörler olarak görünüyor.

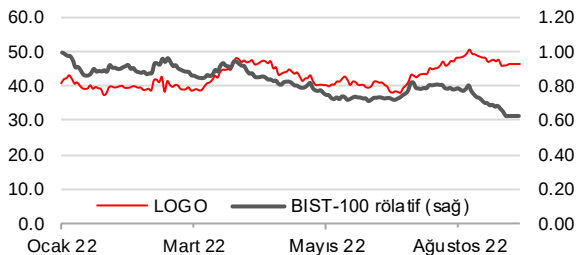
Değerleme:

BIMAS, 6.1x 2023T F/K ve 4.1x 2023T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 öncesi) 3 yıllık tarihsel ortalamalarına %45 iskonto ile işlem görmektedir. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı göz önüne alındığında mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

Logo Yazılım

Bloomberg Kodu	LOGO TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY60.00			
Son kapanış, TL/hisse	46.28			
Yukarı potansiyel	%30			
Halka açıklık oranı	%65			
Piyasa değeri, TL mn	4,628			
Firma değeri, TL mn	4,541			
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	11.8	9.1
FD/FAVÖK	10.9	13.1	7.8	5.3
FD/Ciro	3.6	4.9	2.9	2.0

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%2	%15	%17	%14
BIST 100 rölatif	-%20	-%14	-%33	-%38
AOİH, TRYmn	49	44	43	45



* Rapor 6 Eylül 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 yarı yıl sonuçları sonrasında 2022 beklentilerini yukarı yönlü revize etti: Buna göre şirket 1,445mn TL ciro (önceki: 1,333mn TL), 481mn TL FAVÖK (önceki: 461mn TL) ve 417mn TL vergi öncesi kar (önceki: 417mn TL). Şirketin 2022 beklentilerine risklerin yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.

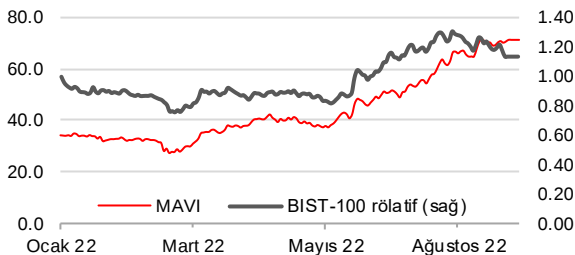
Değerleme:

12 aylık hedef fiyatımız 60,00 TL ve önerimiz Endeksin Üzerin Getiri.

Bloomberg Kodu	MAVITI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY92.00
Son kapanış, TL/hisse	70.95
Yukarı potansiyel	%30
Halka açıklık oranı	%73
Piyasa değeri, TL mn	7,046
Firma değeri, TL mn	7,013

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2,402	4,619	9,638	13,391
FAVÖK	385	1,016	2,237	2,888
Net kar	5	400	1,161	1,527
Net borç	512	-112	-509	-1,266
Net borç/FAVÖK	1.33	-0.11	-0.23	-0.44
FAVÖK marjı	%16.0	%22.0	%23.2	%21.6
Net marj	%0.2	%8.7	%12.0	%11.4
Ciro, y/y	-%16	%92	%109	%39
FAVÖK, y/y	-%40	%164	%120	%29
Net kar, y/y	-%95	%8638	%190	%32
F/K	492.2	7.2	6.1	4.6
FD/FAVÖK	7.2	2.7	2.9	2.0
FD/Ciro	1.2	0.6	0.7	0.4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%7	%74	%121	%107
BIST 100 rölatif	-%13	%30	%27	%14
AOIH, TRYmn	98	102	69	67



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Mavi'ye ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: 1) pandemi sonrası güçlü talep ve pazar payı kazanımlarının etkisi ile büyüme beklentimizin yüksek olması, 2) güçlü talep ve rekabet avantajları sayesinde güçlü fiyatlandırma becerisi, 3) büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç ve maliyet kontrolü sayesinde FAVÖK marjında iyileşme öngörümüz ve 4) mevcut fiyat seviyelerinin kuvvetli temel yönleri yansıtmadığı şeklindeki görüşümüz olarak sıralayabiliriz.

Mavi 2Ç22 finansallarını 19 Eylül'de açıklamayı planlıyor. Maliyet artışlarının güçlü talep nedeniyle fiyatlara yansıtılabilmesi ve uluslararası operasyonların güçlü katkısı sayesinde yüksek ciro büyümesi bekliyoruz. Operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjında yıllık bazda iyileşme trendinin devamını öngörüyoruz. 2Ç22'de ilk beklentilerimizin hafif altında 2.38 milyar TL ciro (yıllık +%121), 620 milyon TL FAVÖK (yıllık +%139) ve 370 milyon TL net kar (yıllık +%274) tahmin ediyoruz. Asgari ücret artışının tüketime pozitif etkisi ve son iki yıldır zayıf seyreden okul sezonunun bu yıl güçlü geçme potansiyeli nedenleriyle 2Y22'de güçlü talep trendinin devamını öngörüyoruz. 2022 yılında Şirket'in %100 büyüme öngörüsünün üzerinde %109 satış büyümesi, %137 FAVÖK (UFRS-16 öncesi) ve %190 net kar büyümesi tahminlerimizi koruyor. 2Ç22 finansallarının ardından halen güçlü devam eden talep ve makro tahminlerimizdeki güncelleme nedeniyle tahminlerimize yukarı yönlü revizyonu olası görüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Güçlü finansallarının açıklanması ve risk algısında iyileşme hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor. Diğer taraftan talebin yavaşlaması ve maliyet baskılarının artması önemli risk faktörleri olarak öne çıkıyor.

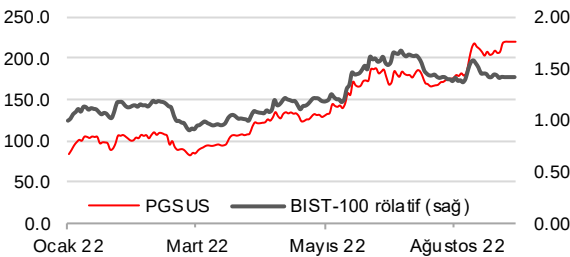
Değerleme:

Mavi, 4,6x 2023T F/K ve 3,5x 2023T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 öncesi ve kredi kartı komisyon giderleri ve ithalat giderleri ile düzeltilmiş) ile uluslararası benzerlerine oldukça yüksek %55 iskonto ile işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY352.00
Son kapanış, TL/hisse	219.40
Yukarı potansiyel	%60
Halka açıklık oranı	%36
Piyasa değeri, TL mn	22,445
Firma değeri, TL mn	61,010

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	4,804	10,664	35,125	58,860
FAVÖK	481	2,271	10,541	18,864
Net kar	-1,965	-1,972	3,641	8,311
Net borç	15,246	29,124	45,856	58,899
Net borç/FAVÖK	31.68	12.83	4.35	3.12
FAVÖK marjı	%10.0	%21.3	%30.0	%32.0
Net marj	-%40.9	-%18.5	%10.4	%14.1
Ciro, y/y	-%56	%122	%229	%68
FAVÖK, y/y	-%87	%372	%364	%79
Net kar, y/y	n.m.	%0	n.m.	%128
F/K	n.m.	n.m.	6.2	2.7
FD/FAVÖK	43.2	16.4	6.5	4.3
FD/Ciro	4.3	3.5	1.9	1.4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%25	%41	%116	%158
BIST 100 rölatif	%2	%5	%24	%41
AÖH, TRYmn	567	494	392	372



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Pegasus'u beğenmemizin sebepleri: (1) Pegasus'un, 2023 yılında THY'den daha iyi bir seçenek olacağını düşünüyoruz. 2022'de, 2019 seviyesine kıyasla %15 artışla 2,0 milyar Euro net satış bekliyoruz. 2022'de kargo fiyatlarındaki artış ve toparlanan yolcu faaliyetleri sayesinde THY'de 2019 net satış rakamlarına göre daha iyi bir toparlanma hikayesi görüyoruz. Ancak 2023'te Pegasus için Euro bazında yıllık %36, THY için ise USD bazında yıllık %1 büyümeye öngörüyoruz. THY'de kargo fiyatlarının normalleşmesi göz önüne alındığında, 2023'te Pegasus'ta kar ivmesinin daha hızlı olacağını düşünüyoruz, (2) 2022'de yüksek kargo fiyatları FAVÖK marjı cephesinde THY'ye yardımcı oldu. THY'nin 2019'daki %15,9'a kıyasla 2022'de %20,5 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Pegasus'un 2019'daki %33,3'e kıyasla 2022'de %30,0 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. 2022 FAVÖK marjlarını 2019 veya normalleştirilmiş seviyelerle karşılaştırdığımızda her iki durumda da THY için 2022'de Pegasus'a kıyasla daha iyi bir marj ortamı görüyoruz. 2023'te THY'nin FAVÖK marjının aşağı yönlü normalleşeceğini, Pegasus'un FAVÖK marjının yukarı yönlü normalleşeceğini ve böylece Pegasus'un 2023 için daha iyi bir seçim haline geleceğini düşünüyoruz, (3) Rusya-Ukrayna savaşına rağmen 2022 ve 2023 yıllarında turizm sektörünün hala umut verici olduğunu düşünüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Uluslararası faaliyetlerin toplam içerisindeki payının artması.

Enerji fiyatlarında geri çekilme.

Değerleme:

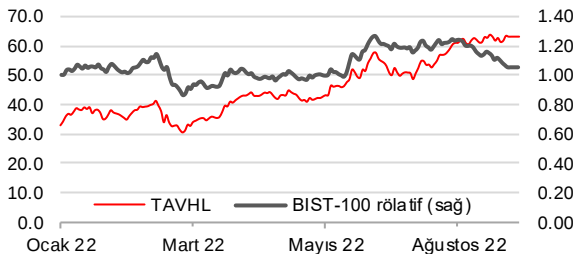
Pegasus'u değerlemek için 7,0x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

TAV Havalimanları

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY84.50
Son kapanış, TL/hisse	62.80
Yukarı potansiyel	%35
Halka açıklık oranı	%48
Piyasa değeri, TL mn	22,814
Firma değeri, TL mn	41,988

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2,415	5,459	15,951	21,244
FAVÖK	204	1,616	5,117	7,698
Net kar	-2,283	468	1,172	2,273
Net borç	5,889	15,342	29,128	34,297
Net borç/FAVÖK	28.89	9.49	5.69	4.46
FAVÖK marjı	%8.4	%29.6	%32.1	%36.2
Net marj	-%94.5	%8.6	%7.3	%10.7
Ciro, y/y	-%49	%126	%192	%33
FAVÖK, y/y	-%92	%693	%217	%50
Net kar, y/y	n.m.	n.m.	%151	%94
F/K	n.m.	19.5	19.5	10.0
FD/FAVÖK	63.1	15.1	10.2	7.4
FD/Ciro	5.3	4.5	3.3	2.7

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%4	%30	%81	%92
BIST 100 rölatif	-%15	-%3	%4	%5
AOIH, TRYmn	411	431	429	410



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

TAV'ı beğenmemizin sebepleri: (1) TAV'ın faaliyetlerinin hızlı bir şekilde toparlanmasını beklememiz, (2022 yılı net satışlar beklentimiz 2019 yılının %23 üzerinde, 920 milyon EUR seviyesindedir.), (2) Almati Havalimanı'ndaki güçlü performansın beklentilerimize yukarı yönlü risk oluşturması, (3) Rusya-Ukrayna savaşına rağmen 2022 yılında turizm sektörünün hala umut verici olduğunu düşünmemiz, (4) havayolu şirketlerinin aksine faaliyetlerinde yakıt kullanmayan TAV'ın, yükselen yakıt maliyetleri ortamında havayolu şirketlerine göre daha avantajlı bir seçenek oluşturması, (5) Almati ve Antalya havalimanlarındaki büyüme projeleri ve (6) havayolu şirketlerinin aksine iş modeli sayesinde TAV'ın yolcu sayısı konusunda rekabet etmek zorunda olmamasıdır.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Antalya ve Almati havalimanlarındaki yatırımların TAV için katalist olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca 2022'de beklenenden daha iyi bir turizm sezonu TAV için bir katalist olabilir.

Değerleme:

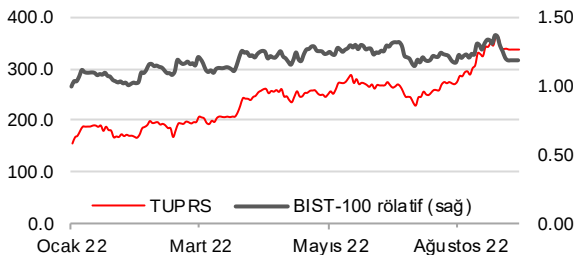
TAV'ı değerlemek için parçaların toplamı analizi yapıyoruz. Zagreb Havalimanı hariç TAV'ın şirketlerini değerlemek için İNA yapıyoruz. Zagreb, TAV'ın diğer faaliyetlerine göre çok küçük bir büyüklüğe sahiptir. Ayrıca TAV, Zagreb Havalimanı'nın sadece %15'ine sahiptir. EUR risksiz getiri olarak %8, sermaye getirisi olarak %5.5 ve beta olarak 1.0 kullanıyoruz. TAV için sermaye getirisini %13.5 olarak hesaplıyoruz.

Tüpraş

Bloomberg Kodu	TUPRS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY441.00
Son kapanış, TL/hisse	335.80
Yukarı potansiyel	%31
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	92,431
Firma değeri, TL mn	87,030

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	63,244	150,972	459,169	315,749
FAVÖK	494	12,996	45,760	15,622
Net kar	-2,494	3,319	28,804	10,150
Net borç	9,420	11,217	-29,687	11,429
Net borç/FAVÖK	19.06	0.86	-0.65	0.73
FAVÖK marjı	%0.8	%8.6	%10.0	%4.9
Net marj	-%3.9	%2.2	%6.3	%3.2
Ciro, y/y	-%29	%139	%204	-%31
FAVÖK, y/y	-%87	%2530	%252	-%66
Net kar, y/y	n.m.	n.m.	%768	-%65
F/K	n.m.	8.5	3.2	9.1
FD/FAVÖK	65.2	3.0	1.4	6.6
FD/Ciro	0.5	0.3	0.1	0.3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%25	%24	%103	%117
BIST 100 rölatif	%1	-%7	%16	%19
AOIH, TRYmn	2,093	1,293	1,257	1,184



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım Teması:

Tüpraş'ın en çok tercih edilen hisse senetleri listemizde yer almasının temel nedenleri (i) Orta distilatlar tarihi seviyelerde seyreden ürün marjlarının yılın geri kalanında da yüksek kalacağı beklentisi, (ii) Ürün veriminin yarıya yakınının hali hazırda oldukça güçlü ürün marjlarına sahip orta distilat ürünler odaklı olması (Dizel ve Jet Yakıtı), (iii) Avrupa'daki benzerlerine kıyasla doğalgaz ihtiyacını iç pazardaki sübvansiyonlar sayesinde daha düşük maliyetlerle karşılayabiliyor olması, (iv) Şirket'in Kasım 2021'de duyurduğu Stratejik Dönüşüm Planı'nın, günümüzün enerji dönüşüm trendleri doğrultusunda sürdürülebilir değer yaratmayı sağlayacağını düşünüyor olmamız ve (v) Şirket yönetiminin, stratejik dönüşüm planı doğrultusunda Entek hisselerini devralarak sürece bağlılığını gösterdiğini düşünmemiz olarsıralanabilir.

Orta distilat pazarındaki kıtlığın etkisiyle yükselen ürün marjları ve Tüpraş'ın yüksek orta distilat ürün verimi sayesinde 2022'de güçlü operasyonel sonuçlar bekliyoruz. Şirket yönetiminin 2022 yılı güncel net rafineri marjı beklentisi 13\$/v-14\$/v bandında bulunuyor.

Hisse Performansını Etkileyebilecek Faktörler:

Değerlememizdeki temel etkenler: i) Avrupa'daki orta distilatlar arz sıkıntısı ile artan ürün marjları; ii) Şirket'in 2022 öngörülleri doğrultusunda kapasite kullanımının yükselmesi; ve iii) Şirketin yüksek Nelson Kompleksite puanını kanıtlar nitelikte daha fazla orta distilat rafine etme kabiliyeti.

Değerleme:

Tüpraş hisseleri için hedef fiyatımızı 441 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımız Entek satın alımına ilişkin revizyonların yanında enerji girdi maliyetlerindeki artışlara ilişkin öngörülerimizi yansıtıyor. Sonuç olarak, şirket yönetiminin 2022 yılı net rafineri marjı beklentisi 13\$/v-14\$/v bandındayken, ürün marjlarında bir miktar gerileme ve artan enerji maliyetlerinin karlılık üzerinde yaratacağı ek baskı öngörümüz doğrultusunda hesapladığımız net rafineri marjı beklentimiz 12\$/v seviyesinde. Yeni tahminlerimize göre, Tüpraş 1,4 2022T FD/FAVÖK çarpanıyla, benzer grup medyanı olan 3,6 seviyesine göre iskontolu işlem görüyor. Bunun yanında, Tüpraş'ın 2023'ten itibaren normal temettü politikasına dönmesini bekliyoruz.

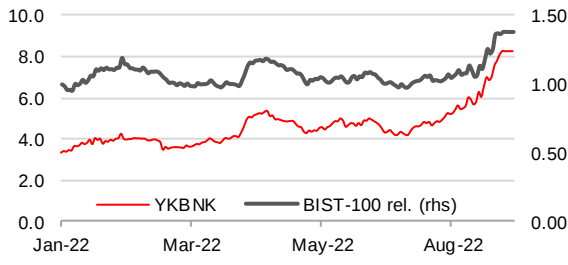
Yapı Kredi Bankası

Bloomberg Ticker	YKBNK TI
Recommendation	Outperform
Target Price	TRY9.00
Last Price	TRY8.28
Upside	9%
Free Float	30%
Market Cap, TRYmn	69,942

Financial data	2020	2021	2022F	2023F
Summary BRSA financials, TRYmn				
Sh.holders' equity	47,564	63,484	123,406	155,906
Net income	5,080	10,490	49,500	32,500

Growth, y/y				
Sh.holders' equity	15%	33%	94%	26%
Net Income	41%	107%	372%	-34%
P/E	4.0	2.1	1.4	2.2
P/Bv	0.4	0.4	0.57	0.45
ROE	11.4%	18.9%	53.0%	23.3%

Stock data	1m	3m	6m	ytd
Common	58%	81%	110%	151%
BIST 100 relative	28%	35%	20%	37%



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

- Yapı Kredi Bankası'nın 12 aylık fiyat hedefini %13 artırarak hisse başına 9,60 TL'ye yükselttik. Hedef fiyat güncellememiz bankanın orta vadede özkaynak kârlılığının %20'nin üzerinde seyredeceği beklentimizin güçlenmesi ve ileriye dönük 12 aylık değerlendirme vademizi bir çeyrek ilerletmemizden kaynaklanıyor.

- Banka için güncel net kar tahminlerimiz 2022 için 49,5 milyar TL ve 2023 için 32,5 milyar TL (yıllık %34 düşüş) ve öz kaynak kârlılık beklentilerimiz söz konusu iki yıl için %53 ve %21 düzeyinde bulunuyor. Değerlememiz bankanın özkaynak kârlılık oranının (enflasyon eğilimini izleyerek) daha uzun vadede %20,5'ten kademeli olarak %18,0'e gerileyeceğini varsayıyor.

- Banka yılın ikinci yarısında fonlama maliyetinde artış beklemekle birlikte 3. Çeyreğin başı itibarıyla marjların yükselmeye devam ettiğini belirtti. Ayrıca enflasyon muhasebesi uygulansaydı da ilk altı ay net kârının önceki yıla göre güçlü artış göstereceği ve buna karşılık özkaynak kârlılığının %6-9 aralığında olacağı bilgisini paylaştı. Özkaynak kârlılığı açısından yönetim yılın ikinci yarısında da benzer bir sonuç bekliyor.

- Yapı Kredi hissesi YBG %151 getiri ile bankacılık endeks getirisinin hafif altında kaldı.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yüklü TÜFE tahvil portföyü 2023'de enflasyonun düşüş eğilimine girmesi halinde marj üzerindeki rakiplere göre daha güçlü baskı oluşturabilir.

Değerleme:

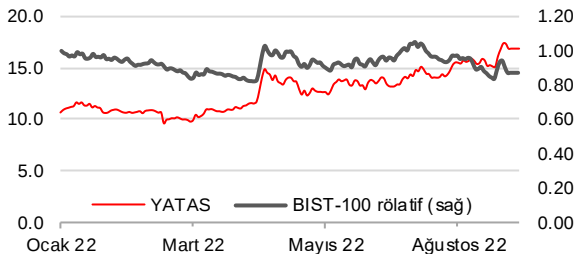
Değerlememiz Yapı Kredi'nin 12 ay ilerisi için F/DD oranının 0,65x çarpanını hak ettiğini ortaya koyuyor. Banka'nın 2022 kâr tahminimiz üzerinden 0,4 F/DD ve 1,0 F/K çarpanları ise tarihsel ortalamaya göre iskonto sunuyor.

Yataş

Bloomberg Kodu	YATAS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY24.90
Son kapanış, TL/hisse	16.92
Yukarı potansiyel	%47
Halka açıklık oranı	%54
Piyasa değeri, TL mn	2,535
Firma değeri, TL mn	3,221

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	1,748	2,859	5,854	8,813
FAVÖK	331	433	790	1,243
Net kar	170	256	473	704
Net borç	68	304	623	663
Net borç/FAVÖK	0.21	0.70	0.79	0.53
FAVÖK marjı	%18.9	%15.2	%13.5	%14.1
Net marj	%9.7	%9.0	%8.1	%8.0
Ciro, y/y	%50	%64	%105	%51
FAVÖK, y/y	%61	%31	%82	%57
Net kar, y/y	%97	%51	%85	%49
F/K	7.5	8.5	5.4	3.6
FD/FAVÖK	4.1	5.7	4.0	2.6
FD/Ciro	0.8	0.9	0.5	0.4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%10	%26	%59	%59
BIST 100 rölatif	-%11	-%5	-%9	-%13
AOIH, TRYmn	64	45	40	37



* Rapor 6 Eylül 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Yataş'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: i) sektörde geleneksel satış kanalından modern satış kanalına geçişin devam etmesi, ii) şirketin ana faaliyet alanındaki güçlü pazar konumu, iii) halen olumlu demografik yapı, iv) Divanev formatının ölçeklenebilirlik potansiyeli ve v) şirketin e-ticaret kanalında artan varlığı olarak özetleyebiliriz. Yataş'ın, i) tüketicinin beğenilerine uygun, kanıtlanmış ürün portföyü ve ii) maliyet baskılarını rakiplerinin çoğundan daha iyi bir şekilde yönetmeye ve verimlilik yatırımı / kapasite artışı yapmaya olanak tanıyan güçlü bilançosu sayesinde Türkiye'deki pazar payını artırmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Yataş, pandeminin olumsuz etkisine rağmen son iki yılda franchise ağına 197 yeni yurt içi mağaza ekledi. Franchise mağaza ilavelerinin yaklaşık 1/3'ü Divanev formatından geldi (toplam 59 mağaza). Toplam mağaza sayısı (Yataş'ın sahip olduğu 84 mağaza dahil), 2019'daki 373'ten 2021'de 570'e yükseldi. Bu durum 2019-2021'de ortalama %42 alan büyümesine işaret ediyor. Yeni mağazaların olgunlaşmasının yaklaşık 2 yıl sürdüğü göz önüne alındığında bu durum, önümüzdeki iki yıl içinde gelir artışı için pozitif olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla, talep yönlü riskleri göz önünde bulunduran gelir tahminimizin muhafazakâr olduğunu öngörüyoruz. Yataş'ın önümüzdeki üç yıl içinde her yıl ortalama 45 yeni mağaza açmasını ve toplam satış alanını %23 artırmasını bekliyoruz. Mağaza açılışlarına ilişkin öngörülerimiz de şirketin yıllık 70-80 mağaza açılışını öngören tahminlerine kıyasla muhafazakâr.

Değerleme:

Yataş, 2022 beklentilerimize göre 4.0x FD/FAVÖK ve 5.4x F/K ile son 3 yıllık ortalamalarına göre %35 ve %40 iskonto ile işlem görüyor.

AK Yatırım Araştırma Takımı

Hakan Aygün	Bankalar, Strateji	hakan.aygun@akyatirim.com.tr +90 212 334 9465
Mustafa Küçükmeral, CFA	Gıda ve İçecek, Perakende, Enerji	mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr +90 212 334 9460
Kayahan Demirak	Cam, Telekom, Madencilik, Gıda, Beyaz Eşya, İlaç, İnşaat	kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr +90 212 334 9509
Aytunç Uz	Havacılık, Otomotiv, Sağlık Hizmetleri	aytunc.uz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9521
Ömer Faruk Yüksel	Rafineri, Petrokimya, GYO	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +60 221 334 9531
Uraz Çay	Stratejist (Yurt dışı piyasalar)	Uraz.Cay@akyatirim.com.tr +90 212 334 9461
Göksel Şişmanlar	Veritabanı, 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., 2021