

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

3Ç22 sonuçları ardından bir miktar temkinli kalmayı tercih ettik

10 Kasım 2022

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

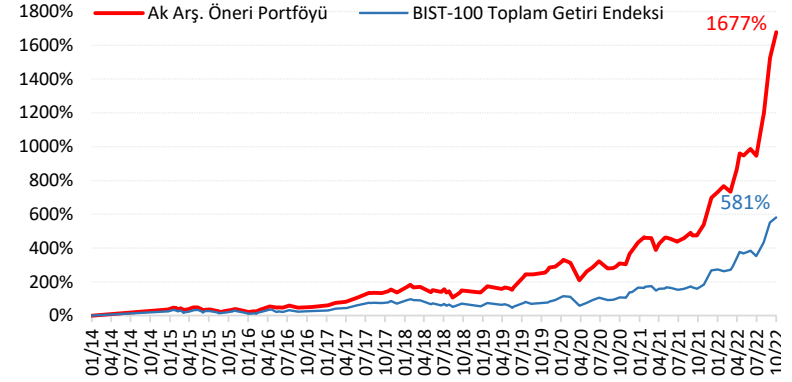
Model Portföy Hisse Seçimleri*

Hisse Senedi	12A H.Fiyat (TL)	Getiri	
		Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
BİM	195.00	38%	20%
Ford Otosan	520.00	43%	15%
Mavi	120.00	34%	15%
Pegasus	650.00	65%	20%
TAV	108.00	37%	15%
Yataş	33.00	48%	15%

Kaynak: AK Yatırım Arş.

* 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 yükselişe 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.

Model portföy tarihsel getiri karşılaştırması



Kaynak: AK Yatırım Arş., Rasyonet

- **BIST-100 güçlü olumlu ayrışmasını sürdürüyor.** Ekim ayında hisse senedi piyasalarında küresel ölçekte iyimserlik hakimdi. Bu iyimserlik FED'in Kasım başındaki toplantısı öncesi ABD'deki parasal sıkılaşmanın daha önce öngörülenden erken bitebileceği yönündeki yorumların artmasıyla güçlendi. Bu doğrultuda GOÜ'lerin risk primleriyle birlikte Türkiye CDS'i de 150 baz puana yakın düştü. Yine de yurtdışı ile azalan korelasyon ve düşen yabancı payı nedeniyle bu gelişmenin BIST'in olumlu performansına etkisi sınırlı kalmış olabilir. Ay içerisinde **beyaz eşya, otomotiv, demir/çelik ve perakende ticaret** hisseleri nispeten ağır kalırken, **havacılık, bilişim, petrokimya ve çimento** hisseleri öne çıktı.

- **Banka ağırlığını sıfırlayıp, sınırlı güncellemeler yaptık.** Model portföy stratejimizde son iki aydır banka ağırlığını kademeli olarak azalttık. Bunun dışında perakende şirketler ile havacılık sektörünü önceleyen hisse tercihlerimizi koruyoruz. Bu rapor ile birlikte sektör dinamiklerinin son çeyrekte zayıflayacağı beklentisiyle Yapı Kredi Bankası'nı, analist değişimleri nedeniyle **Tüpraş ve Logo**'yu portföyden çıkarırken, portföye **Ford Otosan**'ı ekliyoruz. Ford'u eklememizin sebebi, küresel çapta resesyon korkularına rağmen Ford Romanya satın alımı ve yeni yatırımlar sebebiyle 2023 yılında kar artışı tahmin ediyor olmamızdır. Yeni yatırımların getirdiği yukarı potansiyelin henüz tam olarak fiyatlanmadığını 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**
		06/10/22	09/11/22	Nominal	Relatif **			
BIMAS	14%	126.45	136.62	8.8%	-11.3%	02/11/2021	126.0%	-23.3%
LOGO	12%	45.57	53.97	18.4%	3.5%	07/03/2022	39.1%	-38.3%
MAVI	15%	80.92	91.46	13.0%	-7.9%	06/05/2022	126.2%	26.7%
PGSUS	13%	274.79	389.47	41.7%	15.5%	07/09/2022	70.6%	33.1%
TAVHL	11%	70.92	81.12	14.4%	-6.8%	06/05/2022	84.4%	3.3%
TUPRS	12%	349.53	436.47	24.9%	1.8%	06/05/2022	74.9%	-2.0%
YKBNK	12%	8.09	9.40	16.3%	-5.2%	02/11/2021	239.2%	15.2%
YATAS	11%	18.57	22.70	22.2%	-0.4%	18/04/2022	67.1%	-4.7%
Portföy Getirisi:				%19,8	-%2,4	(son dönem)		
				%180,6	%15,8	(YBG)		

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

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

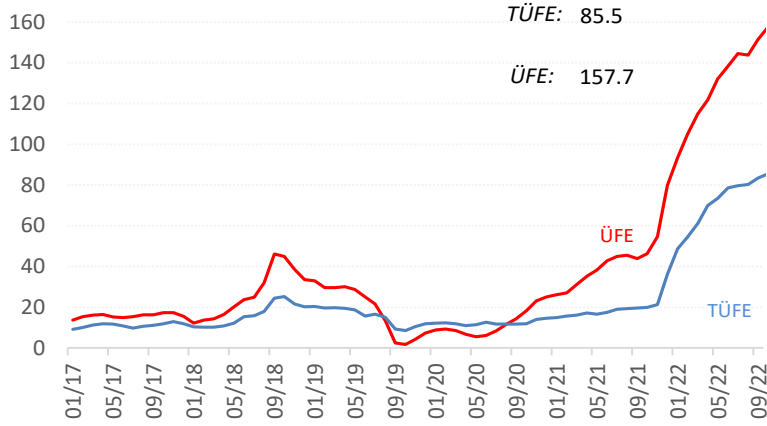
- Portföyümüzün 6 Ekim – 9 Kasım tarihleri arası nominal getirisi %19,8 olarak gerçekleşti ve portföyümüz aynı dönemde %22,4 getiri sağlayan BIST-100 getiri endeksinin %2,4 altında kaldı. Portföy toplam getirisinde **Pegasus, Logo ve Tüpraş** olumlu ayrışırken, **Mavi, TAV, Yataş, Yapı Kredi ve BİM** negatif ayrıştı.
- Böylece 9 Kasım itibarıyla hisse öneri listemizin yıl başından beri getirisi %180,6'a ulaştı ve aynı dönemde %142,3 getiri sağlayan BIST-100 getiri endeksi geçilmiş oldu.

Görünüm: 3Ç22 sonuçları ardından bir miktar temkinli kalmayı tercih ettik

- **Ekim ayının ardından...** Önceki ayın ikinci yarısındaki satışlarla Eylül ayını dolar bazında yatay seviyede tamamlayan BIST-100 Ekim'de TL ve dolar bazında %25 getiri sağladı. GOÜ'nün yılbaşına göre getirisi de TL bazında %119 ve dolar bazında %57 oldu.
- **Ekim ayında küresel borsalar bir önceki ayın aksine iyimser bir havadaydı.** FED faiz artırımlarında yavaşlama beklentisinin ve FED'in başlangıçta tahmin edilenden daha erken gevşeme olasılığının güçlenmesi ABD doları ve ABD faiz oranlarının düşmesine, GOÜ risk primlerinin nefes almasına ve borsaların yükselmesine imkan verdi. Aylık bazda, ABD ve Avrupa hisse senedi endeksleri bir önceki ayın kayıplarını %9'a varan artışla telafi etti. Diğer taraftan MSCI-GOÜ endeksi Çin'deki kayıplar nedeniyle %3 daraldı. BİST ise aylık ve YBG getirilerde bir kez daha dünya lideri oldu.
- **Yükseliş dalgalı olabilir.** Alternatif yatırım araçlarında getiri potansiyelinin sınırlı kalması, BİST'te yukarı yönlü hareketin devamını destekliyor. Ancak küresel belirsizlik aşağı yönlü risk oluşturuyor. Son politika faiz indirimi ve liralasma stratejisi ile kredi büyümesine yönelik makro ihtiyati tedbirlerin ardından mevduat faizleri bir ayda 150 baz puan artarken, TL ticari kredi faizi 150 baz puan daha düştü; 5 ve 10 yıllık DİBS'te 100-200 baz puanlık gevşeme görüldü. Bankaları TL mevduat payını %50'nin üzerine çıkarmaya teşvik eden düzenleme, önümüzdeki süreçte TL mevduat faizlerinin daha da yükselmesini tetikleyebilir. Daha cazip mevduat faizleri bir yandan borsa yatırımlarının bir bölümünü mevduata yönlendirip bir yandan da bankaların faiz marjını baskılayabilir. Bu ihtimaller dikkate alındığında, borsada fiyat oynaklığı riskinin süreceğini tahmin ediyoruz.
- **Yabancı satmaya devam etti.** BIST'de yabancı satış hacmi Eylül'de 0,6 milyar dolar ve ilk dokuz ay sonunda 3,1 milyar dolar oldu. TCMB haftalık verisine göre Eylül'de de 0,4 milyar dolar kadar yabancı satışı olduğunu tahmin ediyoruz. Matriks verisine göre de yurt dışı yerleşiklerin takas payı Ekim sonunda önceki aya göre 0,5 puan gerileyerek %31'in altına geldi.
- **Kasım ayı gündemi.** Ekim'in ikinci yarısında başlayan şirket bilanço açıklamaları 9 Kasım'da sona erdi. Gelen sonuçlar genelde beklentiden olumluydu. Bu olumlu eğilimin devam etmesini ancak dış koşullardaki bozulma nedeniyle imalatçı ve ihracatçı şirketlerin ve makro ihtiyati düzenlemelerin etkisiyle bankaların son çeyrek performansının baskılanabileceğini düşünüyoruz.
- **Hisse önerilerimizde biraz daha temkinli kaldık.** CDS priminde Ekim ayında gördüğümüz rahatlama kuşkusuz BIST adına önemliydi ancak yabancı yatırımcı payının tarihsel seviyelerde olduğunu dikkate alırsak etkisinin sınırlı kaldığını düşünüyoruz. Yurtdışı taraf ile korelasyonu azalan BIST'de sektörler bazında seçici ve endeks bazında ılımlı yükselişe işaret eden eğilimin süreceğini düşünüyoruz. Önceki ay dikkat çektiğimiz dinamiklerin devam ettiği, bu kapsamda iç piyasa dinamizminden olumlu etkilenen perakende şirketlerinin ihraç ağırlıklı imalat sektörü şirketlerine karşı avantajlı durumunun belirginleştiği bir süreç bekliyoruz. **Yapı Kredi, Tüpraş ve Logo'**yu öneri listesinden çıkarırken; listeye **Ford Otosan'** ekledik. Listedeki hisse sayısındaki azalma biraz daha temkinli duruşa işaret ediyor.

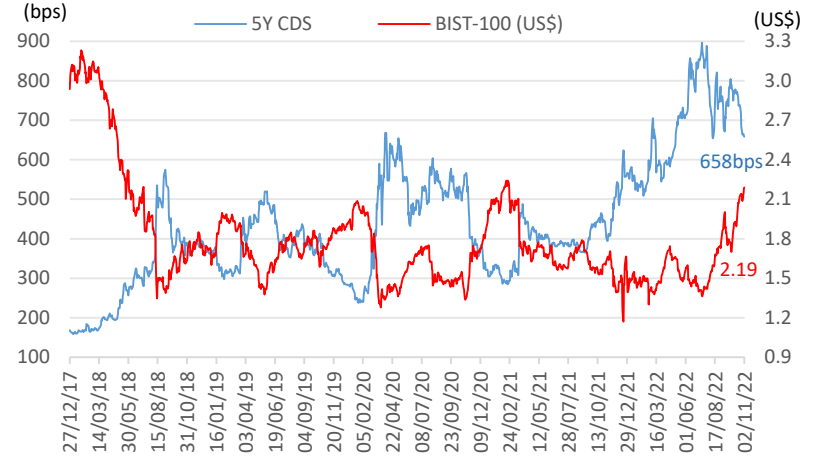
Görünüm: CDS'deki düşüşle dolar bazlı BIST-100 endeksi son 20 ayın zirvesinde

Enflasyonda artış eğilimi devam ediyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

CDS oranı 700bps'ın altına geriledi



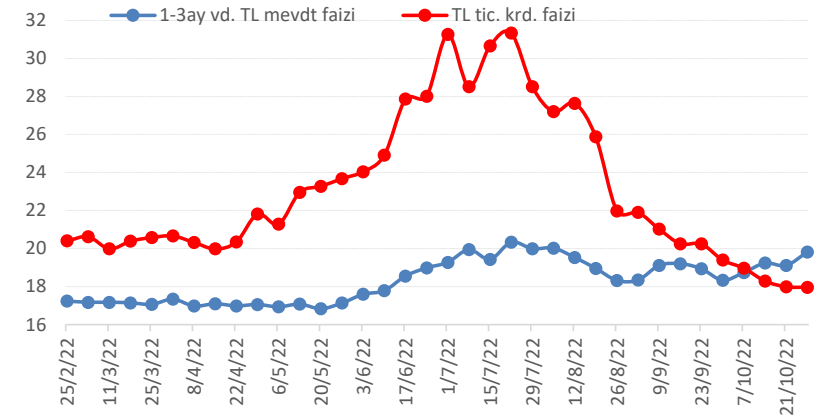
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi son üç aydır yükselişte



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

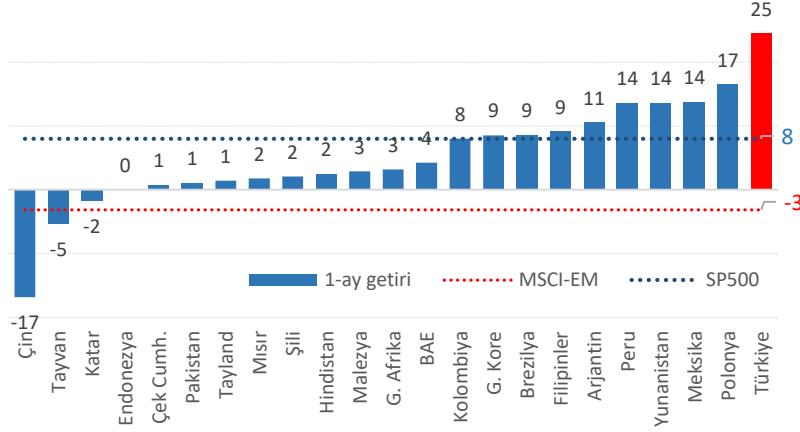
TL mevduat faizleri ticari kredi faizinin üzerinde



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

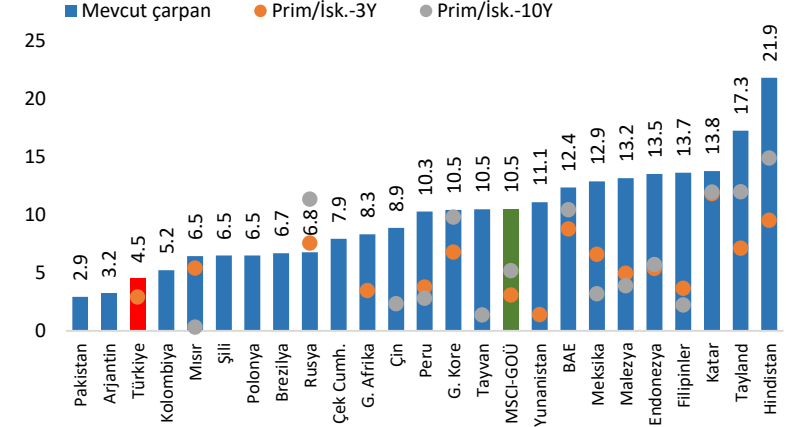
BIST-100 GOÜ'lerin güçlendiği ayda da rakiplerini yendi

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



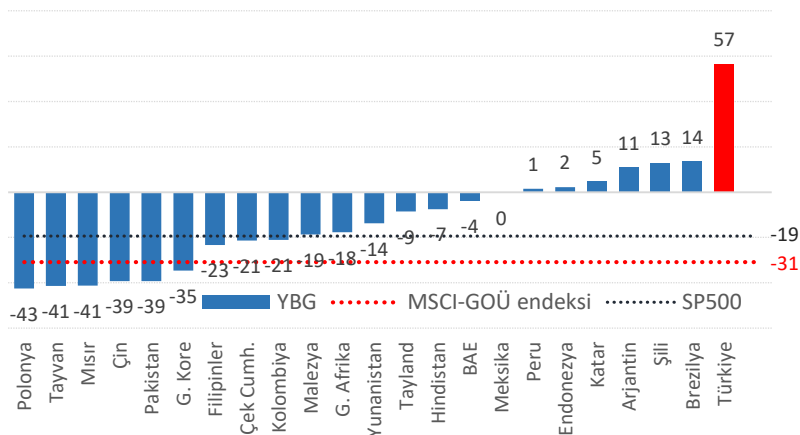
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

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



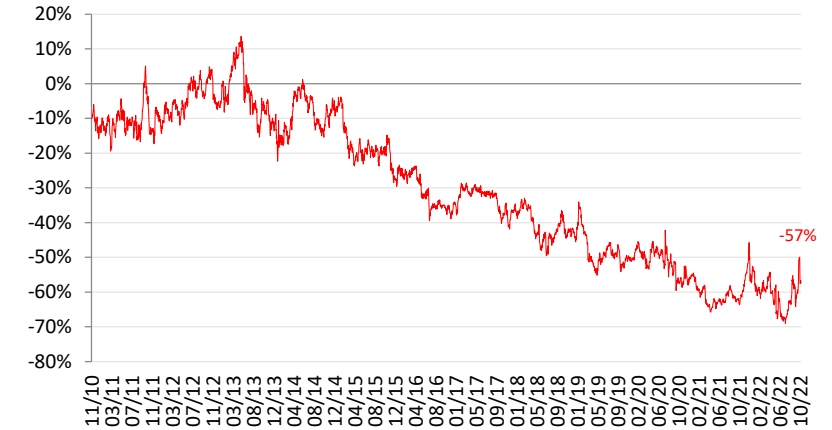
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

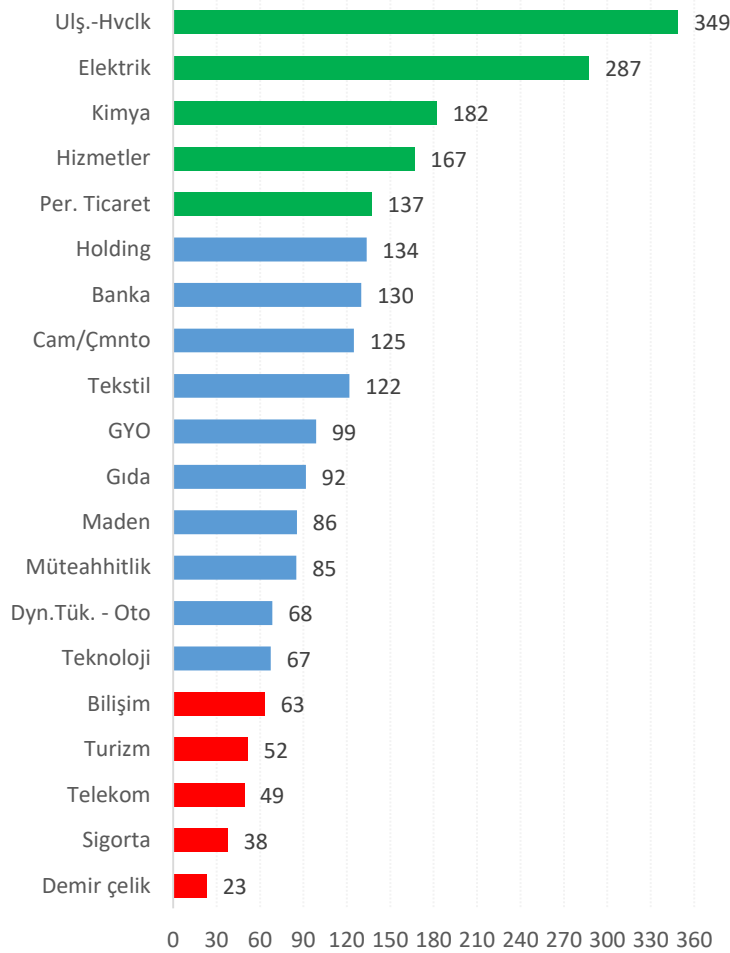
12A tahmini F/K iskontosı (BIST-100 / MSCI-GOÜ) hafif daraldı



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

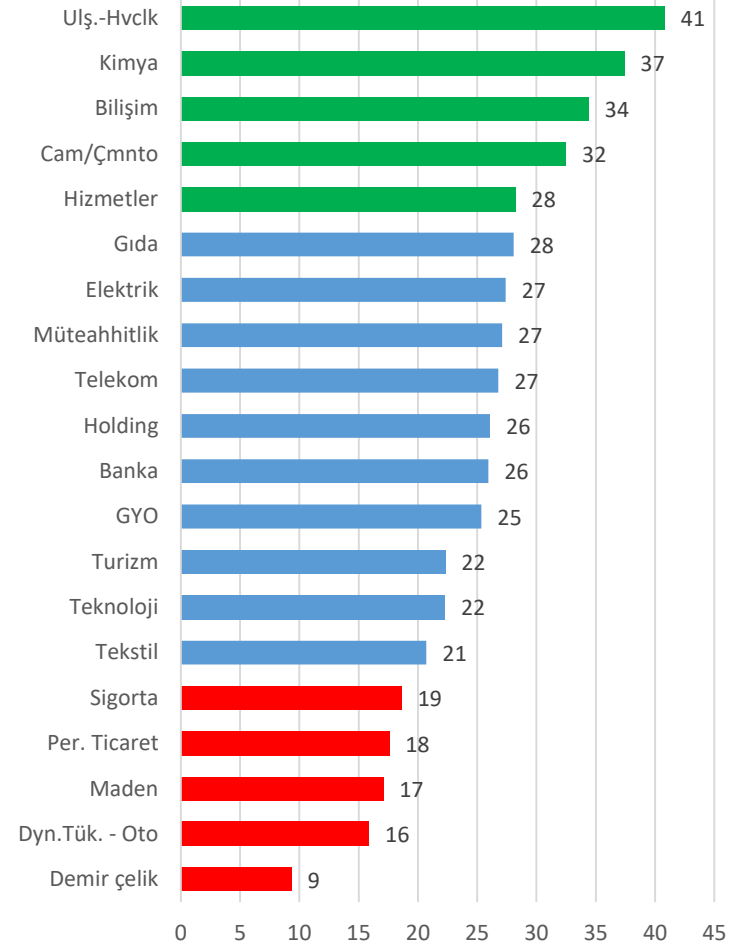
Geçen ay havacılık, petrokimya ve bilişim hisseleri dikkat çekti

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler (%)



Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

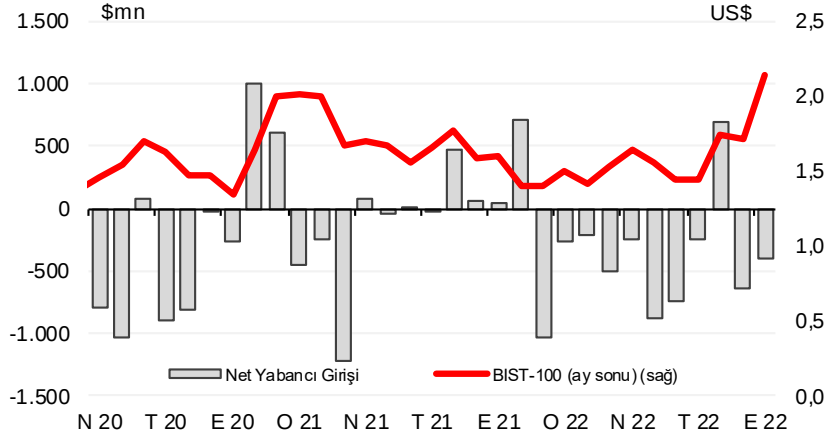
Sektör endekslerinde Ekim ayı getirileri (%)



Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

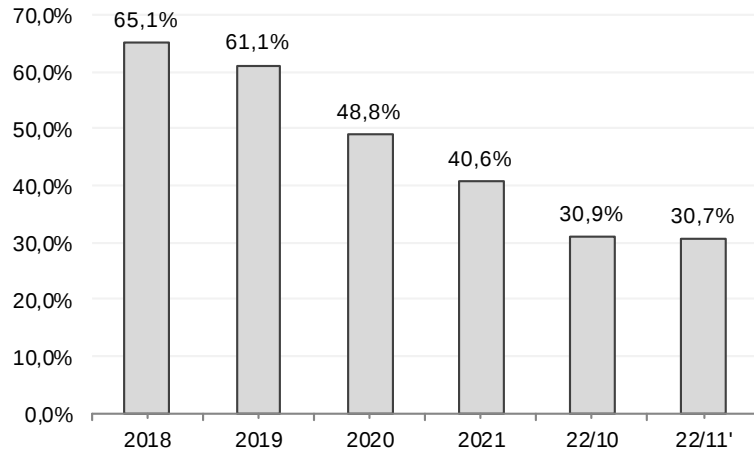
Strateji: Yabancı yatırımcı payı düşmeye devam ediyor

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



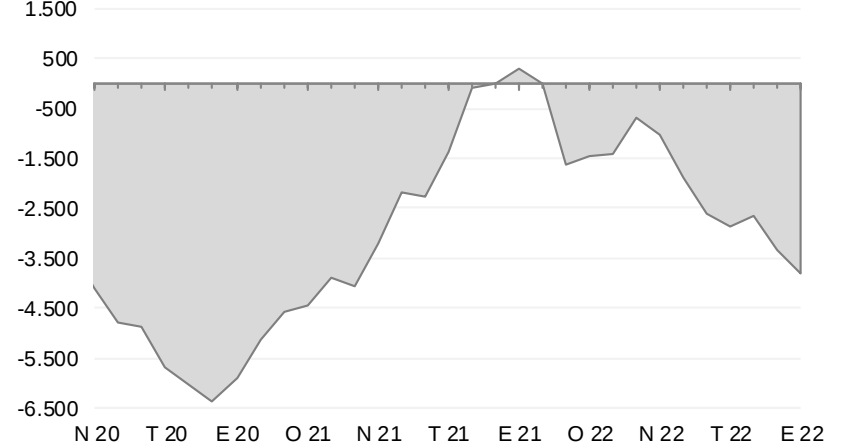
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

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 ortalamasının üzerinde



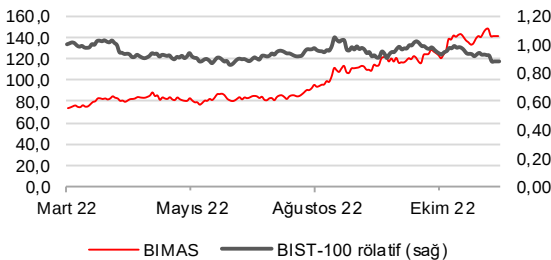
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse Önerileri

Bloomberg Kodu	BIMAS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY195,00
Son kapanış, TL/hisse	140,80
Yukarı potansiyel	%38
Halka açıklık oranı	%60
Piyasa değeri, TL mn	85.494
Firma değeri, TL mn	92.793

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	55.495	70.527	147.631	252.435
FAVÖK	5.067	6.481	11.757	20.591
Net kar	2.607	2.932	7.095	13.415
Net borç	2.317	5.153	8.791	10.920
Net borç/FAVÖK	0,46	0,80	0,75	0,53
FAVÖK marjı	%9,1	%9,2	%8,0	%8,2
Net marj	%4,7	%4,2	%4,8	%5,3
Ciro, y/y	%38	%27	%109	%71
FAVÖK, y/y	%61	%28	%81	%75
Net kar, y/y	%113	%12	%142	%89
F/K	14,4	14,0	12,0	6,4
FD/FAVÖK	7,9	7,1	8,0	4,7
FD/Ciro	0,7	0,7	0,6	0,4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%11	%27	%72	%134
BIST 100 rölatif	-%9	-%16	-%6	%0
AOİH, TRYmn	905	829	625	584



* Rapor 9 Kasım 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

BIMAS'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: 1) hanehalkı tüketim eğilimindeki değişim nedeniyle tüketimin dayanıklı tüketim mallarından hızlı tüketim ürünlerine kayması, düşen alım gücü nedeniyle indirimli mağazaların trafik verilerinin olumlu etkilenmesi ve artan gıda enflasyonu nedeni ile büyümenin güçlü kalmaya devam edeceği öngörümüz,

2) tarihsel yüksek marjlar nedeniyle güçlü baz etkisine rağmen enflasyonun geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde seyrettiği ortamda önümüzdeki çeyreklerde 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 de 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 halen manşet enflasyonun altında kalması nedenleriyle yüksek mağaza açılış hızının devam etmesi (+9%) 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. Regülasyon riski ise en önemli risk faktörü olarak öne çıkıyor.

Değerleme:

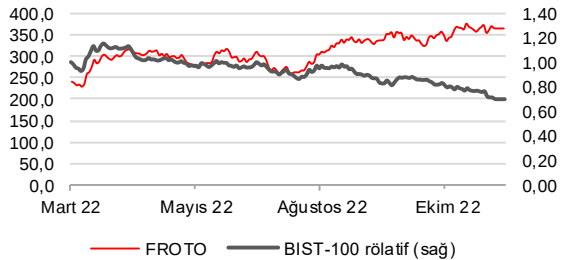
BIMAS, 6.4x 2023T F/K 2 yıllık tarihsel ortalamalarına %40 iskonto ile işlem görüyor. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı tahminleri göz önüne alındığında mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY520,00
Son kapanış, TL/hisse	364,40
Yukarı potansiyel	%43
Halka açıklık oranı	%18
Piyasa değeri, TL mn	127.872
Firma değeri, TL mn	154.910

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	49.451	71.101	177.847	321.783
FAVÖK	5.283	9.464	19.024	32.147
Net kar	4.195	8.801	16.540	26.362
Net borç	-43	4.882	40.087	66.770
Net borç/FAVÖK	-0,01	0,52	2,11	2,08
FAVÖK marjı	%10,7	%13,3	%10,7	%10,0
Net marj	%8,5	%12,4	%9,3	%8,2
Ciro, y/y	%26	%44	%150	%81
FAVÖK, y/y	%58	%79	%101	%69
Net kar, y/y	%114	%110	%88	%59
F/K	6,9	7,4	7,7	4,9
FD/FAVÖK	5,4	7,4	8,8	6,1
FD/Ciro	0,6	1,0	0,9	0,6

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%4	%11	%18	%60
BIST 100 rölatif	-%15	-%27	-%35	-%32
AOİH, TRYmn	975	837	704	660



* Rapor 9 Kasım 2022 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Ford, Aralık 2020'de açıkladığı 2 milyar Euro tutarındaki yatırımla Türkiye'de 2025 yılında 650 bin adet araç üretim kapasitesine ulaşmayı hedeflemektedir. Söz konusu yatırım ile şirket, E-Transit ve Ford – Volkswagen stratejik iş birliği kapsamında VW'in yeni nesil 1 tonluk ticari araç modelleri üretilecektir.

Mart 2022'de şirket, Ford Romanya hisselerinin tamamını satın almak için bir sözleşme imzaladı. 3Ç22'de satın alım süreci 406 milyon Euro tutarındaki ilk taksit ödenerek tamamlandı. 2025 ve 2028 yıllarında sırasıyla 196 ve 23 milyon Euro tutarlarında ek ödemeler yapılacaktır. 2028 yılında, 2028-2034 yılları için öngörülere göre 140 milyon Euro tutarında bir ilave ödeme yapılması da söz konusudur. Güncel durumda 250 bin adet araç üretim kapasitesine sahip olan Ford Romanya'da Puma ve Ecosport olmak üzere 2 adet binek araç modeli üretilmektedir. Yeni nesil Courier'nin içten yanmalı modeli 2023'te ve tam elektrikli modeli ise 2024'te Craiova'da üretilecek ve üretimi 100 bin adede kadar çıkabilecektir. Puma modelinin ise üretimine devam edilerek, 2024 yılında tam elektrikli modeli üretilecek ve üretimi 189 bin adede kadar çıkabilecektir. Ecosport'un üretimi ise 2022 yılında son bulacaktır.

Söz konusu iki büyük yatırımla beraber 2025 yılında şirketin üretim kapasitesinin 900 bin adede ulaşması beklenmektedir. Güncel durumda şirketin kapasitesi 472 bin adet seviyesindedir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Beklenenden iyi bir nakit temettü haberi, iç ve dış pazarlarda beklenenden iyi ticari araç talebi, ham madde fiyatlarında gerileme ve tedarik zinciri problemlerinin beklenenden erken çözülmesi hisse fiyatı için olumlu etki yaratabilir.

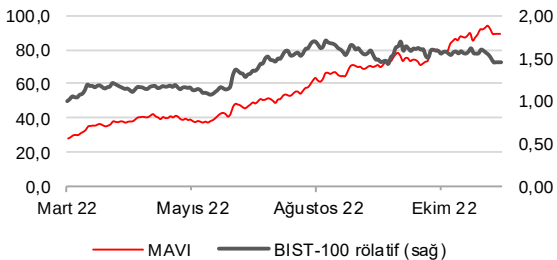
Değerleme:

Ford'u değerlemek için 8,0x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı, 9,0x F/K çarpanı ve İNA yöntemlerini eşit ağırlıklarla kullanıyoruz.

Bloomberg Kodu	MAVI TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY120,00
Son kapanış, TL/hisse	89,25
Yukarı potansiyel	%34
Halka açıklık oranı	%73
Piyasa değeri, TL mn	8.864
Firma değeri, TL mn	8.590

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2.402	4.619	10.267	15.505
FAVÖK	385	1.016	2.461	3.469
Net kar	5	400	1.481	2.013
Net borç	512	-112	-750	-1.776
Net borç/FAVÖK	1,33	-0,11	-0,30	-0,51
FAVÖK marjı	%16,0	%22,0	%24,0	%22,4
Net marj	%0,2	%8,7	%14,4	%13,0
Ciro, y/y	-%16	%92	%122	%51
FAVÖK, y/y	-%40	%164	%142	%41
Net kar, y/y	-%95	%8638	%270	%36
F/K	492,2	7,2	6,0	4,4
FD/FAVÖK	7,2	2,7	3,3	2,0
FD/Ciro	1,2	0,6	0,8	0,5

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%12	%34	%136	%161
BIST 100 rölaf	-%9	-%12	%29	%11
AOİH, TRYmn	106	121	96	80



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 fiyatlamaya becerisi, 3) büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjının iyileşmesi ve 4) mevcut fiyat seviyelerinin kuvvetli temel yönleri yansıtmadığı şeklindeki görüşümüz olarak sıralayabiliriz.

Asgari ücret artışının tüketime pozitif etkisi ve son iki yıldır zayıf seyreden okul sezonu ve turizmin bu yıl güçlü katkısı ile 2Y22'de güçlü talep trendinin devamını öngörüyoruz. Maliyet artışlarının güçlü talep nedeniyle fiyatlara yansıtılabilmesi ve uluslararası operasyonların güçlü katkısı sayesinde yılın ikinci yarısında yüksek ciro büyümesi bekliyoruz. Operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjında yıllık bazda iyileşme trendinin devamını öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısında yıllık bazda %120 ciro, %128 FAVÖK ve %191 net kar büyümesi tahmin ediyoruz. Asgari ücret artışının talep etkisinin, turizm, okul sezonu ve uluslararası operasyonlarda TL'nin çevrim farklarının özellikle yılın 3. çeyreğinde büyüme ve karlılık üzerindeki etkisinin daha güçlü olmasını bekliyoruz. Ayrıca 3. çeyrekte mevsimselliğin de güçlü olduğunu hatırlatmak isteriz.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Güçlü finansallarının açıklanması, en önemli girdilerden biri olan pamuk fiyatında düşüş eğiliminin devam etmesi 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:

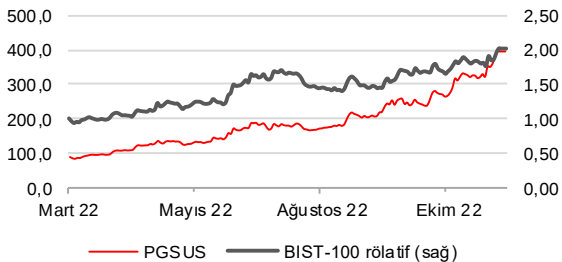
Mavi, 4,4x 2023T F/K ile uluslararası benzerlerine %50 iskontoyla işlem görüyor.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS T1
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY650,00
Son kapanış, TL/hisse	393,90
Yukarı potansiyel	%65
Halka açıklık oranı	%36
Piyasa değeri, TL mn	40.296
Firma değeri, TL mn	82.331

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	4.804	10.664	42.321	67.856
FAVÖK	481	2.271	12.952	21.686
Net kar	-1.965	-1.972	4.984	9.255
Net borç	15.246	29.124	48.293	53.690
Net borç/FAVÖK	31,68	12,83	3,73	2,48
FAVÖK marjı	%10,0	%21,3	%30,6	%32,0
Net marj	-%40,9	-%18,5	%11,8	%13,6
Ciro, y/y	-%56	%122	%297	%60
FAVÖK, y/y	-%87	%372	%470	%67
Net kar, y/y	n.m.	%0	n.m.	%86
F/K	n.m.	n.m.	8,1	4,4
FD/FAVÖK	43,2	16,4	6,8	4,3
FD/Ciro	4,3	3,5	2,1	1,4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%45	%117	%260	%364
BIST 100 rölatif	%19	%43	%98	%98
AÖİH, TRYmn	1.032	793	578	478



* Rapor 9 Kasım 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 %37 artışla 2,4 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 %21, THY için ise USD bazında yıllık %2 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 %16'ya kıyasla 2022'de %25 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Pegasus'un 2019'daki %33,3'e kıyasla 2022'de %31 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Modelimizde THY'nin FAVÖK marjını %20, Pegasus'un FAVÖK marjını %32'de normalize ediyoruz. 2022 FAVÖK marjlarını karşılaştırdığımızda 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 seçenek haline geleceğini düşünüyoruz ve (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:

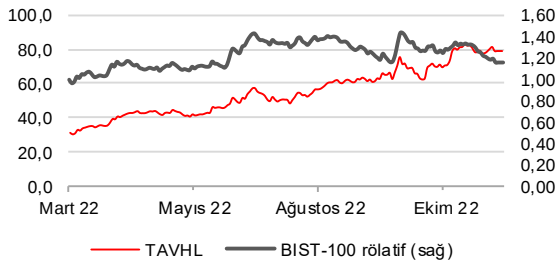
Pegasus'u değerlemek için 6,0x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

TAV Havalimanları

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY108,00
Son kapanış, TL/hisse	79,05
Yukarı potansiyel	%37
Halka açıklık oranı	%48
Piyasa değeri, TL mn	28.717
Firma değeri, TL mn	47.848

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2.415	5.459	17.217	23.640
FAVÖK	204	1.616	5.782	9.033
Net kar	-2.283	468	2.167	3.944
Net borç	5.889	15.342	27.177	26.597
Net borç/FAVÖK	28,89	9,49	4,70	2,94
FAVÖK marjı	%8,4	%29,6	%33,6	%38,2
Net marj	-%94,5	%8,6	%12,6	%16,7
Ciro, y/y	-%49	%126	%215	%37
FAVÖK, y/y	-%92	%693	%258	%56
Net kar, y/y	n.m.	n.m.	%363	%82
F/K	n.m.	19,5	13,2	7,3
FD/FAVÖK	63,1	15,1	9,7	6,1
FD/Ciro	5,3	4,5	3,2	2,3

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%13	%28	%85	%142
BIST 100 rölatif	-%7	-%16	%1	%3
AOİH, TRYmn	680	575	495	457



* Rapor 9 Kasım 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 %32 üzerinde, 988 milyon EUR seviyesindedir.), (2) 2023 yılında turizm sektörünün umut verici olduğunu düşünmemiz, (3) havayolu şirketlerinin aksine faaliyetlerinde yakıt kullanmayan TAV'ın, yükselen yakıt maliyetleri ortamında havayolu şirketlerine göre daha avantajlı bir seçenek oluşturması, (4) Almati ve Antalya havalimanlarındaki büyüme projeleri, (5) Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz anlaşması, 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 2023'te beklenenden daha iyi bir turizm sezonu TAV için bir katalist olabilir.

Lagos, Nijerya'daki yeni potansiyel imtiyaz sözleşmesinin alınması TAV için bir katalist olabilir.

Değerleme:

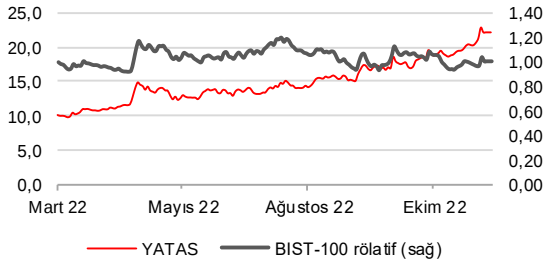
TAV'ı değerlemek için parçaların toplamı analizi yapıyoruz. Zagreb Havalimanı hariç TAV'ın şirketlerini değerlemek için İNA yapıyoruz. Zagreb, TAV'ın diğer faaliyetlerine göre çok küçük bir büyüklüğe sahiptir. Ayrıca TAV, Zagreb Havalimanı'nın sadece %15'ine sahiptir. EUR risksiz getiri olarak %8, sermaye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

Yataş

Bloomberg Kodu	YATAS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY33,00
Son kapanış, TL/hisse	22,28
Yukarı potansiyel	%48
Halka açıklık oranı	%54
Piyasa değeri, TL mn	3.338
Firma değeri, TL mn	4.305

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	1.748	2.859	6.298	10.419
FAVÖK	331	433	840	1.397
Net kar	170	256	503	827
Net borç	68	304	939	1.221
Net borç/FAVÖK	0,21	0,70	1,12	0,87
FAVÖK marjı	%18,9	%15,2	%13,3	%13,4
Net marj	%9,7	%9,0	%8,0	%7,9
Ciro, y/y	%50	%64	%120	%65
FAVÖK, y/y	%61	%31	%94	%66
Net kar, y/y	%97	%51	%97	%64
F/K	7,5	8,5	6,6	4,0
FD/FAVÖK	4,1	5,7	5,1	3,3
FD/Ciro	0,8	0,9	0,7	0,4

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%21	%41	%96	%109
BIST 100 rölatif	-%1	-%7	%8	-%11
AOİH, TRYmn	60	60	51	41



* Rapor 9 Kasım 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 150 yeni yurt içi mağaza ekledi. Toplam mağaza sayısı 2020'deki 444'ten 2021'de 594'e yükseldi. Bu durum 2020-2022'de ortalama %43 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 %26 artırmasını bekliyoruz. Mağaza açılışlarına ilişkin öngörülerimiz de şirketin yıllık 70-80 mağaza açılışını öngören tahminlerine kıyasla muhafazakâr.

Değerleme:

Yataş, 2023 beklentilerimize göre 3,3x FD/FAVÖK ve 4,0x F/K ile oldukça cazip çarpanlarda 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
Ezgi Yılmaz	Rafineri, Petrokimya, Holdingler, Tarım	ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr +90 212 334 9467
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	GYO, Çimento, Demir & Çelik	omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr +60 221 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri	yusuf.karagöz@akyatirim.com.tr +90 212 334 8816
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