AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Seçici olma zamanı

7 Aralık 2022

AK YATIRIM ARAŞTIRMA

+90-212-334-9465
arastirma@akyatirim.com.tr

Ak Yatırım Kamuya Açık Veri İçerir & Kişisel Veri İçermez

AKYatırım

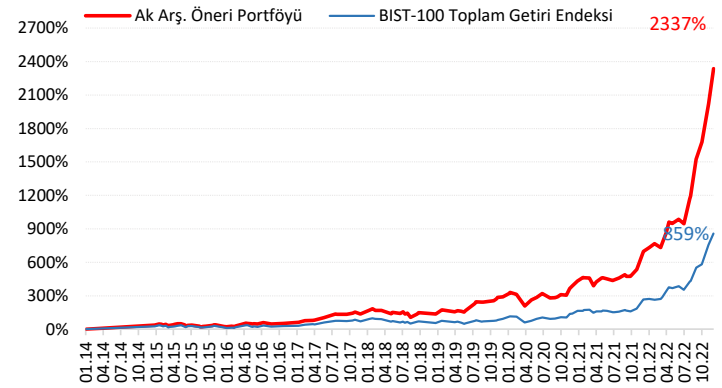
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy Hisse Seçimleri*

Hisse Senedi	12A H.Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
BIM	195.00	54%	12%
Ford Otosan	545.00	27%	12%
Lokman Hekim	41.00	37%	12%
Mavi	150.00	24%	12%
Pegasus	650.00	54%	13%
TAV	108.00	26%	12%
Tupras	671.78	39%	15%
Yataş	41.00	29%	12%

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-100 yeni girişlerle gücünü koruyor.** Kasım ayı küresel bazda hisse senetlerinin dönemi oldu. Artan iyimserlik Çin'in Covid tedbirlerini gevşetmesi sonrası küresel ekonomide beklentilerin toparlanması ve FED'in güvercin tondaki para politikası sinyallerinin sürmesinden kaynaklandı. Diğer taraftan ekonomide yavaşlama ve finansal piyasalarda olası dalgalanma senaryolarının ve BIST şirket kârlarında bir miktar zayıflama öngörüsünün güçlendiğini görüyoruz. Bu çerçevede sektörel tercihler daha çok önem kazanıyor. Kasım'da altın madenciliği, sigorta, **savunma teknoloji gibi nispeten primsiz hisselerin öne çıkması buna karşılık havacılık, banka, enerji sektör hisselerinin geride kalması ve perakende ticaret** hisselerinde satış baskısının sürmesi dikkat çekiyor.

- **Şirket fiyat hedeflerinde güncelleme.** CDS priminde son iki ayda sağlanan 300 baz puanlık düşüşün ardından model portföy hisseleri için değerlemeleri yeni risksiz getiri oranı varsayımı ile güncelledik. Yeni risksiz getiri oranı varsayımız tahmin dönemi için 200 baz puan düşüşle %21 ve dönem sonu süreç için 100 baz puan düşüşle %12 oldu.

- Analist değişimi nedeniyle geçen ay portföyümüzden çıkardığımız **Tüpraş**'ı, değerlememizi güncelleyerek tekrar model portföyümüze ekledik. **Tüpraş** olumlu seyreden ürün marjları ve yeniden gündeme gelmesini beklediğimiz temettü performansı ile dikkat çekiyor. **Lokman Hekim**'i de sağlık sektörü şirketleri arasında güçlü bir risk-getiri sunması nedeniyle model portföyümüze ekliyoruz

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

	Son güncelleme itibarıyla getiri					Portföye giriş tarihi itibarıyla getiri		
		Hisse Fiyatı*		Getiri		Portföye		
Ticker	Ağırlık	**10/11/22**	**06/12/22**	Nominal	Relatif**	Giriş T.	Nominal	Relatif**
BIMAS	*20%*	141,88	124,56	-12,2%	-21,6%	02/11/2021	104,6%	-39,5%
FROTO	*15%*	362,37	429,67	18,6%	5,9%	10/11/2022	18,6%	5,9%
MAVI	*15%*	89,71	117,28	30,7%	16,7%	06/05/2022	190,0%	41,6%
PGSUS	*20%*	388,36	425,19	9,5%	-2,3%	07/09/2022	86,2%	26,7%
TAVHL	*15%*	80,93	86,77	7,2%	-4,3%	06/05/2022	97,2%	-3,7%
YATAS	*15%*	21,68	31,67	46,1%	30,4%	18/04/2022	133,1%	15,9%
		Portföy Getirisi:		**%14,8**	**%2,5**	**(son dönem)**		
				%221,1	**%15,5**	**(YBG)**		

** Hisse ve portföy getiri hesaplaması raporun yayınlandığı günün ağırlıklı ortalama fiyatları dikkate alarak güncellenmektedir,*
*** BIST-100 toplam getiri endeksi dikkate alınarak hesaplanmaktadır,*

- **Portföyümüzün 10 Kasım – 6 Aralık tarihleri arası nominal getirisi %14,8 olarak gerçekleşti** ve portföyümüz aynı dönemde %12,0 getiri sağlayan BIST-100 getiri endeksini %2,5 yendi. Portföy getirisinde **Yataş, Mavi ve Ford Otosan** olumlu ayrışırken **BİM, Pegasus ve TAV** negatif ayrıştı.

- **Böylece 6 Aralık itibarıyla hisse öneri listemizin yıl başından beri getirisi %221,2'ye ulaştı** ve aynı dönemde %178,1 getiri sağlayan BIST-100 getiri endeksi geçilmiş oldu.

Görünüm: İki yeni hisseyle model portföyde çeşitlendirmeyi artırdık

- **Kasım ayının ardından…** Kasım tüm dünyada hisse senedi yatırımcısının yüzünün güldüğü bir ay oldu. BIST TL bazında %28 ve dolar bazında %25 getiri ile ralliye dahil oldu. BIST-100'ün yılbaşına göre getirisi de TL bazında %167 ve dolar bazında %91 oldu.

- **Küresel borsalarda getiri tarihi düzeylerdeydi.** FED faiz artışlarında sona yaklaşıldığı beklentisi ABD 10 yıllık tahvil faizinin ayı %3,6 seviyesinde, önceki ayın 50 baz puan altında kapatmasına imkan verdi. Diğer GOÜ risk primleri ile birlikte Türkiye beş yıllık CDS faizi de Kasım'da 150 baz puan düşüş ile 520 baz puana kadar geriledi. Aylık bazda, Çin borsası dolar bazlı %30 getiri sağlarken, BIST getirisi Çin'in ardından ikinci sırada yer aldı. ABD ve Avrupa hisse senedi endeksleri de %6 - %9 artışlar sağlarken, MSCI-GOÜ endeksi %15 arttı.

- **Alternatif getirinin cazip olmaması BIST'e dönük risk iştahının güçlü kalmasını sağlıyor.** Uzun yıllar 1 milyon civarında kalan yerli yatırımcı sayısı pandemi ile birlikte 2020 başında yükselişe geçmiş ve 2,4 milyon civarında istikrar kazanmıştı. Düşük faiz, stabil döviz kuru, konut fiyatlarındaki şişkinlik, kripto para ve emtia piyasalarındaki sakinlik, halka arzlar yerli yatırımcı sayısında son iki ayda 650 bin düzeyinde yeni bir sıçramaya yol açtı ve sayı 3,3 milyona yükseldi. Yerli yatırımcının payı da ilk kez %70'in üzerine çıktı. Son makro ihtiyati düzenlemelerin ardından TL mevduat faizinin ortalaması Ekim sonuna göre 160 baz puan artarken; 5 ve 10 yıllık DIBS getirileri de %11'i altına geriledi. Bankaları TL mevduat payını %50'nin üzerine çıkarmaya teşvik eden düzenleme, önümüzdeki süreçte TL mevduat faizlerinin daha da yükselmesini tetikleyebilir. Bununla birlikte BIST'in getiri açısından güçlü kalacağını ancak fiyat oynaklığının (yeni halka arzlar ve hisse değişimleri nedeniyle) yüksek olacağını tahmin ediyoruz.

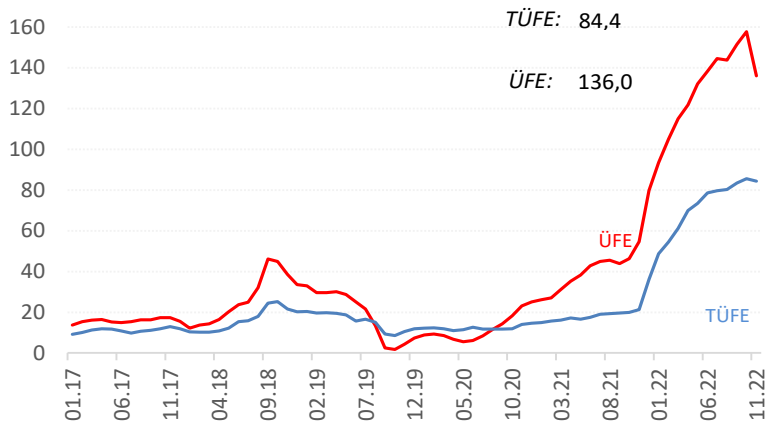
- **Yabancı Kasım'da az da olsa alış tarafındaydı.** BIST'de yurt dışı yerleşikler Kasım ayında 650 milyon dolar ve Ocak-Ekim döneminde 4,0 milyar dolar kadar satış yaptı. TCMB haftalık verisine Kasım'da 0,3 milyar dolar kadar sınırlı yabancı alımı olduğunu tahmin ediyoruz. Matriks verisine göre de yurt dışı yerleşiklerin takas payı Kasım sonunda önceki aya göre 1 puan gerileyerek %30'un altına geldi.

- **Aralık ayı gündemi.** Noel tatili nedeniyle Aralık'ın ikinci yarısının yurt dışı piyasalarda sakin geçmesini bekleriz. Yurt içinde ise tüketici güveni ve diğer öncü göstergeler son çeyrekte ekonomide yavaşlamaya işaret ediyor. Benzer bir yavaşlamanın dış pazarlar açısından da geçerli olacağını, dolayısıyla son çeyrek kârlarının bir miktar baskılanacağını düşünüyoruz. Büyüme ve şirket kârları dışında yurt içinde ayrıca enflasyonla mücadele ve 2023 başındaki asgari ücret ayarlamalarına ilişkin haberlerde Aralık ayında gündemde olacaktır.

- **Portföy çeşitlendirmesi:** BIST'in bir süre daha cazip kalacağını düşünüyoruz. Yurt dışı tarafta Kasım ayındaki yükselişin devamı konusunda net bir sinyal alamadık ancak yurt dışının etkisinin (önemli jeopolitik faktörler) dışında sınırlı kalacağı görüşündeyiz. Portföyümüzde ağırlığı iç piyasa dinamizminden olumlu etkilenen perakende şirketlerine verdik. Bununla birlikte analist değişikliği sonrası geçen ay model portföyden çıkan Tüpraş güncellenen model ve değerlemesi ile portföye eklendi. Tüpraş cazip ürün marjları ve temettü hikayesi ile destekleniyor. Ayrıca Lokman Hekim'i de sektöründe güçlü bir risk-getiri profiline sahip olması nedeniyle portföye ekliyoruz.

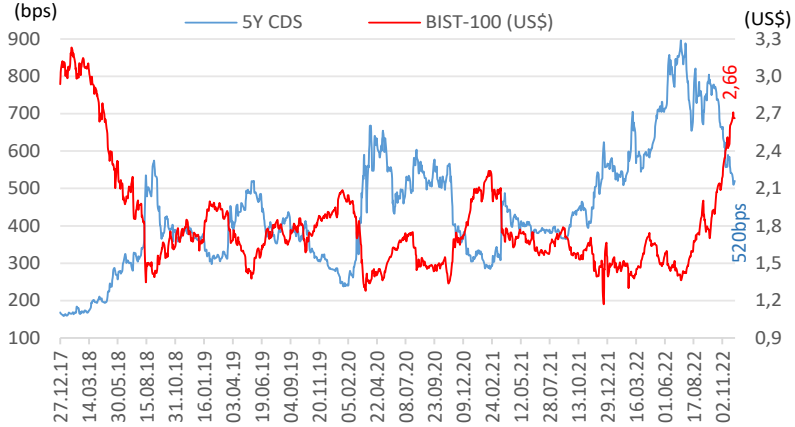
Görünüm: CDS'deki düşüşle dolar bazlı BIST-100 endeksi 2018 sonrası zirvede

Enflasyonda baz etkileri belirginleşiyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

CDS oranı iki ayda 300bps geriledi

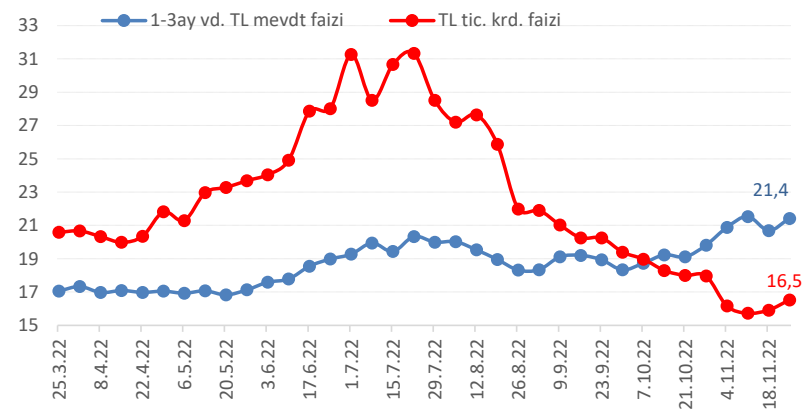


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi son üç aydır yükselişte

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

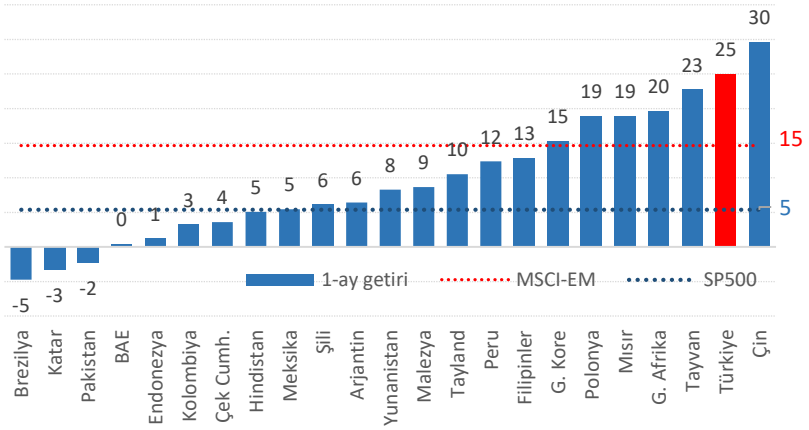
TL mevduat faizleri ticari kredi faizinin üzerinde



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TCMB

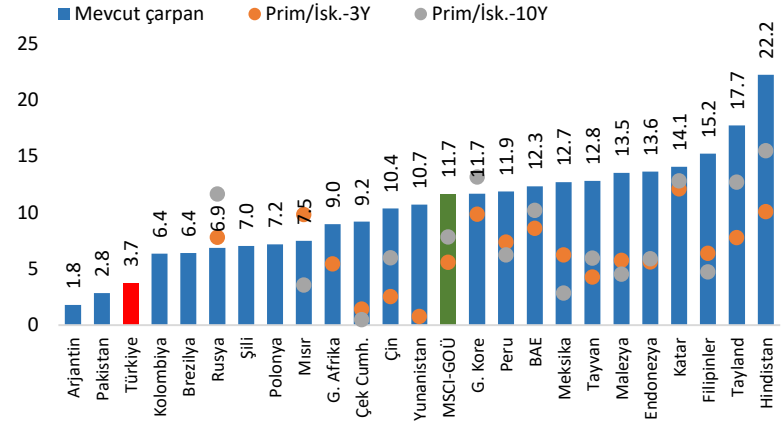
Geçen ay hisse yatırımcıları için güzel geçti

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



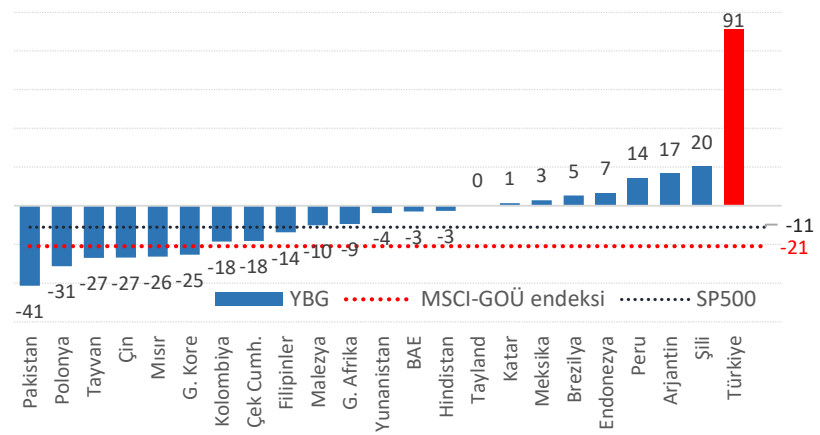
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

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



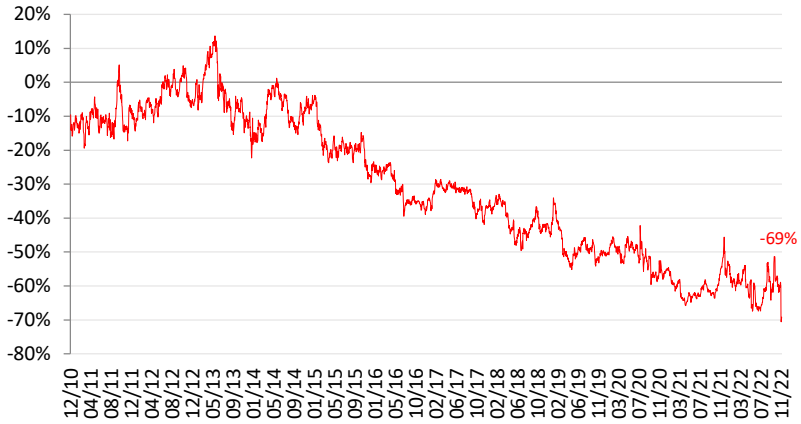
Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

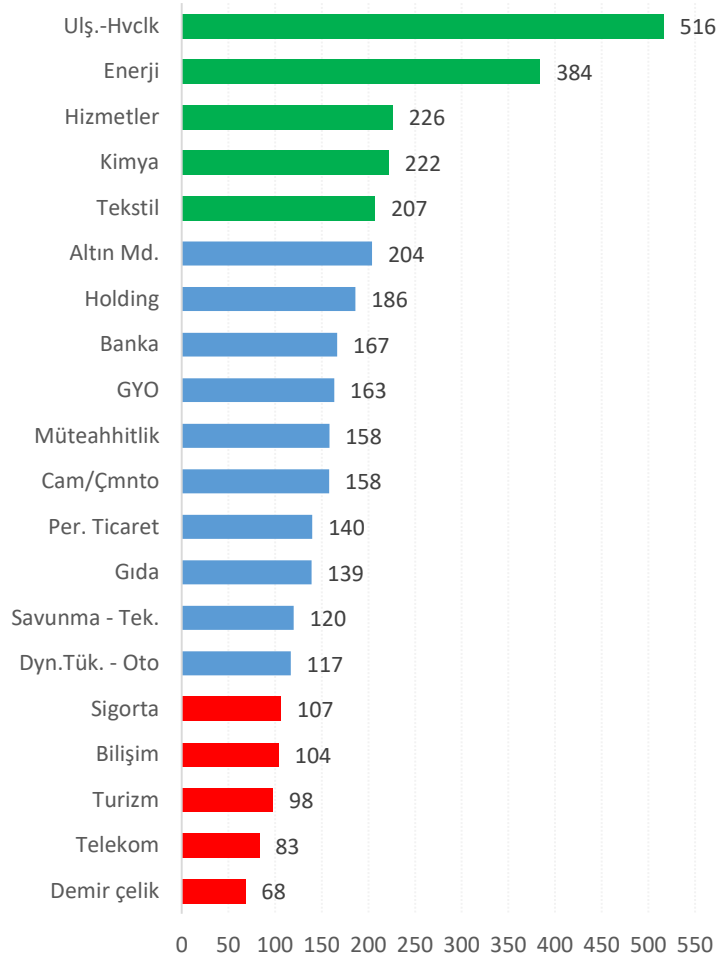
12A tahmini F/K iskontosu (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yeniden açıldı



Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

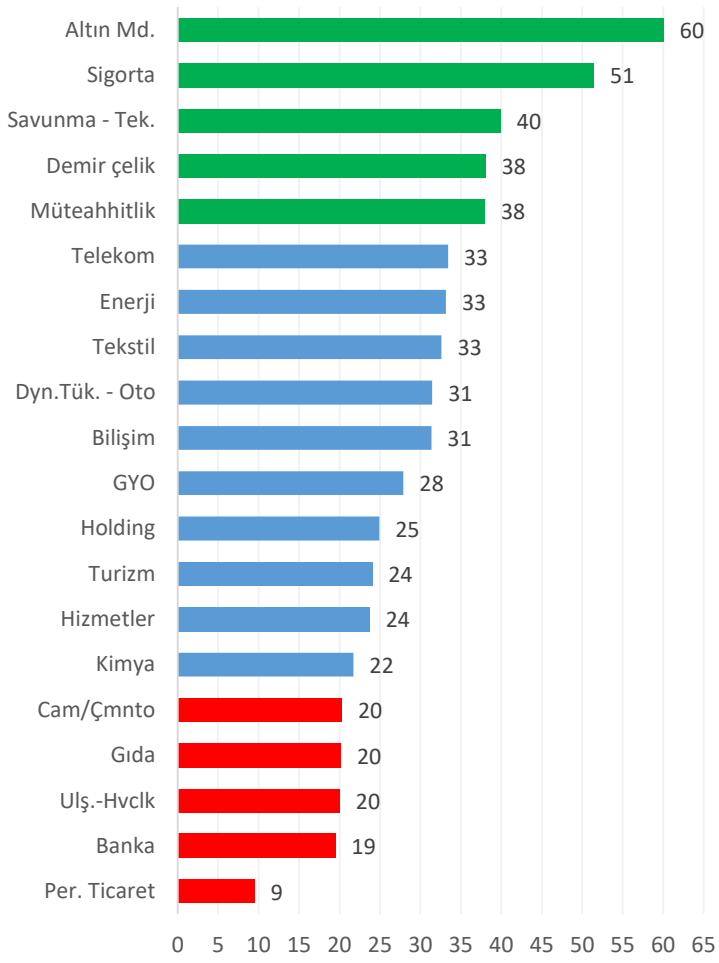
Geçen ay nispeten primsiz altın, sigorta, savunma ve demir çelik hisseleri dikkat çekti

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler (%)



Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

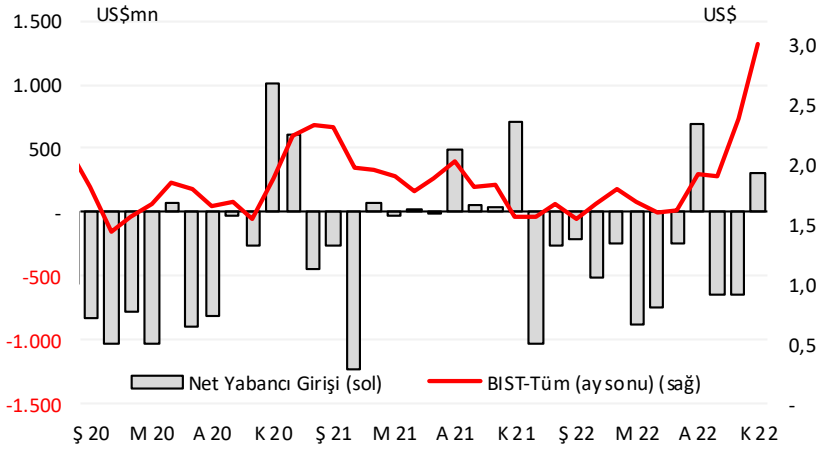
Sektör endekslerinde Kasım ayı getirileri (%)



Kaynak: AK Yatırım Arş,, Bloomberg

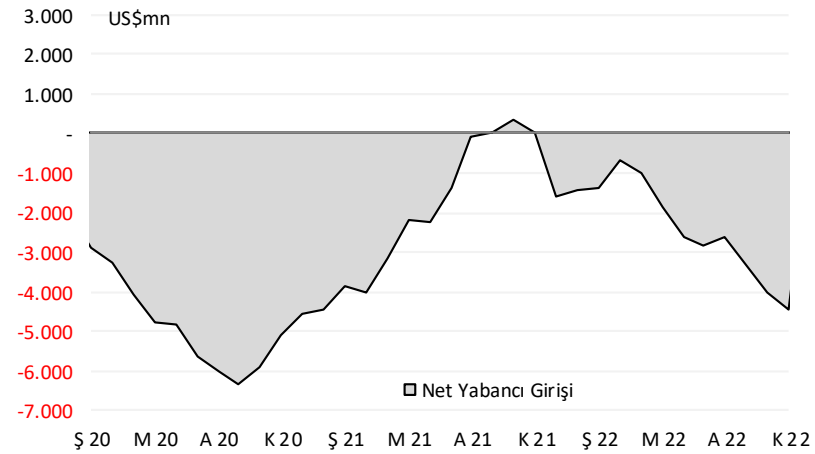
Strateji: Yabancı yatırımcı payı düşmeye devam ediyor

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



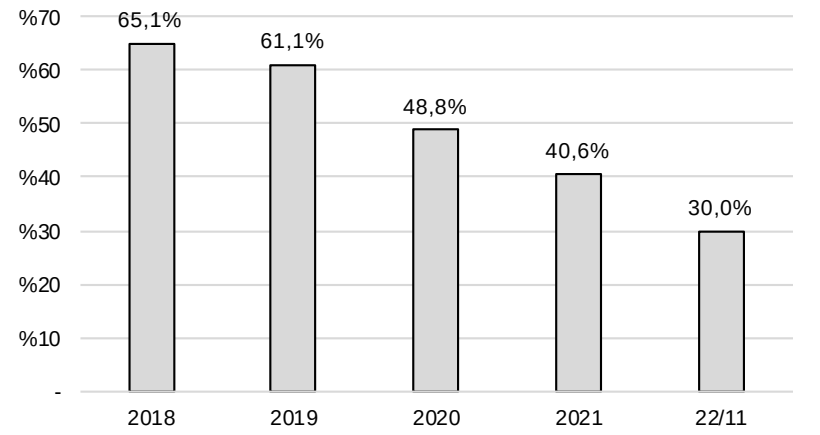
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



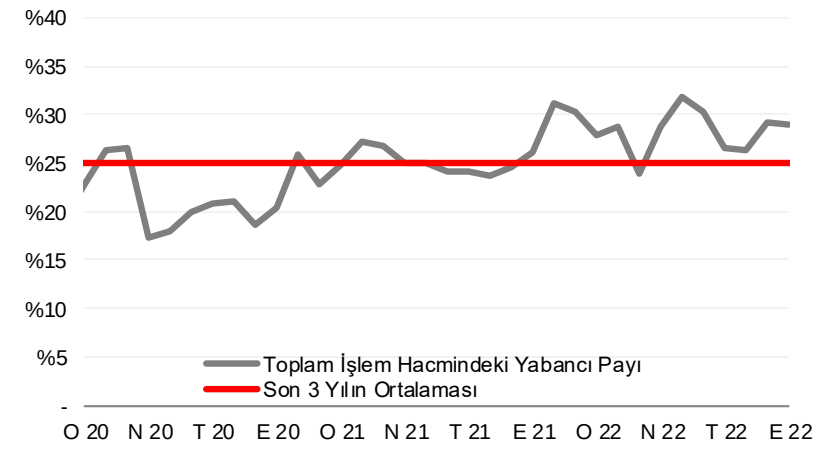
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

BIST'te yabancı payı, dönem sonu verileri



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

İşlem hacmindeki yabancı payı tarihi ortalamanın üzerinde



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

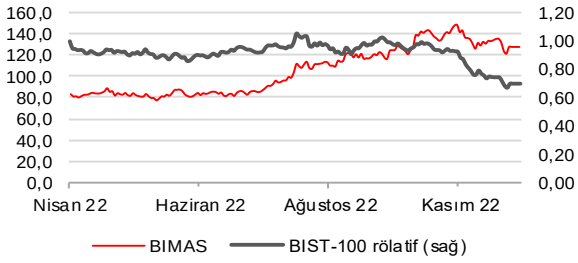
Hisse Önerileri

Bim

Bloomberg Kodu	BIMAS TI
Tavsiye	**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse	**TRY195,00**
Son kapanış, TL/hisse	126,90
Yukarı potansiyel	%54
Halka açıklık oranı	%60
Piyasa değeri, TL mn	77.054
Firma değeri, TL mn	84.352

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	10,9	5,7
FD/FAVÖK	7,9	7,1	7,3	4,3
FD/Ciro	0,7	0,7	0,6	0,3

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	-%12	%12	%56	%111
BIST 100 rölatif	-%26	-%24	-%23	-%22
AOİH, TRYmn	1.516	1.017	753	######



Yatırım teması:

Gıda perakende sektörüne ilişkin son dönemde artan negatif haber akışı ve regülasyon riski nedeniyle hisse son 1 ayda %18 değer kaybederken endeksin %28 gerisinde kaldı. Artan riskler nedeniyle fazlasıyla cezalandırıldığını düşündüğümüz hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz. 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 halen yüksek seyreden 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, 5,7x 2023T F/K 2 yıllık tarihsel ortalamalarına %55 iskonto ile işlem görüyor. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı tahminleri göz önüne alındığında mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

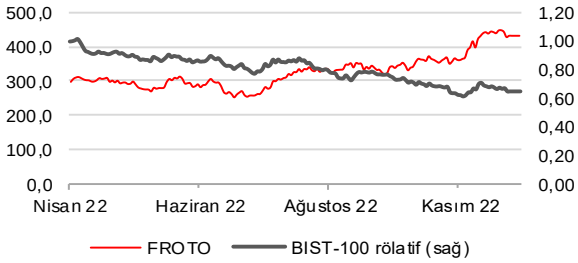
** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

Ford Otosan

Bloomberg Kodu	FROTO TI
Tavsiye	**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse	**TRY545,00**
Son kapanış, TL/hisse	429,70
Yukarı potansiyel	%27
Halka açıklık oranı	%18
Piyasa değeri, TL mn	150.786
Firma değeri, TL mn	177.825

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	9,1	5,7
FD/FAVÖK	5,4	7,4	10,0	6,8
FD/Ciro	0,6	1,0	1,1	0,7

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%21	%29	%48	%91
BIST 100 rölatif	%2	-%12	-%27	-%29
AOİH, TRYmn	1.441	1.043	815	726



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:

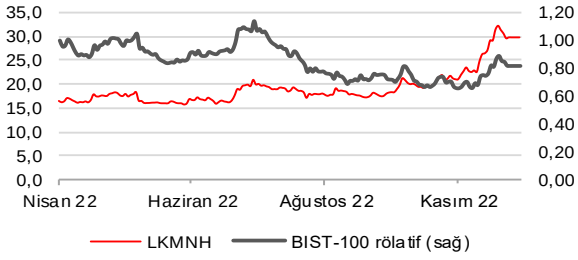
Ford'u değerlemek için 8,0x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı, 9,0x F/K çarpanı ve İNA yöntemlerini eşit ağırlıklarla kullanıyoruz.

** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

Lokman Hekim

Bloomberg Kodu				LKMNH TI
Tavsiye				**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse				**TRY41,00**
Son kapanış, TL/hisse				29,86
Yukarı potansiyel				%37
Halka açıklık oranı				%66
Piyasa değeri, TL mn				1.075
Firma değeri, TL mn				1.412
Finansal veriler	**2020**	**2021**	**2022T**	**2023T**
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	317	453	830	1.326
FAVÖK	72	114	182	305
Net kar	24	70	103	182
Net borç	158	125	324	306
Net borç/FAVÖK	2,18	1,10	1,78	1,00
FAVÖK marjı	%22,8	%25,1	%22,0	%23,0
Net marj	%7,7	%15,5	%12,4	%13,7
Ciro, y/y	-%6	%43	%83	%60
FAVÖK, y/y	%65	%58	%60	%67
Net kar, y/y	%193	%190	%47	%76
F/K	8,2	5,6	10,4	5,9
FD/FAVÖK	4,9	4,5	7,7	4,5
FD/Ciro	1,1	1,1	1,7	1,0

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%37	%61	%65	%129
BIST 100 rölatif	%16	%9	-%19	-%15
AOİH, TRYmn	46	31	17	14



Yatırım teması:

Lokman Hekim'i beğenmemizin sebepleri: (1) Lokman Hekim İstanbul Hastanesi'nin (LH İstanbul Hastanesi) satın alınması, (2) sağlık turizmi gelirlerinin net satışlar içerisinde payının artması, (3) potansiyel yatırımlar, (4) hisse geri alımları ve (5) portföydeki diğer hastaneler için afiliasyon alınması potansiyelidir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Başka hastanelerde afiliasyon alınması potansiyeli. Yönetim, Etlik ve Akay Hastaneleri için iş birliği almaya çalışmaktadır. Eğer söz konusu durum gerçekleşirse şirketin net satışları ve marjlarının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Üç potansiyel yatırım. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara Hastanesi'nin yatak kapasitesini 216'dan 230-235 seviyesine yükseltecek bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. 3) Yönetim, güncel durumda 115 yatak kapasitesi ile faaliyet gösteren LH İstanbul Hastanesi'nin kapasitesini 200 yatak seviyesine çıkartmak için lisans satın almayı planlamaktadır. Söz konusu yatırımların etkisini modelimize henüz eklemedik.

Değerleme:

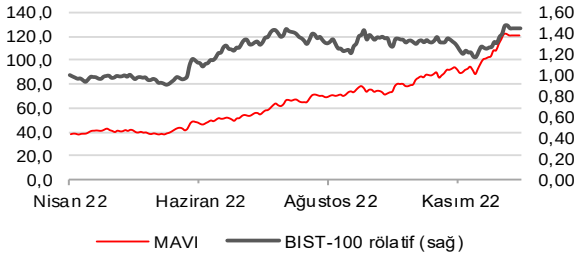
Lokman Hekim'i değerlerken İNA ve 1-yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullandık. İki yönteme de %50 eşit ağırlık verdik.

** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

Mavi

Bloomberg Kodu				MAVI TI
Tavsiye				**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse				**TRY150,00**
Son kapanış, TL/hisse				120,90
Yukarı potansiyel				%24
Halka açıklık oranı				%73
Piyasa değeri, TL mn				12.007
Firma değeri, TL mn				11.733
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	8,1	6,0
FD/FAVÖK	7,2	2,7	4,6	2,9
FD/Ciro	1,2	0,6	1,1	0,7

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%30	%73	%200	%253
BIST 100 rölatif	%10	%18	%48	%31
AOİH, TRYmn	152	137	109	87



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 fiyatlama becerisi, 3) büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjının iyileşmesi. Maliyet baskılarına ve yüksek baz etkisine rağmen yılın geri kalanında ve 2023 yılında FAVÖK marjındaki baskının sınırlı kalacağı beklentimiz 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. Şirket'in yılı %122 ciro, %142 FAVÖK ve %270 net kar büyümesi ile kapatmasını 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. Şirket 3. çeyrek finansallarını 12 Aralık'ta açıklayacak. Piyasa tahminleri 3,03 milyar TL satış, 734 milyon TL FAVÖK ve 419 milyon TL net kara işaret ediyor. Tahminler sırasıyla %124, %118 ve %174 büyümeye işaret ediyor.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Güçlü finansallarının açıklanması, en önemli girdilerden biri olan pamuk fiyatında düşüş eğilimin 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, 6x 2023T F/K ile uluslararası benzerlerine % 40 iskontoyla işlem görüyor.

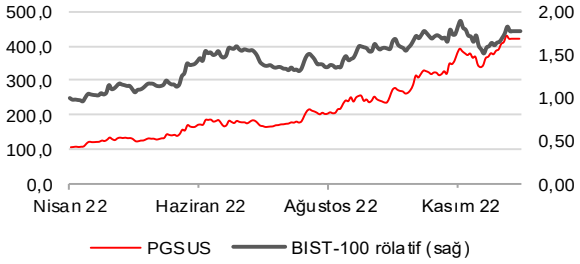
** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse	**TRY650,00**
Son kapanış, TL/hisse	423,00
Yukarı potansiyel	%54
Halka açıklık oranı	%43
Piyasa değeri, TL mn	43.273
Firma değeri, TL mn	85.308

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.	8,7	4,7
FD/FAVÖK	43,2	16,4	7,1	4,5
FD/Ciro	4,3	3,5	2,2	1,4

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%21	%81	%217	%398
BIST 100 rölatif	%2	%23	%56	%85
AOİH, TRYmn	2.026	1.230	788	609



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 büyüme 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 normalleşeceğini öngörüyoruz. 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:

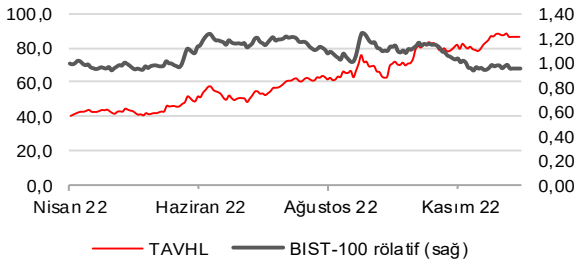
Pegasus'u değerlemek için 6,0x 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz.

** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

TAV Havalimanları

Bloomberg Kodu				TAVHL TI
Tavsiye				**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse				**TRY108,00**
Son kapanış, TL/hisse				86,00
Yukarı potansiyel				%26
Halka açıklık oranı				%48
Piyasa değeri, TL mn				31.242
Firma değeri, TL mn				50.373
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	14,4	7,9
FD/FAVÖK	63,1	15,1	10,1	6,4
FD/Ciro	5,3	4,5	3,4	2,4

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%9	%30	%96	%163
BIST 100 rölatif	-%8	-%11	-%4	-%2
AOİH, TRYmn	779	664	526	480



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:

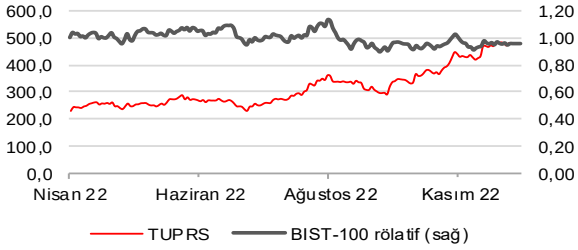
TAV'ı değerlemek için parçaların toplamı analizi yapıyoruz. Zagreb Havalimanı hariç TAV'ın şirketlerini değerlemek için İNA yapıyoruz. Zagreb, TAV'ın diğer faaliyetlerine göre çok küçük bir büyüklüğe sahiptir. Ayrıca TAV, Zagreb Havalimanı'nın sadece %15'ine sahiptir. EUR risksiz getiri olarak %8, sermaye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

** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

Tüpraş

Bloomberg Kodu				TUPRS TI
Tavsiye				**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse				**TRY671,78**
Son kapanış, TL/hisse				482,40
Yukarı potansiyel				%39
Halka açıklık oranı				%49
Piyasa değeri, TL mn				132.784
Firma değeri, TL mn				126.988
Finansal veriler	**2020**	**2021**	**2022T**	**2023T**
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	63.244	150.972	475.207	525.148
FAVÖK	494	12.996	52.540	39.225
Net kar	-2.494	3.319	30.982	26.281
Net borç	9.363	12.017	-11.567	-16.194
Net borç/FAVÖK	18,94	0,92	-0,22	-0,41
FAVÖK marjı	%0,8	%8,6	%11,1	%7,5
Net marj	-%3,9	%2,2	%6,5	%5,0
Ciro, y/y	-%29	%139	%215	%11
FAVÖK, y/y	-%87	%2530	%304	-%25
Net kar, y/y	n.m.	n.m.	%833	-%15
F/K	n.m.	8,5	4,3	5,1
FD/FAVÖK	65,1	3,1	2,3	3,0
FD/Ciro	0,5	0,3	0,3	0,2

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%13	%42	%89	%212
BIST 100 rölatif	-%5	-%3	-%7	%16
AOİH, TRYmn	3.367	2.590	1.854	1.573



Yatırım teması:

Tüpraş'ın cazip değerlemesi, ürün marjlarının yüksek seyretmesiyle güçlü 4Ç22 beklentileri, yüksek temettü verimi, dizelde yaşanan arz sıkıntısıyla birlikte güçlü 1Ç23 kar beklentisi ve stratejik dönüşüm planı çerçevesinde atılan somut adımlar gibi faktörler sebebiyle endeksin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

Güçlü karlılığın en az iki çeyrek daha devam etmesini bekliyoruz. Avrupa'daki doğalgaz krizi, pandemi sonrasında toparlanan talep ve arz sıkıntısı nedeniyle dizel ve jet yakıtı marjları tarihi ortalamalarının çok üzerine çıktı. Aralık 2022 başından itibaren Rusya'dan deniz yoluyla yapılan petrol ihracatına $60/v tavan fiyat uygulanması, Rusya'dan iskontolu petrol arzının devam etmesine neden olabilir. Bu da ağır-hafif ham petrol makasında açılmaya sebep olarak Tüpraş'ın karlılığına olumlu etki edebilir. Şubat 2023'ten itibaren de Rusya'nın petrol ürünü ihracatına yaptırım uygulanmaya başlanması, zaten sıkışık olan dizel arzını daha da azaltabilir. Global ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve tarihi yüksek seviyelerinden geri çekilen doğalgaz fiyatları sebebiyle, 2023'te ürün marjlarında bir normalleşme bekliyoruz. Modelimizde, dizelde $38/vl'den $29/vl seviyesine, jet yakıtında $34/v'den $29/v seviyesine düşüş bekliyoruz. Ancak, yaptırımlar nedeniyle bölgedeki arzın azalması, kapasite sorunları ve düşük stok seviyeleri sebebiyle dizel ve jet yakıtı marj tahminlerimizde yukarı yönlü riskler olabilir.

Hisse performansını etkileyebilecek faktörler:

Tahminlerimizden güçlü seyreden talep ortamı, doğalgaz tarifesinde bir indirim, Çin'in sıfır-Kovid politikasındaki olası esnemelerle birlikte jet yakıtı talebinde iyileşme hisse performansını olumlu etkileyebilecek faktörler olarak görünüyor.

Değerleme:

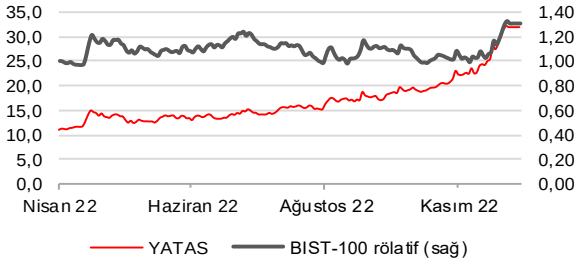
Hedef hisse fiyatımız %39'luk bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş, 5,1x 2023T F/K ve 2,9x 2023T FD/FAVÖK çarpanlarıyla ile uluslararası benzerlerine yaklaşık %35 ıskontoyla işlem görüyor.

** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

Yataş

Bloomberg Kodu				YATAS TI
Tavsiye				**Endeksin Üzerinde Getiri**
Hedef fiyat, TL/hisse				**TRY41,00**
Son kapanış, TL/hisse				31,90
Yukarı potansiyel				%29
Halka açıklık oranı				%54
Piyasa değeri, TL mn				4.779
Firma değeri, TL mn				5.746
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	9,5	5,8
FD/FAVÖK	4,1	5,7	6,8	4,3
FD/Ciro	0,8	0,9	0,9	0,6

Hisse verisi	**1a**	**3a**	**6a**	**ytd**
Nominal değişim	%54	%91	%127	%199
BIST 100 rölatif	%30	%30	%12	%11
AOİH, TRYmn	101	70	53	46



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 bayilik 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 4,3x FD/FAVÖK ve 5,8x F/K ile global benzenlerine göre %32 ve %41 iskonto ile işlem görüyor.

** Rapor 6 Aralık 2022 kapanışı itibari ile fiyatlıdır*

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.yüksel@akyatirim.com.tr +90 212 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri	yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr +90 212 334 8816
Uraz Çay	Stratejist (Yurtdışı piyasalar)	Uraz.Cay@akyatirim.com.tr +90 212 334 9461
Göksel Şişmanlar	Veritabanı, Teknik Analiz	Goksel.Sismanlar@akyatirim.com.tr +90 212 334 9466

Ak Yatırım Kamuya Açık Veri İçerir & Kişisel Veri İçermez

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 dayanılarak 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