

AKYatırım

Hisse Senetlerinde Öneriler

Belirsizlikler ve fiyat oynaklığı artıyor

6 Ocak 2023

AK YATIRIM ARASTIRMA

+90-212-334-9465

arastirma@akyatirim.com.tr

AKYatırım

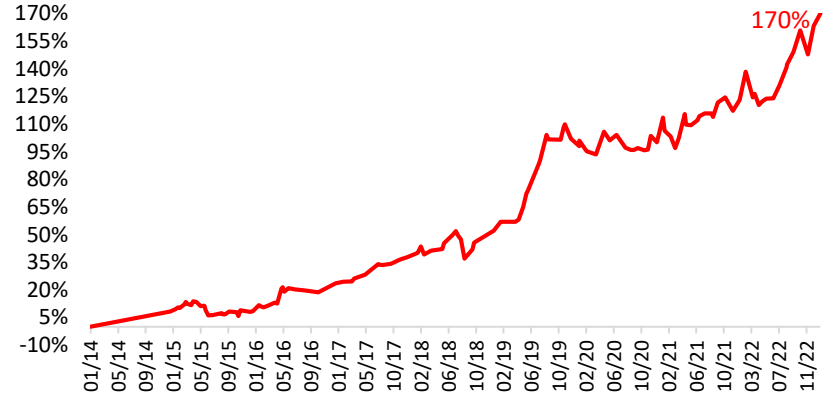
Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Model Portföy Hisse Seçimleri*

Hisse Senedi	12A H.Fiyat (TL)	Getiri	
		Potansiyeli	Portföy Ağırlığı
BİM	195.00	53%	12%
Ford Otosan	545.00	12%	12%
Lokman Hekim	41.00	39%	12%
Mavi	150.00	25%	12%
Pegasus	650.00	43%	13%
TAV	108.00	24%	12%
Tupras	671.78	38%	15%
Yataş	41.00	32%	12%

Kaynak: AK Yatırım Arş.

Model portföy relatif getirisi



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 açıklamaları gibi şirketin değerlemesinde maddi önem taşıyan gelişmelerin gerçekleşme tarihi de dikkate alınmakta ve bu açıklamaya kadar model güncellemesi ertelenebilmektedir.

- **Artan oynaklığa rağmen getiri arayışı devam eder.** Mevduat ve bonoda reel getirinin ekside kaldığı bir senaryoda, döviz istikrarı şüphesiz borsanın çekiciliğini korumasına yardımcı olacaktır. Ayrıca, hisse senedi yatırımlarında yabancı payının tarihi dip seviyelerinde olması olası büyük çıkışların ölçeğini sınırlıyor. Bu kapsamda, BIST'in 2023 yılında da bireysel yatırımcılar, yerli yatırım fonları ve emeklilik fonları için gözde bir yatırım aracı olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- Bununla birlikte, son bir yılda dolar bazında %100'ü aşan endeks getirisi dikkate alındığında, yatırımcıların artık bir miktar kâr realizasyonu için yeterli motivasyonu olduğunu düşünüyoruz. Özellikle kırılmalıkların hatırlandığı, kur ve faiz istikrarının sorgulandığı dönemlerde, BIST'deki dalgalanmaların şaşırtıcı olmaması gerektiğini düşünüyoruz.
- Son olarak, yatırımcılar 2023'te şirket kârlarının ivme kaybedeceğini ve yeni halka arzların işlem gören hisse senetleri üzerinde satış riski oluşturduğunu da unutmamalıdır. Bu hatırlatmalar ışığında finansal performans açısından olası risklere karşı daha dirençli olduğuna inandığımız hisse seçimlerinde bu ay için değişiklik öngörmedik.

Strateji: Model Portföy Hisse Önerileri

Ticker	Son güncelleme itibarıyla getiri				Portföye giriş tarihi itibarıyla getiri			
	Ağırlık	Hisse Fiyatı*		Getiri		Portföye Giriş T.	Nominal	Relatif**
		07/12/22	05/01/23	Nominal	Relatif**			
BIMAS	12%	120.04	133.26	11.0%	4.7%	2/11/2021	121.4%	-36.0%
FROTO	12%	425.61	503.58	18.3%	11.6%	10/11/2022	39.0%	21.2%
LKMNH	12%	28.94	30.99	7.1%	1.0%	7/12/2022	7.1%	1.0%
MAVI	12%	118.72	125.12	5.4%	-0.6%	6/5/2022	209.4%	47.5%
PGSUS	13%	425.68	481.92	13.2%	6.8%	7/9/2022	111.1%	40.2%
TAVHL	12%	87.38	93.06	6.5%	0.4%	6/5/2022	111.5%	0.9%
TUPRS	15%	471.21	503.33	6.8%	0.7%	7/12/2022	6.8%	0.7%
YATAS	12%	32.14	32.64	1.5%	-4.2%	18/04/2022	140.2%	16.7%
Portföy Getirisi:				8,7%	2,5%			
Portföy yıllık get. (2022):				260,9%	17,8%			

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

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

- **Endeksi geçmeyi başardık.** Portföy değişikliklerini açıkladığımız 7 Aralık'tan 5 Ocak'a kadar geçen sürede model portföy getirimiz %8,7 oldu ve böylece BIST-100 toplam getiri endeksinin aynı dönemdeki getirisini %2,5 geçti. Son bir ayda portföye en yüksek katkısı **Ford Otosan**, **Pegasus** ve **BIM** yaptı. Diğer taraftan **Yataş** nispeten geride kaldı.

- Aralık ayı sonunda **portföyümüzün 2022 getirisi %261 olarak gerçekleşti ve BIST-100 toplam getiri endeksini %18 yendi.** Portföyümüz, 2014 başından bu yana birikimli getiri de aynı dönemdeki BIST-100 toplam getiri endeksini %160 oranında geçti. (Portföy getirilerimiz takip eden dönemde model portföy raporumuzun yayınlanma tarihindeki fiyat ortalamalarına göre düzeltilmektedir. BIST100 toplam getiri endeksi hisse fiyatları temettü ödemeleri için düzeltilerek hesaplanıyor).

Görünüm: Oynaklığın artması nispeten muhafazakar hisselerle dönüşü hızlandırır

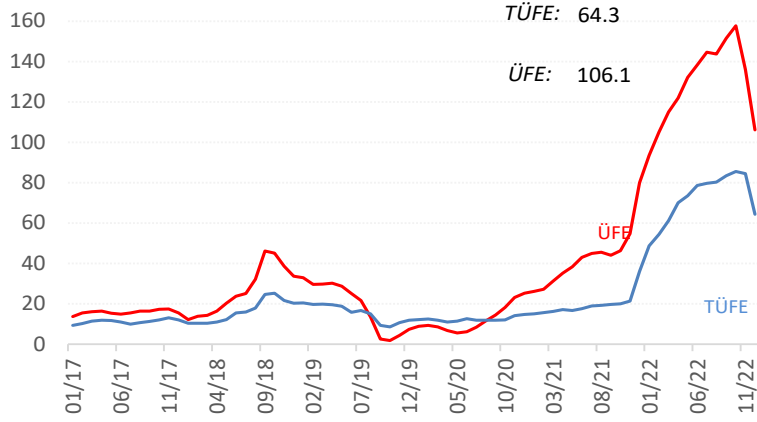
- **Aralık ayının ardından...** Kasım yükselişinin ardından hisse senetleri Aralık ayını ve yılı küresel bazda genelde kayıpla tamamladı. BIST ise olumlu ayrışmasını sürdürdü; yılın son ayında TL bazında %11 ve dolar bazında %10 getiri sağladı. Böylece yılbaşına göre getiri de 2000'li yılların en güçlü performansı ile TL bazında %197 ve dolar bazında %111 oldu. BIST-100 böylece %100'ü aşan dolar bazlı yıllık getiriyi kuruluşundan bu yana altıncı kez yakalamış oldu.
- **Küresel borsalar Aralık'ta yeniden risk fiyatlaması yaptı.** Yurtdışı, Aralık ayında ABD'den gelen sinyallere göre şekillendi. Enflasyon ile mücadelenin çok da kolay olmayacağını ve FED faiz politikasında aşırı iyimserliğe yer olmadığını giderek ağırlık kazanması ile ay başında %3,4'e kadar gerileyen ABD 10 yıllık tahvil faizi %3,8'e kadar çıktı. Türkiye'nin beş yıllık CDS oranı da yıl içi en düşük oranını 500 baz puanın altına gerileyerek Aralık'ta gördü, sonrasında hafif artışla yeniden 500 baz puanın üzerine çıktı. Bu eğilim diğer GOÜ'lerle paralel gerçekleşti. Olumlu açıdan bakıldığında Ekim'de 500 baz puana yaklaşan Türkiye-GOÜ ortalama CDS makasının son bir ayda 280 baz puana düşmesi ve bu seviyesini koruması para politikası yönetiminin (Rusya ile enerji anlaşması dahil) döviz pozisyonunda sağladığı rahatlamayı yansıttı. Bu olumlu ortamda BIST'in aylık bazda getirisi Arjantin'i takip ederken, BIST yıllık getiride açık ara öne çıktı. Aralık'ta ABD ve Avrupa hisse senedi endeksleri de %6 gerilerken sağlarken, MSCI-GOÜ endeksi de %2 düştü.
- **Mevduatın cazibesi artıyor.** TL mevduat faizindeki yükseliş Ekim ve Kasım'ın ardından Aralık'ta da sürdü. TCMB verisine göre ortalama artış Aralık'ta 250 ve son üç ayda 600 baz puan oldu. Diğer taraftan 5 ve 10 yıllık DIBS getirileri de Aralık'ta gerileyerek %9,4 ve %8,6'ya düştü. 2023 sonu enflasyon beklentilerinin %35 civarında kalacağı ve liralasma stratejisi ile TL mevduat faizinin bir miktar daha artması borsanın cazibesini bir miktar azaltabilir.
- **Yabancı Aralık'ta yeniden satışa döndü.** BIST'de yurt dışı yerleşikler Ocak-Kasım döneminde 3,5 milyar dolar kadar satış yaptı. TCMB haftalık verisine göre Aralık'ta 0,8 milyar dolar yabancı satışı olduğunu tahmin ediyoruz. Matriks verisine göre de yurt dışı yerleşiklerin takas payı Aralık sonunda %30'un hafif altında yatay seyretti. Bu yıl başına göre 20 puan gerilemeye işaret ediyor.
- **Halka arzlar da borsada oynaklığı arttırıyor:** 2022'de toplam büyüklüğü 18.4 milyar TL olan halka arzlar ile 39 şirket BIST'te işlem görmeye başladı. Halka arzlar yoluyla piyasadan çekilen miktar son iki senede 40 milyar TL'yi bulurken, BIST'e gelen şirket sayısı da 81'i buldu. Özellikle son dönemde hisselerde getiri beklentisinin de azalmasıyla halka arzlar için kaynak yaratmanın satış yönünde baskı yaptığını düşünüyoruz.

Görünüm: Oynaklığın artması nispeten muhafazakar hisselerle dönüşü hızlandırır

- **2022 havacılık, enerji, altın madenciliği ve halka az edilen hisselerin yılı oldu.** Sene başında işaret ettiğimiz havacılık hisseleri 2022'nin getiri açısından kuşkusuz en parlak sektörüydü. Bu sektörü enerji ve altın madenciliği hisseleri ile halka arz endeksi takip etti. Getiri açısından en belirgin olumsuz ayrışmayı ise küresel faktörler nedeniyle demir/çelik hisselerinde gözlemledik. Buna ek olarak kurdaki artışın hasar maliyetlerini arttırdığı sigorta sektörü ve maliyetlerdeki artışı fiyatlarına kısıtlı oranda yansıtabilen telekom sektörü BIST-100'ün oldukça gerisinde kaldı.
- **Yatırım teması yılın başlarında aynı kalacak.** Ocak ayı sonundan itibaren bilanço döneminin başlaması BIST'de yeni bir hareketlilik getirebilir. Bankalar muhtemelen son çeyrekte yılın en yüksek üç aylık kârlarını açıklayacaklar. Yıl sonu yaklaşırken, maaş iyileştirmeleri ve tüketiciye dönük rahatlatıcı tedbirlerin bir süredir talebin ertelendiği beyaz eşya ve dayanıklı tüketim sektörüne de ivme getirebileceğini düşünüyoruz. 2023'ün getiri açısından geride kalan yıl kadar güçlü olmasını beklemiyoruz. Ana ihracat pazarımız olan Avrupa Bölgesindeki olası yavaşlama, üretim maliyetlerindeki artış ve TL'nin reel olarak değerlendirilmesi ihracatçı şirketlerin kârlılığını olumsuz etkileyebilir. Makro ihtiyati politikalar sonucunda kredi-mevduat makasının aleyhte gelişmesi ve düşük getirili TL menkul kıymet alma yükümlülüğü bankaların 2023 kârlarını önemli ölçüde baskılayabilir.

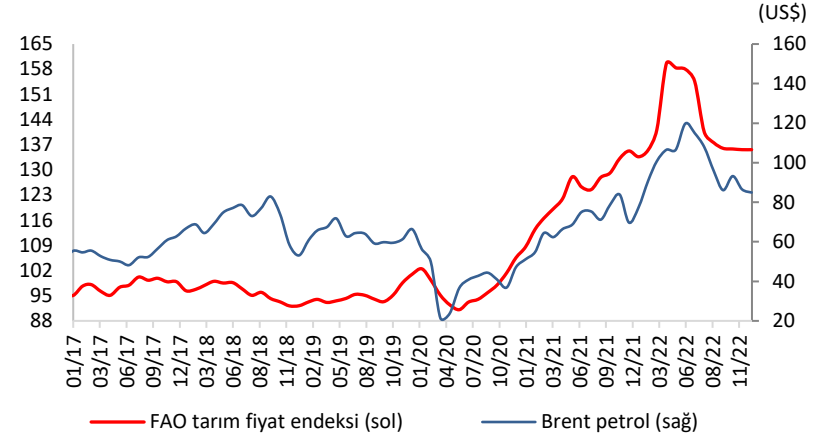
Görünüm: Enflasyon ve kur gelişmeleri BIST için kritik

Yatay kur ve global fiyatlardaki düşüşle enflasyonda yavaşlama



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Küresel fiyatların seyri enflasyonda gerilemeyi destekliyor



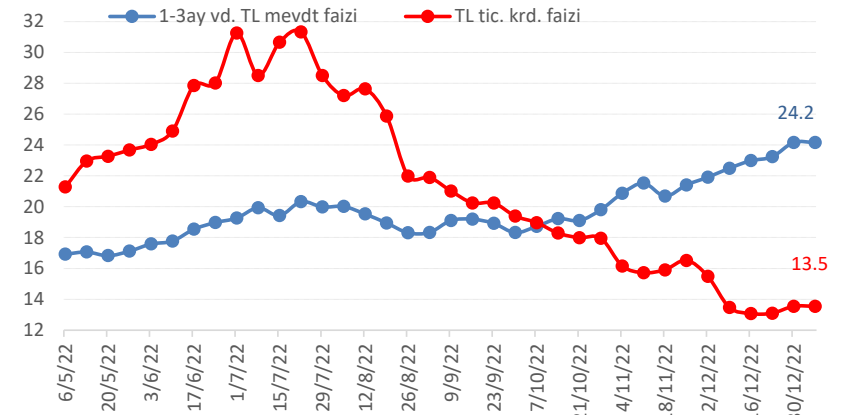
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Bloomberg

Reel Döviz Kuru dip seviyesinden %15 yukarıda



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, TÜİK

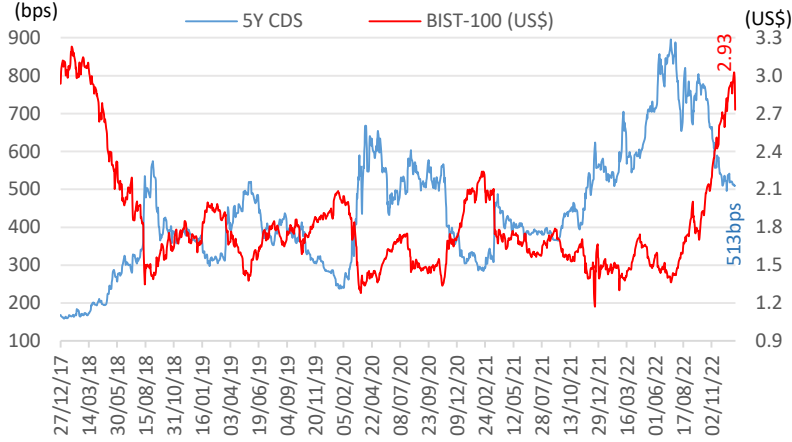
Kredi ve mevduat faizi arasındaki eksi fark genişliyor



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, BDDK

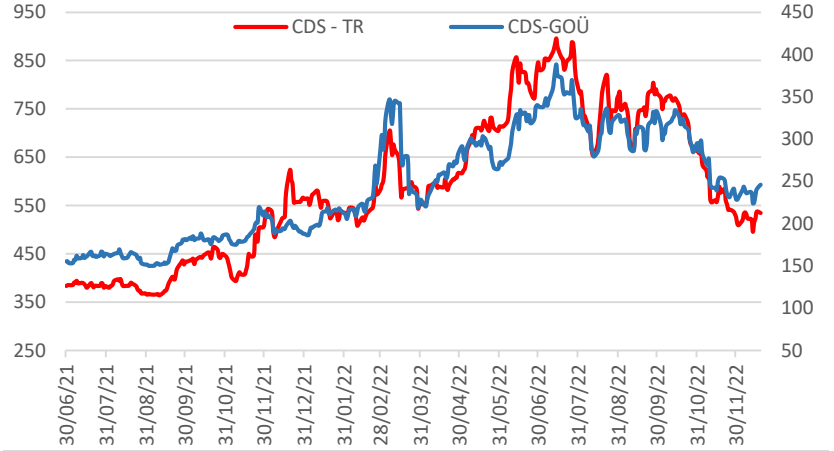
Artan yatırımcı sayısı ve halka arzlarla 2022 BIST için tarihi bir yıl oldu

BIST-100 son beş aydır CDS'deki düşüşle yükseliyor



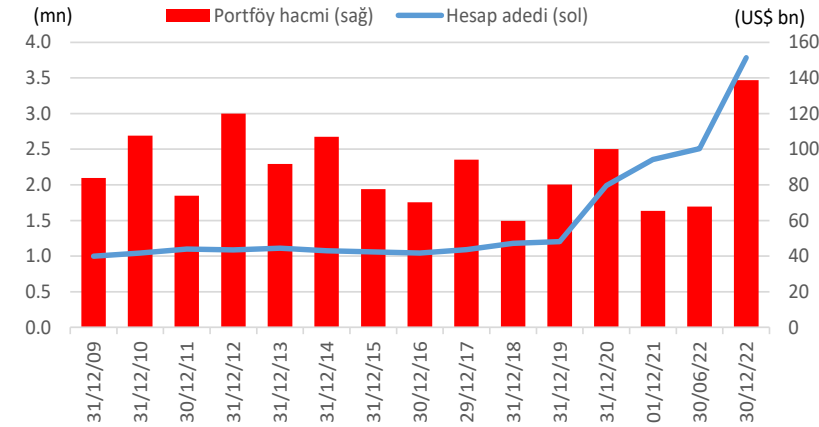
Source: AK Investment Research, Bloomberg

Türkiye ve gösterge GOÜ CDS arasındaki makas daraldı



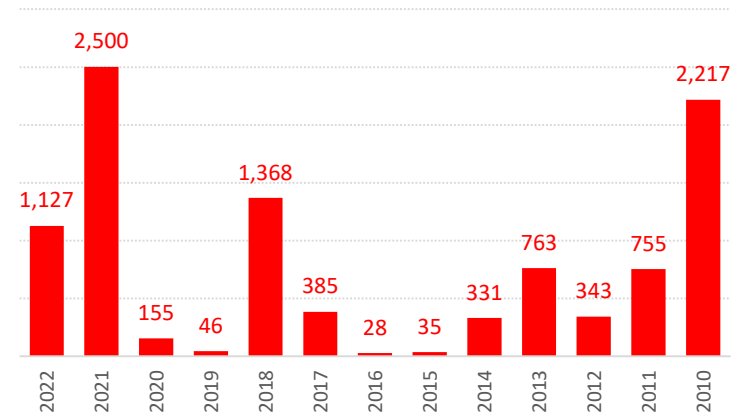
Source: AK Investment Research, Bloomberg

BIST'de portföy büyüklüğü ve yatırımcı sayısı



Source: AK Investment Research, Bloomberg

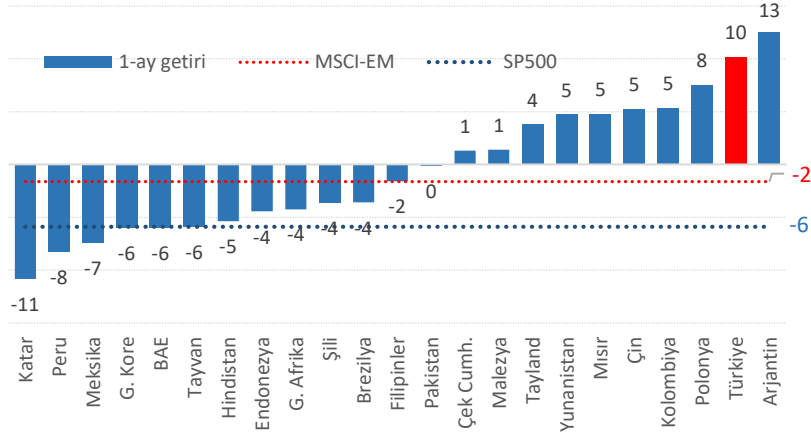
Halka arz büyüklükleri (milyon dolar)



Source: AK Investment Research, Bloomberg

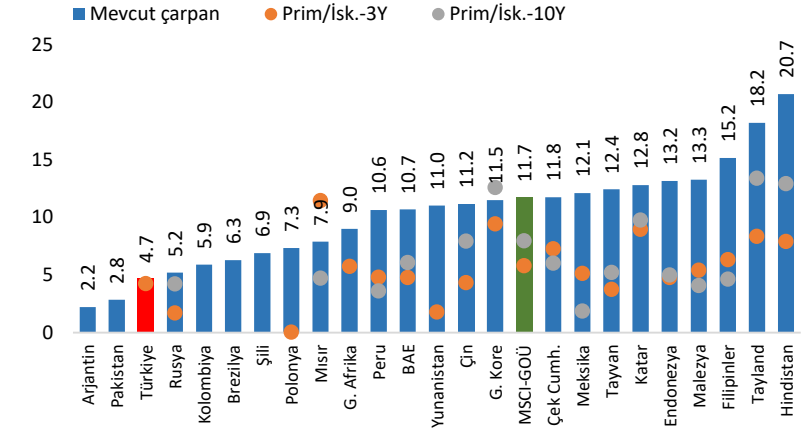
BIST Aralık ve 2022'nin tamamında getiride en öndeydi

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



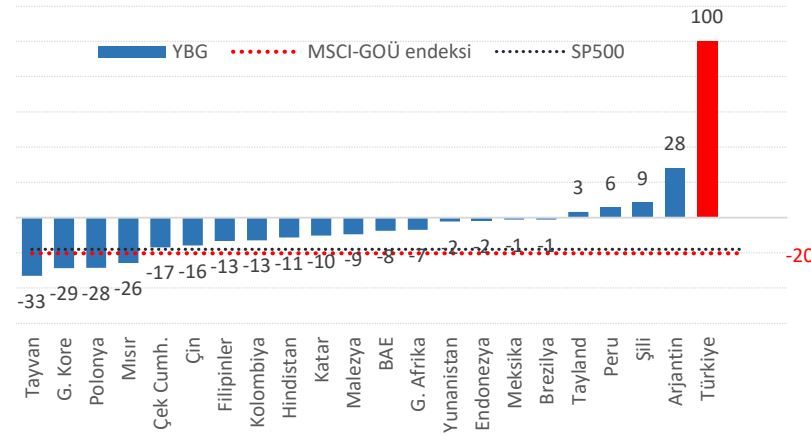
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

BIST'in F/K oranı Aralık'ta hafif arttı



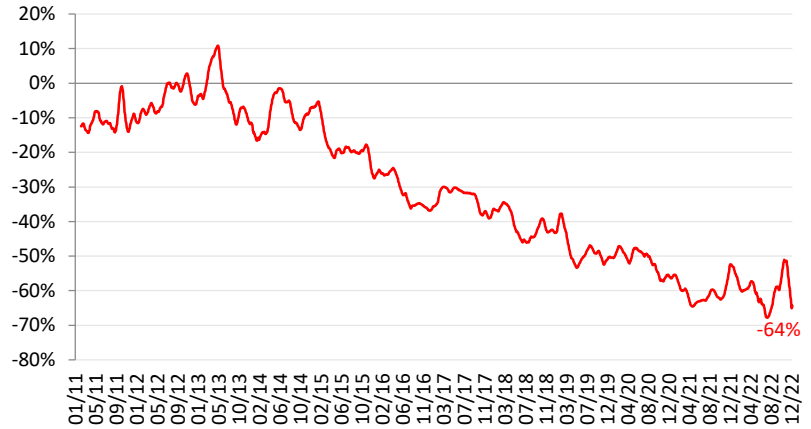
Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

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



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

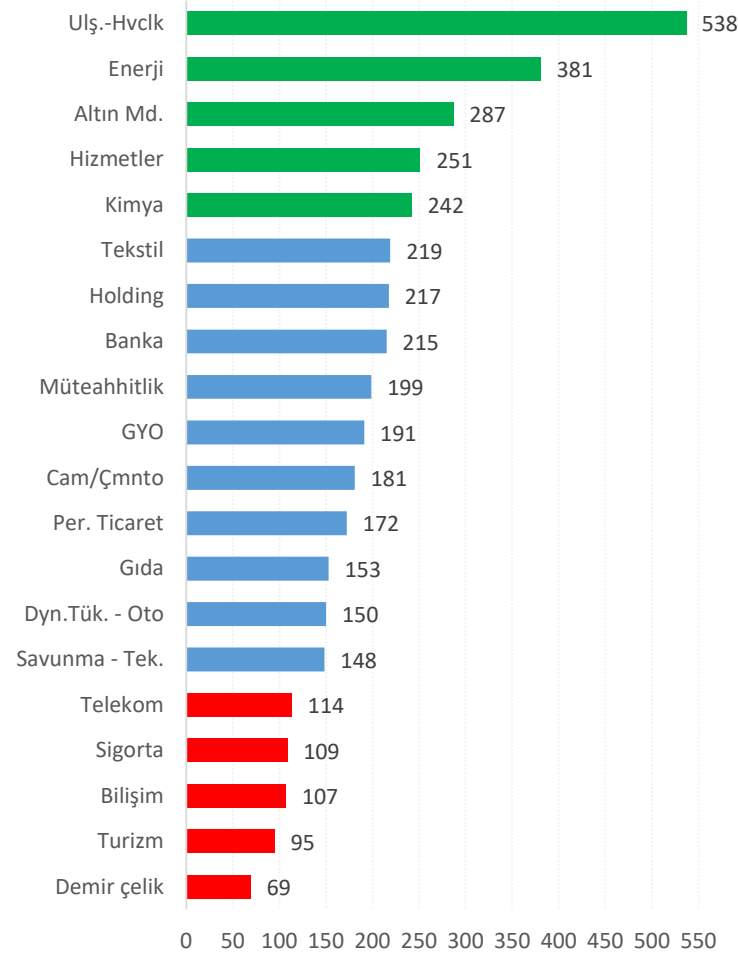
F/K iskontosuz (BIST-100 / MSCI-GOÜ) yüksek seyrediyor



Kaynak: AK Yatırım Arş., Bloomberg

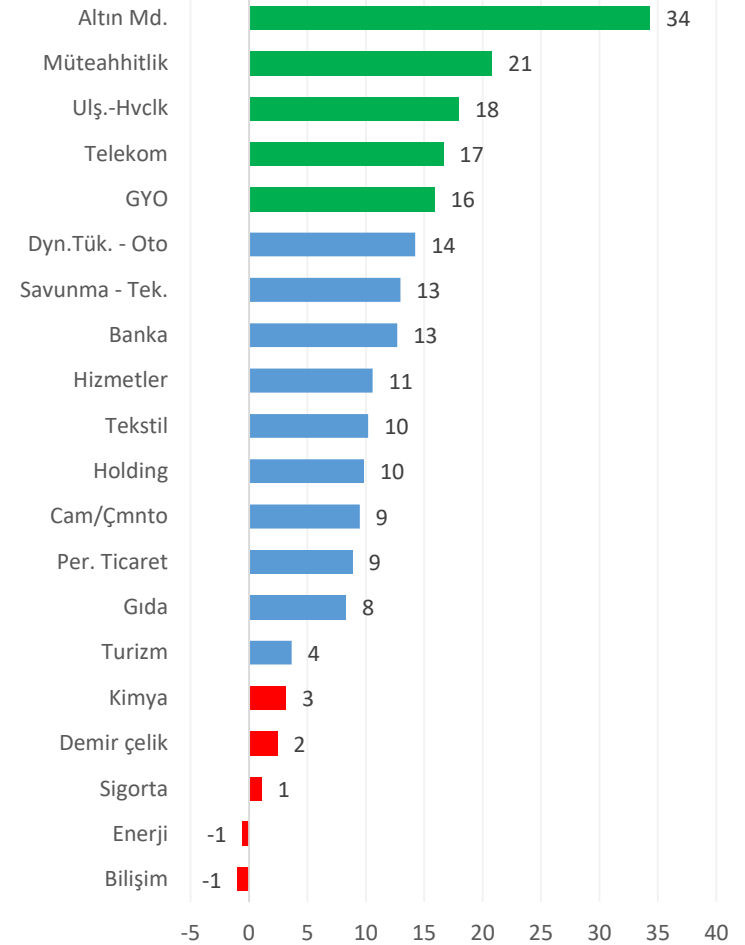
Altın madencileri, taahhüt sektörü, hava yolları ve telekom Aralık'ta öne çıktı

Sektör endekslerinde YBG göre getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş, Rasyonet

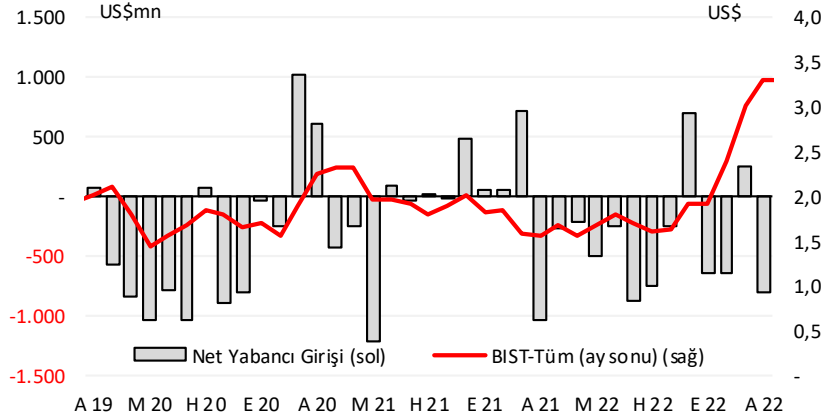
Sektör endekslerinde son bir aylık getiriler



Kaynak: AK Yatırım Arş, Bloomberg

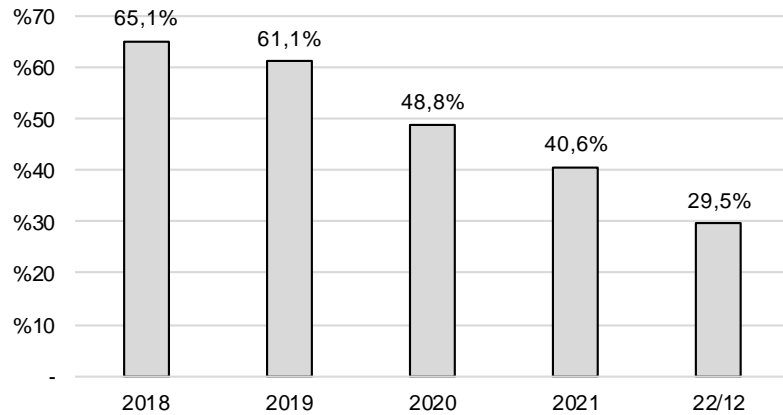
Strateji: Yabancı yatırımcılar Aralık ayında hisse senetlerinde satış tarafındaydı

Aylık net yabancı hacimleri, milyon dolar



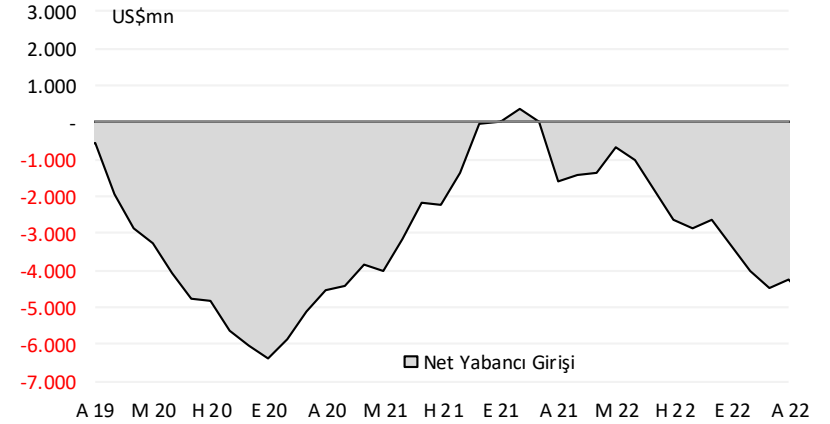
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

BIST'te yabancı payı, yıl sonu verileri



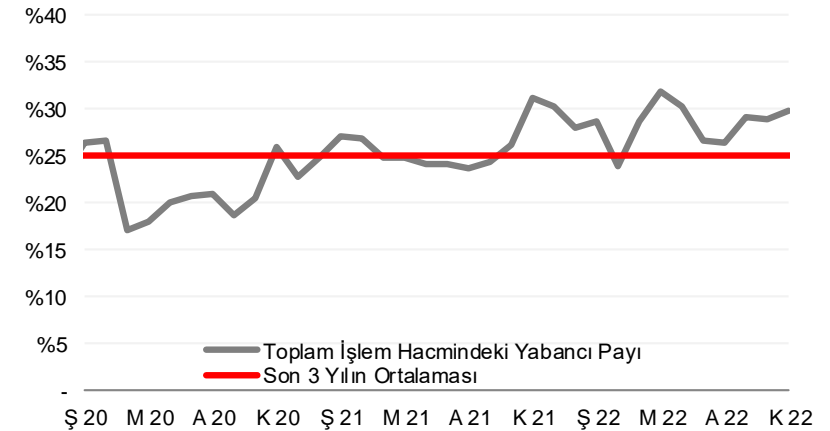
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse senedinde 12 aylık yabancı kaynak girişi, milyon dolar



Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki payı düşük seviyelerde



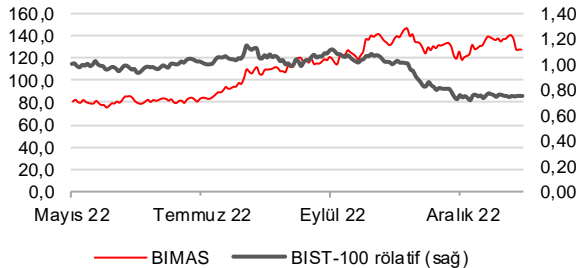
Kaynak: AK Yatırım Arş., BIST

Hisse Önerileri

Bim

Bloomberg Kodu	BIMAS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY195,00
Son kapanış, TL/hisse	TRY127,30
Yukarı potansiyel	%53
Halka açıklık oranı	%60
Piyasa değeri, TL mn	77.297
Firma değeri, TL mn	84.595

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	55.495	70.527	147.918	231.179
FAVÖK	5.067	6.481	11.881	18.567
Net kar	2.607	2.932	7.178	12.057
Net borç	2.317	5.153	9.919	10.363
Net borç/FAVÖK	0,46	0,80	0,83	0,56
FAVÖK marjı	%9,1	%9,2	%8,0	%8,0
Net marj	%4,7	%4,2	%4,9	%5,2
Ciro, y/y	%38	%27	%110	%56
FAVÖK, y/y	%61	%28	%83	%56
Net kar, y/y	%113	%12	%145	%68
F/K	14,4	14,0	10,8	6,4
FD/FAVÖK	7,9	7,1	7,3	4,7
FD/Ciro	0,7	0,7	0,6	0,4
Hisse verisi				
Nominal değişim	%7	%2	%48	%114
BIST 100 rölatif	%3	-%29	-%23	-%22
AÖİH, TRYmn	1.426	1.246	865	720



* Rapor 5 Ocak 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Gıda perakende sektörüne ilişkin son dönemde artan negatif haber akışı ve Bim özelinde 3. çeyrek marjların sürpriz bir şekilde beklentilerin altında kalması nedeniyle hisse son 3 ayda endeksin %30 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 geçmiş dönem ortalamalarının üzerinde seyreden gıda enflasyonu nedeni ile büyümenin yılın son çeyreğinde ve 2023 yılında güçlü kalmaya devam edeceği öngörümüz, 2) son birkaç çeyrektir artan marj baskısının yılın son çeyreğinde çeyreklik bazda toparlanacağı ve FAVÖK marjının en azından Şirket'in 2022 yılını öngörülerinin alt bandını yakalayacağı beklentimiz, 3) büyümenin yarattığı operasyonel kaldıraç etkisinin, personel giderlerindeki artışı büyük ölçüde telafi edeceği ve Şirket'in 2023 yılında marjlarını koruyacağı yönündeki 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 (+10%) 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.

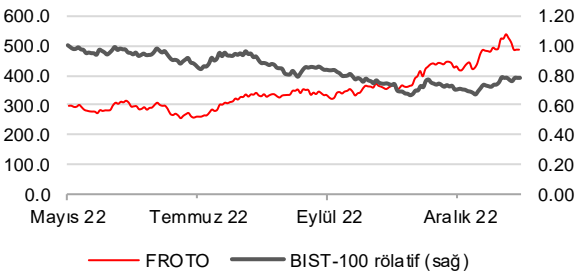
Değerleme:

BIMAS, 6,4x 2023T F/K 2 yıllık tarihsel ortalamalarına %55 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	TRY545.00
Son kapanış, TL/hisse	TRY487.10
Yukarı potansiyel	%12
Halka açıklık oranı	%18
Piyasa değeri, TL mn	170,928
Firma değeri, TL mn	197,967

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	10.3	6.5
FD/FAVÖK	5.4	7.4	11.1	7.4
FD/Ciro	0.6	1.0	1.2	0.7
Hisse verisi				
Nominal değişim	%14	%41	%56	%116
BIST 100 rölatif	%11	-%2	-%19	-%22
AOİH, TRYmn	1,451	1,275	934	787



* Rapor 5 Ocak 2023 kapanışı itibari ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Ford, Aralık 2020'de açıkladığı 2 milyar Euro tutarındaki yatırımıyla 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.

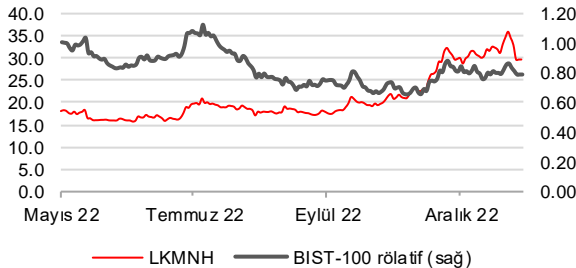
Değerleme:

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

Lokman Hekim

Bloomberg Kodu	LKMNH TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY41.00
Son kapanış, TL/hisse	TRY29.52
Yukarı potansiyel	%39
Halka açıklık oranı	%66
Piyasa değeri, TL mn	1,063
Firma değeri, TL mn	1,400

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	10.3	5.8
FD/FAVÖK	4.9	4.5	7.6	4.5
FD/Ciro	1.1	1.1	1.7	1.0
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	%0	%57	%82	%128
BIST 100 rölatif	-%3	%9	-%6	-%17
AOİH, TRYmn	34	40	21	16



* Rapor 5 Ocak 2023 kapanışı itibarı ile fiyatlıdır

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.

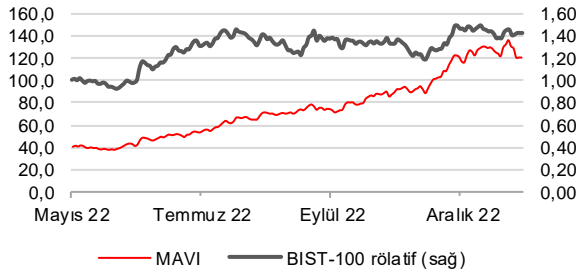
Üç potansiyel yatırım. 1) Yönetim, Akay Hastanesi'nin yatak kapasitesini 126'dan 150'ye çıkartacak bir yatırım üzerinde çalışmaktadır. İnşaat maliyetlerindeki artış ve yatırımın gerektirdiği inşaatın faaliyetleri durdurması gerektiği için yatırım süreci ertelenmiştir. 2) Yönetim, LH Üniversite Ankara 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 yöneme de %50 eşit ağırlık verdik.

Mavi

Bloomberg Kodu	MAVITI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY150,00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY120,40			
Yukarı potansiyel	%25			
Halka açıklık oranı	%73			
Piyasa değeri, TL mn	11.957			
Firma değeri, TL mn	11.381			
Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	2.402	4.619	10.328	16.523
FAVÖK	385	1.016	2.397	3.593
Net kar	5	400	1.407	2.111
Net borç	512	-112	-675	-1.693
Net borç/FAVÖK	1,33	-0,11	-0,28	-0,47
FAVÖK marjı	%16,0	%22,0	%23,2	%21,7
Net marj	%0,2	%8,7	%13,6	%12,8
Ciro, y/y	-%16	%92	%124	%60
FAVÖK, y/y	-%40	%164	%136	%50
Net kar, y/y	-%95	%8638	%251	%50
F/K	492,2	7,2	8,5	5,7
FD/FAVÖK	7,2	2,7	4,7	2,9
FD/Ciro	1,2	0,6	1,1	0,6
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%1	%51	%180	%252
BIST 100 rölatif	-%5	%5	%45	%28
AOİH, TRYmn	203	154	132	97



* Rapor 5 Ocak 2023 kapanışı itibari ile fiyatlıdır

Yatırım teması:

Mavi'ye ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: 1) pandemi sonrası güçlü talep ve pazar payı kazanımlarının etkisi ile büyüme beklentimizin halen 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 olarsıralayabiliriz.

Asgari ücret artışının tüketime pozitif etkisi ve son iki yıldır zayıf seyreden okul sezonunun katkısı ile yılın son çeyreğinde de güçlü talep trendinin devamını öngörüyoruz. Maliyet artışlarının güçlü talep nedeniyle fiyatlara yansıtılabilmesi ve uluslararası operasyonların güçlü katkısı sayesinde yılın son çeyreğinde yüksek ciro büyümesi bekliyoruz.

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.

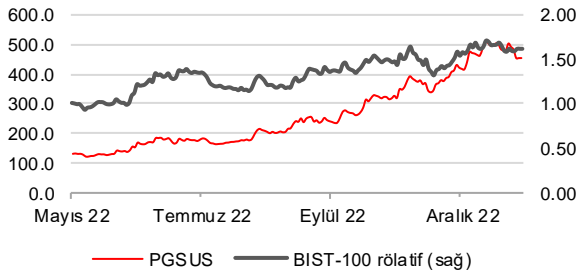
Değerleme:

Mavi, 5,7x 2023T F/K ile uluslararası benzerlerine % 40 iskontoyla işlem görüyor.

Pegasus

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY650.00
Son kapanış, TL/hisse	TRY455.00
Yukarı potansiyel	%43
Halka açıklık oranı	%43
Piyasa değeri, TL mn	46,546
Firma değeri, TL mn	88,581

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.	9.3	5.0
FD/FAVÖK	43.2	16.4	7.3	4.6
FD/Ciro	4.3	3.5	2.2	1.5
Hisse verisi				
Nominal değişim	%5	%68	%213	%436
BIST 100 rölatif	%2	%17	%62	%94
AOİH, TRYmn	1,758	1,564	990	703



* Rapor 5 Ocak 2023 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 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.

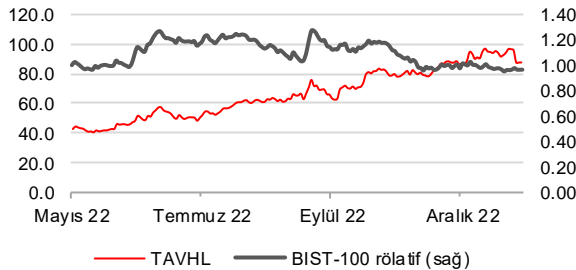
Değerleme:

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

TAV Havalimanları

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY108.00
Son kapanış, TL/hisse	TRY87.05
Yukarı potansiyel	%24
Halka açıklık oranı	%48
Piyasa değeri, TL mn	31,624
Firma değeri, TL mn	50,754

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	14.6	8.0
FD/FAVÖK	63.1	15.1	10.2	6.4
FD/Ciro	5.3	4.5	3.4	2.5
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%1	%25	%89	%166
BIST 100 rölatif	-%4	-%13	-%2	-%3
AOİH, TRYmn	768	720	579	503



* Rapor 5 Ocak 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 katalizör olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca 2023'te beklenenden daha iyi bir turizm sezonu TAV için bir katalizör olabilir.

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

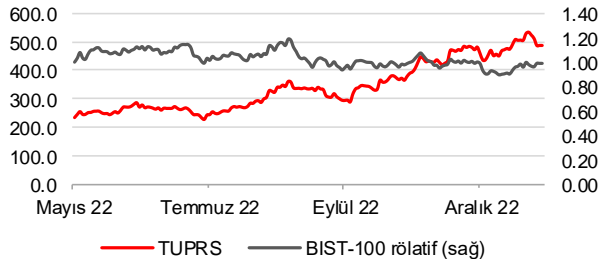
Değerleme:

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	TRY671.80
Son kapanış, TL/hisse	TRY488.20
Yukarı potansiyel	%38
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	134,380
Firma değeri, TL mn	128,585

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	9,420	12,017	-11,567	-16,194
Net borç/FAVÖK	19.06	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	65.2	3.1	2.3	3.0
FD/Ciro	0.5	0.3	0.3	0.2
Hisse verisi				
Nominal değişim	%3	%41	%73	%216
BIST 100 rölatif	%0	-%2	-%10	%15
AOİH, TRYmn	3,422	3,142	2,164	1,731



* Rapor 5 Ocak 2023 kapanışı itibari ile fiyatlıdır

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/v'l'den \$29/v'l 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.

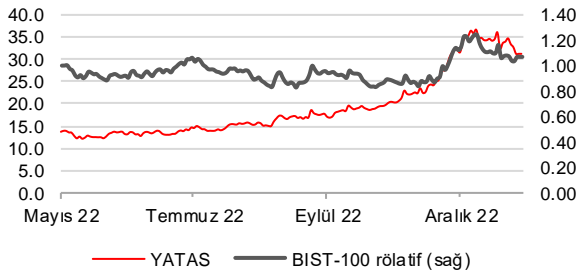
Değerleme:

Hedef hisse fiyatımız %38'lik bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Tüpraş, 5,1x 2023T F/K ve 3,0x 2023T FD/FAVÖK çarpanlarıyla ile uluslararası benzerlerine yaklaşık %35 iskontoyla işlem görüyor.

Yataş

Bloomberg Kodu	YATAS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY41.00
Son kapanış, TL/hisse	TRY31.14
Yukarı potansiyel	%32
Halka açıklık oranı	%54
Piyasa değeri, TL mn	4,665
Firma değeri, TL mn	5,632

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	9.3	5.6
FD/FAVÖK	4.1	5.7	6.7	4.2
FD/Ciro	0.8	0.9	0.9	0.6
Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%3	%69	%125	%192
BIST 100 rölatif	-%6	%18	%17	%6
AOİH, TRYmn	85	80	62	49



* Rapor 5 Ocak 2023 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 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 4,2x FD/FAVÖK ve 5,6x F/K ile global benzerlerine göre %35 ve %43 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
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
Aytunc 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 +90 212 334 9531
Yusuf Karagöz	Savunma, Bilgi Teknolojileri	yusuf.karagoz@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. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., 2021