

2022 HİSSE SENEDİ GÖRÜNÜMÜ

01

2022

İÇİNDEKİLER

2022 Görünüm

- Makro Strateji
- Hisse Senetleri Görünümü
- Model Portföy
- Hedef Fiyat ve Öneri Değişiklikleri
- YKY Temettü Tahminleri
- YKY İnceleme Kapsamındaki Şirketler
- TL'deki Değer Kaybının Olası Etkileri

Sektörler

- Bankacılık
- Sigorta & Emeklilik
- Otomotiv
- Havacılık
- Kimya
- Holding
- Savunma
- Enerji
- Yiyecek & İçecek
- Madencilik
- Petrol
- Petrokimya
- Perakende
- Yazılım
- Demir Çelik
- Telekom
- Beyaz Eşya

Çekince

Murat BERK
Gorkem GOKER
Aslı KUMBARACI
Behlul KATAS, CFA
Oguzhan VURAL
Nuray APARI

yky_arastirma@yapikredi.com.tr

+90 212 319 79 49

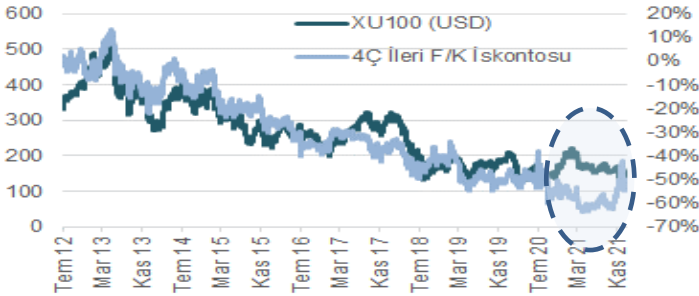
Günlük Dalgalanmaların Ötesine Bakmak

Makro tarafta, 2022 için baz senaryomuz, Türkiye ve dünya için daha düşük -ama halen yüksek- enflasyonla, daha yavaş bir büyümenin birlikte yaşandığı bir yıl olması. Büyümedeki yavaşlamanın resesyona dönüşmesini beklemiyoruz. Yıllık enflasyondaki düşüşün, daha çok yılın ikinci yarısının hikâyesi olacağını düşünüyoruz.

BIST'in 2022 görünümü için ihtiyatlı olumluyuz. Devam eden makro belirsizlikler (yüksek enflasyon, artan risk primleri, istikrarsız TL...vb.) piyasadaki mevcut dalgalı yapının azalmayacağını işaret etse de, güçlü olmasını beklediğimiz yurt içi yatırımcı talebi fiyatlamaları destekleyecektir.

Dışsal şoklar yaşanmazsa endeksin, 2021'in Aralık ayında zirveyi gördükten sonra yaşadığı kayıplarını 2022'de telafi etmesini bekliyoruz. İnceleme kapsamımızdaki şirketler için hesapladığımız hedef değerlemeler ortalama %40 artış potansiyeli barındırmaktadır.

Dalgalı bir yılın ardından yine dalgalı ama ümit var bir yıl... 2021 yılı BİST için iki farklı yarıda farklı dinamikleri ve aşamalarıyla oldukça dalgalı bir yıl oldu. Yılın ilk yarısında %8 düşen ana endeksin, ikinci yarıdaki yükselişi Aralık ortasında TL cinsinden tarihi zirveye ulaştı ancak Aralık ayındaki düşüş sonrası kazançlarının bir kısmını geri vererek, tüm yılı %26'lık artışla kapattı. Yılın tamamındaki yükselişe rağmen, endeksin, küresel emsallerine nazaran işlem gördüğü iskonto ve son yıllarda yaşadığı USD cinsinden kayıplar son bulmadı.



BIST'in, 2022 yılında, geçen yılın son ayında yaşadığı kayıplarını kapatabileceğini ve yeni zirveleri deneyebileceğini düşünüyoruz. Ancak bu beklentimiz doğrusal ve istikrarlı bir yükselişi işaret etmiyor; aksine, enflasyon, CDS primi ve TCMB rezervleri gibi makro değişkenlerde sürdürülebilir iyileşme sağlanmadıkça, mevcut dalgalı yapının devam edeceğini düşünüyoruz.

Genel beklenti ve varsayımlarımız. Baz senaryomuzda, (i) büyümenin, 2021 yılının yüksek bazının etkisi ve fonlama maliyetlerinin artmasıyla, %10-11 bandından %3-4'lere doğru gerileyeceği, (ii) enflasyonun yılın ilk yarısında zirve yaptıktan sonra, yılı %25-30 mertebelerinde kapatacağı ve yıllık ortalamasının %35-40 olacağı ve (iii) 10 yıllık tahvil getirisinin ise %20-25 bandında kalacağını varsayıyoruz.

Son 5 senenin tamamında küresel benzerlerinin gerisinde kalan BIST, 2022 yılında bu zayıf performansını tersine çevirmesi ve kayıplarını yerine koyması, bize göre, büyüme yavaşlarken ve sermaye maliyetleri artarken, sadece finansallardaki büyümeyle zordur ancak mümkündür. Bununla birlikte, reel tahvil faizleri eksi seviyelerde kaldığı müddetçe, BIST'e talebin artması ve fiyatlamaların desteklemesi en muhtemel senaryodur.

Hisse Tercihlerimiz: İncelememiz altındaki şirketler için ortalama %40'lık artış potansiyeli hesaplıyoruz. Sektör ve hisse tercihlerinde, ana temaların enflasyon ve TL'nin seviyesi olacağından hareketle, döviz geliri olan, ihracatçı şirketlerin ön planda kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz ve defansif duruşumuzu büyük oranda koruyoruz. Bununla birlikte, 2022 yılıyla beraber, döngüsel hisselerde seçici olmak kaydıyla pozisyon alınabileceğini düşünüyoruz. Bu raporla birlikte, Model Portföyümüze, **ARCLK** ve **THYAO**'yu eklerken, **ASELSAN**, **LOGO**, ve **MAVİ**'yi çıkarıyoruz:

MODEL PORTFÖY				
Şirket	Kod	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Koza Altın İşletmeleri	KOZAL	125.50	202.70	62%
Coca Cola İçecek	CCOLA	102.70	184.00	79%
Alarko Holding	ALARK	12.42	23.30	88%
Tüpraş	TUPRS	187.10	265.00	42%
Ford Otosan	FROTO	252.70	374.40	48%
Garanti Bankası	GARAN	11.74	16.50	41%
Akbank	AKBNK	7.58	10.40	37%
Aksa Enerji	AKSEN	10.95	17.50	60%
Arçelik	ARCLK	52.45	78.70	50%
Türk Hava Yolları	THYAO	26.70	41.70	56%

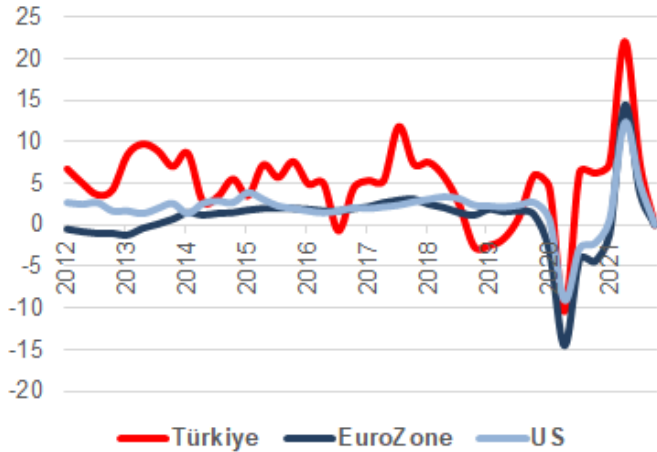
Makro Strateji

Bir yıl önce Türkiye ve dünya ekonomisinin tahmin edilenden hızlı büyüyeceğini ve enflasyonun küresel ölçekte en önemli tema haline geleceğini söylemiştik. Bu görüşlerimiz doğrultusunda da stratejik olarak bono ve tahviller için olumlu olmayan, emtialar ve döngüsel hisse senetleri için ise olumlu olan bir duruş benimsedik. 2021'de en çok beğendiğimiz varlık sınıfının emtialar olduğunun da sık sık altını çizdik. Geneli itibarıyla 2021 yılı hem büyüme verilerinin hem de ekonominin yukarı yönlü sürprizler yaptığı ve ana varlık sınıfları arasında emtianın en iyi performans gösterdiği bir yıl oldu.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi; 2022, muhtemelen riskli varlıklarda ve özellikle de gelişmiş hisse senetlerinde 2009 sonrası gördüğümüz boğa piyasasının bitişini görebilir diye düşünüyoruz. Bununla birlikte, 2022 yılı muhtemelen en az üç farklı mini boğa ve ayı piyasa ortamlarını göreceğini öngörüyoruz.

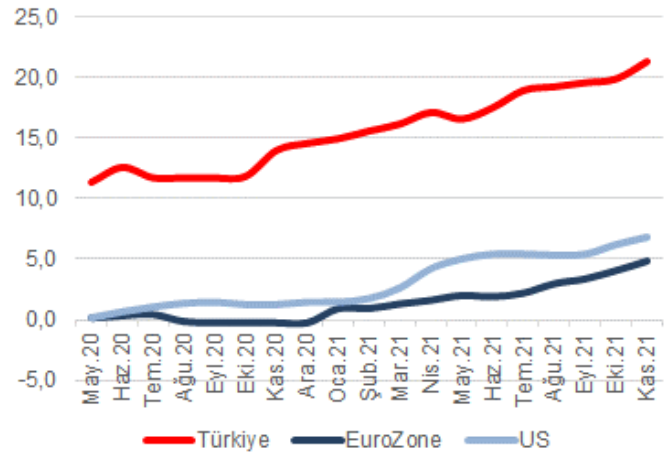
Makro açıdan bakıldığında, 2022'nin Türkiye'de ve dünyada biraz daha düşük enflasyonla birlikte daha yavaş bir büyüme yılı olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, yıllık enflasyondaki düşüş, muhtemelen daha çok ikinci yarıyı hikâyesi olacaktır. Beklenen büyüme yavaşlamasının resesyona dönüşmesini beklemiyoruz. Dolayısıyla yüksek yıllık enflasyon ortamında daha yavaş büyüme, hem Türkiye hem de dünya için baz senaryomuz. Bu ortamı daha önce hafif stagflasyon olarak adlandırmıştık ve 2022, muhtemelen hafif stagflasyonist bir çerçeve içinde cereyan edecek.

Grafik 1: Real GSYİH Büyümesi



Kaynak: Bloomberg, YKY Research

Grafik 2: Enflasyon



Kaynak: Bloomberg, YKY Research

Her ne kadar geçmiş yıl ortalamanın üzerinde seyreitse de para tabanlarına baktığımızda hızlı büyüme dönemi sonrası yıllık bazdaki artış hızlarında ivme kaybı gözleniyor. Pandemi dönemi alınan olağanüstü parasal ve mali tedbirler geri çekilirken dünya ekonomisi yavaşlayacak, bu ivme kaybı ve baz etkileri enflasyonu da aşağı çekecek. Ancak süreç düz bir çizgi şeklinde, sorunsuz bir biçimde yürümeyecektir. Çin'in uzun bir aradan sonra hafif mahçup da olsa gevşemeye gitmesi, küresel büyümeyi, emtiaları ve emtiacı şirketleri özellikle de madencilik destekleyecek ve bize göre enflasyondaki düşüşü de sınırlayacak. Güvercin duruşunu devam ettiren bir Avrupa

Merkez Bankası (ECB) ve bununla birlikte gelen Euro'daki değer kaybına ek olarak daha güçlü Çin büyümesi, muhtemelen Euro bölgesindeki ekonomik toparlanmanın yeniden duraksamasına yardımcı olacak. Almanya gibi Çin'e ihracat yapan ülke ve ilgili sektörler bu durumdan faydalanabilir. Almanya'nın önemli ihrac pazarımız olması nedeniyle böyle bir gelişmenin bizim için de fırsatlar yaratabileceği görüşündeyiz.

Genel itibarıyla gördüğümüz bu çapraz akımları, finansal piyasaların nasıl ve ne zaman fiyatlayacağını öngörmek zor ama yine de yanılma riskini alıp denemek zorundayız.

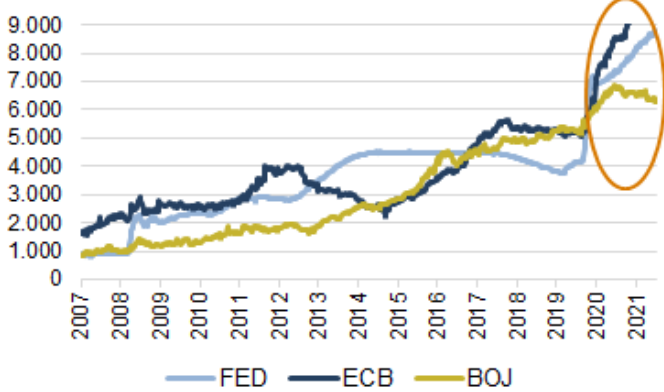
Dünya çapında aritmetik ve optik olarak ekonomik büyüme 2022'de daha zayıf görünecek; ancak enflasyonun, 2022'nin ikinci yarısından itibaren düşmesi muhtemel.

ABD'de konut fiyatlarının TÜFE'ye etkisi, hesaplama yöntemleri nedeniyle gecikmeli olarak etkisini göstermeye devam etmesi ve yıllık enflasyonu yüksek tutması mümkün ama yıllık bazda TÜFE'nin şu anki seviyelerinden ciddi oranda artmayacağını düşünüyoruz. Türkiye'de ise TL'deki değer kaybının ve maliyet yönlü fiyat artışlarının da etkisiyle Mayıs / Haziran'da yıllık enflasyonun yüzde 40'ın üzerinde zirve yapması muhtemel. Bu etkilerin azalması, kurda stabilite ve baz etkisi ile yıllık enflasyonun yılın ikinci yarısında gerileyebilir.

Bu enflasyon patikası, ileriye yönelik güçlü bir yönlendirme ve beklentilerde iyileştirmeler olmadan, piyasada oluşan faiz oranlarında bir düşüşü daha zor hale getiriyor ve yurt dışındaki faiz yükselişine paralel şekilde piyasa faizlerinin artmaya devam etmesi olasılığını güçlendiriyor. Bu arada, baz etkileri ve dövizdeki değer kaybı ve finansal koşullarda yaşanması, muhtemel sıkılaşma ile GSYİH büyümesinin 2022'de geçen seneki tahmini %10-11 bandından %3-4'lere yavaşlaması söz konusu olabilir.

Çin'den gelen gevşeme immesi, gelişmekte olan ülke varlıklarının değerlemelerinin gelişmiş ülkeler nazaran daha cazip olması, başta Çin hisse senetleri olmak üzere bazı EM varlıkları için avantaj. Fakat FED havlu atana kadar gelişmekte olan ülke performanslarında ciddi ayrılmalar görmemiz muhtemel. FED'in önümüzdeki aylardaki tutumu ise bizce en önemli konulardan biri.

Grafik 3: Merkez Bankaları Toplam Varlıklar (USDbn)



Kaynak: Bloomberg, YKY Research

Grafik 4: ABD 10Yıllık Tahvil Getirisi vs. FED Borç Faizi



Kaynak: Bloomberg, YKY Research

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi; bizim görüşümüz, enflasyonun dünya çapında ve özellikle ABD'de sosyal ve ekonomik öncelikli bir sorun haline geldiği yönünde. Bu nedenle, FED'in çıktığı sıkılaştırma yolundan geri adım atma eşiği daha yüksek. Farklı bir şekilde ifade edersek, piyasalarda yaygın olarak varlığı kabul edilen üstü kapalı FED'in put opsiyonun strike fiyatı şimdiki seviyelerin çok altında gibi duruyor.

Tahvil getirileri, özellikle kısa uçtaki yükselişlerini (ABD 2 yıllık bono faizleri son dört ayda dört katına çıktı) sürdürürken, uzun taraf daha az yükselebilir, yani verim eğrileri daha yüksek seviyelerde yataylaşabilir diye düşünüyoruz. Özellikle lokomotif ABD borsaları katılımındaki bozulma, yükselen nominal ve reel faizler ve değerlemelerin ucuz olmaması göz önüne alındığında, ABD hisse senetleri için risk getiri dinamikleri bozuluyor. Fakat trendin hala olumlu olması, hem şirket hem hane halkı bilançoların güçlü olmaya devam etmesi, ayrıca pozisyonlanma ve psikolojinin henüz çok uç noktalara ulaşmış gibi görünmemesi nedeniyle, bu piyasalarda topyekûn kötümser olmak için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Bu sebeplerden ötürü de psikolojik eşik gibi görünen 5000 seviyesinin birinci yarıyıl S&P500'de görebileceğimizi hala düşünüyoruz. O dönemin en popüler yatırım alanı olan Nasdaq endeksinin Mart 2000'de 5000 seviyesini tepe yapmış olması da ilginç bir detay.

Fakat S&P500 dâhil olmak üzere çoğu risk piyasasının bu seviyeleri görmesi durumunda dahi bahsettiğimiz makro dinamikler nedeniyle, en azından FED rota değiştirene kadar tepe yapmış olmasını beklemeye devam ediyoruz. Yukarıda belirtildiği gibi, FED'in put strike fiyatı daha düşük görünüyor, bu nedenle yardım gelmeden önce önemli bir satış baskısını bekleyebilir. Dikkat edilmesi gereken bazı öncü göstergeler ise, yüksek getirili borç spread ve faizleri ve getiri eğrisinde tersine dönme gibi olağan şüpheliler var.

Bu nedenle, 2022'nin ilk yarısında küresel hisse senedi piyasalarında beklenenden daha derin bir satışın gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Emtiaların böyle bir riskten kaçış dalgasına düşüş ile tepki vermesi beklenir. Ancak bu senaryo ilk yarıda gerçekleşirse, yetkililerin tutumlarını değiştirmelerini, mali ve parasal teşvikler sağlayarak ekonomiyi ve piyasaları yeniden desteklemeye başlamalarını bekliyoruz. Daha basit bir ifadeyle FED'in havlu atması muhtemel. Eğer havlu atarsa, emtia, emtia şirketlerinde, değerli metallerde ve gelişmekte olan ülke varlıklarında büyük olasılıkla muazzam fırsatlar oluşacaktır.

Grafik 5: MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler vs. MSCI Dünya (2009 = 100)



Kaynak: Bloomberg, YKY Research

Genel görünümü çizdikten sonra daha da büyük yanılma riski alma pahasına, tahmini piyasa fazlarını paylaşmak istiyoruz. Piyasa aşamalarının sıralanması açısından kabaca şunları görmeyi bekliyoruz:

Risk varlıkları ve özellikle DM hisse senetleri, birinci yarı daha büyük bir tepe oluşum sürecinin ortasında muhtemelen birinci, daha az ihtimal olarak ise ikinci çeyrekte S&P500'de 5000 civarında tepe yapacak. Yukarıda saydığımız nedenlerden dolayı topyekûn olumsuz tarafa geçmek için erken olacağını düşünüyoruz. Bunun yerine, hisse senetleri ve emtialarda çok seçici bir şekilde devam etmek, bizce şu aşamada daha makul bir strateji.

Muhtemel birinci çeyrekte zirvesini gördükten sonra riskli varlıkların yaza önemli bir düşüş kaydetmesini, bunun da politika yapıcılarının tutum değiştirmesine sebep olacağını tahmin ediyoruz. Bu da gelişmiş ülkelerde önceki zirvelerin gerisinde kalan bir yükseliş hareketi ve uzun zamandır geride kalmış olan gelişmekte olan ülkeler için daha kolay finansal koşullar oluşturabilir.

Bundan sonra ne geleceği ise büyük ölçüde ABD ara seçimlerinden sonraki politika seçimlerine bağlı olacaktır. Bununla birlikte, 1999-2001 benzerini izlemesi durumunda, üçüncü çeyrek yükselişini yerini tekrar düşüş eğilimine bırakması muhtemel. 2022'nin bir noktasında, S&P500 endeksini 4000 seviyesinin altında görebileceğimizi düşünüyoruz.

Politika yapıcıların şu anki gibi son derece finansallaşmış ve birbirine bağlı sistemlerde, piyasadaki sert düşüşlerden kaynaklanabilecek servet yıkımından doğacak sistematik tehlikelere karşı daha da yaratıcı ve agresif davranmaları muhtemel olduğundan, 2022'de görmeyi beklediğimiz ayı piyasasının seneler boyunca devam eden bir ortamdan ziyade politika yapıcılarının güvercine dönmesi ve piyasalara zeytin dalı uzatmasıyla, nispeten daha kısa süreye yayılan bir süreç halini alabilir.

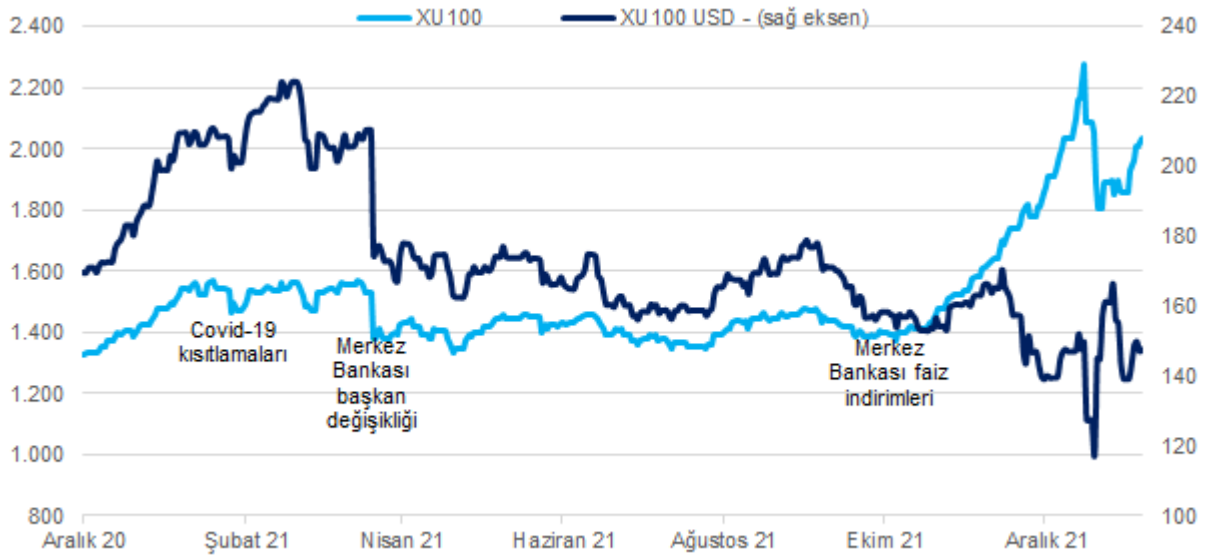
Hisse Senetleri Görünümü

2021, büyük ayrışmaların olduğu bir yıldır

2021 yılına, 2020 yılının son iki ayında, uzunca bir zaman sonra gözlemlediğimiz yabancı girişleri sonrası, ihtiyatlı bir iyimserlikle başlamıştık. O tarihlerde, yılın ilk yarısının görünümü, ve tahvil getirilerinin düşmesi ve TL’de sağlanan görece istikrar gibi gelişmeler çerçevesinde görüşümüzü destekliyordu. Ancak, iyimserliğin geçerli olması için dile getirdiğimiz şartların neredeyse tamamı aksi yönde gelişti. 1Ç21’in sonlarında piyasa dostu hareketlerin kesilmesi ve 2Ç21’de hem yurt içinde hem de yurtdışında yaşanan karantinalar ve kısıtlamalar burada öne çıkan ana başlıklar oldu.

2021 yılına, bir önceki yılın Kasım ayında alınan makro tedbirlerin iyimser havasıyla giren Borsa İstanbul, TCMB başkanı değişimi sonrası yıl ortasına kadar çok zayıf bir seyir yaşamış; yılın ikinci yarısında ise TL cinsinden %37 nominal artarken, USD cinsinden %11 gerilemiştir. BIST’te geçen yıl tecrübe ettiğimiz bu dalgalı ve ikili seyrin, 2022 yılı için de hatırlanması gereken önemli detaylar barındırdığını düşünüyoruz ve aynı dinamikler temelinde tartışmaların bu yıl da gündemde kalmasını ve piyasaya yön vermesini bekliyoruz.

Grafik 6: 2021 BIST 100 Endeksinin Seyri



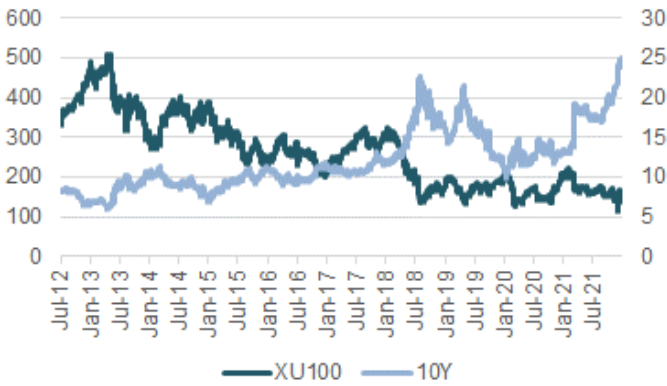
Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Şöyle ki, geçen yılın başındaki olumlu tablonun gerisinde, eksi seyreden reel faizlerin artıya dönmesiyle TL’de sağlanan istikrar ana rolü oynamıştı. Piyasadaki hakim genel beklenti de bu istikrarın, özellikle de yılın ikinci yarısında enflasyonda baz etkisi nedeniyle de sağlanacak düşüş sayesinde kalıcı olacağıydı. Aynı günlerde, Covid-19 sınırlamalarının kalkmasıyla, turizm gelirlerinde beklenen artışın da TL’deki istikrara destek olması bekleniyordu. Ancak, gerçekleştirmeler, beklentilerin tam tersi şekilde gerçekleşti.

1Ç21'in sonlarında piyasa dostu hareketlerin kesilmesi, 2Ç21'de hem yurt içinde hem de yurt dışında yaşanan karantinalar ve yabancı yatırımcı çıkışları devam ederken, tahvil getirilerinin de artıya dönmesi sonrası, ki bu yerli yatırımcıların hisse iştahını azalması demek, BIST-100, Mart ortası gördüğü zirveden Temmuz ortasında %14 düştü (USD:%25).

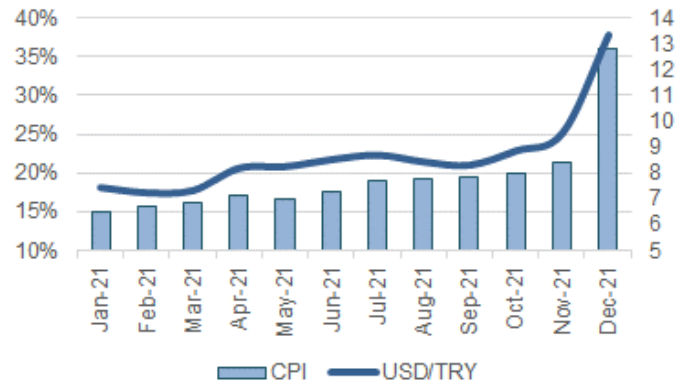
14 Temmuz tarihli "Ucuzluk Hikayenin Yarıları" başlıklı raporumuzda, yılın ikinci yarısı için daha iyimser olduğumuzu ve ucuz fiyatlamaların da bunu desteklediğini ifade etmiş, enflasyon ve TL'deki istikrarın ise ana endişelerimiz olduğunu ve BIST için, tam da daha sonra birebir gerçekleşeceği üzere, %36 artış potansiyeli hesapladığımızı dile getirmiştik. Her ne kadar tahminimiz birebir gerçekleşmişse de, çok farklı bir seyirle bunu tecrübe ettiğimizi söylememiz lazım. 3Ç21'den itibaren, büyüme, ihracat ve turizm gelirleri gibi makro kalemlerdeki seyir beklentilerimize paralel toparladığı bir ortamda, TCMB'nin politika faizini, enflasyonda herhangi bir düşüş yokken ve ÜFE-TÜFE makası açılmışken, toplamda 5 puan indirmesi TL'de çok sert değer kayıplarına yol açtı ve BIST'ın TL ve USD cinsinden performansının geçmişte olmadığı kadar sert ayrışmasına neden oldu. Tahvil faizlerinin tekrar eksiye dönmesiyle, varlıklarını enflasyona karşı koruma güdüsüyle, Borsa'ya yönelen talep endeksin özellikle Eylül sonundan itibaren TL cinsinden sağladığı getiriye katkı sağladı.

Grafik 7: 10 Yıllık Tahvil Getirisi vs. BIST 100



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

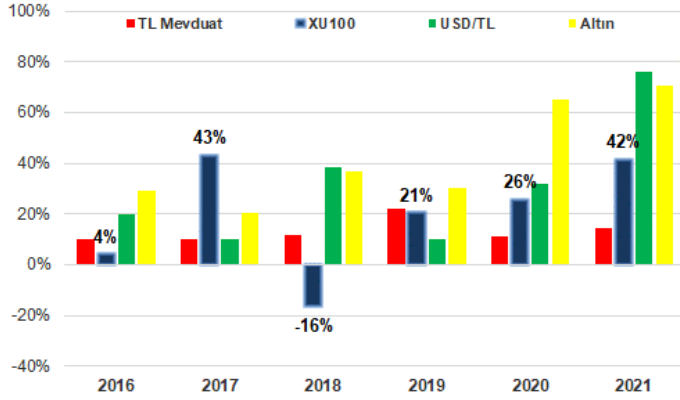
Grafik 8: TÜFE vs. USD/TRY



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

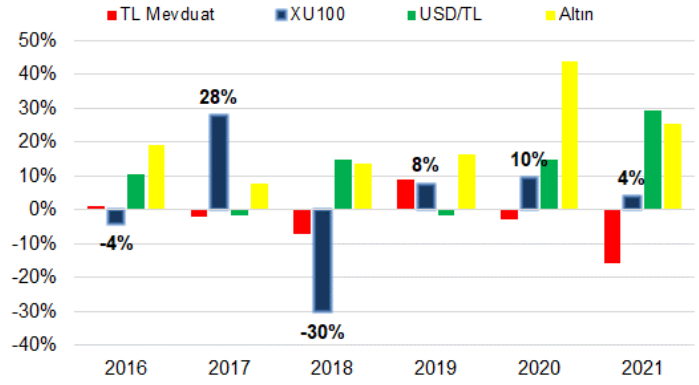
Özetle, GSYİH büyümesinin %10'ların üzerine çıktığı, TL'nin USD ve Euro sepetine karşı %75 değer kaybettiği, yıl sonu enflasyonun %36 ile zirve yaptığı ve yabancı yatırımcı sahiplik payının %40'a gerilediği 2021 yılı, BIST'in %26 değerlendirildiği, sağladığı bir yıl oldu. Böylelikle, BIST 100, son beş senenin dördünü TL cinsinden enflasyon üzeri artı getiriyle tamamlamış oldu.

Grafik 9: Nominal Getiri Oranları



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 10: Reel Getiri Oranları

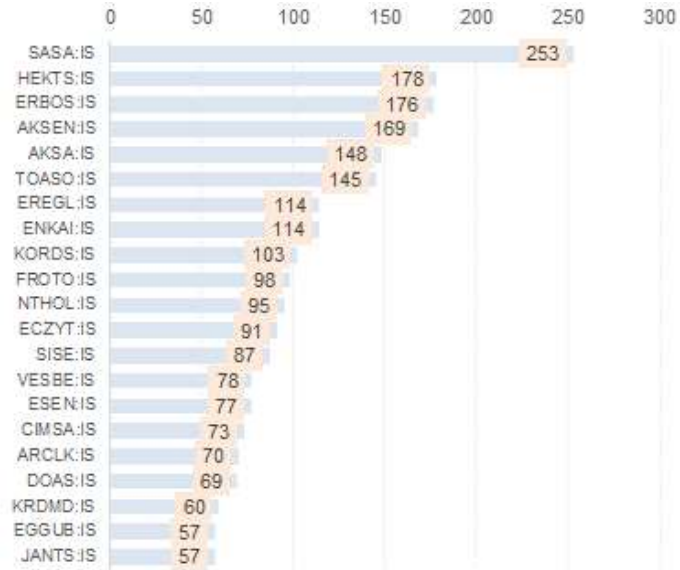


Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

2021'in Kazananları/Kaybedenleri

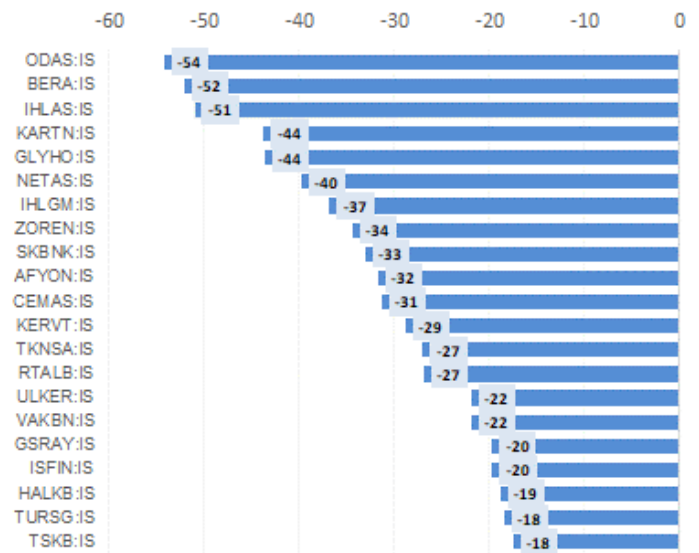
2021 yılının hisse performansı açısından en öne çıkan endeksler, sektörleri Halka Arz, İnşaat, Kimyasal, Metal ve Turizm olurken, ana tema TL'deki değer kaybı ve bunun doğal sonucu ihracat oldu. Yılın tamamındaki performansı farklı dönemlere bölssek de, öne çıkan sektörler çok farklılaşmıyorken, temel değişim, endeksteki toplam ağırlığı %10-15'li seviyelere kadar gerileyen Bankacılık endeksinin performansı oldu. 2021 yılının çok büyük kısmında, TL'deki istikrarsızlık ve muhtemel mevzuat değişiklikleri endişesiyle, son 5 yılda olduğu gibi ana endeksin gerisinde kalan bankaların bu zayıf performansı aslında bir yandan da MSCI Türkiye'nin neden istikrarlı bir şekilde küresel benzerlerinin gerisinde kaldığının da bir anlamda bize göre yanıtı gibi çünkü içerisinde bankaların yer almadığı bir gelişmekte olan piyasa toparlamasını içsel olarak mümkün görmediğimiz gibi, bu görüşümüzü yanlışlayacak bir örneğe de denk gelmedik.

Grafik 11: En çok artan 20 hisse – Bist 100



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 12: En çok düşen 20 hisse – Bist 100



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

2022'ye Bakış – 2021'in bir benzeri mi?

2021 yılının Aralık ayında TL'deki olağanüstü sert yükselişin ardından açıklanan tedbirler sonrası ani düşüş ve önceki 2 aya göre sağlanan görece istikrar, BIST'in 2021'in son haftasını ve 2022'nin ilk haftasını yükselişle kapamasını sağladı ancak endeks, 17 Aralık 2021'de gördüğü TL zirvesinin halen %11 altında. Endeksin, USD cinsinden değerine baktığımızda ise 2021 yılının Mart ayında gördüğü yakın tarihli zirvesinin %33, altında kaldığını görüyoruz.

Genel olarak, endeksin, 2022 yılında, kayıplarını kapatabileceğini düşünüyoruz; geniş çaplı bir yükselişin ise en başta enflasyon, CDS primi ve Merkez Bankası rezervleri gibi makro değişkenlerde sürdürülebilir iyileşmeye bağlı olacağına inanıyoruz.

2022 yılı beklentilerimizi ve varsayımlarımızı başlıklar halinde özetlersek,

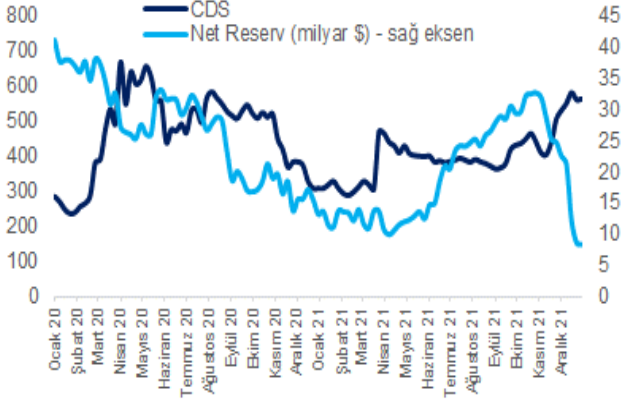
- Baz senaryomuzda, büyümenin, 2021 yılının yüksek bazının etkisiyle ve fonlama maliyetlerinin artmasıyla, %10-11 bandından %3-4'e doğru gerileyeceği, enflasyonun yılın ilk yarısında zirve yaptıktan sonra, yılı %25-30 mertebelerinde kapatacağı ve yıllık ortalamasının %35-40 olacağı, 10 yıllık tahvil getirisinin ise %20-25 bandında kalacağını varsayıyoruz.
- Bu kısa vadeli varsayımlar, sürdürülebilir gözükmeyen eksi reel faiz ortamını işaret ettiği için, 2022'ye dair en geniş güven aralığıyla yapacağımız tahmin, enflasyon ve politika faizi arasındaki tenakuz bu denli yüksek devam ettiği sürece, endeksin her türlü senaryoda, yönü nihayetinde yukarı da olsa, oldukça dalgalı bir seyir izleyecektir.
- Son 5 senenin tamamında küresel benzerlerinin gerisinde kalan endeksin, 2022 yılında bu zayıf performansını tersine çevirmesi ve kayıplarını yerine koyması, bize göre, büyüme yavaşlarken ve sermaye maliyetleri artarken, sadece finansallardaki büyümeyle zor ancak mümkündür; tahvil faizleri eksi seviyelerde kaldığı müddetçe ise, 2021 yılının son çeyreğinde tecrübe ettiğimiz üzere, en muhtemel senaryodur.
- Orta ve uzun vadeli bakış açısıyla değerlemelerin alım için uygun olduğu kanaatindeyiz ve bunun, aşağı yönlü riskleri sınırlandırdığını da düşünüyoruz. İncelememiz altındaki şirketler için hedef fiyatlarımız üzerinden hareket ederek, endeks için %40'lık artış potansiyeli hesaplıyoruz.
- Sektör ve hisse tercihlerinde, ana temaların enflasyon ve TL'nin seviyesi olacağından hareketle, FX geliri olan, ihracatçı şirketlerin ön planda kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz ve defansif duruşumuzu büyük oranda koruyoruz ancak 2022 yılıyla beraber, döngüsel hisselerde seçici olmak kaydıyla pozisyon alınabileceğini düşünüyoruz ve bu açıdan, Model Portföyümüze Türk Hava Yolları'nı ekliyoruz.

2022 Ana temalar & Beklentilerimiz

- Nakit akımları ve büyümeler baskı altında

2022 yılı için, baz senaryomuzda, büyümenin, 2021 yılını %10-11 bandında kapattıktan sonra %3-4'e doğru gerileyeceğini varsayıyoruz. Artan fonlama maliyeti, azalan kredi büyümesi, TL'deki sert dalgalanmalar ve yüksek enflasyon şirketlerin nakit akımları üzerinde baskı oluşturacak ana etmenler olacaktır.

Grafik 13: CDS vs. TCMB Net Rezerv



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Grafik 14: Kredi Büyümesi



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

İncelememiz altındaki şirketlerin (banka ve sigorta hariç) konsolide ciro artışının 2022 yılında 2021 yılındaki %58'lik beklentimizden, %65'e çıkmasını bekliyoruz. USD cinsinden, ise, 2021 yılındaki %25'lik artıştan sonra 2022'de yatay bir seyir öngörüyoruz. Aslında, toplulaştırılmış değerler üzerinden yapılan analizler, bu toplamalarda büyük payı olan ve 2020 yılındaki anomaliden en çok etkilenen havacılık sektör hisseleri ve Tüpraş'ı çıkarırsak, 2021 yılında %14 net satış artışı, 2022 için ise %7 daralma hesaplıyoruz.

TL'deki değer kayıpları ve enflasyon, ithal girdi maliyetleri ve USD'ye bağlı yatırım harcamalarında artışa yol açacakken, paranın artan zaman değeri, net işletme sermaye ihtiyacı yüksek ve yabancı parayla borçlanan şirketlerin reel nakit yaratımlarını olumsuz etkileyecektir.

İhracat yapan şirketler açısından bile, yurt içi taraftaki bu yüksek enflasyon ve TL'nin olağanüstü dalgalı seyri, nakit akımları açısından risk yaratmaktadır. Öncelikle, fiyatlama becerisi sınırlı ve katma değeri görece düşük mal ve hizmet ihraç eden şirketlerin birçoğu 2022'de yenilen girdi maliyetlerine muhatap olacaktır ve hepsi, bunu fiyatlarına yansıtmaya becerisine sahip değildir ve ithalatçıların fiyat indirim talepleri olacaktır. İkinci olarak, üreticilerin zayıf TL'den yararlanmak için ihracata yönelmesi muhtemelse de, bu durum, kısa vadede kapasitelerini arttırmaları pek mümkün olmadığından, yurt içi satışlarından pay alarak karşılanabilecektir, ki bunun yurtiçinde ürün bulunabilirliği ve yüksek fiyatlama sorunlarına yol açabileceği atlanmamalıdır ve 2021 yılında önce çimentocuların, sonra gübrelerin ihracat gözetimine takılması bu anlamda örnek verilebilir.

Yurt içi tüketim, özellikle beyaz eşya ve otomotiv gibi sektörlerde, tüketicilerin azalan alım gücü ve artan fiyatlar nedeniyle, büyümeyi daha az destekleyecektir.

- Yüksek risk algısı iskonto oranını yukarı çekiyor

Nakit akımları ve büyümeler dışında, temel değerlemenin bir diğer önemli bileşeni iskonto oranlarının 2022 yılındaki seyri de dalgalı bir seyir izlemeye namzettir. Elbette, iskonto oranları her yatırımcı için öznellik gösterebilecekse de, genel kabul görmüş ana bileşenleri, risksiz getiri oranı ve risk primi oranlarının, 2022 yılına girerken 2021 yılının başlangıcına göre çok daha arttığını görüyoruz.

Şu kadar ki, risksiz getiri oranı için en sık başvuru, 10 yıllık uzun vadeli tahvil faizi, 2021'in başındaki %13'lük seviyesinden şu an yaklaşık %25'e yükselmişken, Türkiye'nin ülke risk primi CDS'ler yaklaşık 570 puan seviyesine artmıştır. Türkiye'nin halihazırda, aynı CDS oranlarına sahip olduğu ülkelerle aynı kümede yer almasını orta ve uzun vade için kabul edilebilir bulmasak da, bu oranının 2018'den itibaren yıllık ortalamasının 390 baz puan olduğunu ve şu an da 570bp'den işlem gördüğü gerçeğini değiştirmiyor. Diğer her şey aynı kalmak kaydıyla, halihazırda %30 olarak dikkate aldığımız sermaye maliyetimizi 1 puan arttırsaydık, endeks için %40 olan ortalama artış beklentimiz %33'e düşerdi.

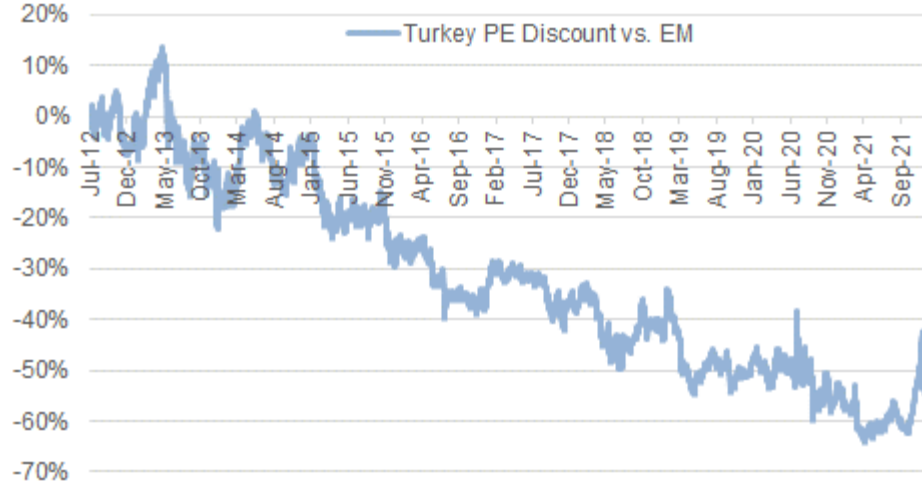
Çok mu ucuzuz?

MSCI Türkiye endeksinin, gelişmekte olan ülkelerin istikrarlı şekilde geri kalması sonrası, halihazırda BIST'in işlem gördüğü çarpanlar, hem cari hem de ileriye dönük, hem rakiplerine hem de kendi geçmişine göre iskontolu. İskontonun boyutu ileriye dönük F/K çarpanına göre %50 oldu. Bu iskuntoları anlaşılabilir bulmakla ve yakın vadede makro riskler görece azalmadığı müddetçe ortadan kalkmayacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, bu seviyelerin bir çok hisse için orta ve uzun vadeli yatırımcılar açısından alım için uygun olduğu kanaatindeyiz.

Öte yandan, mevcut değerlemeleri ucuz bulmakla beraber, piyasada sıkça dile getirildiği ve manşet değerlerin ifade ettiği kadar da ucuz olmadığı ve sağlıklı bir değerlendirme için daha önce dile getirdiğimiz iskonto oranlarındaki artışın gözden kaçırılmaması gerektiği düşüncesindeyiz. Şöyle ki, ilgili piyasa çarpanlarını, aynı dönemdeki risksiz getiri oranı ve risk primleri dikkate alarak incelediğimizde, mevcut değerlemelerin halen iskontolu olduğunu ancak manşet değerler kadar olmadığını hesaplıyoruz.

Hisse senetlerinin enflasyona karşı reel getiri sağlama potansiyeli, 2022 yılı için daha önce dile getirdiğimiz üzere, endekse dair olumlu görüşümüzün ana unsurunu oluşturuyor. Eğer enflasyon canlanan ekonomik hareketlilik nedeniyle olsaydı, değerlemeler üzerindeki bu baskı hakkında çok daha az endişeli olur ve nakit akımlarındaki artışa daha çok oadaklanabilirdik. Ancak, mevcut durumda, enflasyondaki artış, ülke risk prindeki artış kaynaklı olduğu için, o tarafta bir iyileşme yaşanmadığı müddetçe BIST'in benzerlerine yönelik iskontosunu, devamlılık arz edebilir.

Grafik 15: MSCI EM vs. MSCI World (2009=100)

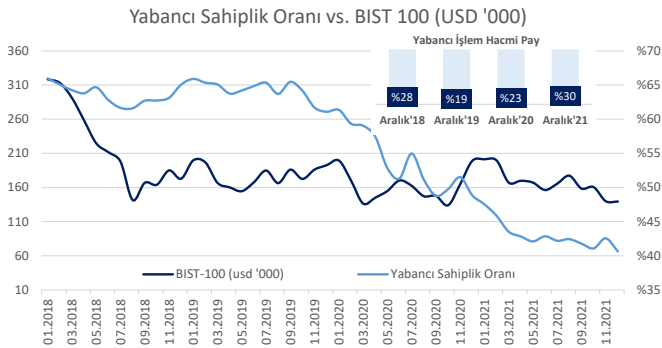


Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

- Yabancı ilgisi düşük kaldıkça kendi kendimize yeter miyiz?

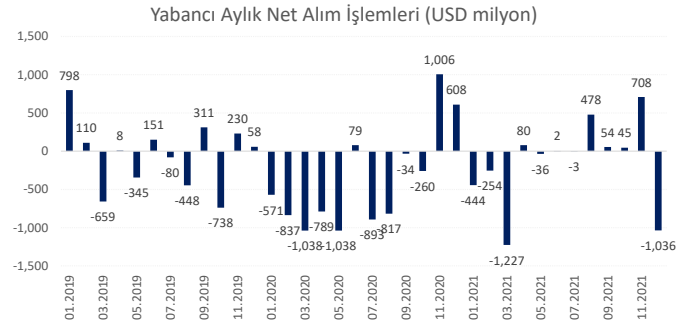
BIST'e yabancı yatırımcı ilgisi 2021 yılında da azaldı ve yılın tamamında USD1,6 milyar çıkış oldu. TL'nin görünümüne ilişkin endişeler azalmadığı ve TCMB rezervleri birikmediği sürece, mevcut seviyelerde uzun soluklu para girişleri düşük bir ihtimal olarak kalabilir ve hatta daha fazla para çıkışı görmemiz de mümkün olabilir. Dolayısıyla, BIST'te 2022 yılında da yurt içi yatırımcıların ana belirleyici olmasını bekliyoruz.

Grafik 16: Yabancı Yatırımcı Sahiplik Oranı



Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankası

Grafik 17: Yabancı- Aylık net alış (satış) USDm'n



Kaynak: Bloomberg, Merkez Bankası

Yurt içi yatırımcıların BIST'e olan ilgisinin ana belirleyicisi, başta, en sık kullanılan vadeli mevduat olmak üzere, alternatif yatırım araçlarının getirisidir.

Tarih, BIST'in son beş yılın yılın, dördünde, nominal olarak değer kazandığını; dördünde de reel getiri sağladığını söylüyor. Bu karşılaştırma kümesi olarak ele aldığımız diğer Yatırım enstrümanlarına göre daha başarılı bir performans işaret ediyor. Geçmişin tekrar edeceğinin bir garantisi yoksa da, yüksek enflasyonist ve eksi reel faiz ortamında, yerli yatırımcıların, hele ki hisse senetlerinin toplam hane halkı finansal varlıkları içerisindeki payı %7 ile sınırlıyken, BIST'e olan ilgilerinin azalması için de, bize göre bir neden bulunmamaktadır.

Yatırımcı kompozisyonundaki yerli payının artmasının BİST'teki hisse performansları üzerinde doğrudan etki yaptığını son dönemlerde tecrübe ettik. Yerli ve yabancı yatırımcının yatırım vadesi ve hisse seçimi stratejileri arasındaki farklılıklar ve yerli yatırımcının, fiyat hareketlerinin daha sert olduğu küçük sermayeli şirketlere meyyal olması, 2020 yılında BIST-100 dışındaki hisselerin çok daha yüksek performans göstermesini sağlarken, 2021 yılında, kısmen rekor sayıdaki halka arzların da etkisiyle, dağılan ilgi bu farklılığı azalttı ancak tamamen ortadan kaldıramadı. Önümüzdeki dönemde yerli ve yabancı yatırımcının yaklaşımında temel bir değişiklik öngörmemeye devam ediyoruz ve yabancı sermaye girişi olmaya başladığı takdirde görece daha büyük şirketlerin olumlu etkilenmesini bekliyoruz.

Model Portföy

En Çok Tercih Ettiğimiz Hisseler:

Koza Altın, Coca Cola İçecek, Alarko Holding, Tüpraş, Ford Otosan, Garanti Bankası, Akbank, Aksa Enerji, Arçelik ve Türk Hava Yolları.

Koza Altın: 1) KOZAL tamamı döviz bazlı satışları sayesinde TL'nin değer kaybından BIST'te en olumlu etkilenen hisselerden biri durumunda, 2) KOZAL/Gram Altın oranının mevcut 0,15 düzeyi son üç yılın ortalamasına göre -2*standard sapmaya yakın bir bölgede, 3) TL'nin değer kaybı, bilançosunda 9A21 itibarıyla 1,5 milyar TL döviz uzun pozisyon taşıyan şirketin, güçlü olmasını beklediğimiz 4Ç21 finansallarında net karlılığı da destekleyecektir, 4) Önümüzdeki yıllar için ise Karapınar ve Mollakara projelerinin de devreye girmesiyle şirketin üretiminde artış bekliyoruz, 5) Hisse 2022 tahminlerimize göre 2,1x FD/VAFÖK ve 4,6x F/K çarpanlarından işlem görmektedir ki, bize göre oldukça cazip seviyelerdir.

Coca Cola İçecek: 1) Şirketin özellikle yurt dışı faaliyetlerindeki yüksek büyümeyi, Özbekistan (CCBU) pazarına girişini ve yüksek nakit yaratma kabiliyetini (9A21 itibarıyla 0,5x Net Borç/VAFÖK oranı) beğenmeye devam ediyoruz, 2) Bunlara ek olarak %60 paya sahip yurt dışı operasyonların TL'deki değer kaybına karşı önemli bir koruma sağladığı görüşündeyiz, 3) Şirketin 2021-24 döneminde yıllık ortalama %40 satış ve VAFÖK büyümesi ve yüksek tek haneli hacim yükselişi yakalamasını bekliyoruz 4) 2022 tahminlerimiz üzerinden 3,6 FD/VAFÖK ve 7,1 F/K çarpanlarını hissede yatırım açısından önemli bir fırsat olarak değerlendiriyoruz.

Alarko Holding: 1) Şirket elektrik üreticileri için mevcut avantajlı ortamdan en çok faydalananlar arasında yer alıyor. 2022'de kömür santralinin kombine bazda yaratmasını beklediğimiz yaklaşık 400 milyon dolar VAFÖK sayesinde şirketin yatırımcılar açısından tedirginlik yaratan döviz açık pozisyonunu ve borçluluğunu da bu yıl ciddi oranda azaltmasını bekliyoruz, 2) Meram elektrik dağıtım bölgesinin güçlü nakit yaratma potansiyelini beğenmeye devam ediyoruz, 3) Özellikle elektrik üretim ve dağıtım alanlarında yaratılacak faaliyet karlılığı sayesinde net karın bu yıl 2021 için beklentimiz olan 202 milyon TL'den 1,8 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Bu da 2022 için F/K'yı 3,0x gibi son derece cazip bir seviyeye getiriyor.

Tüpraş: 1) Orta Distilat ürün talebindeki devam eden iyileşme, 2) Brent'e göre genişleyen ağır-ham petrol fiyat farkları ve 3) Cazip FD/VAFÖK çarpanı. Hisse 2022 tahminlerimize göre 3.9x FD/VAFÖK ile işlem görüyor ve aşağı yönlü risklerin bu seviyelerden sınırlı olduğunu düşünüyoruz.

Ford Otosan: 1) Özellikle elektrikli araç yatırımı uzun vadede çok önemli bir ek yaratıyor, 2) Bunun yanı sıra 2021 sonu itibarıyla toplam içinde yaklaşık %80 paya sahip ihracat satışları da TL'nin değer kaybettiği ortamda şirkete olumlu yansıyor, 3) Şirketin orta vadede hem Türkiye'de hem Avrupa'da daha hızlı büyümesini beklediğimiz hafif ticari araç segmentindeki güçlü varlığını da olumlu buluyoruz, 4) Hissenin 2022 tahminlerimiz üzerinden işlem gördüğü 8,1x olan FD/VAFÖK ve 9,8x F/K çarpanlarının elektrikli araç yatırımının potansiyelini yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

Garanti Bankası: 1) İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları 2) BBVA'nın gönüllü pay alım teklifi piyasa koşullarında oynaklık olması halinde hissede aşağı yönlü riskleri sınırlandıracaktır. 3) Sürdürülebilir ve rakiplerinin üzerinde özkaynak karlılığı gelişimi. Bankanın 2022 yılında yaklaşık %19 gibi yüksek bir seviyede özkaynak karlılığı elde etmesini öngörüyoruz ve 2022 tahminlerimiz ışığında 0.6x PD/DD ve 3.3x F/K gibi cazip çarpanlardan işlem görmektedir.

Akbank: 1) Güçlü sermaye oranları. 2) İhtiyatlı aktif kalitesi tamponları. 3) Cazip değerlendirme çarpanları. Bankanın 2022 yılında yaklaşık %17 gibi yüksek bir seviyede özkaynak karlılığı elde etmesini öngörüyoruz ve 2022 tahminlerimiz ışığında 0.5x PD/DD ve 3x F/K gibi cazip çarpanlardan işlem görmektedir.

Aksa Enerji: 1) Güçlü organik büyüme görünümü, 2) İnorganik büyüme fırsatları, 3) Zayıf TL'den faydalanması ve 4) Güçlü finansal pozisyon. 2022 tahminlerimize göre hisse 3.6x FD/VAFÖK ve 5.8x F/K ile işlem görüyor, bu da 3 yıllık tarihsel çarpanlara kıyasla sırasıyla %34 ve %57 oranında iskontoya işaret ediyor

Arçelik: Hisseyi özellikle 2022 yılındaki güçlü büyüme görünümü nedeniyle model portföyümüze ekliyoruz. Büyümenin altında yatan nedenler ise; 1) yurt dışı faaliyetlerinde beklediğimiz organik hacim artışı, i2) TL'deki değer kaybının olumlu yansımaları, ve inorganik (geçen yıl alınan Hitachi ve Whirlpool Türkiye fabrikasının etkilerinden kaynaklanan) hacim artışı. 2022 yılında satışların Euro bazlı yaklaşık %12 ve TL bazlı %78 büyümesini bekliyoruz. Tahminlerimiz ışığında hisse mevcut seviyelerden 2022T 4,4x FD/VAFÖK ve 7,0x F/K gibi cazip çarpanlardan işlem görüyor.

Türk Hava Yolları: 1) Kovid-19 ile ilgili kısıtlamaların tamamen kaldırılmasından sonra 2022'den başlayarak şirketin karlı büyümesinde hızlanma beklentimiz 2) Taşıyıcının düşük birim gider (CASK) performansı, küresel emsallerine karşı başlıca rekabet avantajıdır ve Covid sonrası uygulamalar, faydalarını fazlasıyla haklı çıkarmaktadır. 3) Filo genişletme programında yapılan ertelemeler ve iadeler borçluluk endişelerini görece azaltmıştır 4) etkileyici kargo performansı 2022'de görece azalabilecekse de, potansiyeli halen yüksektir 5) 2022 yazı için beklediğimiz güçlü trafiğin TL'nin ucuzlamasıyla daha da artacaktır.

Bu raporla birlikte Aselsan'ı %6'lık relatif performansı sonrası kar realizasyonu amacıyla portföyümüzden çıkarırken Logo Yazılım'ı ve Mavi Giyim'i hisselerin %20 negatif relatif getiri limit kuralımızı aşmalarından ötürü zarar kes yaparak portföyümüzden çıkarıyoruz.

Model Portföy Performans

Şirket	Kod	Portföy Giriş Tarihi	Giriş Fiyatı	Cari Fiyat	Nominal Getiri	BIST-100 Rel. Getiri
Koza Altın İşletmeleri	KOZAL	25.05.2018	49.18	125.50	155.2%	27.5%
Aselsan	ASELS	12.02.2020	13.44	24.20	80.0%	5.6%
Coca Cola İçecek	CCOLA	28.02.2020	41.94	102.70	144.8%	29.5%
Alarko Holding	ALARK	14.01.2021	9.78	12.42	27.0%	-3.6%
Tüpraş	TUPRS	04.06.2021	103.15	187.10	81.4%	26.9%
Logo Yazılım	LOGO	08.07.2021	38.76	41.90	8.1%	-27.0%
Mavi Giyim	MAVI	15.09.2021	63.38	70.75	11.6%	-22.0%
Ford Otosan	FROTO	28.10.2021	183.82	252.70	37.5%	2.2%
Garanti Bankası	GARAN	10.12.2021	11.78	11.74	-0.3%	-0.9%
Akbank	AKBNK	21.12.2021	7.63	7.58	-0.7%	-4.1%
Aksa Enerji	AKSEN	28.12.2021	10.15	10.95	7.9%	-1.1%
Model Portföy Getiri (Başlangıçtan İtibaren) (*)					501.5%	124.7%
Model Portföy Getiri (2022)					4.9%	-1.1%
BIST-100 Getiri (*)					140.6%	
BIST-100 Getiri (2022)					6.2%	

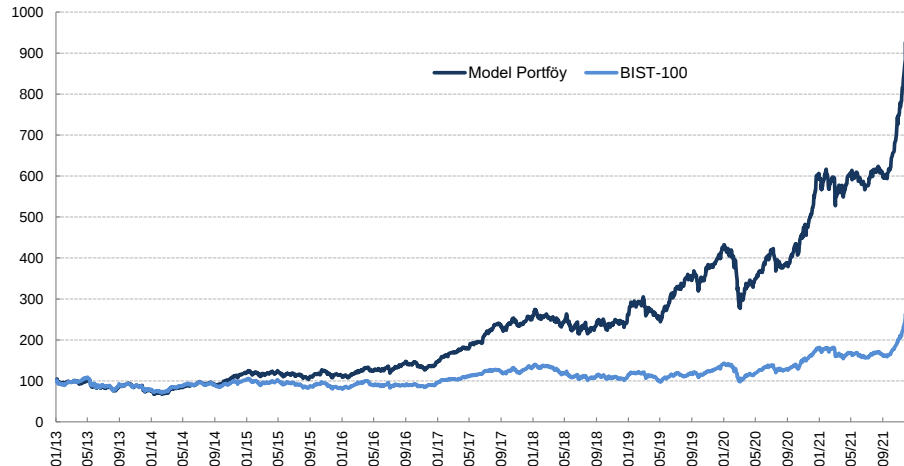
Kaynak: YKY Araştırma; * 20/01/2013'den itibaren

Model Portföy Önerileri

Şirket	Kod	Piyasa Değeri (TLmn)	3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	Cari Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
Koza Altın İşletmeleri	KOZAL	19,139	763.7	125.50	202.70	62%
Coca Cola İçecek	CCOLA	26,124	52.4	102.70	184.00	79%
Alarko Holding	ALARK	5,403	114.1	12.42	23.30	88%
Tüpraş	TUPRS	46,853	954.0	187.10	265.00	42%
Ford Otosan	FROTO	88,675	565.2	252.70	374.40	48%
Garanti Bankası	GARAN	49,308	3,114.5	11.74	16.50	41%
Akbank	AKBNK	39,416	1,045.8	7.58	10.40	37%
Aksa Enerji	AKSEN	13,428	97.9	10.95	17.50	60%
Arçelik	ARCLK	35,442	265.2	52.45	78.70	50%
Türk Hava Yolları	THYAO	36,846	2,396.1	26.70	41.70	56%

Kaynak: YKY Araştırma

Model Portföy Performans vs. BIST-100 Endeksi



Hedef Fiyat ve Öneri Değişiklikleri

(TL)	Tavsiyeler			Hedef Fiyat		
	Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Δ
AKBNK	AL	AL		8.8	10.4	18%
GARAN	AL	AL		14.6	16.5	13%
HALKB	TUT	TUT		5.1	5.2	2%
ISCTR	AL	AL		8.5	10.2	20%
VAKBN	TUT	TUT		4.3	4.4	2%
ALBRK	EAG	EAG		1.4	1.5	7%
TSKB	TUT	AL	AL	1.8	2.0	13%
AKGRT	AL	TUT	TUT	10.0	11.0	10%
ANHYT	AL	AL		12.8	16.0	25%
AGESA	TUT	TUT		23.0	26.0	13%
TURSG	AL	AL		6.4	7.0	10%
AEFES	AL	AL		30.8	52.1	69%
AKSA	AL	TUT	TUT	21.7	40.5	87%
AKSEN	AL	AL		12.4	17.5	41%
ALARK	AL	AL		14.5	23.3	61%
ARCLK	AL	AL		43.6	78.7	81%
ASELS	AL	AL		22.4	32.9	47%
AYGAZ	AL	TUT	TUT	18.0	30.2	68%
BIMAS	AL	AL		86.0	105.0	22%
BIZIM	TUT	TUT		13.5	16.5	22%
CCOLA	AL	AL		111.2	184.0	66%
ENKAI	AL	AL		18.7	23.1	24%
EREGL	AL	AL		24.6	42.4	72%
FROTO	AL	AL		270.0	374.4	39%
KOZAA	AL	AL		21.7	29.0	34%
KOZAL	AL	AL		190.0	202.7	7%
KRDMD	AL	AL		11.0	16.7	52%
LOGO	AL	AL		51.5	69.5	35%
MAVI	AL	AL		97.9	97.9	0%
MGROS	AL	AL		47.0	60.0	28%
OTKAR	AL	TUT	TUT	383.5	435.2	13%
PETKM	AL	AL		8.2	13.1	60%
PGSUS	TUT	TUT		79.0	130.0	65%
SOKM	AL	AL		15.0	19.3	29%
TAVHL	TUT	TUT		30.3	48.0	58%
TCELL	AL	TUT	TUT	20.6	22.2	8%
THYAO	AL	AL		19.2	41.7	117%
TOASO	AL	AL		73.1	112.4	54%
TTKOM	AL	AL		14.1	14.6	3%
TUPRS	AL	AL		187.0	265.0	42%
ULKER	AL	AL		27.9	27.0	-3%

EAG: ENDEKS ALTI GETİRİ

İnceleme Kapsamımızdaki Tahmin Değişiklikleri

(TL)	Net Satışlar			FAVÖK			Net Kar		
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
Banka							0%	-7%	-1%
Sigorta							0%	9%	17%
Sanayi	0%	4%	37%	-1%	12%	37%	-5%	10%	30%
AKBNK							0%	-4%	8%
GARAN							0%	-5%	7%
HALKB							0%	-32%	-47%
ISCTR							0%	0%	7%
VAKBN							0%	-24%	-28%
ALBRK							0%	25%	13%
TSKB							0%	-7%	-5%
AKGRT							0%	12%	14%
ANHYT							0%	12%	33%
AGESA							0%	10%	11%
TURSG							0%	6%	12%
AEFES	0%	14%	58%	0%	11%	48%	0%	-30%	-2%
AKSA	0%	7%	78%	0%	18%	84%	0%	47%	75%
AKSEN	0%	7%	53%	0%	6%	43%	0%	4%	56%
ALARK	0%	5%	16%	0%	0%	22%	0%	-76%	60%
ARCLK	0%	15%	74%	0%	6%	63%	0%	-1%	49%
ASELS	0%	-12%	27%	0%	-5%	29%	-5%	48%	44%
AYGAZ	0%	-4%	45%	0%	37%	37%	a.d.	48%	24%
BIMAS	0%	2%	21%	0%	6%	22%	0%	-8%	23%
BIZIM	0%	10%	26%	0%	32%	40%	0%	15%	70%
CCOLA	0%	16%	67%	0%	14%	57%	0%	7%	60%
ENKAI	0%	-7%	25%	0%	-7%	25%	0%	-4%	15%
EREGL	0%	25%	83%	0%	25%	105%	0%	25%	108%
FROTO	0%	-11%	20%	0%	-12%	23%	0%	-14%	22%
KOZAL	0%	-4%	0%	0%	-5%	-3%	0%	2%	-1%
KRDMD	0%	16%	76%	0%	21%	72%	0%	30%	75%
LOGO	0%	6%	23%	0%	7%	18%	0%	5%	7%
MAVI	0%	2%	9%	0%	5%	5%	0%	3%	-1%
MGROS	0%	7%	24%	0%	19%	30%	a.d.	-55%	45%
OTKAR	0%	3%	-3%	0%	-3%	-29%	0%	6%	-10%
PETKM	0%	37%	84%	0%	55%	99%	0%	136%	142%
PGSUS	0%	4%	43%	0%	10%	42%	a.d.	a.d.	43%
SOKM	0%	4%	21%	0%	6%	18%	0%	-49%	5%
TAVHL	0%	-10%	32%	0%	5%	38%	a.d.	185%	42%
TCELL	0%	3%	15%	0%	5%	10%	0%	-8%	-6%
THYAO	0%	10%	52%	0%	20%	43%	a.d.	65%	20%
TOASO	0%	-10%	18%	-27%	7%	38%	-39%	1%	28%
TTKOM	0%	0%	1%	3%	0%	-1%	0%	-2%	-13%
TUPRS	0%	-5%	26%	0%	37%	45%	a.d.	-55%	-14%
ULKER	0%	9%	20%	0%	12%	38%	0%	a.d.	-60%

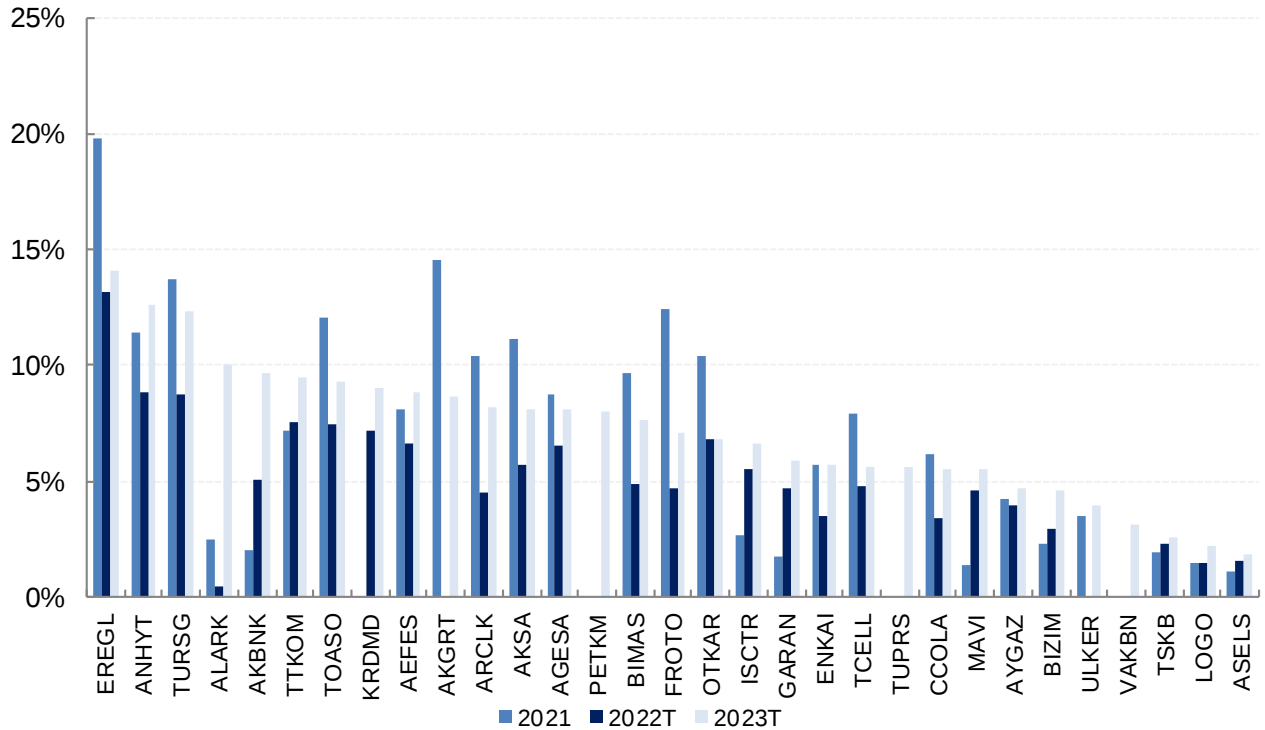
İnceleme Kapsamımızdaki Büyüme Oranları

	Net Satışlar			Net Kar			FAVÖK		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Banka				31%	30%	26%			
Sigorta				10%	25%	26%			
Sanayi	58%	65%	26%	199%	39%	39%	89%	43%	27%
AKBNK				59%	33%	21%			
GARAN				87%	29%	14%			
HALKB				-64%	49%	73%			
ISCTR				41%	21%	32%			
VAKBN				-36%	47%	49%			
ALBRK				-54%	56%	62%			
TSKB				37%	14%	24%			
AKGRT				-3%	16%	35%			
ANHYT				24%	43%	25%			
AGESA				72%	24%	19%			
TURSG				-8%	18%	28%			
AEFES	40%	64%	22%	15%	108%	41%	40%	61%	29%
AKSA	99%	70%	19%	128%	42%	38%	50%	68%	20%
AKSEN	74%	99%	22%	130%	114%	41%	59%	96%	27%
ALARK	100%	31%	40%	-75%	a.d.	48%	52%	41%	16%
ARCLK	66%	78%	28%	3%	72%	31%	37%	81%	34%
ASELS	26%	88%	36%	91%	18%	18%	24%	79%	35%
AYGAZ	39%	50%	16%	a.d.	19%	74%	86%	8%	26%
BIMAS	26%	45%	27%	0%	56%	28%	22%	37%	27%
BIZIM	29%	33%	21%	20%	56%	-4%	52%	24%	20%
CCOLA	49%	70%	26%	70%	76%	43%	45%	62%	26%
ENKAI	96%	67%	18%	33%	34%	50%	134%	44%	20%
EREGL	96%	49%	15%	373%	20%	-16%	270%	18%	-13%
FROTO	31%	70%	33%	25%	72%	25%	25%	74%	41%
KOZAL	29%	72%	42%	66%	39%	36%	16%	73%	46%
KRDMD	92%	58%	15%	a.d.	26%	-7%	269%	24%	-8%
LOGO	41%	52%	37%	84%	49%	43%	56%	50%	40%
MAVI	87%	35%	19%	a.d.	29%	20%	148%	33%	18%
MGROS	27%	37%	23%	a.d.	406%	16%	40%	30%	19%
OTKAR	49%	39%	27%	37%	3%	27%	25%	2%	30%
PETKM	145%	19%	28%	444%	-31%	10%	279%	-8%	18%
PGSUS	119%	133%	41%	a.d.	a.d.	138%	428%	193%	53%
SOKM	33%	41%	30%	-36%	142%	41%	30%	35%	30%
TAVHL	122%	124%	40%	a.d.	30%	114%	a.d.	145%	51%
TCELL	20%	29%	18%	-3%	17%	17%	19%	25%	21%
THYAO	101%	113%	36%	a.d.	-8%	174%	205%	46%	60%
TOASO	26%	70%	34%	62%	56%	25%	42%	67%	30%
TTKOM	17%	25%	19%	52%	26%	28%	22%	18%	19%
TUPRS	111%	74%	22%	a.d.	206%	155%	a.d.	43%	27%
ULKER	26%	24%	14%	a.d.	a.d.	131%	29%	38%	13%

YKY Temettü Tahminleri

Temettü Verimi (%)	2021	2022T	2023T
EREGL	19.8%	13.2%	14.1%
ANHYT	11.4%	8.8%	12.6%
TURSG	13.7%	8.7%	12.4%
ALARK	2.5%	0.5%	10.0%
AKBNK	2.0%	5.1%	9.7%
TTKOM	7.2%	7.5%	9.5%
TOASO	12.1%	7.4%	9.3%
KRDMD	0.0%	7.1%	9.0%
AEFES	8.1%	6.6%	8.8%
AKGRT	14.5%	0.0%	8.7%
ARCLK	10.4%	4.5%	8.2%
AKSA	11.1%	5.7%	8.1%
AGESA	8.8%	6.5%	8.1%
PETKM	0.0%	0.0%	8.0%
BIMAS	9.7%	4.9%	7.7%
FROTO	12.4%	4.7%	7.1%

Temettü Verimi (%)	2021	2022T	2023T
OTKAR	10.4%	6.8%	6.8%
ISCTR	2.7%	5.5%	6.6%
GARAN	1.7%	4.7%	5.8%
ENKAI	5.7%	3.5%	5.7%
TCELL	8.0%	4.8%	5.6%
TUPRS	0.0%	0.0%	5.6%
CCOLA	6.1%	3.4%	5.6%
MAVI	1.3%	4.6%	5.5%
AYGAZ	4.2%	4.0%	4.7%
BIZIM	2.3%	2.9%	4.6%
ULKER	3.5%	0.0%	4.0%
VAKBN	0.0%	0.0%	3.1%
TSKB	2.0%	2.3%	2.6%
LOGO	1.4%	1.5%	2.2%
ASELS	1.1%	1.5%	1.8%



YKY İnceleme Kapsamındaki Şirketler

Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)			FD/VAFÖK (x) (F/DD Bankalar için)		
							TLmn	USDmn	20	21T	22T	20	21T	22T
AEFES	29.60	52.10	76%	AL	1,277	32	17,526	1,277	15.3	15.1	9.0	5.8	5.6	4.5
AKBNK	7.58	10.40	37%	AL	2,873	52	39,416	2,873	5.1	3.1	3.0	0.5	0.4	0.5
AKGRT	9.14	11.00	20%	TUT	204	28	2,797	204	4.9	6.0	5.8	1.9	2.1	1.6
AKSA	35.00	40.50	16%	TUT	826	37	11,331	826	5.8	6.1	7.9	3.8	5.3	5.6
AKSEN	10.95	17.50	60%	AL	979	21	13,428	979	6.7	7.5	5.8	3.5	4.6	3.6
ALARK	12.42	23.30	88%	AL	394	26	5,403	394	3.0	21.6	3.0	3.0	5.0	2.8
ALBRK	1.84	1.50	-18%	EAG	181	22	2,484	181	8.2	20.3	13.5	0.5	0.6	0.6
ANHYT	11.92	16.00	34%	AL	374	17	5,126	374	6.1	6.7	5.5	2.0	2.4	1.9
ARCLK	52.45	78.70	50%	AL	2,583	25	35,442	2,583	5.1	8.0	7.3	3.8	5.5	4.4
ASELS	24.20	32.90	36%	AL	4,022	26	55,176	4,022	7.9	4.5	5.5	8.9	8.4	7.2
AGESA	23.50	26.00	11%	TUT	308	20	4,230	308	8.6	6.8	6.8	3.7	3.6	2.9
AYGAZ	24.78	30.20	22%	TUT	542	24	7,434	542	a.d.	7.5	9.5	9.9	7.0	9.7
BIMAS	71.35	105.00	47%	AL	3,158	60	43,324	3,158	14.4	15.7	10.6	7.9	7.5	5.9
BIZIM	12.93	16.50	28%	TUT	57	46	776	57	22.3	17.7	10.9	2.2	1.2	1.4
COLLA	102.70	184.00	79%	AL	1,904	25	26,124	1,904	9.4	9.9	7.1	3.9	4.8	3.6
ENKAI	15.26	23.10	51%	AL	6,229	12	85,456	6,229	7.8	9.3	10.6	1.3	a.d.	1.3
EREGL	30.50	42.40	39%	AL	7,781	48	106,750	7,781	9.9	4.2	5.7	3.7	2.3	3.6
FROTO	252.70	374.40	48%	AL	6,463	18	88,675	6,463	6.9	12.4	9.8	5.4	9.9	8.1
GARAN	11.74	16.50	41%	AL	3,594	48	49,308	3,594	5.8	3.3	3.3	0.6	0.5	0.6
HALKB	4.72	5.20	10%	TUT	851	23	11,676	851	4.2	12.6	8.3	0.3	0.3	0.3
ISCTR	7.79	10.20	31%	AL	2,555	31	35,055	2,555	3.7	2.7	3.0	0.4	0.3	0.4
KOZAA	20.72	29.00	40%	AL	586	44	8,041	586	-	-	-	-	-	-
KOZAL	125.50	202.70	62%	AL	1,395	29	19,139	1,395	6.5	5.9	4.6	3.0	4.0	2.2
KRDMD	11.55	16.70	45%	AL	657	89	9,012	657	61.8	2.8	3.3	3.7	1.6	1.8
LOGO	41.90	69.50	66%	AL	305	65	4,190	305	18.4	18.9	13.5	10.7	13.5	9.3
MAVI	70.75	97.90	38%	AL	256	73	3,513	256	a.d.	9.2	8.7	7.1	3.6	3.2
MGROS	43.00	60.00	40%	AL	567	51	7,785	567	a.d.	54.9	12.4	4.6	3.4	2.8
OTKAR	365.00	435.20	19%	TUT	639	27	8,760	639	6.1	9.7	9.9	7.7	11.1	11.5
PETKM	9.65	13.10	36%	AL	1,783	37	24,457	1,783	8.0	2.7	6.0	7.8	2.8	4.8
PGSUS	105.80	130.00	23%	TUT	789	36	10,823	789	a.d.	a.d.	5.4	43.6	13.7	7.0
SOKM	14.21	19.30	36%	AL	634	47	8,696	634	25.7	44.1	20.8	4.0	3.4	2.7
TAVHL	38.50	48.00	25%	TUT	1,019	48	13,986	1,019	a.d.	16.8	19.9	a.d.	15.5	10.1
TCELL	19.54	22.22	14%	TUT	3,133	54	42,988	3,133	7.7	8.7	8.9	3.4	3.2	2.8
THYAO	26.70	41.70	56%	AL	2,686	50	36,846	2,686	a.d.	2.1	4.3	15.2	7.5	6.3
TOASO	85.05	112.40	32%	AL	3,100	24	42,525	3,100	6.9	7.6	9.4	4.9	6.0	7.2
TSKB	1.56	2.04	31%	AL	318	39	4,368	318	5.1	4.0	3.8	0.6	0.6	0.5
TTKOM	10.96	14.62	33%	AL	2,796	13	38,360	2,796	8.2	5.6	6.3	3.2	2.9	3.2
TUPRS	187.10	265.00	42%	AL	3,415	49	46,853	3,415	a.d.	23.1	12.5	a.d.	4.0	3.9
TURSG	5.25	7.00	33%	AL	444	18	6,098	444	3.1	6.2	4.8	1.0	1.6	1.3
ULKER	18.47	27.00	46%	AL	460	39	6,317	460	7.7	a.d.	8.4	5.5	6.6	4.1
VAKBN	3.82	4.40	15%	TUT	1,087	16	14,919	1,087	3.2	4.6	3.2	0.3	0.3	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma, * 10 Ocak 2022 kapanış fiyatları ile güncellenmiştir. EAG: ENDEKS ALTI GETİRİ

TL'deki Değer Kaybının Olası Etkileri

Şirket	Ticker	Operasyonel Etki (*)	Operasyonel Olmayan Etki (*)	Net Kar Değişim	COE 1 Puan Düşerse Hedef Fiyat Değişim	Analist Yorumu
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	↑	↓	↓	9%	Yurt dışı faaliyetleri operasyonel olarak TL'deki değer kaybından faydalanan bilançodaki kısa pozisyon nedeniyle net kar bir miktar olumsuz etkileniyor.
Akbank	AKBNK	↓	↓	↓	8%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif. Ticari/kur sonuçları ise hedge amaçlı tutulan uzun döviz pozisyonları sayesinde pozitif.
Aksa	AKSA	↑	→	↑	6%	Gelirlerin neredeyse tamamı ve maliyetlerin %70'i dolar bazında olduğundan, TL'nin USD karşısında değer kaybetmesinden karlılığı ve operasyonel marjları olumlu etkileniyor.
Aksa Enerji	AKSEN	↑	↑	↑	6%	Kuzey Kıbrıs ve Afrika operasyonları nedeniyle Şirket'in VAFÖK'ünün %73'ünü yabancı para oluşturmaktadır. Bundan dolayı operasyonel açıdan zayıf TL'den faydalanmaktadır.
Aksigorta	AKGRT	↓	↑	→	10%	Uzun döviz pozisyonu olmakla birlikte motor branşları için operasyonel olarak negatif
Alarko Holding	ALARK	↑	↓	↓	6%	Özellikle 2022 yılıyla birlikte döviz açık pozisyonunda beklediğimiz düşüşle birlikte net karın TL'deki değer kaybından çok daha az etkilenmesini bekliyoruz.
Albaraka Türk Katılım Banka	ALBRK	↓	↓	↓	9%	Aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
Anadolu Hayat Emek.	ANHYT	→	↑	↑	7%	Net uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır
Arçelik	ARCLK	↑	→	↑	7%	Yurt dışı satışların payının bu yıl %70'in üzerine çıkmasını bekliyoruz. İhracatın artan ağırlığıyla birlikte şirket TL'deki değer kaybından daha fazla olumlu etkilenecektir.
Aselsan	ASELS	↑	↑	↑	8%	Hem bilançoda taşınan 5,9 milyar TL döviz uzun pozisyonu hem de faaliyetlerin ağırlıklı döviz bazlı olması sayesinde şirket TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor.
Agesa Hayat Emeklilik	AGESA	→	↑	↑	7%	Uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır
Aygaz	AYGAZ	↑	↑	↑	2%	Şirket'in satışları USD bazlıdır, bundan dolayı zayıf TL'den faydalanan şirketler arasındadır.
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	↑	↑	↑	14%	Bim'in doğrudan kur riski, yurtdışı operasyonlarının sonuçlarının TL'ye çevrim aşamasında ve elindeki uzun döviz pozisyonun değerlendirilmesi aşamasında doğmaktadır. Toplam etki ihmal edilebilir boyuttadır.
Bizim Toptan Satış Mağazaları	BİZİM	→	→	→	5%	Bizim Toptan herhangi manalı ve doğrudan bir kur riski taşımamaktadır.
Coca Cola İçecek	CCOLA	↑	→	↑	8%	Bilançodaki pozisyonu nedeniyle TL'deki değer kaybından hafif olumlu etkilense de yurt dışı operasyonlarının giderek artan payı sayesinde şirket nette TL'deki değer kaybından olumlu etkilenenler arasında yer alıyor.
Enka İnşaat	ENKAI	↑	↑	↑	4%	Hem 5,0 milyar dolar net nakit pozisyonu hem de faaliyetlerinin yabancı para cinsinden olması sayesinde şirket TL'deki değer kaybına karşı çok iyi bir koruma sağlıyor.

Kaynak: YKY Araştırma (*) Tüm hesaplamalarımız kendi varsayımlarımız altında ve tek bir değişkene bağlı kalarak hesaplanmıştır ve gerçekleşecek değerlerden farklılık gösterebilir

TL'deki Değer Kaybının Olası Etkileri

Şirket	Ticker	Operasyonel Etki (*)	Operasyonel Olmayan Etki (*)	Net Kar Değişim	COE 1 Puan Düşerse Hedef Fiyat Değişim	Analist Yorumu
Ereğli Demir Çelik	EREGL	↑	↑	↑	7%	Fonksiyonel para cinsi USD'dir. Gelirlerinin 100% yabancı para cinsinden olmasına rağmen maliyetlerin yaklaşık %75'i USD bazlı ve gerisi TL cinsindendir.
Ford Otosan	FROTO	↑	↓	↑	6%	İhracatın %80'i aşan payı sayesinde zayıf TL'den olumlu etkileniyor.
Garanti Bankası	GARAN	↓	↓	↓	8%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif. Ticari/kur sonuçları ise hedge amaçlı tutulan uzun döviz pozisyonları sayesinde pozitif.
Halk Bankası	HALKB	↓	↓	↓	9%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
İş Bankası (C)	ISCTR	↓	↓	↓	7%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
Koza Altın İşletmeleri	KOZAL	↑	↑	↑	4%	Satışlarının tümünün dolar bazlı olması ve 9A21 itibarıyla taşıdığı 1,5 milyar TL uzun pozisyonu sayesinde TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor.
Kardemir (D)	KRDMD	↑	↓	↑	4%	Satış fiyatları TL cinsinden açıklansa da USD ve AVRO ile ilişkilendirilmiştir. Bundan dolayı Şirket'in operasyonel marjı olumlu etkilenmektedir. Diğer taraftan Şirket'in az da açık döviz pozisyonu bulunmaktadır.
Logo Yazılım	LOGO	↑	↓	↑	9%	Romanya faaliyetleri sayesinde TL'deki değer kaybından operasyonel olarak hafif olumlu etkileniyor.
Mavi Giyim	MAVI	↓	↓	↓	10%	Mavi'nin YP cinsinden maliyetleri, döviz gelirlerinden daha yüksek olduğundan, zayıf TL'nin şirket marjlarına sınırlı da olsa olumsuz yansımaları bekleriz. Şirket, büyük bir kısmı hedge edilmiş 52m TL karşılığı USD ve EUR açık pozisyonu taşımaktadır. Net-net negatif
Migros	MGROS	→	→	→	15%	Migros'un geçmiş yıllarda yoğun oranda taşıdığı EUR-açık pozisyonu ortadan kalktığı için şirket halihazırda, kurdaki dalgalanmalardan statik sınırlı etkilenmektedir.
Otokar	OTKAR	↑	→	↑	7%	İhracatın yüksek payı sayesinde TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor.
Petkim	PETKM	↑	→	↑	6%	Satış fiyatları TL cinsinden verilmesine rağmen USD ve AVRO ile ilişkilendirilmiştir. Zayıf TL Şirket'in operasyonel nakitini olumlu etkilemektedir.
Pegasus Hava Taşımacılığı	PGSUS	↓	↑	↓	4%	PEGASUS'un fonksiyonel para birimi EUR'dur ve finansallar açısından UER/USD'nin seviyesi daha belirleyicidir. Bununla birlikte, şirketin TL'deki zayıflıktan operasyonel tarafa olumsuz etkilenmesini bekleriz
Şok Marketler Ticaret	SOKM	→	→	→	6%	SOK, hem gelir tablosunda hem bilançosunda ihmal edilebilir boyutta kur riski taşımaktadır.
Tav Havalimanları	TAVHL	↑	↑	↑	5%	Operasyonel tarafta TL kısa pozisyonda olan TAV bilançosunda sınırlı miktarda TL uzun pozisyondadır. Kur değişimlerinin etkisi ağırlanan yolcu kırımına göre değişebilecektir. Bununla birlikte zayıf TL, işin sonunda TAV'nin lehinedir.
Turkcell	TCELL	↑	↑	↑	2%	Yurtdışındaki operasyonları nedeniyle kurdaki değişim bir miktar etki etse de konsolide düzeyde bu etki oldukça minimaldir.
Türk Hava Yolları	THYAO	↑	↑	↑	4%	Şirketin fonksiyonel para birimi USD'dir. Zayıf TL, THY'nin operasyonel kar marjlarına olumlu yansımaktadır çünkü TL giderler içerisinde, gelirler içerisindeki payından yüksek paya sahip. Bununla birlikte, bilançoda TL uzun pozisyonda olan şirketin bu yüzden kaydedeceği değerleme farkı zararları, operasyonel taraftaki katkıyı ortadan kaldırmayacaktır.
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	↑	↓	↑	6%	İhracatın %60'ı aşan payı sayesinde TL'deki değer kaybından özellikle operasyonel bacadan olumlu etkileniyor.
T.S.K.B.	TSKB	→	↑	→	8%	Net faiz gelirleri için pozitif, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif
Türk Telekom	TTKOM	→	↑	→	2%	Şirket'in yaptığı korumalar nedeniyle finansallarında sınırlı etki olurken, operasyonlarında kur etkisi yoktur.
Tüpraş	TUPRS	↑	↓	→	5%	Zayıf TL şirket'in gelirlerinin tamamı USD olmasından dolayı operasyonel karlılığı olumlu etkilese de Şirket'in döviz açık pozisyonu nedeniyle net karı olumsuz etkilemektedir. Net-net ise etkisi yoktur.
Türkiye Sigorta	TURSG	↓	↑	→	9%	Uzun döviz pozisyonu olmakla birlikte motor branşları için operasyonel olarak negatif
Ülker	ULKER	→	↓	↓	8%	Döviz açık pozisyonu nedeniyle TL'deki değer kayıplarına karşı kırılgan durumda.
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	↓	↓	↓	9%	Net faiz gelirleri, aktif kalitesi ve sermaye oranları için negatif

Kaynak: YKY Araştırma (*) Tüm hesaplamalarımız kendi varsayımlarımız altında ve tek bir değişkene bağlı olarak hesaplanmıştır ve gerçekleşecek değerlerden farklılık gösterebilir

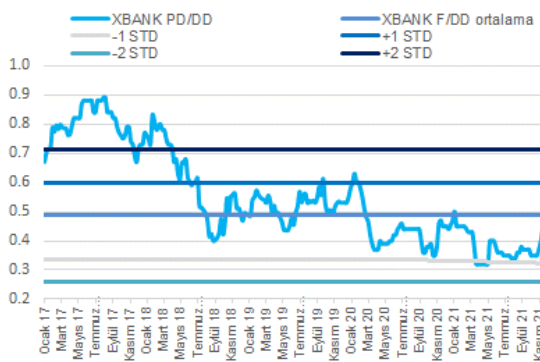
Bankalar - Makro-ekonomik görünümde belirsizliklere rağmen özel banka değerlemeleri cazip

TÜFE'nin önümüzdeki aylarda yaklaşık %40'lar seviyesinde seyretmesini bekliyoruz ve yılın son çeyreğinde %25-%30 bandına gerilemesini tahmin ediyoruz. Politika faizinin ise sabit kalmasını öngörüyoruz. Güncel makro ekonomik konjektürün bankaların marjlarını destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Bu olumlu görüşümüzün en temel etkenleri: i) bankaların yüksek tutarda TÜFE'ye endeksli tahviller taşımaları, ii) düşük politika faizi ve swap oranları, iii) yüksek seyreden TL kredi faizlerinin marjları desteklemesi olarak sıralayabiliriz. 2021'in son haftasında TL mevduat faizlerinde artış gözlemledik. Bu artışın en temel faktörlerinin TL sıkışıklığı ve bankaların yılsonu bilanço ayarlamaları olduğunu düşünüyoruz. Yılın ilk haftası ile birlikte TL mevduat faizlerinde bir miktar düşüş gözlemledik. TÜFE'nin yüksek seyrinin TL mevduat faizlerinde düşüşü sınırlamasını bekliyoruz. Kısa vadede bankalar ile ilgili iki önemli haber akışı da banka hisseleri için belirli olacak. BBVA'nın Garanti hisseleri ile ilgili açıkladığı gönüllü pay alım teklifi ve Türkiye Varlık Fonu'nun bankaların elinde bulunan TTKOM hisseleri ile ilgili görüşmeye başlaması ile ilgili detayların belli olması kritik olacak.

Bankalar için diğer önemli bir konu ise aktif kalitesi olacak. Aktif kalitesinde belirsizlikler olmasına rağmen bankaların son yıllarda ihtiyatlı karşılık ayrılması sayesinde bankaların güçlü rezervleri var. Covid-19 sonrası bankalar kredi portföylerinin karşılık oranlarını belirgin olarak yükseltirlerken bazı bankalar ayrıca serbest karşılık ayırdılar. Fakat 2022'de reel ekonomik büyümede 2021'e göre yavaşlama olmasını bekliyoruz. Bu nedenle 2022'de risk maliyetlerinde 2021'e göre bir miktar kötüleşme tahmin ediyoruz. 2023 ile beraber ise risk maliyetlerinde iyileşme öngörüyoruz.

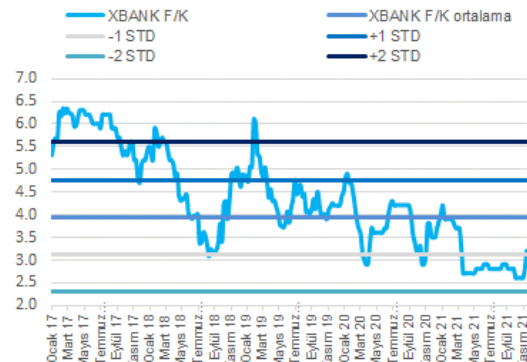
Bu raporda tahminlerimizde bazı revizyonlara gittik. 2022'de 3 büyük özel bankanın net karını yaklaşık %30 arttırmalarını bekliyoruz. Kamu bankalarının net karlarının ise 2022'de baz etkisi sayesinde yaklaşık %44 artış göstermesini tahmin ediyoruz. 2022 tahminlerimize göre takibimizdeki 3 özel banka 0.5x F/DD ve 3.1x F/K ile işlem görmektedir ve bu 3 özel bankanın ortalama özkaynak karlılığını %16.6 tahmin ediyoruz (2021T: %15.5). Tercih ettiğimiz bankalar **Garanti**, **Akbank** ve **İş Bankası**. **TSKB** için bu raporla TUT olan tavsiyemizi AL'a yükselttik. Piyasanın 3 özel banka için 2022 için net kar büyüme beklentisi ise yaklaşık %20 seviyesindedir (5 büyük banka: yaklaşık %30 artış). Bloomberg piyasa tahminlerine göre XBANK'ın 12-ay ileri dönük F/DD ve F/K oranları sırasıyla 0.4x ve 3x seviyesindedir ve bu oranlar gelişmekte olan ülke bankalarına göre %60 iskontoya denk gelmektedir. İskonto Mayıs 2017'de %20'ye geriledikten sonra Mart 2021'de ise iskonto %65-%70 bandına yükselmiştir.

Grafik 1: XBANK 12-ay ileri dönük F/DD



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2: XBANK 12-ay ileri dönük F/K



Kaynak: Bloomberg

Bireysel Emeklilik & Sigorta & GYO'lar

Bireysel Emeklilik: Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı finansal piyasalardaki yüksek oynaklığa rağmen büyüme kaydetmeye devam etmektedir. Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2021'de %40 büyüme kaydetti. 2022'de ise yaklaşık %30 büyüme tahmin ediyoruz. Hem **Anadolu Hayat Emeklilik** hem de **Agesa Emeklilik**'in bu alanda sürdürülebilir karlılık elde etmeye devam etmelerini öngörüyoruz. Her iki hisse de %7 - %9 bandında temettü verimliliklerine sahipler.

Sigorta: Hayat ve hayat-dışı alanlarında belirgin bir ayrışma olmasını öngörüyoruz. Hayat sigortacılığında yüksek seyreden TL faizler neticesinde 2021'in ilk yarısında prim üretimleri yavaş seyretti. 2022'nin ikinci yarısında ise prim üretimlerinde hızlanma gözlemledik. Bu olumlu trendin 2022'in ilk yarısında da devam etmesini bekliyoruz. Hayat-dışı sigortacılıkta ise prim üretimlerinde yüksek seyreden TÜFE'ye paralel olarak artış bekliyoruz fakat TL'deki değer kaybı ve Covid-19 kapanmalarının artık olmaması nedenleriyle hasar oranlarında artış tahmin ediyoruz. Teknik karlılıkların 2022'de motor branşları nedeniyle baskı altında kalmasını bekliyoruz. Olumlu olarak ise yüksek TL faizlerin şirketlerin yatırım portföy gelirlerini olumlu etkilemesini tahmin ediyoruz ve bu durumun teknik karlılıklardaki düşüşü kısmen telafi etmesini öngörüyoruz. **Aksigorta'nın** sermaye oranlarının yasal sınırlara yakın olması nedeniyle 2021 net karından temettü ödememesini tahmin ediyoruz. **Türkiye Sigorta** için ise yaklaşık %9 temettü verimliliği hesaplıyoruz.

GYO: 2021'in ilk yarısı yüksek TL konut kredisi faizleri nedeniyle GYO'lar için zorlu geçti. 2021'in ikinci yarısı itibarı ile ise konut satışlarında hızlanma gözlemledik. 2022'de konut satışlarının güçlü olmasını bekliyoruz. Bu güçlü seyir beklentimizin en temel etkenleri: i) konut kredisi faizlerinin TÜFE'ye göre görece düşük seviyelerde olması, ii) reel faizlerin negatif seyrinin konut talebini olumlu etkilemesi olarak sıralayabiliriz. Ayrıca konut fiyatlarındaki yüksek artış trendini de GYO karlılıkları için olumlu olarak değerlendiriyoruz. GYO'lar arasında **Özak GYO**'nun güçlü bir performans gösterebileceğini düşünüyoruz. Özak GYO'nun en önemli avantajları: i) Büyükyalı Projesi'nde teslimatlarına devam etmesi, ii) Göktürk projesinde önsatışların devam etmesi ve değerli arsa portföyü, iii) cazip çarpanlar iv) turizmde canlanmanın şirketin otel gelirlerini desteklemesi, v) şirketin 2021'de net nakit pozisyona geçmesi, 2022'de temettü dağıtma potansiyeli oluşturmaktadır. Sektörün en büyük oyuncularından olan **Emlak Konut GYO**'nun da GYO'lar için düşündüğümüz destekleyici konjektürden olumlu etkilenebileceğini düşünüyoruz.

AKBANK

Mevcut konjektür marjları destekliyor

Akbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 10.4TL olarak yukarı yönlü revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 8.8TL). Hedef fiyatımızı arttırmamızda beklentilerimizden daha olumlu gelişen operasyonel sonuçlar ve güncel makro ekonomik senaryomuz etken oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %37 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Akbank güncel 2022 tahminlerimize göre 0.5x F/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2021 net karından yaklaşık %5 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Güçlü sermaye oranları:** Akbank'ın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %21.2 ve %17 seviyelerinde (BDDK esneklikleri hariç %20.6 ve %16.4 seviyesinde) ve bu seviyeler rakiplerinin oldukça üzerinde. Bu sayede bankanın önümüzdeki dönemde rakiplerine göre daha yüksek temettü ödeme potansiyeli var.
- İhtiyatlı karşılık ayrılması sayesinde güçlü rezervler:** Banka 2021'de takipteki krediler toplam karşılık oranını %103 seviyesine yükseltti (2020: %95). Ayrıca toplam serbest karşılık stoğu 1.1 milyar'a ulaştı.
- LYY (TTKOM) payının satışı önemli bir katalist olabilir:** Aralık'ın sonunda Türkiye Varlık Fonu, bankaların elinde bulunan TTKOM hisselerinin satın alımı için görüşmelere başladığını açıkladı.
- Yüksek TÜFE'ye endekli tahvil portföyü marjları destekliyor:** Akbank, bankalar arasında en yüksek TÜFE'ye endekli tahvile sahip bankalardan biri (faiz kazanan varlıkların yaklaşık %10'u).
- Çarpanlar cazip.** Akbank güncel 2022 tahminlerimize göre 0.5x F/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Özkaynak karlılığının 2022'de yaklaşık %17 olmasını tahmin ediyoruz (2021T: %14.7).
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklentiden fazla yavaşlama, ii) LYY kredisinde en yüksek riske sahip olması nedeni ile beklentilerin altında kalabilecek bir çözüm (beklentilerin üzerinde bir çözüm ise katalizör olacaktır). iii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	6,267	16%	9,972	59%	13,265	33%	16,059	21%
Özsermaye	62,919	16%	72,881	16%	84,151	15%	96,229	14%
F/K (x)	5.1		3.1		3.0		2.5	
F/DD (x)	0.5		0.4		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	1.21		1.92		2.55		3.09	
Temettü Verimi (*)	0.0%		2.0%		5.1%		9.7%	
Sermaye Karlılığı	10.7%		14.7%		16.9%		17.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL10.40

Potansiyel Getiri

37%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKBNK.TI / AKBNK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL7.58
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	39,416 / 2,873
Hisse Sayısı (mn)	5200
Saklama Oranı	52%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,036.57 / 87.16

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

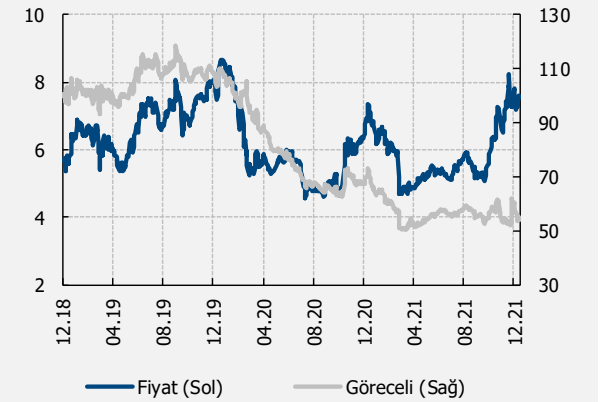
1 Aylık	8.22 / 7.20
1 Yıllık	8.22 / 4.68
Sene başından itibaren	7.62 / 7.20

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	4%
3 Aylık	44%	-2%
1 Yıllık	4%	-24%
Sene başından itibaren	5%	-4%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Akbank - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net faiz geliri	14,566	15,713	19,531	23,636	36,232	35,236
Net türev ve kur kar/zararı	770	-988	-1,022	-2,101	-6,686	-7,654
Türev& Kur arındırılmış net faiz geli	15,336	14,725	18,509	21,535	29,546	27,582
Ticari gelir	-1,106	278	403	622	865	536
Komisyon geliri	3,450	4,634	3,866	4,987	6,095	8,543
Diğer gelirler	986	819	1,373	1,977	2,335	2,860
Toplam gelirler	18,666	20,457	24,151	29,122	38,840	39,522
Faaliyet Giderleri	5,530	6,549	7,687	8,946	11,562	13,575
Karşılık öncesi gelirler	13,137	13,908	16,464	20,175	27,278	25,947
Karşılık gideri	6,471	7,753	9,480	8,635	12,158	8,611
Özel karşılıklar	5,885	6,077	4,556	5,588	6,358	3,611
Genel Karşılıklar	483	585	2,305	-68	3,400	3,000
Diğer Karşılıklar	103	1,091	2,619	3,115	2,400	2,000
Faaliyet Geliri	6,666	6,154	6,984	11,540	15,120	17,335
İştirakler gelirleri	310	647	961	1,505	2,107	2,739
Vergi Öncesi gelir	6,976	6,801	7,945	13,045	17,227	20,074
Vergi gideri	1,286	1,384	1,678	3,073	3,962	4,015
Net Kar	5,690	5,417	6,267	9,972	13,265	16,059

Bilanço	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Toplam Varlıklar	327,642	360,501	446,101	607,850	722,323	867,904
Nakit ve Benzeri Değerler	48,116	46,490	62,851	108,884	129,390	155,467
Krediler	178,401	191,544	236,790	325,826	393,323	472,068
Takipteki Krediler	7,839	14,857	17,313	19,878	24,296	25,410
Menkul Kıymetler	61,471	87,457	103,989	124,786	139,760	156,531
Mevduatlar	188,391	224,055	268,570	393,476	495,516	568,760
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	12,152	13,518	19,158	22,032	22,032	24,675
Özkaynaklar	43,809	54,382	62,919	72,881	84,151	96,229

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Özkaynak karlılığı	13.5%	11.0%	10.7%	14.7%	16.9%	17.8%
Aktif karlılığı	1.8%	1.6%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%
Faaliyet gideri artışı	19%	18%	17%	16%	29%	17%
Net kar artışı	-6%	-5%	16%	59%	33%	21%
Net faiz marjı	4.5%	5.1%	5.2%	5.0%	5.9%	4.8%
Takipteki Krediler Oranı	4.2%	7.3%	6.8%	5.8%	5.8%	5.1%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	3.0%	3.1%	2.5%	1.3%	2.0%	0.9%
Gider/Gelir oranı	29%	31%	31%	29%	28%	32%
Sermaye Yeterlilik Oranı	18.2%	21.0%	21.8%	21.8%	21.2%	20.4%
Anasermaye oranı	15.6%	18.1%	18.8%	19.1%	19.0%	18.4%
Kredi büyümesi	-6%	6%	25%	38%	21%	20%
Mevduat büyümesi	2%	19%	20%	47%	26%	15%
Kredi-Mevduat oranı	95%	84%	88%	82%	79%	83%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

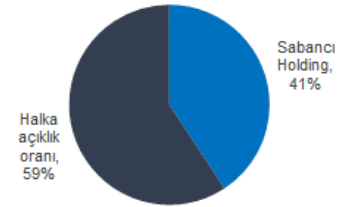
Şirket Tanımı

Akbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) LYY ile ilgili bankaların lehine bir çözüm

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Karlılığı olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



ALBARAKA

Değerleme tavsiye değişikliği gerektirmemekte

Albaraka için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.5TL olarak güncelliyoruz ve Endeks Altı Getiri tavsiyemizi koruyoruz (önceki hedef fiyat 1.4TL). 12 aylık hedef fiyatımız güncel fiyata göre %18 aşağıdadır. Albaraka güncel 2022 tahminlerimize göre 0.6x F/DD ve 13.5x F/K oranları ile işlem görmektedir. Bankanın sermaye karlılığının 2021'de %2.9 seviyesinden 2022'de %4.4 seviyesine sınırlı iyileşmesini bekliyoruz. 2022 tahmini çarpanlarını bu özkaynak karlılığı beklentimiz ile pahalı buluyoruz.

- Aktif kalitesi için sınırlı tamponlar mevcut:** Banka 2016-2019 yılları arasında ciddi aktif kalitesi kötüleşmesi yaşadı ve takipteki kredi oranı %7'li seviyelere yükseldikten sonra 3Ç21 itibarı ile %5.8'e iyileşme oldu. 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %6.8 seviyesindedir. Bankanın karşılık oranları ise rakiplerine kıyasla daha düşük seviyededir.
- Bedelli sermaye artırım süreci devam etmektedir:** Sermaye yeterliliği ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %13 ve %7 seviyesindedir. Sermaye artırımını sonrası sermaye oranlarında yaklaşık 270 baz puan iyileşme tahmin ediyoruz.
- 2022'de özkaynak karlılığında sınırlı iyileşme bekliyoruz:** Albaraka'nın 2022'de karlılığının %56 artmasını bekliyoruz. Sonuç olarak Albaraka'nın sermaye karlılığını 2022'de %4.4 olarak tahmin ediyoruz (2021: %2.9).
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2019	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	255	302%	118	-54%	184	56%	297	62%
Özsermaye	4,044	6%	4,128	2%	4,311	4%	4,609	7%
F/K (x)	8.2		20.3		13.5		8.4	
F/DD (x)	0.5		0.6		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.19		0.09		0.14		0.22	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	6.5%		2.9%		4.4%		6.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

ENDEKS ALTI GETİRİ

Hedef Fiyat	TL1.50
Potansiyel Getiri	-18%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ALBRK.TI / ALBRK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL1.84
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	2,484 / 181
Hisse Sayısı (mn)	1350
Saklama Oranı	22%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	49.34 / 4.32

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

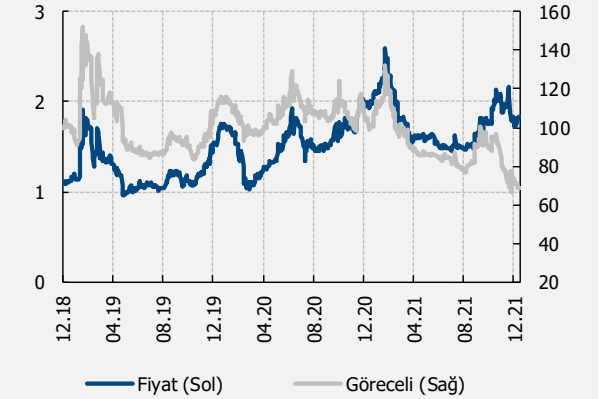
1 Aylık	2.16 / 1.72
1 Yıllık	2.59 / 1.46
Sene başından itibaren	1.84 / 1.74

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-5%	-6%
3 Aylık	2%	-31%
1 Yıllık	-6%	-31%
Sene başından itibaren	6%	-4%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

ALBRK - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net faiz geliri	1,020	823	1,706	1,262	2,359	2,557
Net türev ve kur kar/zararı	309	162	192	-145	-242	-242
Komisyon geliri	1,329	985	1,898	1,118	2,117	2,315
Ticari gelir	49	162	75	-109	-7	-26
Temettü geliri	198	300	234	391	556	668
Diğer gelirler	361	543	562	1,029	613	626
Toplam gelirler	1,937	1,990	2,768	2,429	3,279	3,583
Faaliyet Giderleri	1,161	1,112	1,259	1,521	2,089	2,608
Karşılık öncesi gelirler	776	878	1,509	908	1,190	975
Karşılık gideri	608	790	1,186	794	951	589
Özel karşılıklar	422	633	697	832	737	422
Genel Karşılıklar	160	73	425	-62	166	107
Diğer Karşılıklar	25	84	63	23	49	60
Faaliyet Geliri	168	87	324	115	239	386
İştirakler gelirleri	0	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi gelir	168	87	324	115	239	386
Vergi gideri	35	24	69	-4	55	89
Net Kar	134	63	255	118	184	297

Bilanço	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Toplam Varlıklar	42,224	51,392	69,316	99,524	120,541	136,079
Nakit ve Benzeri Değerler	11,135	12,983	16,648	26,060	31,565	35,634
Krediler	25,805	29,505	40,223	59,274	74,735	84,475
Takipteki Krediler	1,889	2,222	2,045	3,230	2,884	2,094
Menkul Kıymetler	2,965	6,243	9,792	10,660	11,939	13,372
Mevduatlar	28,623	39,769	51,613	87,426	111,169	122,286
Alınan krediler	6,852	4,535	7,302	7,886	8,517	9,198
Özkaynaklar	3,261	3,822	4,044	4,128	4,311	4,609

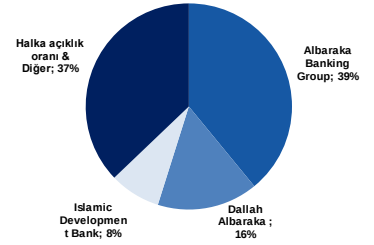
Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Özkaynak karlılığı	4.7%	1.8%	6.5%	2.9%	4.4%	6.7%
Aktif karlılığı	0.3%	0.1%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%
Komisyon geliri büyümesi	33%	51%	-22%	67%	42%	20%
Faaliyet gideri artışı	39%	-4%	13%	21%	37%	25%
Net kar artışı	-43%	-53%	302%	-54%	56%	62%
Net faiz marjı	2.7%	1.9%	2.9%	1.6%	2.2%	2.0%
Takipteki Krediler Oranı	7.0%	7.3%	4.9%	5.3%	3.8%	2.4%
Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	2.2%	2.4%	3.1%	1.5%	1.3%	0.7%
Gider/Gelir oranı	60%	56%	45%	63%	64%	73%
Sermaye Yeterlilik Oranı	14.7%	15.0%	13.5%	14.0%	13.0%	12.2%
Anasermaye oranı	10.0%	10.7%	9.4%	8.9%	8.4%	8.0%
Kredi büyümesi	5%	13%	41%	45%	27%	14%
Mevduat büyümesi	13%	39%	30%	69%	27%	10%
Kredi-Mevduat oranı	88%	71%	78%	66%	66%	68%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sirket Tanımı

Albaraka katılım bankacılığı alanında faaliyet gösteren bir banka. Hem bireysel hem kurumsal müşterilere servis sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı



GARANTİ

Güçlü operasyonel performans

Garanti için 12 aylık hedef fiyatımızı 16.5TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 14.6TL). Hedef fiyatımızı arttırmamızda beklentilerimizden çok daha kuvvetli gelişen ilk 9 ay sonuçları ve güncel makro ekonomik senaryomuz etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %41 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Garanti güncel 2022 tahminlerimize göre 0.6x F/DD ve 3.3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Banka için 2021 net karından yaklaşık %5 temettü verimliliği hesaplıyoruz.

- BBVA'in gönüllü pay alım teklifi hisse için tampon oluşturmaktadır:** BBVA 16 Kasım 2021'de 12.20TL hisse başına gönüllü pay alım teklifi açıkladı. İşlemin 2022'nin ilk çeyreğinde tamamlanması planlanıyor.
- Güçlü sermaye yeterlilik oranları:** Garanti'nin sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %17.8 ve %15.1 seviyelerinde (BDDK esneklikleri hariç %17.3 ve %14.6 seviyesinde). Bankanın kaldıraç oranı da 8.1x gibi düşük bir seviyede.
- Muhafazakar aktif kalitesi yönetimi ve güçlü tamponlar:** Garanti son yıllarda 6.6 milyar TL serbest karşılık ayırdı ve bu oynaklığın arttığı dönemlerde banka için tampon olacaktır. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %149 ve %69 seviyelerinde ve bu oranlar rakiplerine göre daha yüksek düzeyde. 2.evre kredilerin toplam krediler içindeki payı ise %16.4 seviyesinde.
- Rakiplerinin üzerinde özsermaye karlılığı yaratımı değerlemede ekstra primi hak ettirmektedir:** 2022'de Garanti'nin %29 net kar artışı elde etmesini bekliyoruz ve sermaye karlılığının yaklaşık %19 seviyesinde öngörüyoruz (2021T: %17.2). Bu özkaynak karlılığı seviyesine göre bankanın 0.7x-0.8x PD/DD seviyesine ulaşmasını makul değerlendiriyoruz
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir, ii) Karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2019	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	6,238	1%	11,661	87%	15,060	29%	17,130	14%
Özsermaye	62,082	15%	73,424	18%	86,151	17%	100,268	16%
F/K (x)	5.8		3.3		3.3		2.9	
F/DD (x)	0.6		0.5		0.6		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	1.49		2.78		3.59		4.08	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.6%		4.7%		5.8%	
Sermaye Karlılığı	10.8%		17.2%		18.9%		18.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL16.50

Potansiyel Getiri

41%

Fiyat Bilgileri

Kodu	GARAN.TI / GARAN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL11.74
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	49,308 / 3,594
Hisse Sayısı (mn)	4200
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	3,090.30 / 266.89

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

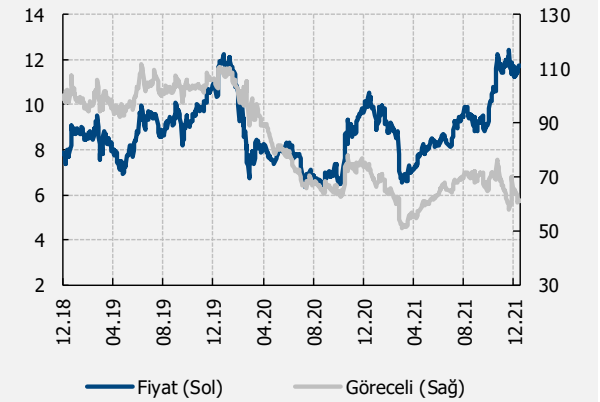
1 Aylık	12.41 / 11.24
1 Yıllık	12.41 / 6.55
Sene başından itibaren	11.75 / 11.27

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	0%
3 Aylık	26%	-14%
1 Yıllık	11%	-19%
Sene başından itibaren	4%	-5%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykvatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

GARAN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)

K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net faiz geliri	19,110	19,027	23,768	32,963	50,666	48,680
Net türev ve kur kar/zararı	-1,988	-1,734	-444	-4,317	-14,055	-15,598
Komisyon geliri	17,122	17,294	23,325	28,646	36,612	33,083
Ticari gelir	835	-206	625	1,084	291	184
Temettü geliri	4,870	6,089	5,978	8,233	10,400	11,728
Diğer gelirler	2,219	3,965	4,568	7,899	8,744	10,969
Toplam gelirler	25,046	27,141	34,495	45,863	56,046	55,965
Faaliyet Giderleri	7,475	8,706	10,038	12,386	16,327	19,229
Karşılık öncesi gelirler	17,571	18,435	24,458	33,476	39,719	36,736
Karşılık gideri	9,883	11,522	17,160	20,400	22,902	18,612
Özel karşılıklar	4,436	6,518	4,324	7,854	16,902	13,612
Genel Karşılıklar	3,926	4,183	9,071	6,186	3,000	3,000
Diğer Karşılıklar	1,520	821	3,766	6,360	3,000	2,000
Faaliyet Geliri	7,688	6,913	7,297	13,077	16,817	18,123
İştirakler gelirleri	757	903	1,342	2,031	2,741	3,290
Vergi Öncesi gelir	8,445	7,816	8,639	15,107	19,558	21,413
Vergi gideri	1,807	1,657	2,401	3,446	4,498	4,283
Net Kar	6,638	6,159	6,238	11,661	15,060	17,130

Bilanço	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Toplam Varlıklar	359,477	391,152	492,798	645,640	772,157	893,020
Nakit ve Benzeri Değerler	62,801	53,546	69,962	104,363	123,740	143,107
Krediler	219,151	235,352	295,638	414,604	500,509	579,994
Takipteki Krediler	11,407	17,299	14,383	18,202	22,835	23,069
Menkul Kıymetler	53,345	58,191	73,208	74,670	83,631	90,321
Mevduatlar	218,058	248,751	321,512	510,791	625,194	707,685
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	20,007	16,408	18,991	18,041	18,041	20,747
Özkaynaklar	46,688	53,766	62,082	73,424	86,151	100,268

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Özkaynak karlılığı	15.1%	12.3%	10.8%	17.2%	18.9%	18.4%
Aktif karlılığı	1.9%	1.6%	1.4%	2.0%	2.1%	2.1%
Komisyon geliri büyümesi	32%	25%	-2%	38%	26%	13%
Faaliyet gideri artışı	15%	16%	15%	23%	32%	18%
Net kar artışı	5%	-7%	1%	87%	29%	14%
Net faiz marjı	5.7%	5.4%	5.9%	6.4%	7.7%	6.2%
Takipteki Krediler Oranı	4.9%	6.9%	4.6%	4.2%	4.3%	3.8%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	3.0%	3.0%	3.3%	1.9%	2.5%	1.3%
Gider/Gelir oranı	29%	31%	28%	26%	28%	32%
Sermaye Yeterlilik Oranı	18.3%	19.6%	18.5%	17.5%	16.8%	15.8%
Anasermaye oranı	15.8%	17.0%	15.8%	15.1%	14.6%	13.8%
Kredi büyümesi	5%	7%	29%	40%	21%	16%
Mevduat büyümesi	20%	14%	29%	59%	22%	13%
Kredi-Mevduat oranı	101%	94%	94%	82%	81%	83%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

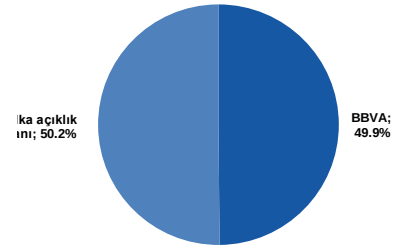
Şirket Tanımı

Garanti mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri vermektedir. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Bankanın elinde bulunan TTKOM hissesinin satışı ile ilgili gelişmeler (değerlemeye bağlı) ii) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Karlılıkları olumsuz etkileyebilecek düzenlemeler

Ortaklık Yapısı



HALKBANK

Düşük özkaynak karlılığı

Halkbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 5.2TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 5.1TL). 12 aylık hedef fiyatımız %10 sınırlı getiri potansiyeline işaret etmektedir. Halkbank güncel 2022 tahminlerimize göre 0.3x F/DD ve 8.3x F/K oranları ile işlem görmektedir.

- Enflasyonun ve faizlerin yüksek seyri net faiz marjında rakiplerine göre daha fazla baskıya neden oldu:** 2021'de marjlardaki zayıf seyrin baz etkisi sayesinde sınırlı olarak 2022'de toparlanmasını bekliyoruz.
- Aktif kalitesinde tamponlar rakiplerine göre daha sınırlı:** Halkbank'ın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %83 ve %60 seviyelerinde. Ayrıca bankanın serbest karşılığı bulunmamaktadır ve beklenmeyen bir durum karşısında bankanın aktif kalitesi tamponu rakiplerinin oldukça gerisindedir. Olumlu olarak ise 2. evre kredilerin toplam krediler içindeki payı %8.7 ile rakiplerinin altındadır.
- Sermaye oranları özel bankalara göre geride and yasal alt sınırlara yakın:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %13.4 ve %9.2 seviyelerinde ve bu seviyeler özel bankaların belirgin gerisinde. Bankanın temettü ödememesini öngörüyoruz.
- 2022'de baz etkisi sayesinde karlılıkta sınırlı toparlanma öngörüyoruz fakat özkaynak karlılığının oldukça düşük kalmasını tahmin ediyoruz:** Halkbank'ın 2022'de karlılığının yaklaşık %50 artmasını öngörüyoruz. Sermaye karlılığının 2021'deki yaklaşık %2 seviyesinden 2022'de yaklaşık %3 seviyesine gelişmesini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede beklentilerden daha fazla yavaşlama, ii) Yüksek kredi büyümesi karlılığı baskı altına alabilir.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2019	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	2,600	51%	948	-64%	1,411	49%	2,434	73%
Özsermaye	42,931	33%	42,959	0%	44,371	3%	46,805	5%
F/K (x)	4.2		12.6		8.3		4.8	
F/DD (x)	0.3		0.3		0.3		0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	2.08		0.38		0.57		0.98	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Sermaye Karlılığı	6.9%		2.2%		3.2%		5.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL5.20

Potansiyel Getiri

10%

Fiyat Bilgileri

Kodu	HALKB.TI / HALKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL4.72
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	11,676 / 851
Hisse Sayısı (mn)	2473.776224
Saklama Oranı	23%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	328.51 / 27.96

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

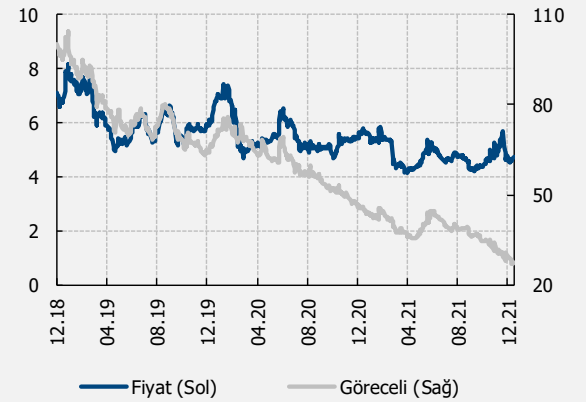
1 Aylık	5.69 / 4.51
1 Yıllık	5.83 / 4.18
Sene başından itibaren	4.72 / 4.51

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-10%	-11%
3 Aylık	10%	-25%
1 Yıllık	-18%	-40%
Sene başından itibaren	5%	-5%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural
oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 65

HALKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net faiz geliri	8,080	10,612	18,753	11,778	24,632	24,550
Net türev ve kur kar/zararı	119	-3,560	-5,337	-9,029	-13,261	-11,536
Komisyon geliri	8,199	7,052	13,416	2,749	11,372	13,014
Ticari gelir	30	293	56	33	127	105
Temettü geliri	1,950	2,778	2,615	3,893	4,588	5,752
Diğer gelirler	624	2,407	1,441	6,723	4,160	4,834
Toplam gelirler	10,803	12,531	17,528	13,398	20,247	23,705
Faaliyet Giderleri	5,460	6,286	7,961	9,274	12,912	16,032
Karşılık öncesi gelirler	5,343	6,244	9,567	4,124	7,335	7,673
Karşılık gideri	3,135	4,698	6,848	3,317	5,675	4,829
Ozel karşılıklar	1,845	4,043	3,580	3,007	4,524	3,648
Genel Karşılıklar	510	509	3,251	0	951	981
Diğer Karşılıklar	780	146	17	310	200	200
Faaliyet Geliri	2,207	1,546	2,719	807	1,660	2,844
İştirakler gelirleri	510	422	511	150	173	199
Vergi Öncesi gelir	2,718	1,968	3,230	957	1,833	3,043
Vergi gideri	196	248	630	10	422	609
Net Kar	2,522	1,720	2,600	948	1,411	2,434

Bilanço	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Toplam Varlıklar	378,422	457,045	680,026	793,490	929,151	1,071,511
Nakit ve Benzeri Değerler	40,098	38,239	65,622	84,290	98,456	113,541
Krediler	250,616	297,797	433,102	506,886	600,494	698,258
Takipteki Krediler	8,528	15,920	16,918	19,719	21,927	22,441
Menkul Kıymetler	74,557	102,734	159,200	178,301	199,697	223,660
Mevduatlar	248,855	297,734	457,286	670,604	877,542	980,267
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	15,048	17,591	13,195	14,250	15,390	18,468
Ozkaynaklar	29,021	32,197	42,931	42,959	44,371	46,805

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Özkaynak karlılığı	9.3%	5.6%	6.9%	2.2%	3.2%	5.3%
Aktif karlılığı	0.7%	0.4%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%
Komisyon geliri büyümesi	-4%	42%	-6%	49%	18%	25%
Faaliyet gideri artışı	20%	15%	27%	16%	39%	24%
Net kar artışı	-32%	-32%	51%	-64%	49%	73%
Net faiz marjı	2.4%	2.6%	3.4%	1.7%	3.0%	2.5%
Takipteki Krediler Oranı	3.3%	5.1%	3.8%	3.8%	3.6%	3.1%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	1.0%	1.6%	1.8%	0.6%	1.0%	0.7%
Gider/Gelir oranı	48%	49%	44%	68%	63%	67%
Sermaye Yeterlilik Oranı	13.8%	14.3%	15.2%	12.3%	11.4%	10.8%
Anasermaye oranı	10.8%	11.7%	12.6%	10.2%	9.3%	8.7%
Kredi büyümesi	24%	17%	48%	16%	19%	16%
Mevduat büyümesi	29%	20%	54%	47%	31%	12%
Kredi-Mevduat oranı	101%	99%	95%	75%	68%	71%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

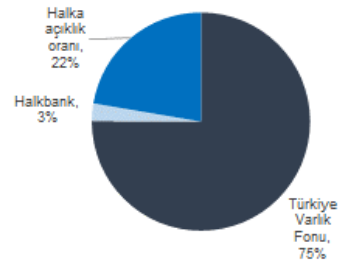
Şirket Tanımı

Halkbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Yüksek kredi büyümesi karlılığı daha fazla baskı altına alabilir

Ortaklık Yapısı



İŞBANK

Cazip çarpanlar

İşbankası için 12 aylık hedef fiyatımızı 10.2TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (eski hedef fiyat 8.5TL). 12 aylık hedef fiyatımız %31 getiri potansiyeline işaret etmektedir. İşbankası güncel 2022 tahminlerimize göre 0.4x 2021T F/DD ve 3x F/K oranları ile işlem görmektedir. Her iki çarpan da tarihi düşük seviyelere yakın seviyededir. Banka için 2021 net karından yaklaşık %6 temettü verimliliği hesaplıyoruz.

- Marjlarda iyileşme öngörüyoruz:** Mevcut konjektürün bankanın marjları için destekleyici olduğunu düşünüyoruz ve marjlarda toparlanmanın devam etmesini öngörüyoruz.
- Sermaye yeterlilik oranları sağlıklı bir seviyede:** Bankanın sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %17.2 ve %13.4 seviyelerindedir (BDDK esneklikleri hariç %16.7 ve %13).
- Karşılık oranı ve tamponlar güçlendirildi:** İşbankası'nın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %122 ve %63 seviyelerinde. Bankanın serbest karşılık stoğu da 3.1 milyar TL seviyesine ulaştı. Ekonomik yavaşlama nedeniyle risk maliyetinin 2022'de 180 baz puana çıkmasını öngörüyoruz (2021T: 1320 baz puan).
- İştirak gelirleri karlılığı destekliyor:** 2022'de bankanın toplam iştirak gelirlerinin yaklaşık 7.7 milyar TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz (yıllık %40 artış).
- İyileşen özkaynak karlılığına rağmen iskontolu çarpanlar:** Bankanın 2022'de net karının %21 artmasını bekliyoruz ve yaklaşık %14 özkaynak karlılığı hesaplıyoruz (2021T: %13.2%). Bankanın ileri dönük çarpanları tarihi düşük seviyelere yakındır.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Karlılık üzerinde baskıya neden olabilecek düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2019	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	6,810	12%	9,612	41%	11,607	21%	15,375	32%
Özsermaye	67,781	15%	77,336	14%	87,020	13%	100,074	15%
F/K (x)	3.7		2.7		3.0		2.3	
F/DD (x)	0.4		0.3		0.4		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	1.51		2.14		2.58		3.42	
Temettü Verimi (*)	0.0%		2.6%		5.5%		6.6%	
Sermaye Karlılığı	10.8%		13.2%		14.1%		16.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL10.20

Potansiyel Getiri

31%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ISCTR.TI / ISCTR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL7.79
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	35,055 / 2,555
Hisse Sayısı (mn)	4499.97
Saklama Oranı	31%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	693.30 / 58.28

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

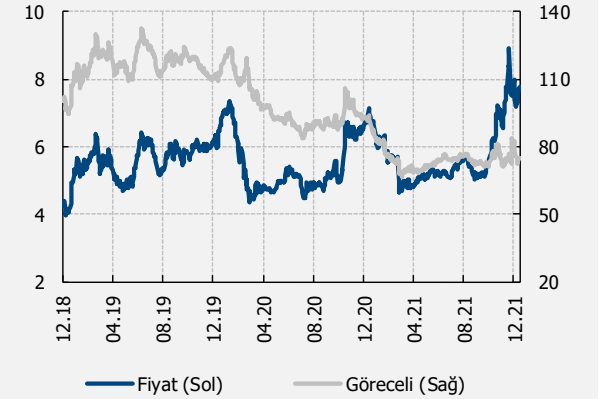
1 Aylık	8.90 / 7.19
1 Yıllık	8.90 / 4.67
Sene başından itibaren	7.79 / 7.19

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	2%
3 Aylık	50%	2%
1 Yıllık	9%	-21%
Sene başından itibaren	8%	-2%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

ISCTR - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T
Net faiz geliri	17,052	19,859	25,242	30,011	43,363	44,908
Net türev ve kur kar/zararı	-4,165	-6,547	-3,677	-11,980	-15,747	-17,608
Komisyon geliri	12,887	13,312	21,565	18,031	27,616	27,300
Ticari gelir	94	149	336	211	359	283
Temettü geliri	4,405	5,569	5,618	7,403	9,027	10,850
Diğer gelirler	1,912	3,147	2,436	4,349	5,295	6,012
Toplam gelirler	19,298	22,177	29,954	29,994	42,298	44,445
Faaliyet Giderleri	8,040	9,792	11,797	14,586	19,485	23,805
Karşılık öncesi gelirler	11,258	12,385	18,157	15,408	22,813	20,640
Karşılık gideri	6,344	8,326	12,730	10,045	15,416	11,401
Özel karşılıklar	3,882	6,312	4,583	7,137	12,168	7,984
Genel Karşılıklar	2,451	1,467	5,631	1,804	2,148	2,206
Diğer Karşılıklar	11	547	2,516	1,104	1,100	1,210
Faaliyet Geliri	4,915	4,059	5,428	5,363	7,397	9,239
İştirakler gelirleri	2,815	2,815	3,427	5,483	7,676	9,979
Vergi Öncesi gelir	7,730	6,874	8,855	10,847	15,074	19,219
Vergi gideri	961	807	2,045	1,234	3,467	3,844
Net Kar	6,769	6,067	6,810	9,612	11,607	15,375

Bilanço	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T
Toplam Varlıklar	416,384	468,056	593,898	800,361	942,678	1,087,670
Nakit ve Benzeri Değerler	48,519	66,187	84,438	129,587	140,269	151,832
Krediler	269,379	289,241	365,519	480,194	582,091	687,106
Takipteki Krediler	11,192	18,883	20,371	24,162	28,607	28,262
Menkul Kıymetler	72,635	86,804	112,250	122,507	134,758	148,233
Mevduatlar	245,267	295,920	368,874	593,207	731,757	862,000
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	29,445	31,117	30,840	30,840	30,840	34,541
Özkaynaklar	49,720	58,873	67,781	77,336	87,020	100,074

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T
Özkaynak karlılığı	14.6%	11.2%	10.8%	13.2%	14.1%	16.4%
Aktif karlılığı	1.7%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%
Komisyon geliri büyümesi	31%	26%	1%	32%	22%	20%
Faaliyet gideri artışı	9%	22%	20%	24%	34%	22%
Net kar artışı	9%	-10%	12%	41%	21%	32%
Net faiz marjı	4.6%	4.9%	4.9%	4.7%	5.5%	4.9%
Takipteki Krediler Oranı	4.2%	6.5%	5.6%	4.8%	4.7%	3.9%
Net Kredi Risk Maliyeti (baz puan)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gider/Gelir oranı	36%	39%	35%	41%	39%	44%
Sermaye Yeterlilik Oranı	16.5%	17.9%	18.7%	16.8%	16.5%	16.5%
Anasermaye oranı	13.7%	15.0%	14.7%	13.4%	13.1%	13.2%
Kredi büyümesi	8%	5%	28%	40%	21%	18%
Mevduat büyümesi	20%	21%	25%	61%	23%	18%
Kredi-Mevduat oranı	105%	91%	94%	81%	80%	80%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

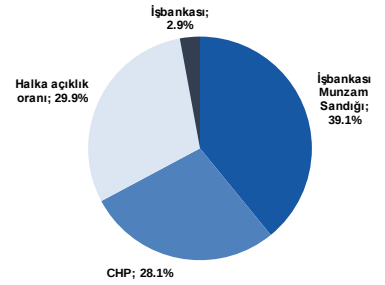
Şirket Tanımı

İşbankası bireysel ve kurumsal müşterilere bankacılık hizmeti vermektedir. Ayrıca varlık yönetimi, özel bankacılık, sermaye piyasaları ve sigorta alanlarında da Türkiye'deki yaygın şube ağı sayesinde aktiftir. Bankanın cam sektörünün önde gelen firmalarında da ortaklığı bulunmaktadır.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir.
ii) Regülasyon

Ortaklık Yapısı



TSKB

Cazip çarpanlar & tavsiye değişikliği

TSKB için 12 aylık hedef fiyatımızı 2.04TL olarak yukarı yönlü güncelliyoruz ve tavsiyemizi TUT'tan AL'a revize ediyoruz (önceki hedef fiyat: 1.8TL). 12 aylık hedef fiyatımız %31 yukarı potansiyele işaret etmektedir. TSKB güncel 2022 tahminlerimize göre 0.5x F/DD ve 3.8x F/K oranları ile işlem görmektedir.

- Yabancı para ağırlıklı bilanço:** TSKB'nın kredilerinin yaklaşık %90'ı yabancı para (YP) cinsinden. Kredilerin %70'i uzun vadeli yatırım kredileri. Toplam kredilerin %39'u elektrik üretimi, %7'si ise elektrik/gaz dağıtım sektörlerine ait. Fakat enerji sektörüne verilen kredilerin yaklaşık %89'u yenilenebilir segmente verilmiş durumda ve bu şirketler büyük oranda otomatik tarifelerden faydalanmaktadır. TSKB'nın fonlaması YP ağırlıklı ve uzun vadeli. Fonlamanın yaklaşık yarısında Hazine garantisi mevcut. Fonlama tarafında ortalama vade 11 yıl, kredilerde ise ortalama 5 yıldır. Bu sayede TSKB varlıklarını yükümlülüklerine göre daha hızlı yeniden fiyatlandırabilmektedir.
- İhtiyatlı aktif kalitesi yönetimi:** TSKB son dönemde tüm kredi aşamalarında karşılık oranlarını belirgin bir ölçüde artırdı. Bankanın toplam ve 3. evre karşılık oranları sırasıyla %134 ve %55 seviyesindedir. Ayrıca bankanın 400 milyon TL serbest karşılık tamponu bulunmaktadır.
- Karlılık artışı beklentimiz %14 seviyesinde:** TSKB'nın 2022'de karlılığının %14 artmasını bekliyoruz. Sonuç olarak TSKB'nın sermaye karlılığının 2022'de %15.3 seviyesinde gerçekleşmesini, (2021T: %15.4) öngörüyoruz
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2019	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	733	4%	1,005	37%	1,141	14%	1,410	24%
Özsermaye	6,105	8%	6,918	13%	7,958	15%	9,253	16%
F/K (x)	5.1		4.0		3.8		3.1	
F/DD (x)	0.6		0.6		0.5		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.26		0.36		0.41		0.50	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.8%		2.3%		2.6%	
Sermaye Karlılığı	12.5%		15.4%		15.3%		16.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL2.04

Potansiyel Getiri

31%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TSKB.TI / TSKB.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL1.56
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	4,368 / 318
Hisse Sayısı (mn)	2800
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	310.74 / 26.04

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

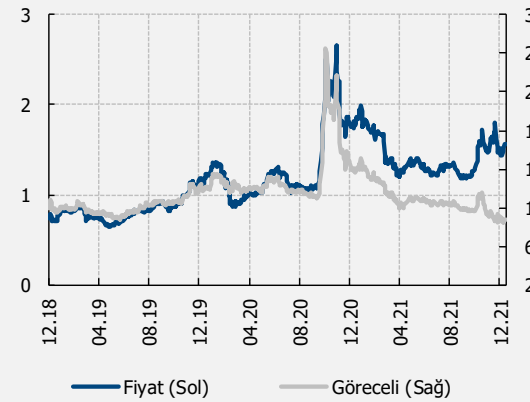
1 Aylık	1.80 / 1.44
1 Yıllık	1.99 / 1.18
Sene başından itibaren	1.57 / 1.44

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-1%	-2%
3 Aylık	30%	-12%
1 Yıllık	14%	-37%
Sene başından itibaren	8%	-2%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

TSKB - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net faiz geliri	1,753	1,932	1,999	2,783	3,854	4,064
Net türev ve kur kar/zararı	-269	-447	33	-148	-317	-569
Komisyon geliri	1,484	1,485	2,033	2,635	3,538	3,495
Ticari gelir	2	1	7	10	13	25
Temettü geliri	19	30	50	67	80	97
Diğer gelirler	94	32	6	52	24	29
Toplam gelirler	1,599	1,548	2,096	2,764	3,655	3,645
Faaliyet Giderleri	163	202	222	271	375	492
Karşılık öncesi gelirler	1,436	1,346	1,874	2,493	3,281	3,153
Karşılık gideri	531	459	1,009	1,321	1,985	1,614
Özel karşılıklar	279	223	400	716	991	772
Genel Karşılıklar	213	193	485	273	794	642
Diğer Karşılıklar	38	42	124	331	200	200
Faaliyet Geliri	905	887	865	1,172	1,295	1,539
İştirakler gelirleri	4	7	82	155	186	223
Vergi Öncesi gelir	909	894	947	1,327	1,481	1,762
Vergi gideri	248	193	215	323	341	352
Net Kar	661	702	733	1,005	1,141	1,410

Bilanço	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Toplam Varlıklar	38,298	41,500	51,466	81,794	99,694	115,008
Nakit ve Benzeri Değerler	1,367	882	1,249	4,783	5,830	6,726
Krediler	27,290	30,415	37,162	63,549	78,611	90,786
Takipteki Krediler	592	1,103	1,685	2,163	2,931	3,530
Menkul Kıymetler	5,834	7,012	7,949	9,539	10,683	11,752
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	6,949	6,023	8,021	14,122	18,076	19,884
Alınan Krediler	23,609	26,406	32,419	58,787	72,145	85,632

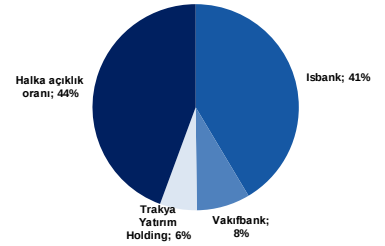
Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Özkaynak karlılığı	16.0%	13.5%	12.5%	15.4%	15.3%	16.4%
Aktif karlılığı	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%
Net Faiz Geliri büyümesi	69%	10%	4%	39%	38%	5%
Komisyon geliri büyümesi	32%	57%	69%	34%	20%	20%
Faaliyet gideri artışı	23%	24%	10%	22%	38%	31%
Net kar artışı	11%	6%	4%	37%	14%	24%
Net faiz marjı	4.4%	4.0%	4.6%	4.5%	4.1%	3.3%
Takipteki Krediler Oranı	2.1%	3.5%	4.3%	3.3%	3.6%	3.7%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.6%	1.3%	2.5%	1.9%	2.4%	1.6%
Gider/Gelir oranı	11%	12%	13%	16%	16%	16%
Kredi büyümesi	22%	11%	23%	72%	24%	16%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Şirket Tanımı

TSKB kurumsal müşterilere ağırlıklı uzun vadeli yatırım kredileri sağlayan bir bankadır. Fonlamanın büyük bir kısmı da yurtdışından uzun vadeli elde etmektedir. GYO sektöründe iştiraki bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



VAKIFBANK

Makul değerlendirme

Vakıfbank için 12 aylık hedef fiyatımızı 4.4TL olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz (önceki hedef fiyat 4.3TL). 12 aylık hedef fiyatımız %15 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vakıfbank güncel 2022 tahminlerimize göre 0.3x F/DD ve 3.2x F/K oranları ile işlem görmektedir. Düşük özkaynak karlılığı nedeniyle çarpanları makul olarak değerlendiriyoruz.

- TL ağırlıklı fonlama yapısı yüksek faiz ortamında baskıya neden olmaktadır:** Bankanın TL fonlamasının toplam fonlama içindeki payının %50 gibi yüksek bir seviyede olması nedeniyle enflasyon ve faizlerin yüksek seyrinden daha olumsuz etkileniyor.
- Muhafazakar karşılık oranları tampon yaratmaktadır:** Bankanın toplam ve 3.evre karşılık oranları sırasıyla %126 ve %78 gibi rakiplerinin oldukça üstünde seviyelerdedir. Ayrıca bankanın 1.5 milyar TL serbest karşılığı bulunmaktadır. 2.evre kredilerin toplam içindeki payı %8.2 gibi rakiplerine göre daha düşük bir seviyededir.
- Sermaye oranları özel bankalara göre geride:** Sermaye yeterlilik ve çekirdek sermaye oranları sırasıyla %14.3 ve %9.9 seviyelerinde (BDDK esneklikleri hariç %13.9 ve %9.6) ve bu seviyeler özel bankaların belirgin gerisinde. Düşük sermaye oranları nedeniyle bankanın temettü dağıtmamasını bekliyoruz.
- Güncel çarpanların makul olduğunu düşünüyoruz:** 2021'de %36 net kar düşüşü beklerken, 2022'de ise baz etki ile net karda toparlanma bekliyoruz.
- Riskler:** i) Ekonomik büyümede ciddi yavaşlama, aktif kalitesinde bozulmaya sebep olabilir. ii) Düzenlemeler

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2019	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T
Net Kar	5,010	79%	3,186	-36%	4,674	47%	6,953
Özsermaye	46,485	41%	49,510	7%	54,183	9%	60,669
F/K (x)	3.2		4.6		3.2		2.1
F/DD (x)	0.3		0.3		0.3		0.2
Hisse Başına Kar (TL)	2.00		0.82		1.20		1.78
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		3.1%
Sermaye Karlılığı	12.6%		6.6%		9.0%		12.1%

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL4.40

Potansiyel Getiri

15%

Fiyat Bilgileri

Kodu	VAKBN.TI / VAKBN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL3.82
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	14,919 / 1,087
Hisse Sayısı (mn)	3905.62249
Saklama Oranı	16%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	322.41 / 27.27

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

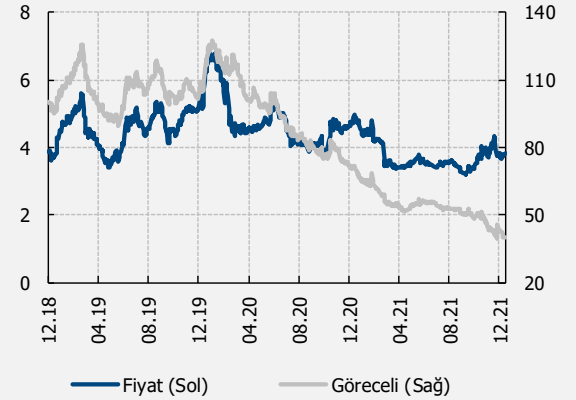
1 Aylık	4.36 / 3.68
1 Yıllık	4.97 / 3.22
Sene başından itibaren	3.82 / 3.68

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	5%	-6%
3 Aylık	18%	-20%
1 Yıllık	-23%	-44%
Sene başından itibaren	4%	-6%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

VAKBN - Konsolide Olmayan Finansallar (TL milyon)						
K/Z Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net faiz geliri	10,841	13,015	19,887	18,769	33,497	33,820
Net türev ve kur kar/zararı	488	-3,064	-4,156	-7,393	-11,788	-12,216
Komisyon geliri	11,329	9,951	15,732	11,376	21,709	21,604
Ticari gelir	156	480	1,605	731	455	316
Temettü geliri	2,293	3,979	3,395	4,151	4,989	6,284
Diğer gelirler	2,004	4,035	6,273	7,520	8,712	11,328
Toplam gelirler	15,781	18,445	27,005	23,778	35,865	39,532
Faaliyet Giderleri	5,873	6,619	8,964	9,458	12,503	15,242
Karşılık öncesi gelirler	9,908	11,826	18,041	14,320	23,363	24,290
Karşılık gideri	4,884	8,265	11,770	10,342	17,413	15,720
Özel karşılıklar	2,986	5,211	4,448	5,925	14,465	13,145
Genel Karşılıklar	1,364	3,001	7,066	3,963	2,748	2,376
Diğer Karşılıklar	533	52	256	454	200	200
Faaliyet Geliri	5,024	3,562	6,271	3,978	5,949	8,570
İştirakler gelirleri	130	51	168	120	120	120
Vergi Öncesi gelir	5,154	3,613	6,439	4,098	6,070	8,691
Vergi gideri	1,000	810	1,429	913	1,396	1,738
Net Kar	4,154	2,802	5,010	3,186	4,674	6,953

Bilanço	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Toplam Varlıklar	331,356	419,426	698,897	869,695	1,053,590	1,210,039
Nakit ve Benzeri Değerler	37,273	42,357	95,774	102,168	123,771	142,149
Krediler	221,542	276,443	417,893	558,571	690,686	805,072
Takipteki Krediler	10,800	17,314	17,444	21,690	28,202	31,593
Menkul Kıymetler	53,394	75,219	147,911	172,878	198,810	218,691
Mevduatlar	179,408	251,531	414,044	598,322	746,850	836,009
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	22,347	29,176	45,513	47,789	53,523	59,946
Özkaynaklar	28,350	33,026	46,485	49,510	54,183	60,669

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Özkaynak karlılığı	16.1%	9.1%	12.6%	6.6%	9.0%	12.1%
Aktif karlılığı	1.4%	0.7%	0.9%	0.4%	0.5%	0.6%
Komisyon geliri büyümesi	72%	73%	-15%	22%	20%	26%
Faaliyet gideri artışı	33%	13%	35%	6%	32%	22%
Net kar artışı	12%	-33%	79%	-36%	47%	49%
Net faiz marjı	3.7%	3.7%	3.8%	2.6%	3.6%	3.1%
Takipteki Krediler Oranı	4.6%	5.9%	4.0%	3.7%	3.9%	3.8%
Net Kredi Risk Maliyeti	2.1%	3.1%	3.1%	1.9%	2.6%	2.0%
Gider/Gelir oranı	37%	36%	33%	40%	35%	38%
Sermaye Yeterlilik Oranı	17.0%	16.6%	16.4%	16.5%	15.7%	15.2%
Anasermaye oranı	13.7%	13.6%	14.5%	13.4%	12.7%	12.2%
Kredi büyümesi	21%	24%	54%	33%	24%	17%
Mevduat büyümesi	16%	40%	65%	45%	25%	12%
Kredi-Mevduat oranı	124%	109%	102%	94%	93%	97%

Kaynak: Şirket Finansalları, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

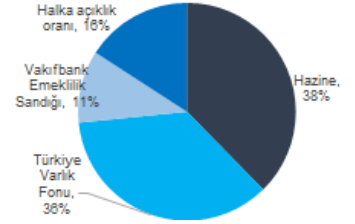
Şirket Tanımı

Vakıfbank mevduat ve diğer kaynaklarla bireysel ve kurumsal bankacılık hizmetleri veren bir devlet bankasıdır. Bireysel krediler, kredi kartları, özel bankacılık, sağlık ve hayat sigortacılık, bireysel emeklilik, proje finansmanı, dış ticaret ve nakit yönetimi gibi alanlarda Türkiye'de yurtdışı şubeleri ile hizmet vermektedir.

Katalizörler: i) Beklentilerden kuvvetli ekonomik büyüme aktif kalitesini destekleyecektir

Riskler: i) Ekonomik büyümede yavaşlama, aktif kalitesinde ciddi bir bozulmaya sebep olabilir. ii) Regülasyon

Ortaklık Yapısı



AGESA EMEKLİLİK

Makul değerlendirme

Agesa Emeklilik için 12 aylık hedef fiyatımızı 26TL olarak güncelliyoruz ve TUT tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 23TL). Hedef fiyatımızı yukarı revize etmemizde beklentilerimizden daha olumlu gelişen hayat sigortası ve emeklilik rakamları etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %11 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2022 tahminlerimize göre 2.9x F/DD ve 6.8x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2021 net karından yaklaşık %7 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat birimi prim üretiminde güçlü seyrin devam etmesini bekliyoruz:** 2021'de şirketin hayat prim üretiminin yıllık %50 büyüme göstermesini bekliyoruz. 2022'de ise %30 büyüme öngörüyoruz. Son haftalarda kredi büyümesinde gözlemlediğimiz ivmelenme hayat prim üretimini destekleyecektir.
- Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı finansal piyasalardaki yüksek oynaklığa rağmen büyüme kaydetmeye devam etmektedir.** Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2021'de yaklaşık %40 büyüme gösterdi. 2022'de ise büyümenin yaklaşık %30 olmasını öngörüyoruz. Bireysel emekliliği destekleyici adımlar ve yüksek enflasyon ortamı bu büyümenin en temel etkenleri olacaktır.
- Düzenli kar payı dağıtımı:** 2021 net karından Agesa için yaklaşık %7 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) Beklenenden daha düşüş ekonomik büyüme ve bankacılık sektörü tüketici kredi büyümesi, özellikle hayat birimi büyümesini olumsuz etkileyecektir ii) BES komisyonları ile ilgili olası karlılığı azaltıcı regülasyon iii) Makro ekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir iv) bankasürans alanında ek düzenlemeler.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	291	39%	500	72%	621	24%	737	19%
Özsermaye	679	32%	944	39%	1,446	53%	1,841	27%
F/K (x)	8.6		6.8		6.8		5.7	
F/DD (x)	3.7		3.6		2.9		2.3	
Hisse Başına Kar (TL)	1.62		2.78		3.45		4.09	
Temettü Verimi (*)	3.8%		6.8%		6.5%		8.1%	
Sermaye Karlılığı	48.7%		61.6%		52.0%		44.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat TL26.00

Potansiyel Getiri 11%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AGESA.TI / AGESA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL23.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	4,230 / 308
Hisse Sayısı (mn)	180
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	4.26 / 0.38

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

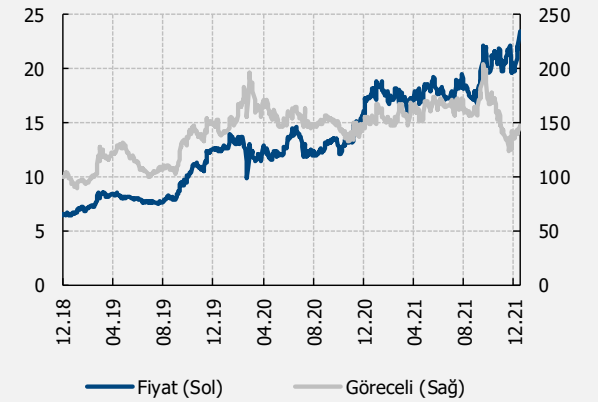
1 Aylık	23.50 / 19.68
1 Yıllık	23.50 / 15.58
Sene başından itibaren	23.50 / 20.52

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	10%	9%
3 Aylık	19%	-19%
1 Yıllık	36%	-1%
Sene başından itibaren	15%	4%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TLmn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Nakit ve Benzeri	631	398	986	1,036	1,087	1,142
Finansal Yatırımlar	148	700	354	382	413	446
Hayat Sigortası Yatırımları	695	1,066	1,876	3,181	4,341	5,682
Emeklilik Alacakları	17,456	23,136	30,483	48,460	65,751	88,161
Diğer Varlıklar	356	395	462	359	959	1,485
Toplam Varlıklar	19,286	25,696	34,162	53,418	72,551	96,915
Emeklilik Borçları	17,701	23,356	30,766	48,910	66,362	88,979
Teknik Rezervler	1,098	1,640	2,442	3,372	4,527	5,867
Diğer yükümlülükler	117	186	273	192	217	228
Özkaynaklar	370	514	679	944	1,446	1,841
Toplam Yükümlülükler	19,286	25,696	34,162	53,418	72,551	96,915

Kar/Zarar Tablosu	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Hayat Sigortası brüt primler	490	905	1,266	1,900	2,469	3,087
Yatırım gelirleri	362	203	934	410	578	478
Brüt hasarlar	-106	-124	-199	-337	-451	-579
Net karşılıklar	-317	-542	-812	-939	-1,176	-1,361
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-185	-301	-334	-426	-601	-800
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	92	77	240	391	508	604
Hayat dışı sigorta teknik kar/zarar	1	10	13	13	13	13
Fon yönetim komisyon geliri	238	270	353	515	722	935
Yönetim & Giriş komisyonu	105	113	102	140	185	222
Net diğer gelir/giderler	-11	-19	-21	-25	-36	-47
Fon yönetim gideri	-29	-42	-51	-72	-101	-131
Emeklilik faaliyet giderleri	-244	-277	-381	-609	-781	-937
Emeklilik teknik kar/zararı	59	44	2	-52	-10	43
Toplam teknik kar/zarar	152	132	255	351	510	659
Net yatırım geliri	89	126	118	275	286	274
Diğer gelir/giderler	7	16	6	40	10	11
Vergi öncesi kar	249	273	379	666	807	945
Vergi gideri	-58	-64	-88	-167	-186	-208
Net Kar	191	209	291	500	621	737

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Hayat teknik kar marjı	19%	8%	19%	21%	21%	20%
Brüt prim büyüme oranı	22%	85%	40%	50%	30%	25%
Hasar oranı	22%	14%	16%	18%	18%	19%
Emeklilik Fon büyüme oranı	12%	33%	31%	62%	36%	34%
Emeklilik Fon büyüklüğü	17,215	22,810	29,970	48,460	65,751	88,161
Fon yönetim komisyon oranı	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
Net kar büyüme oranı	88%	9%	39%	72%	24%	19%
Özkaynak Karlılığı	60%	47%	49%	62%	52%	45%

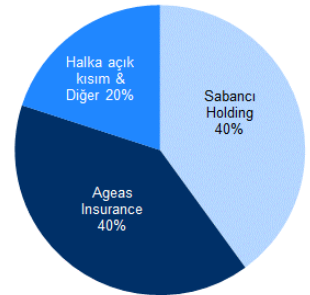
Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Şirket Tanımı

Avivasa 2007'de Avivasa International ve Sabancı Holding ortaklığıyla kurulmuştur. Şirket 2.5 milyon müşteriye servis sağlamaktadır. Bankasürans ağını Akbank üzerinden gerçekleştirmektedir. Ayrıca direkt satış ekipleri ve alternatif dağıtım kanalları ve acenteler üzerinden de satışlar yürütülmektedir. Şirket, Aegas'ın Avivasa'nın payını satın alması sonrası Aagesa Hayat & Emeklilik olarak faaliyetlerine devam etmektedir

Şirket emeklilik fon tutarında 2021 sonu itibarı ile %18.9 pazar payı ile 1. sıradadır. Emeklilik katılımcı sayısında ise %9.4 ile beşinci sıradadır.

Ortaklık Yapısı



AKSIGORTA

Zayıf operasyonel görünüm nedeniyle tavsiye değişikliği

Aksigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 11TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 10TL) ve %20 sınırlı artış potansiyeli nedeniyle tavsiyemizi AL'dan TUT'a indiriyoruz. Teknik sonuçların 2022'de de zayıf seyretmesini öngörüyoruz. Yatırım gelirlerinin bu zayıflığı sınırlı olarak telafi etmesini bekliyoruz. Aksigorta 2022 tahminlerimize göre 1.6x F/DD ve 5.8x F/K ile işlem görmektedir. Şirketin 2021 net karından temettü dağıtmamasını varsayıyoruz.

- **Yüksek TÜFE ve ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek:** 2022'de prim üretiminin yaklaşık %30 artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- **TL'nin zayıflığı ve Covid19 kapanmalarının artık olmaması trafik segmentlerinde karlılığı baskı altına alıyor:** Zorunlu trafik ve kasko sigortalarında son aylarda teknik sonuçlar olumsuz gelişmekte. 2022'de de şirketin teknik zarar elde etmesini tahmin ediyoruz.
- **Artan yatırım gelirleri karlılığı bir miktar destekleyecek:** Yüksek seyreden TL faizler, şirketin yatırım kazançlarını arttıracaktır.
- **Yasal limitlere yakın sermaye oranı nedeniyle 2021 net karından temettü dağıtılamayacağını tahmin ediyoruz:** Aksigorta son 4 yılda kar payı dağıtmıştır. Fakat 2021'de hem sermaye oranının yasal sınırlara yaklaşmış olması hem de yasal düzenlemelerin olumsuz etkisi nedeniyle temettü dağıtılmasını beklemiyoruz.
- **Riskler:** (i) Düşük ekonomik büyüme, (ii) doğal afetler, (iii) regülasyon.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	432	18%	418	-3%	486	16%	658	35%
Özsermaye	1,123	25%	1,212	8%	1,698	40%	2,113	24%
F/K (x)	4.9		6.0		5.8		4.3	
F/DD (x)	1.9		2.1		1.6		1.3	
Hisse Başına Kar (TL)	1.41		1.37		1.59		2.15	
Temettü Verimi (*)	11.0%		10.9%		0.0%		8.7%	
Sermaye Karlılığı	42.8%		35.8%		33.4%		34.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat	TL11.00
Potansiyel Getiri	20%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKGRT.TI / AKGRT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL9.14
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	2,797 / 204
Hisse Sayısı (mn)	306
Saklama Oranı	28%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	13.32 / 1.10

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

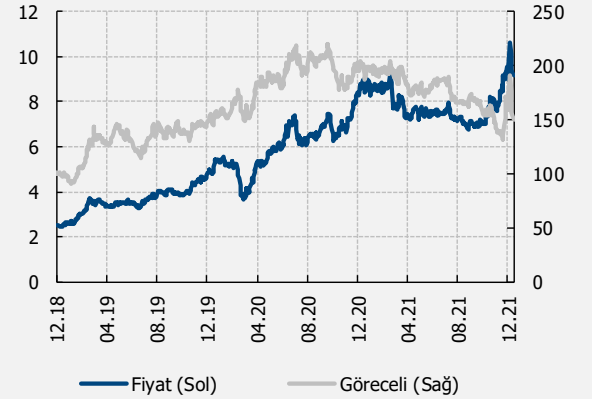
1 Aylık	10.60 / 8.40
1 Yıllık	10.60 / 6.76
Sene başından itibaren	10.60 / 9.14

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	9%	8%
3 Aylık	31%	-11%
1 Yıllık	2%	-26%
Sene başından itibaren	-14%	-22%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Nakit ve Benzerleri	1,970	2,063	2,270	2,742	3,006	3,363
Finansal Yatırımlar	560	1,330	1,744	2,304	2,526	2,826
Yatırımlar	601	761	1,120	1,368	1,778	2,240
Toplam Varlıklar	3,515	4,608	5,620	6,562	7,500	8,655
Teknik Rezervler	1,910	2,515	3,068	3,876	4,964	5,857
Özkaynaklar	718	899	1,123	1,212	1,698	2,113
Toplam Yükümlülükler	3,515	4,608	5,620	6,562	7,500	8,655

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Teknik Gelir	1,853	2,276	2,797	3,810	4,954	6,241
Brüt prim	3,417	4,474	5,272	6,642	8,635	10,880
Net prim	1,825	2,243	2,737	3,779	4,913	6,190
Teknik Gider	-1,844	-2,168	-2,500	-3,957	-5,169	-6,217
Brüt hasar	-1,485	-2,113	-2,231	-3,475	-4,690	-5,583
Net hasar	-1,341	-1,544	-1,781	-3,108	-4,034	-4,802
Faaliyet giderleri	-431	-513	-598	-694	-931	-1,164
Diğer	-71	-111	-122	-155	-204	-252
Teknik Kar	9	108	297	-146	-215	24
Net yatırım geliri (gideri)	339	434	338	713	848	801
Diğer gelir (gider)	-53	-50	-84	-2	-2	-2
Vergi öncesi kar (zarar)	294	492	550	564	631	822
Vergi öncesi kar (zarar)	-67	-126	-118	-147	-145	-164
Net kar (zarar)	228	366	432	418	486	658

Finansal Oranlar	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Brüt prim üretimi büyümesi	30%	31%	18%	26%	30%	26%
Teknik kar büyümesi	-78%	1155%	175%	-149%	47%	-111%
Net kar büyümesi	79%	61%	18%	-3%	16%	35%
Gider oranı	24%	23%	22%	18%	19%	19%
Teknik marj	0%	5%	11%	-4%	-4%	0%
Kombine oranı	100%	95%	89%	104%	104%	100%
Yatırım getirisi	19%	18%	11%	19%	19%	16%
Kaldıraç (x)	4.9	5.1	5.0	5.4	5.0	4.8
Aktif karlılığı	7.3%	9.0%	8.5%	6.9%	6.4%	7.0%
Özkaynak karlılığı	34%	45%	43%	36%	33%	35%
PD /DD	1.6	1.6	1.9	2.1	1.6	1.3
F / K	5.0	3.9	4.9	6.0	5.8	4.3
Piyasa Değeri / Brüt Prim Üretimi	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

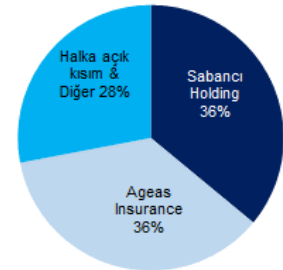
Şirket Tanıtımı

Aksigorta Sabancı Holding <SAHOL TI> ve Belçikalı sigorta grubu Ageas Insurance'ın %36'shar ortaklığına sahip, geri kalan %28 hissesi ise Borsa İstanbul'a kote bir şirkettir. Şirket hayat-dışı sigortacılık alanında yaklaşık 3,000 acente, 69 broker ve Akbank <AKBNK TI>'ın banka şubeleri kanalları ile satış faaliyetlerini yürütmektedir. Hayat-dışı sigortacılıkta brüt prim üretiminde 4. sıradadır ve %7.7 pazar payına sahiptir. Aksigorta zorunlu trafik sigortası ve kasko branşlarında ise 3. Konumdadır. Aksigorta'nın sermaye yeterlilik oranı %126 ile yasal asgari oran %100-115'in üzerindedir.

Güçlü Alanlar: i) Etkin faaliyet gideri yönetimi ve ürün fiyatlaması

Riskler: i) Beklenenden daha düşüş ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) deprem ve benzeri doğal afetler, iii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon, iv) yasal sınırlara yakın sermaye oranı

Ortaklık Yapısı



ANADOLU HAYAT

Güçlü operasyonel performans & yüksek temettü verimliliği

Anadolu Hayat için 12 aylık hedef fiyatımızı 16TL olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi yineliyoruz (önceki hedef fiyat 12.8TL). Hedef fiyatımızı yukarı revize etmemizde beklentilerimizden daha olumlu gelişen emeklilik sonuçları ve hayat operasyonu ile ilgili olumlu beklentilerimiz etkili oldu. 12 aylık hedef fiyatımız %34 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirket güncel 2022 tahminlerimize göre 1.9x F/DD ve 5.6x F/K oranları ile işlem görmektedir. 2021 net karından hisse için yaklaşık %9 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Hayat birimi prim üretiminde ivmelenme bekliyoruz:** 2021'de şirketin hayat prim üretiminin yıllık %15 büyüme göstermesini bekliyoruz. 2022'de ise %30 büyüme öngörüyoruz. Son haftalarda kredi büyümesinde gözlemlediğimiz ivmelenme hayat prim üretimini destekleyecektir. Ayrıca 2021'in ilk 6 ayının düşük baz etkisi de bu trendi destekleyecektir.
- Bireysel emeklilik yönetilen fon tutarı finansal piyasalardaki yüksek oynaklığa rağmen büyüme kaydetmeye devam etmektedir.** Emeklilik fonları yönetilen tutarı 2021'de yaklaşık %40 büyüme gösterdi. 2022'de ise büyümenin yaklaşık %30 olmasını öngörüyoruz. Bireysel emekliliği destekleyici adımlar ve yüksek enflasyon ortamı bu büyümenin en temel etkenleri olacaktır.
- Düzenli kar payı dağıtımı geleneği:** 2021 net karından Anadolu Hayat için yaklaşık %9 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.
- Riskler:** i) Beklenenden daha düşüş ekonomik büyüme ve bankacılık sektörü tüketici kredi büyümesi, özellikle hayat birimi büyümesini olumsuz etkileyecektir ii) BES komisyonları/bankasürans ile ilgili olası karlılığı azaltıcı değişiklikler iii) Makro ekonomik bir oynaklık BES çıkışlarını hızlandırabilir.

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	519	45%	644	24%	924	43%	1,155	25%
Özsermaye	1,581	24%	1,762	11%	2,737	55%	3,476	27%
F/K (x)	6.1		6.7		5.6		4.5	
F/DD (x)	2.0		2.4		1.9		1.5	
Hisse Başına Kar (TL)	1.21		1.50		2.15		2.69	
Temettü Verimi (*)	11.0%		7.3%		8.7%		12.5%	
Sermaye Karlılığı	36.4%		38.5%		41.1%		37.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL16.00

Potansiyel Getiri

34%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ANHYT.TI / ANHYT.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL11.92
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	5,126 / 374
Hisse Sayısı (mn)	430
Saklama Oranı	17%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	8.95 / 0.75

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

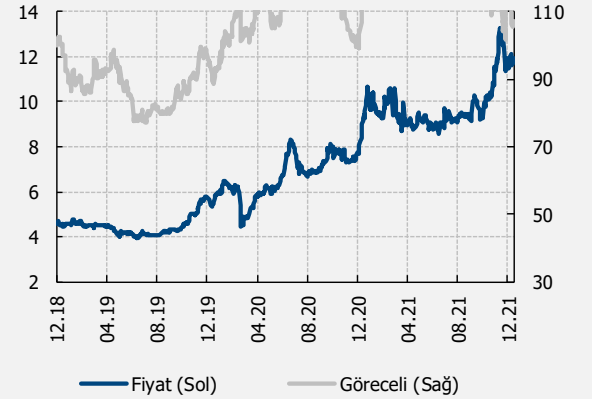
1 Aylık	12.95 / 11.38
1 Yıllık	13.27 / 8.60
Sene başından itibaren	12.13 / 11.63

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-6%	-7%
3 Aylık	16%	-21%
1 Yıllık	30%	-5%
Sene başından itibaren	-1%	-10%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TL milyon)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Nakit ve Benzeri	518	657	666	267	1,119	1,753
Finansal Yatırımlar	672	1,127	1,534	1,719	1,925	2,117
Hayat Sigortası Yatırımları	1,663	1,938	2,760	3,736	4,382	5,052
Emeklilik Alacakları	16,967	22,952	30,477	47,969	63,932	88,067
Diğer Varlıklar	403	462	629	769	905	1,100
Toplam Varlıklar	20,222	27,135	36,067	54,460	72,262	98,088
Emeklilik Borçları	17,250	23,181	30,823	48,513	64,657	89,065
Teknik Rezervler	1,899	2,432	3,413	3,975	4,633	5,315
Hayat Matematik Rezervleri	1,740	2,232	3,186	3,736	4,382	5,052
Diğer	159	200	228	239	251	264
Diğer yükümlülükler	131	248	250	210	236	232
Özkaynaklar	941	1,274	1,581	1,762	2,737	3,476
Toplam Yükümlülükler	20,222	27,135	36,067	54,460	72,262	98,088

Kar/Zarar Tablosu (TL milyon)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Hayat Sigortası brüt primler	639	1,229	1,684	1,937	2,518	3,147
Yatırım gelirleri	369	292	500	518	608	625
Brüt hasarlar	-483	-583	-580	-699	-959	-1,266
Net karşılıklar	-169	-361	-899	-942	-1,080	-1,183
Hayat Sigortası faaliyet giderleri	-201	-285	-368	-438	-595	-746
Hayat Sigortası teknik kar/zarar	151	264	328	341	444	526

Fon yönetim komisyon geliri	256	304	369	540	759	966
Yönetim & Giriş komisyonu	100	108	115	113	158	195
Net diğer gelir/giderler	-8	-8	-4	1	9	19
Fon yönetim gideri	-24	-27	-13	-24	-34	-43
Emeklilik faaliyet giderleri	-238	-287	-321	-353	-439	-567
Emeklilik teknik kar/zararı	88	91	146	276	453	570
Toplam teknik kar/zarar	239	355	473	618	897	1,096
Net yatırım geliri	98	109	188	256	302	348
Diğer gelir/giderler	-14	14	-13	-15	0	0
Vergi öncesi kar	322	477	648	859	1,199	1,444
Vergi gideri	-69	-119	-128	-215	-276	-289
Net Kar	254	358	519	644	924	1,155

Temel Göstergeler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Hayat teknik kar marjı	24%	21%	19%	18%	18%	17%
Brüt prim büyüme oranı	11%	92%	37%	15%	30%	25%
Hasar oranı	76%	47%	34%	36%	38%	40%
Emeklilik Fon büyüme oranı	15%	35%	32%	58%	33%	38%
Emeklilik Fon büyüklüğü	16,995	22,940	30,384	47,969	63,932	88,067
Fon yönetim komisyon oranı	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
Net kar büyüme oranı	13%	41%	45%	24%	43%	25%
Özkaynak Karlılığı	27%	32%	36%	39%	41%	37%
F/K	12.0	6.6	6.1	6.7	5.5	4.4
F/DD	3.2	1.9	2.0	2.4	1.9	1.5

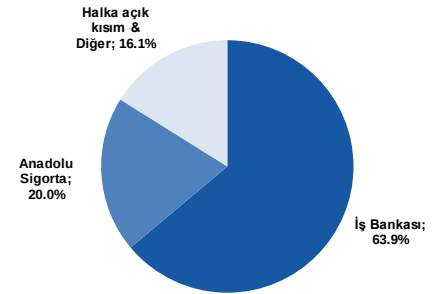
Kaynak: Şirket finansalları, YKY tahminleri

Sirket Tanımı

Anadolu Hayat, hayat sigortası alanında ilk kurulan firmadır. Kuruluş yılı 1990'dır. 2003 yılında bireysel emeklilik alanına da giriş yapmıştır. Şirketin ağırlıklı bankalar kanalı ile (İşbankası, Anadolubank, TSKB ve Bankpozitif) 1,396 şubeden oluşan bir satış ağı vardır. Ayrıca direkt satış, acenteler, brokerler ve alternatif dağıtım kanalları üzerinden de satışlar gerçekleştirilmektedir.

2021 sonu itibarı ile Anadolu Hayat'ın emeklilik fon büyüklüğü (devlet katkısı hariç, 3.basamak) ve katılımcı sayısı sırasıyla 42 milyar TL ve 1.1 milyon katılımcıya ulaştı. Anadolu Hayat hem katılımcı sayısı (%15.9) hem de fon büyüklüğü (%18) olarak üçüncü sıradadır.

Ortaklık Yapısı



TÜRKİYE SİGORTA

Cazip çarpanlar & yüksek temettü verimliliği

Türkiye Sigorta için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 7TL olarak güncelliyoruz (eski hedef fiyat 6.35TL) %33 artışı potansiyeli ile AL tavsiyemizi koruyoruz. 2022'de teknik karlılıkta sınırlı bir düşüş beklerken yatırım gelirlerinin bu düşüşü kısmen telafi etmesini tahmin ediyoruz. Türkiye Sigorta 2022 tahminlerimize göre 1.3x F/DD ve 4.8x F/K ile işlem görmektedir. 2021 net karından yaklaşık %9 temettü verimliliği tahmin ediyoruz.

- Yüksek TÜFE ve ekonomik görünüm prim üretimini destekleyecek:** 2022'de prim üretiminin yaklaşık %35 artış göstermesini tahmin ediyoruz.
- TL'nin zayıflığı ve Covid19 kapanmalarının artık olmaması trafik segmentlerinde karlılığı baskı altına alıyor:** 2022'de 2021'e göre teknik karlılıkta düşüş bekliyoruz.
- Artan yatırım gelirleri karlılığı destekleyecek:** Teknik karlılıktaki düşüşün yatırım gelirleri ile telafi edilmesini bekliyoruz.
- Düzenli kar payı potansiyeli ve güçlü sermaye oranı:** Türkiye Sigorta birleşme sonrası temettü dağıtmıştır. Haziran 2021 itibarı ile şirketin sermaye yeterlilik oranı %215 gibi yüksek bir seviyededir. 2021 yılı karından Türkiye Sigorta için yaklaşık %9 temettü verimi tahmin ediyoruz.
- Yüksek özkaynak karlılığı:** Türkiye Sigorta'nın 2022'de %28 özkaynak karlılığı elde etmesini tahmin ediyoruz.
- Riskler:** (i) Düşük ekonomik büyüme, (ii) doğal afetler, (iii) regülasyon, (iv) karlılık ve sermaye ile desteklenmeyen pazar payı kazanımları

Solo Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net Kar	1,153	a.d.	1,062	-8%	1,258	18%	1,605	28%
Özsermaye	3,460	a.d.	4,130	19%	4,857	18%	5,707	18%
F/K (x)	3.1		6.2		4.8		3.8	
F/DD (x)	1.0		1.6		1.3		1.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.99		0.91		1.08		1.38	
Temettü Verimi (*)	0.0%		6.4%		8.7%		12.4%	
Sermaye Karlılığı	0.0%		28.0%		28.0%		30.4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL7.00

Potansiyel Getiri

33%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TURSG.TI / TURSG.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL5.25
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	6,098 / 444
Hisse Sayısı (mn)	1161.523363
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	92.08 / 7.60

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

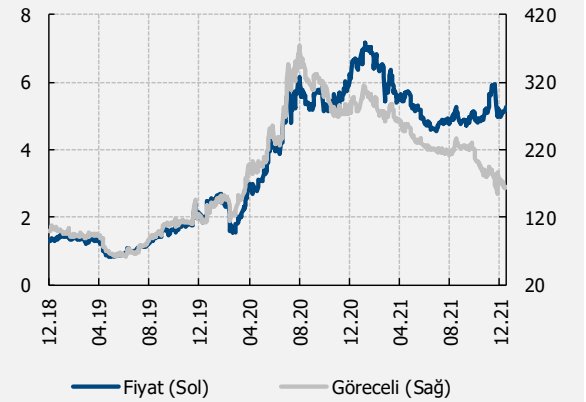
1 Aylık	5.93 / 4.96
1 Yıllık	7.15 / 4.56
Sene başından itibaren	5.25 / 5.04

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-10%	-10%
3 Aylık	9%	-26%
1 Yıllık	-22%	-43%
Sene başından itibaren	4%	15%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Bilanço (TL mn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Nakit ve benzerleri	5,395	6,535	6,398	7,405	8,690
Finansal yatırımlar	399	187	1,592	1,843	2,163
Alacaklar	1,318	2,343	2,823	3,777	4,759
Diğer	1,593	2,095	2,570	3,714	4,164
Toplam aktifler	8,705	11,161	13,383	16,738	19,776
Teknik karşılıklar	4,778	5,223	6,256	8,033	9,511
Diğer	1,442	2,479	2,997	3,849	4,557
Özkaynak	2,484	3,460	4,130	4,857	5,707
Toplam yükümlülükler & özkaynak	8,705	11,161	13,383	16,738	19,776

Kar & Zarar Tablosu (TL mn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Teknik Gelir	3,328	3,758	4,631	6,607	8,503
Brüt prim	7,167	8,887	10,859	14,530	18,308
Net prim	3,255	3,686	4,462	6,393	8,239
Teknik Gider	-3,043	-3,030	-4,202	-6,218	-7,825
Brüt hasar	-2,502	-2,439	-3,651	-5,272	-6,551
Net hasar	-2,258	-2,087	-3,269	-4,744	-5,896
Faaliyet giderleri	-765	-922	-914	-1,453	-1,909
Diğer	-16	-17	-19	-21	-21
Teknik Kar	286	728	430	389	677
Net yatırım geliri (gideri)	854	865	1,231	1,540	1,629
Diğer gelir (gideri)	-109	-163	-256	-300	-300
Vergi öncesi kar (zarar)	1,031	1,429	1,405	1,629	2,006
Vergi öncesi kar (zarar)	-202	-276	-343	-372	-401
Net kar (zarar)	828	1,153	1,062	1,258	1,605

Finansal Oranlar	2020	2021T	2022T	2023T
Brüt prim üretimi büyümesi	24%	22%	34%	26%
Teknik kar büyümesi	155%	-41%	-9%	74%
Net kar büyümesi	39%	-8%	18%	28%
Gider oranı	25%	20%	23%	23%
Teknik marj	20%	10%	6%	8%
Kombine oranı	81%	91%	94%	92%
Yatırım getirisi	15%	18%	19%	17%
Kaldıraç (x)	3.2	3.2	3.4	3.5
Aktif karlılığı	11.6%	8.7%	8.4%	8.8%
Özkaynak karlılığı	39%	28%	28%	30%
PD /DD	1.0	1.6	1.3	1.1
F / K	3.1	6.2	4.8	3.8
Piyasa Değeri / Brüt Prim	0.4	0.6	0.4	0.3

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket

Şirket Tanıtımı

Şirket, Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta'nın Ağustos 2020'de birleşmesiyle kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu (TVF) %82 ile en büyük hissedardır. Geri kalan %18 ise Borsa İstanbul'da halka açıktır.

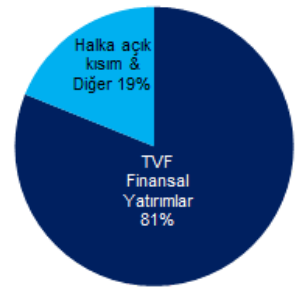
Hayat-dışı sigortacılık brüt prim üretiminde Şirket %13.2 pazar payıyla lider konumdadır. Şirket, hayat sigortası ve bireysel emeklilik operasyonlarını Türkiye Hayat&Emeklilik AŞ'deki %7 iştirak oranıyla yürütmektedir. Türkiye Sigorta'nın faaliyetleri yaklaşık 3,324 acenta, 118 broker ve 3 kamu bankasının (Halkbank, Vakıfbank, Ziraat Bankası) 4,527 şubesi üzerinden devam etmektedir. Şirket'in pazar payı olarak güçlü olduğu alanlar tarım, yangın & doğal afet ve zorunlu trafik branşlarıdır.

Şirket'in sermaye yeterlilik oranı %215 seviyesindedir.

Güçlü Alanlar: i) açık ara lider konumlanma, ii) bankrasürans alanında kuvvetli pozisyonlanma, iii) güçlü sermaye oranları

Riskler: i) Beklenenden daha düşük ekonomik büyüme prim üretimini baskı altına alabilir, ii) deprem ve benzeri doğal afetler, iii) sektörün karlılığını olumsuz etkileyebilecek regülasyon, iv) pazar payı kazanımlarının karlılıkla desteklenmemesi

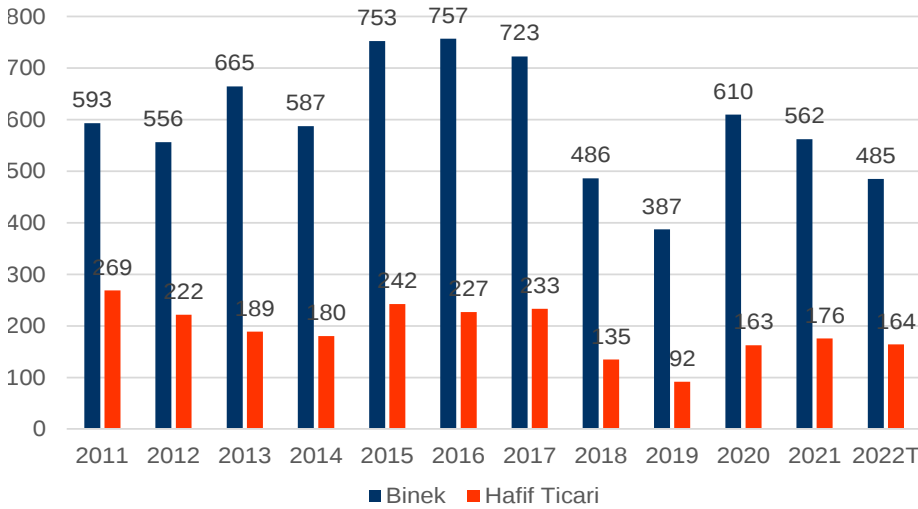
Ortaklık Yapısı



İç piyasada zor bir yıl

Türkiye’de 1. el perakende araç satışları 1Y21’de düşük baz etkisiyle sergilediği %55 yükselişin ardından 2Y21’de mikroçip tedarik problemi ve yüksek baz etkisiyle sert bir geri çekilme yaşadı ve yılı toplamda %xxx daralma ile kapattı. 2022 yılında ise özellikle kur artışları sonrası satın alma gücüne dair yaşanabilecek düşüşler nedeniyle talepte zorlu bir dönem olabileceğini düşünüyoruz. Özellikle yılın ilk yarısında mikroçip probleminin devam etmesini beklediğimiz için sert bir daralma görebiliriz. Tüm yıl içinse toplam binek ve hafif ticari oto perakende satışlarının %7 daralmasını bekliyoruz. Halka açık şirketlerden Tofaş’ın hem satın alım gücü açısından piyasada iyi bir konuma sahip Egea sayesinde hem de daha az daralmasını beklediğimiz hafif ticari araç pazarındaki güçlenen konumuyla 2022’de Türkiye’de hacim kaybının piyasa genelinden biraz daha iyi şekilde %7 olacağını tahmin ediyoruz. Fort Otosan’ın da özellikle ağırlıklı satışlarının afif ticari segmentinde olmasından ötürü yine piyasadan iyi bir performans sergileyerek %5 daralma yaşamasını bekliyoruz.

Şekil 1: Türkiye binek ve hafif ticari araç pazarı (bin adet)

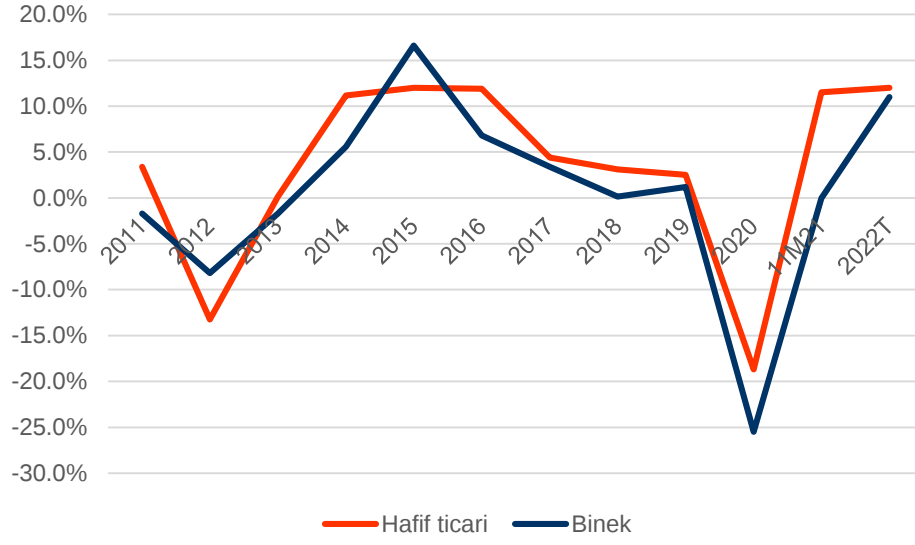


Kaynak: ODD, YKY Araştırma

İhracat piyasalarında toparlanma bekliyoruz

Türkiye Otomotiv üreticilerinin ana pazarı olan Avrupa’da 2021 yılının ikinci yarısı özellikle mikroçip kaynaklı arz şokları nedeniyle zorlu bir dönem geçirdi. Yılın ilk yarısı hafif ticari ve binek oto satışları sırasıyla %37 ve %25 büyürken ikinci yarıdaki performans sonrası 11A21 büyüme rakamları %12 ve %0 seviyelerine düştü. Bu yıl ise ilk yarıda mikroçip kaynaklı problemler devam etse de bunun ikinci yarıda hafiflemesini ve hacimlerin toparlanma yaşamasını bekliyoruz. Tüm yıl için binekte %11 hafif ticaride %12 büyüme beklentimiz var. Bu toparlanma süreci Ford Otosan ve Tofaş’ın da ihracat hacimlerine olumlu yansıtacaktır.

Şekil 2: Avrupa binek ve hafif ticari araç büyüme rakamları



Source: ACEA, YKY Araştırma

FORD OTOSAN

İşıltılı gelecek

FROTO için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle 374,4 TL olarak belirledik. Özellikle elektrikli araç yatırımı uzun vadede çok önemli bir ek yaratıyor. Bunun yanı sıra 2021 sonu itibarıyla toplam içinde yaklaşık %80 paya sahip ihracat satışları da TL'nin değer kaybettiği ortamda şirkete olumlu yansıyor. Şirketin orta vadede hem Türkiye'de hem Avrupa'da daha hızlı büyümesini beklediğimiz hafif ticari araç segmentindeki güçlü varlığını da olumlu buluyoruz. Öte yandan global ölçekte devam eden mikroçip tedarik problemine dair süreç ise bir risk unsuru olarak yakından takip edilmeli. Hissenin 2022 tahminlerimiz üzerinden işlem gördüğü 8,1x olan FD/VAFÖK ve 9,8x F/K çarpanlarının elektrikli araç yatırımının potansiyelini yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

- Elektrikli araç yatırımı ışıltılı bir gelecek sunuyor.** Şirketin 2021'de detaylarını açıkladığı elektrikli araç yatırımı kapsamında Kocaeli tesislerinde Ford ailesinin ilk tam elektrikli ticari aracı olan E-Transit üretilecek. Ayrıca bu yatırımla VW'nin yeni jenerasyon ticari aracı da bu tesislerde üretilecek. Bu yatırımla birlikte şirketin üretim kapasitesi kapasitesi 225 bin adet (yaklaşık %50) artacak. Yatırımın devreye girmesiyle şirketin satış ve VAFÖK rakamlarının 2022-25 arasında sırasıyla yıllık ortalama bileşik %41 ve %40 büyümesini bekliyoruz.
- İhracat kırılganlıklara karşı koruma sağlıyor.** Şirket BIST içerisinde döviz gelirlerinin yüksek oranı sayesinde TL'deki oynaklıklara karşı en dayanıklı isimlerden biri. 2022 yılında %80 paya sahip olmasını beklediğimiz ihracatın elektrikli araç yatırımı tamamlandıktan sonra %85'i aşacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca şirketin 2022 yılının ikinci yarısında Avrupa hafif ticari araç piyasasında beklediğimiz toparlanmadan da olumlu etkileneceği görüşündeyiz.
- Riskler --** i) Beklenenden düşük ihracat ve yurt içi hacimler ii) Vergi rejimindeki olası değişiklikler, iii) Mikroçip tedarik probleminin uzaması

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	49,451	26%	64,660	31%	110,176	70%	146,449	33%
VAFÖK	5,283	58%	6,615	25%	11,498	74%	16,169	41%
Net Kar	4,195	114%	5,246	25%	9,013	72%	11,308	25%
F/K (x)	6.9		12.4		9.8		7.8	
FD/VAFÖK (x)	5.4		9.9		8.1		5.5	
FD/Satış (x)	0.6		1.0		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	12.0		14.9		25.7		32.2	
Temettü Verimi (*)	6.7%		4.7%		4.7%		7.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	10.3%		4.3%		5.2%		0.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL374.40

Potansiyel Getiri

48%

Fiyat Bilgileri

Kodu	FROTO.TI / FROTO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL252.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	88,675 / 6,463
Hisse Sayısı (mn)	350.91
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	559.06 / 50.86

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

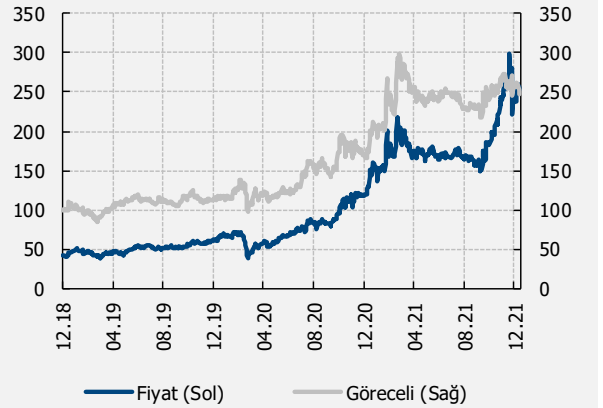
1 Aylık	299.50 / 222.00
1 Yıllık	299.50 / 128.68
Sene başından itibaren	260.90 / 238.10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-3%
3 Aylık	67%	13%
1 Yıllık	96%	43%
Sene başından itibaren	6%	-4%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	39,209	49,451	64,660	110,176	146,449
Brüt Kar	4,015	6,187	7,756	13,728	17,703
Faaliyet giderleri	-1,442	-1,820	-2,218	-3,582	-4,693
VAFÖK (**)	3,350	5,283	6,615	11,498	16,169
Amortisman	776	917	1,077	1,352	3,160
Faaliyet gelirleri	2,574	4,367	5,539	10,146	13,009
Finansal gelir/gider	-471	-699	-339	-502	-890
Diğer gelir/gider	-153	440	629	370	443
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	1
Vergi öncesi kar	1,950	4,108	5,829	10,014	12,563
Vergi	9	87	-583	-1,001	-1,256
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	1
Net Kar	1,959	4,195	5,246	9,013	11,308

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	3,202	8,124	7,901	4,295	370
Stoklar	1,827	2,449	3,971	8,038	10,842
Ticari alacaklar	4,105	5,754	6,613	11,407	14,952
Diğer alacaklar	1,022	1,277	1,940	3,305	4,393
Dönen Varlıklar	10,157	17,605	20,425	27,046	30,557
Maddi duran varlıklar	4,437	4,403	6,318	13,652	20,555
Finansal yatırımlar	22	45	49	54	60
Diğer duran varlıklar	1,791	2,297	2,553	3,147	3,719
Duran Varlıklar	6,250	6,745	8,920	16,852	24,334
Toplam Varlıklar	16,406	24,349	29,346	43,898	54,891
Kısa vadeli finansal borçlar	3,648	3,933	4,031	4,132	4,235
Ticari borçlar	4,535	7,748	10,190	17,272	23,056
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	462	800	1,020	1,766	2,371
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,645	12,481	15,241	23,170	29,662
Uzun vadeli finansal borçlar	2,560	4,148	4,103	4,068	4,068
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	536	677	645	692	729
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,096	4,824	4,748	4,760	4,797
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,665	7,044	9,356	15,969	20,431
Toplam Kaynaklar	16,406	24,349	29,346	43,898	54,891

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,204	6,168	7,077	9,904	0
Yatırım faaliyetlerinden	-1,438	-2,391	-2,789	-3,072	0
Finansman faaliyetlerinden	1,797	1,803	-313	-11	0
Temettü Ödemesi	-1,284	-1,095	-3,577	-4,197	-6,309
Serbest Nakit Akışı	983	2,961	2,780	4,616	0
Net Borç	3,006	-43	233	3,905	0

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	10.2%	12.5%	12.0%	12.5%	12.1%
VAFÖK marjı	8.5%	10.7%	10.2%	10.4%	11.0%
Net Kar marjı	5.0%	8.5%	8.1%	8.2%	7.7%
Sermaye Karlılığı	45.8%	71.7%	64.0%	71.2%	62.1%
Satış Büyümesi	18%	26%	31%	70%	33%
VAFÖK Büyümesi	18%	58%	25%	74%	41%
Net Kar Büyümesi	16%	114%	25%	72%	25%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.6	a.d.	0.0	0.2	0.0
Net Borç / VAFÖK (x)	0.9	a.d.	0.0	0.3	0.0

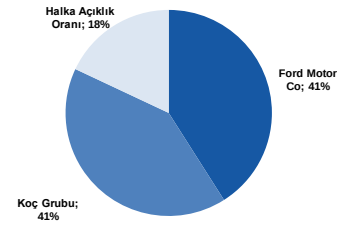
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Ford Otosan ana olarak Avrupa'ya ticari araç odaklı üretim yapmaktadır. Yurt içinde de hem ticari araç hem de ithal binek araç satışı gerçekleştirmektedir. Şirket hem Avrupa'da hem de yurt içinde de ticari araçlarda Pazar lideri pozisyonundadır. 455 bin adet üretim kapasitesine sahipken %80'in üzerinde bir Kkapasite kullanım oranına sahiptir. Hacim bazında satışların yaklaşık %85'i ihracat olarak yapılmaktadır. İhracat satışları Euro bazlı olduğu için TL'de yaşanan değer kayıplarına karşı büyük ölçüde korunaklı durumdadır.

Ortaklık Yapısı



OTOKAR

Zırhlı araç ihracatı bu yıl azalıyor

Otokar için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında 435,2 TL (önceki: 352,9 TL) olarak belirledik. Hedef fiyatımız %19'luk sınırlı bir getiri potansiyeline işaret ettiği için daha önce AL olan önerimizi TUT olarak değiştiriyoruz. Otokar'ın özellikle hem savunma tarafında hem de ticari tarafta ihracat pazarlarındaki uzun vadeli büyüme potansiyelini takdir etmeye devam ediyoruz. Öte yandan bu yıl için yüksek karlılığı bulunan zırhlı araç segmentinde yeni ihracat siparişlerinin yokluğu nedeniyle satış büyümesinin TL'deki değer kaybına kıyasla sınırlı düzeyde kalmasının yanında VAFÖK marjının da yıllık bazda 5 puana yakın daralmasını bekliyoruz (2021T: %19,3, 2022T: %14,3). Hisse 2022 tahminlerimizle makul değeri yansıtan 9,9x FD/VAFÖK ve 11,5x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor.

- **2022'de marjlarda önemli daralma riski.** Otokar'ın mevcut zırhlı araç ihracat siparişlerinin 90-95 milyon dolar düzeyinde olduğunu tahmin ediyoruz ve yakın dönemde somut bir sipariş beklentisini modelimize koymuyoruz. Zırhlı araç ihracatlarının 2023'te yeniden yükselişe geçebileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla 2022 yılında yüksek kar marjlı zırhlı araç gelirlerinin payının 2021'deki beklentimiz olan %43 seviyesinden %26'ya gerileyeceğini öngörüyoruz. Böylece VAFÖK marjında yaklaşık 5 puanlık düşüş tahmin ediyoruz. Sonuç olarak 2022'de satışlardaki %39 büyümeye rağmen VAFÖK rakamının yıllık bazda yatay kalmasını bekliyoruz.
- **İhracat piyasalarında uzun vadede fırsatlar devam ediyor.** 2020 yılının sonunda Afrika ülkelerinden alınan toplam 135 milyon dolarlık ihracat siparişi şirketin global savunma sanayiindeki yüksek büyüme potansiyeline önemli bir işaret. Orta uzun vadede bu tarz siparişlerin söz konusu olabileceğini düşünüyoruz.
- **Iveco otobüs satışlarının etkisi 2022'de görülebilir.** Otokar'ın Iveco otobüs satışlarının 2022'de finansallar üzerinde hatırı sayılır bir etki yaratmaya başlayacağını düşünüyoruz. Iveco ile olan anlaşma beş yıl için toplamda 5.000'in üstünde otobüsün üretimi için yapıldı ve teslimatlar 2022'deki satış büyümesinin ana faktörü olmaya aday durumda.
- **Riskler --** i) Bölgede jeopolitik tansiyonun artması ii) Beklenenden düşük faaliyet kar marjları, iii) beklentimizden daha önce alınacak yüklü miktardaki zırhlı araç ihracat siparişleri.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	2,909	20%	4,337	49%	6,012	39%	7,659	27%
VAFÖK	672	56%	839	25%	858	2%	1,118	30%
Net Kar	625	78%	855	37%	884	3%	1,126	27%
F/K (x)	6.1		9.7		9.9		7.8	
FD/VAFÖK (x)	7.7		11.1		11.5		9.2	
FD/Satış (x)	1.8		2.2		1.6		1.3	
Hisse Başına Kar (TL)	26.0		35.6		36.8		46.9	
Temettü Verimi (*)	7.5%		4.4%		6.8%		6.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	17.9%		13.6%		16.5%		0.0%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL435.20

Potansiyel Getiri

19%

Fiyat Bilgileri

Kodu	OTKAR.TI / OTKAR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL365.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	8,760 / 639
Hisse Sayısı (mn)	24
Saklama Oranı	27%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	123.58 / 10.99

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

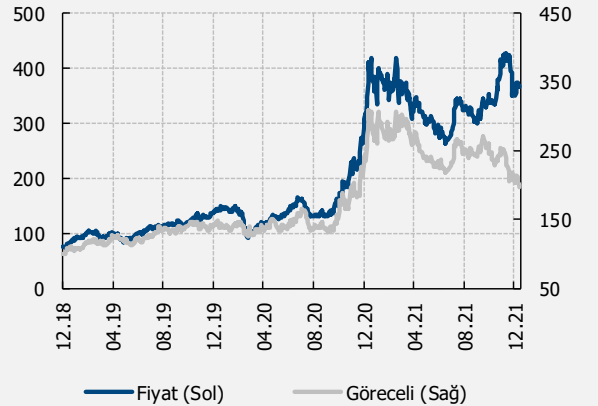
1 Aylık	424.20 / 349.60
1 Yıllık	426.00 / 263.50
Sene başından itibaren	375.30 / 355.00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-12%	13%
3 Aylık	11%	24%
1 Yıllık	-9%	34%
Sene başından itibaren	3%	-7%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	2,431	2,909	4,337	6,012	7,659
Brüt Kar	919	1,194	1,571	1,799	2,409
Faaliyet giderleri	567	619	857	1,106	1,501
VAFÖK (**)	432	672	839	858	1,118
Amortisman	79	97	124	165	211
Faaliyet gelirleri	352	575	715	693	908
Finansal gelir/gider	-158	-110	-120	-124	-49
Diğer gelir/gider	152	160	261	315	265
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	1
Vergi öncesi kar	346	625	855	884	1,125
Vergi	5	-1	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	1
Net Kar	352	625	855	884	1,126
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	223	517	1,039	1,800	2,157
Stoklar	768	1,336	1,301	1,683	2,145
Ticari alacaklar	897	1,189	1,605	2,104	2,757
Diğer alacaklar	55	137	150	165	182
Dönen Varlıklar	1,942	3,179	4,095	5,753	7,241
Maddi duran varlıklar	502	728	904	1,084	1,293
Finansal yatırımlar	56	170	204	224	246
Diğer duran varlıklar	178	258	285	315	347
Duran Varlıklar	736	1,156	1,393	1,623	1,886
Toplam Varlıklar	2,678	4,334	5,488	7,376	9,127
Kısa vadeli finansal borçlar	254	875	424	827	1,227
Ticari borçlar	256	350	607	962	1,149
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	528	902	992	1,039	1,094
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,038	2,127	2,023	2,828	3,470
Uzun vadeli finansal borçlar	548	979	1,619	2,118	2,445
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	454	221	231	273	285
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,002	1,200	1,850	2,391	2,729
Azınlık Payları	0	0	0	0	1
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	638	1,007	1,615	2,157	2,928
Toplam Kaynaklar	2,678	4,334	5,488	7,376	9,127
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	461	247	932	554	448
Yatırım faaliyetlerinden	-64	-64	-64	-64	-63
Finansman faaliyetlerinden	-72	739	172	914	707
Temettü Ödemesi	-72	-200	-400	-600	-600
Serbest Nakit Akışı	293	689	1,133	1,448	0
Net Borç	579	1,337	1,004	1,145	1,515
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	37.8%	41.1%	36.2%	29.9%	31.5%
VAFÖK marjı	17.8%	23.1%	19.3%	14.3%	14.6%
Net Kar marjı	14.5%	21.5%	19.7%	14.7%	14.7%
Sermaye Karlılığı	68.4%	75.9%	65.2%	46.9%	44.3%
Satış Büyümesi	45%	20%	49%	39%	27%
VAFÖK Büyümesi	91%	56%	25%	2%	30%
Net Kar Büyümesi	111%	78%	37%	3%	27%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.9	1.3	0.6	0.5	0.5
Net Borç / VAFÖK (x)	1.3	2.0	1.2	1.3	1.4

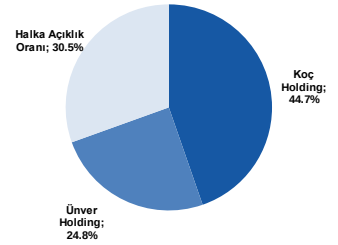
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Türkiye'de özel sektörde taktik zırhlı araç geliştiren öncü şirket konumunda olan Otokar ayrıca Türkiye otobüs pazarında lider durumdadır. Yine bu iş kollarında önemli bir ihracatçı durumunda olan şirket ayrıca yedek parça ve bakım hizmetleri de sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı



TOFAŞ

Yeni dönem güçlü bir potansiyel taşıyor

Tofaş için modelimizi yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında revize ettik ve hedef fiyatımızı 112,4 TL olarak belirleyerek %32 getiri potansiyeliyle AL önerimizi koruyoruz. Hissenin 2Y21'de yakaladığı %87 gibi güçlü relatif performansa rağmen özellikle yeni potansiyel yatırımın yaratabileceği değer hisse fiyatına tam olarak yansımadığını düşünüyoruz. Bunun yanı sıra önemli bir ihracatçı olarak Tofaş TL'de son dönemde yaşanan değer kaybından da olumlu etkileniyor. Yeni model araç yatırımı için baz senaryomuz herhangi bir kapasite artışı olmadan mevcut kapasitenin daha fazla kullanılmasına dayanıyor. Kapasite artışı olması durumunda proje Tofaş açısından daha yüksek bir değer yaratabilir. Hisse 2022 tahminlerimizle sırasıyla halen uygun diyebileceğimiz 7,2 ve 9,4 FD/VAFÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görüyor.

- **Yeni dönem önemli bir potansiyel içeriyor.** Tofaş, Stellantis ailesi içerisinde özellikle maliyet bakımından avantajlı yapısı ve mevcut durumda kullanılmayan kapasitesi bulunan tesisleriyle yeni nesil elektrikli ve hibrid araç üretimi noktasında ön plana çıkıyor. Henüz resmileşmese de ve bu potansiyel yatırımın şu aşamada detaylarına çok hakim olmasak da olası bir değer artışını 2022-24 dönemi için yaklaşık 1 milyar Euro yatırımla kapasite kullanımının şu anki %65-70 seviyelerinden 2024 ve sonrasında %95'in üstüne çıkacağı varsayımıyla modelimize yansıttık. Hedef fiyatımızdaki getiri potansiyelinin önemli bir kısmı bu yatırımdan kaynaklanıyor.
- **İhracat hacimleri korunaklı.** Kovid-19'a bağlı kırılganlıklar ve Fiat'ın ana ihracat pazarlarındaki zayıf performansı Tofaş'ın ihracat hacimlerinin 9A21'de sadece %6 büyümesine yol açtı. Ancak garantili alım anlaşmaları ihracat tarafında koruma sağlamaya devam ediyor. 2022 için ihracat hacimlerinde mikroçip problemlerine dair sıkıntıların azalmasıyla birlikte %17 büyüme bekliyoruz.
- **Yurt içi pazarında daha kırılgan bir görünüm.** TL'deki değer kaybı sonrası 2022 yılında Türkiye otomotiv piyasasında talebin zayıflamasını (%12 daralma) bekliyoruz. Yine de alım gücü açısından avantajlı konumdaki Egea ve görece daha güçlü olmasını beklediğimiz hafif ticari araç segmentinde şirketin güçlü konumu sayesinde Tofaş'ın hacimlerinde sadece %7 düşüş bekliyoruz.
- **Riskler --** i) Yatırımın gerçekleşmemesi, ii) Talebin zayıf kalması, iii) Mikroçip probleminin uzaması, iv) Vergi rejiminde değişiklikler.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	23,557	25%	29,667	26%	50,441	70%	67,691	34%
VAFÖK	3,026	22%	4,310	42%	7,209	67%	9,358	30%
Net Kar	1,784	20%	2,893	62%	4,519	56%	5,638	25%
F/K (x)	6.9		7.6		9.4		7.5	
FD/VAFÖK (x)	4.9		6.0		7.2		6.6	
FD/Satış (x)	0.6		0.9		1.0		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	3.6		5.8		9.0		11.3	
Temettü Verimi (*)	13.2%		8.9%		7.4%		9.3%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-19.7%		-0.5%		-8.7%		-15.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL112.40

Potansiyel Getiri

32%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL85.05
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	42,525 / 3,100
Hisse Sayısı (mn)	500
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	333.98 / 27.83

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

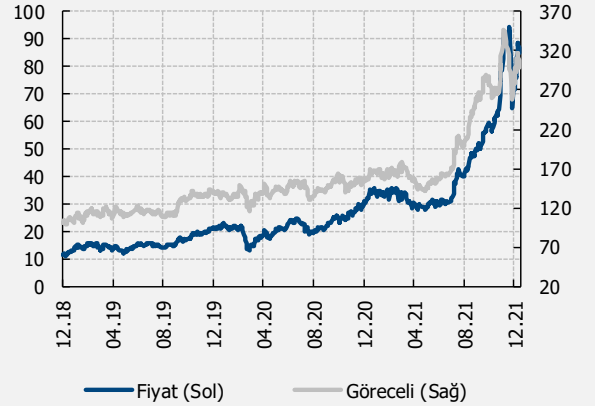
1 Aylık	94.50 / 65.05
1 Yıllık	94.50 / 27.68
Sene başından itibaren	88.80 / 75.70

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-7%	-8%
3 Aylık	65%	12%
1 Yıllık	160%	90%
Sene başından itibaren	12%	2%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katsa, CFA

behlul.katsa@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	18,897	23,557	29,667	50,441	67,691
Brüt Kar	2,499	3,214	4,393	7,509	9,671
Faaliyet giderleri	-779	-947	-1,124	-1,617	-2,045
VAFÖK (**)	2,480	3,026	4,310	7,209	9,358
Amortisman	760	759	1,042	1,316	1,733
Faaliyet gelirleri	1,720	2,267	3,268	5,892	7,625
Finansal gelir/gider	-216	-246	-350	-939	-1,367
Diğer gelir/gider	-47	-190	0	-52	7
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,457	1,831	2,918	4,901	6,266
Vergi	25	-47	-25	-382	-628
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1,482	1,784	2,893	4,519	5,638
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	2,826	4,250	7,001	8,606	10,313
Stoklar	749	1,524	1,514	2,546	3,438
Ticari alacaklar	2,144	5,493	2,173	3,825	5,198
Diğer alacaklar	1,251	1,575	2,725	3,962	5,312
Dönen Varlıklar	6,970	12,841	13,413	18,939	24,262
Maddi duran varlıklar	2,112	2,037	2,510	5,328	10,885
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	3,727	4,597	5,932	10,408	17,291
Duran Varlıklar	5,840	6,634	8,442	15,736	28,176
Toplam Varlıklar	12,809	19,476	21,855	34,675	52,438
Kısa vadeli finansal borçlar	1,847	2,827	2,040	3,245	5,182
Ticari borçlar	3,885	7,484	5,332	9,174	12,558
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	395	570	532	805	1,060
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,126	10,881	7,905	13,224	18,800
Uzun vadeli finansal borçlar	2,104	3,863	8,702	14,726	24,410
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	249	264	270	281	291
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,354	4,126	8,972	15,007	24,701
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,329	4,469	4,978	6,444	8,937
Toplam Kaynaklar	12,809	19,476	21,855	34,675	52,438
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,675	-2,184	2,707	1,850	4,293
Yatırım faaliyetlerinden	-635	-908	-2,620	-6,724	-12,201
Finansman faaliyetlerinden	-231	3,887	-1,217	10,159	11,599
Temettü Ödemesi	-880	-1,200	-1,500	-3,163	-3,946
Serbest Nakit Akışı	589	-2,440	-104	-3,702	-6,629
Net Borç	1,125	2,440	3,742	9,365	19,279
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	13.2%	13.6%	14.8%	14.9%	14.3%
VAFÖK marjı	13.1%	12.8%	14.5%	14.3%	13.8%
Net Kar marjı	7.8%	7.6%	9.8%	9.0%	8.3%
Sermaye Karlılığı	36.9%	40.6%	61.3%	79.1%	73.3%
Satış Büyümesi	2%	25%	26%	70%	34%
VAFÖK Büyümesi	-2%	22%	42%	67%	30%
Net Kar Büyümesi	11%	20%	62%	56%	25%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.3	0.5	0.8	1.5	2.2
Net Borç / VAFÖK (x)	0.5	0.8	0.9	1.3	2.1

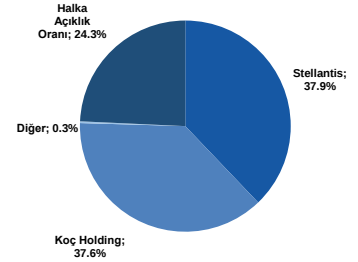
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Şirketin ihracat hacimlerinin önemli bir kısmı Stellantis tarafından al ya da öde anlaşmalarıyla garanti altına alınmış durumda. 2022 yılında yeni Doblo anlaşması ve potansiyel bir elektrikli araç yatırımı takip edilecek en önemli noktalar olacak. Özellikle Egea'nın performansı ile Tofaş son yıllarda yurt içi binek pazarında ve özellikle 2021'de hafif ticari araç pazarında pozisyonunu güçlendirdi.

Ortaklık Yapısı



HAVACILIK SEKTÖRÜ

- **Uçuş kısıtlamaları en büyük risk.** Havacılık, dünya genelindeki sınır kısıtlamaları ve ülke bazında sık sık değişen uçuş gereksinimleri nedeniyle Covid-19'dan en kötü etkilenen sektörlerden biriydi. Hava yolculuğu özünde bir hizmet işidir ve bir ara ürün olmasıyla tüketici hizmetlerinden ayrılmaktadır (yolcular uçmak için değil, başka bir ihtiyacı karşılamak için uçarlar). Bu nedenle, uluslararası kısıtlamaların tamamen kaldırılması ve uçuş talebinin yerine gelmesi, karlı büyüme için olmazsa olmazlardandır. 2021, Omicron'un en sonuncusu olmak üzere yeni varyasyonların ortaya çıkması ve çeşitli ülkeler arasındaki aşı dengesizlikleri nedeniyle bu açıdan kısmi bir iyileşme yılı oldu. Havayolları hala Covid öncesi uçuş sayılarına ulaşmaya çalışırken, toparlanma emsallerine benzer şekilde nispeten daha az karlı iç hat uçuşlarından gelmektedir.
- **2021'den akılda kalanlar:** 2021'de etkileri gelecek yıllarda tartışılacak önemli gelişmelere tanık olduk. TAV'ın Fraport ortaklığıyla 35 yıllık Antalya havalimanı ihalesini 7 milyar ABD Doları karşılığında kazanması; bir kısmı daha sonra iç düzenlemelerle geri ödenen maaş kesintileri; Sabiha Gökçen Havalimanı'nın uzun zamandır beklenen ikinci pistinin açılmaması ve yurt içi fiyat tavanının 600 TL'ye ayarlanması bunların başında geliyor.
- **Üst sınır fiyatlaması.** Geçen yılın başlangıcından farklı olarak, sektörün görünümü konusunda karamsar değil, yukarıda belirtilen kısıtlama endişeleri nedeniyle sadece temkinli iyimseriz. Ancak, hareketlilikte herhangi bir yeni büyük kesinti olmaması durumunda, muhtemelen 2022'den başlayarak keskin bir toparlanmaya tanık olursak şaşırmayacağız; yine de modellerimizi daha yumuşak bir yolda formüle ediyoruz. Olumlu beklentilerimiz, temel olarak, Türkiye'nin konum avantajı ve hava taşıyıcılarının emsal ortalamasının altında yakıt dışı CASK (yani birim maliyet) olmak üzere, Türk taşıyıcılarının içsel rekabet avantajlarına dayanmaktadır. Tarihi örnekler, düşük TL'nin, özellikle yaz sezonunda, son iki yıldaki ertelenen talebi de dikkate alırsak, havayolu şirketlerine yüksek hacim artışları olarak dönebileceğini söylüyor ve bu yıl da farklı olmayabilir. Zayıf TL, FVÖK'te TL açığı taşıdıklarından, tüm havayolu şirketlerine operasyonel marj kazancı sağlamalıdır.
- **Net-net, engelibir yol.** 2022 yılında Türk havacılık sektörüne talep dinamiklerinin iyileşeceği konusunda daha yapıcı bir bakış açısına sahibiz. Ancak bu, görünümün oynak ve riskli olduğunu değiştirmemektedir. THY ve Pegasus'un toplam kapasitesinin ASK bazında 2019 seviyelerinin yaklaşık %95'ine ulaşacağını ve bunun da 2019 gelirlerinin yaklaşık %80'ini USD bazında sağlayacağını öngörüyoruz. Ancak, sektörün konjonktürel yapısının yıl boyunca bu tahminlerde birden çok revizyonu zorunlu kılması muhtemeldir. 2022 için sektörde ilk tercihimiz, öncelikle güçlü kargo operasyonları ve ardından yolcu talebindeki potansiyel toparlanma sayesinde Türk Hava Yolları

PEGASUS HAVAYOLLARI

Aşamalı toparlanma

We Pegasus Hava Yolları için 8,25 EUR (önceden 7,50 EUR) olan yeni 12 milyon hedef hisse fiyatı ile 'Tut' tavsiyemizi koruyoruz. Pegasus'un görünümüne kesinlikle daha az değer veriyoruz, ancak özellikle şirket finansallarındaki bozulmanın tek nedeni olan hava yolculuğu kısıtlamalarını gevşettikten sonra temkinli bir şekilde iyimseriz. Şirketin üç aylık sonuçlarındaki gözle görülür göreceli iyileşme ve filo genişletme planındaki değişikliklerden sonra düşük kısa vadeli borçluluk, 2022 için olumlu beklentileri daha da artırıyor.

Pegasus'a karşı olumlu yönde gelişen duruşumuza rağmen, uluslararası rotalardaki ve yük faktörlerindeki toparlanma daha görünür hale gelmedikçe, mevcut seviyelerdeki temkinli duruşumuzu değiştirmek için acele etmiyoruz.

■ **Artan iç hat katkısı.** Kovid-19'un, Pegasus için ana olumsuz sonuçlarından biri, şirketin kapasitesinin ve yolcu kırılımının, kısıtlamalar nedeniyle 2019 öncesi olduğu gibi yüksek marjlı dış hatlardan düşük marjlı iç hatlara doğru değişmesidir. Aslında, büyük bir iç pazarın mevcudiyeti tüm havayolları için bir rahatlık kaynağıdır ve önemi günümüzde daha da anlaşılmıştır. Ancak iç hatlardaki fiyatlandırma ortamı, döviz cinsi maliyetler söz konusuysa, fiyatlama mekaniğini bozmuştur.

■ **Önce ve her zaman talep.** 2022'de de, her zamanki gibi, talebin nasıl geliştiğine odaklanacağız. Pegasus için takip ettiğimiz tüm KPI'lar, (i.e. birim gelirler, yan gelirler, CASK ve filo genişlemesi) en nihayetinde, diğer sektörlerden çok daha yoğun talebe bağlıdır. Örneğin, talep devam ettiği ve uçuş kısıtlamaları/darboğazları sona erdiği sürece, nispeten yüksek petrol fiyatlarını büyük bir endişe olarak görmeyeceğiz. Bu açıdan baktığımızda, özellikle de yaz dönemi trafiği için bu yıl daha iyimser olduğumuzu, bunun da Pegasus'a aşamalı yansıtacağını düşünüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	4,804	-56%	10,526	119%	24,571	133%	34,526	41%
VAFÖK	481	-87%	2,542	428%	7,457	193%	11,417	53%
Net Kar	-1,965	a.d.	-1,445	a.d.	2,017	a.d.	4,799	138%
F/K (x)	a.d.		a.d.		5.4		2.3	
FD/VAFÖK (x)	43.6		13.7		7.0		4.3	
FD/Satış (x)	4.4		3.3		2.1		1.4	
Hisse Başına Kar (TL)	-19.2		-14.1		19.7		46.9	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-24.8%		-139.5%		-129.1%		34.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL130.00

Potansiyel Getiri

23%

Fiyat Bilgileri

Kodu	PGSUS.TI / PGSUS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL105.80
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	10,823 / 789
Hisse Sayısı (mn)	102.299707
Saklama Oranı	36%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	339.31 / 28.82

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

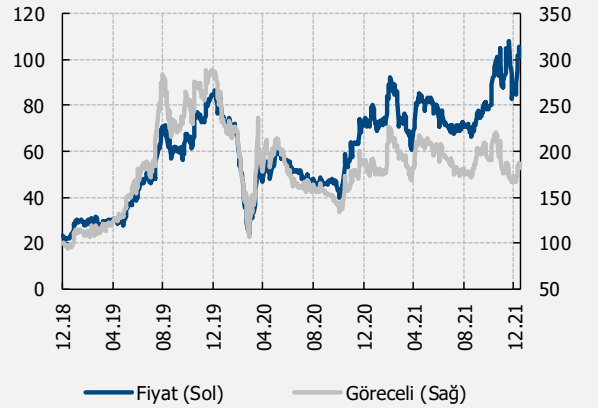
1 Aylık	108.00 / 82.60
1 Yıllık	108.00 / 60.80
Sene başından itibaren	105.80 / 84.95

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	1%	1%
3 Aylık	40%	-5%
1 Yıllık	45%	6%
Sene başından itibaren	25%	13%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	11,025	4,804	10,526	24,571	34,526
Brüt Kar	2,699	-1,259	576	4,316	7,714
Faaliyet giderleri	-615	-443	-807	-1,642	-2,174
VAFÖK (**)	3,632	481	2,542	7,457	11,417
Amortisman	1,548	2,183	2,773	4,784	5,877
Faaliyet gelirleri	2,085	-1,702	-231	2,673	5,540
Finansal gelir/gider	-656	-473	-1,408	-595	-595
Diğer gelir/gider	-51	135	135	0	0
İştirak Karı /Zararı	16	15	15	0	0
Vergi öncesi kar	1,394	-2,025	-1,489	2,078	4,945
Vergi	-60	60	44	-61	-146
Azınlık hisseleri / diğer	1	0	0	0	0
Net Kar	1,333	-1,965	-1,445	2,017	4,799
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,187	3,606	9,471	12,386	22,165
Stoklar	75	91	141	234	270
Ticari alacaklar	447	197	294	766	874
Diğer alacaklar	1,379	1,464	3,671	3,605	4,161
Dönen Varlıklar	6,089	5,359	13,576	16,991	27,470
Maddi duran varlıklar	13,583	21,222	36,317	63,292	71,100
Finansal yatırımlar	57	77	126	167	193
Diğer duran varlıklar	1,331	2,413	2,936	4,092	4,723
Duran Varlıklar	14,970	23,712	39,379	67,551	76,016
Toplam Varlıklar	21,059	29,071	52,955	84,542	103,485
Kısa vadeli finansal borçlar	2,295	3,897	6,327	9,372	10,529
Ticari borçlar	790	911	1,909	3,910	5,495
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,681	1,698	3,671	5,846	6,748
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,765	6,506	11,906	19,129	22,771
Uzun vadeli finansal borçlar	8,461	15,115	29,990	44,426	49,906
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,491	2,063	4,307	6,333	7,310
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,952	17,179	34,297	50,759	57,216
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,342	5,386	6,752	14,655	23,498
Toplam Kaynaklar	21,059	29,071	52,955	84,542	103,485
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	3,566	-680	6,616	17,788	17,422
Yatırım faaliyetlerinden	-539	-700	-17,869	-31,759	-13,685
Finansman faaliyetlerinden	-1,826	85	17,117	16,886	6,042
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	3,026	-1,380	-11,252	-13,971	3,737
Net Borç	6,568	15,407	26,846	41,412	38,270
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	24.5%	a.d.	5.5%	17.6%	22.3%
VAFÖK marjı	32.9%	10.0%	24.2%	30.3%	33.1%
Net Kar marjı	12.1%	a.d.	a.d.	8.2%	13.9%
Sermaye Karlılığı	29.3%	-36.6%	-23.8%	18.8%	25.2%
Satış Büyümesi	33%	-56%	119%	133%	41%
VAFÖK Büyümesi	168%	-87%	428%	193%	53%
Net Kar Büyümesi	163%	a.d.	a.d.	a.d.	138%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.2	2.9	4.0	2.8	1.6
Net Borç / VAFÖK (x)	1.8	32.0	10.6	5.6	3.4

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

Türkiye'de indirimli havayolu iş modelinin tek gerçek uygulayıcısı olan Pegasus'un merkez üssü Sabiha Gökçen Havalimanıdır.

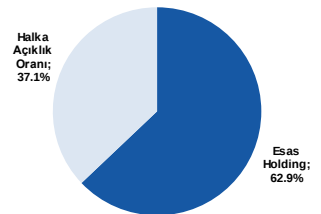
Hali hazırda 83 uçaklık filoya sahip Pegasus, Halka Arz olduğu 2013 yılında THY'nin 2Ç13 Sabiha Gökçen'de artan ağırlığıyla birlikte daha şiddetli rekabete maruz kalması sonrası sıkıntılar yaşamış ve hisse fiyatı sert düşmüş, 2015/16 döneminde sektördeki şiddetli daralma finansalları ve hisse fiyatını baskılamıştı. Ancak, 2017'nin ikinci çeyreğiyle beraber, özellikle dış hat uçuşlarında gözlemlenen ciddi toparlanma ve daha güçlü gelen operasyonel sonuçlar, şirket finansallarındaki toparlanmanın öncü işaretleri olmuş, 2018 yılının sonuyla beraber kapasitesinin dış hatta yönlendirilmesiyle de zirve yapmıştır. Şirketin makul düzeyde devam eden borçluluğu da devam etmesini beklediğimiz olumlu havayı sürdürmüştür. Dış hat yolcu trafiğindeki güçlü seyir devam ettiği müddetçe Pegasus'un da bundan en çok faydalanan havayollarının başında gelmesini bekliyorduk. Ancak, 2020 yılıyla beraber patlak veren Covid krizi sonrası, her havayolu gibi Pegasus da ağır darbe almış ve yakın vadeli görünüm süreden belirsizlikler nedeniyle riskli bir konuma gelmiştir. Şirketin beğenmeye devam ediyoruz ancak yatırım için daha uygun zamanların gelebileceğini düşünüyoruz.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler; i.Canlı talebe ve iyileşen load faktöre işaret edebilecek güçlü trafik verileri; ii. Verimlilikle iyileşmeler ve daha iyi marjlar; iii. Düşük yakıt maliyetiyle beklenenden iyi finansal sonuçlar; iv. yolcu başı yan gelirlerin daha da iyileşme

Potansiyel riskler;i.Talepte oluşabilecek zayıflıklar, ii. Verimlilikte kötüleşmenin devam etmesi, iii. Maliyet kısma çabalarının, özellikle yer hizmetlerinin, başarısız olması, iv. Sabiha Gökçen'deki ikinci pistin yapımının gecikmesi

Ortaklık Yapısı



TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG

Antalya, TAV için yeni İstanbul

TAV için “TUT” olan önerimizi, hedef fiyatımızı 3,2 EUR’ya çıkararak yineliyoruz (önceki EUR2.35). Hedef fiyat değişikliğimizi sağlayan ana gelişme, Aralık başı kazanılan Antalya ihalesi olurken, 3Ç21 sonuçları, yenilenen makro varsayımlarımız diğer etkenler oldu.

TAV’ın finansallarındaki kademeli iyileşmenin, uçuş kısıtlamalarının kaldırılmasına paralel olarak 2022’de de devam etmesini bekliyoruz. TL’deki mevcut zayıflık, trafiğin düşük olduğu zamanlarda finansalları destekleyecektir. Bununla birlikte, yolcu akışına karşı kırılganlığı ve Covid-19 nedeniyle uçuş kısıtlamalarının kademeli olarak ortadan kalkması (yani tamamen kaldırılmaması) nedeniyle yakın vadede temkinli duruşumuzu koruyoruz. Sadece Antalya için 600mn EUR’luk CAPEX nedeniyle kısa vadede nispeten daha fazla borçluluk, Gürcistan’daki zayıflık, Kazakistan’daki son huzursuzluk ve yavaş toparlanan Tunus da şimdilik ihtiyatlılığımızı destekliyor.

2021’de uzun vadeli sonuçları olan önemli gelişmeler. (i) Tunus operasyonları için uzun zamandır beklenen borç yapılandırmasının sonuçlandırılması (ii) Almaty satın alımının tamamlanması ve konsolidasyonu, (iii) Antalya ihalesinin kazanılması ve (iv) karşılıklı menfaat kayıplarının tazmini için ilgili makamlarla tavizlerin yenilenmesi Medine imtiyazına ilişkin değişiklikler gibi.

Antalya yeni İstanbul mu? TAV, Fraport ile birlikte 2026 yılı sonunda mevcut imtiyaz haklarının sona ermesinin ardından Antalya Havalimanı’nın işletme imtiyaz hakkını 25 yıl daha uzattı. DHMİ’ye toplam 7,25 milyar EURO+KDV ödenecekken, bunun %25’i en geç 1Ç22’nin sonuna kadar peşin olarak ödenecektir. Toplam 775 milyon EUR yatırım harcamasıyla mevcut 23 milyon kapasiten 80 milyona ulaştırmayı planlıyor. Yeni Antalya ihalesinin temel etkisi, TAV’ın yolcu ağırlıklı kalan imtiyaz süresine 11 yıllık ek katkısıdır. Bu nedenle, kısa vadede şirketin finansalları üzerinde ağırlık oluşturacak olsa bile, hedef hisse fiyatımıza ~ 0,5 EUR/sh artı değer sağlayan uzun vadeli olumlu bir lazanım olduğunu düşünüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	2,419	-51%	5,367	122%	12,008	124%	16,782	40%
VAFÖK	182	-92%	1,643	a.d.	4,021	145%	6,059	51%
Net Kar	-2,287	a.d.	541	a.d.	704	30%	1,510	114%
F/K (x)	a.d.		16.8		19.9		9.3	
FD/VAFÖK (x)	a.d.		15.5		10.1		7.7	
FD/Satış (x)	5.5		4.7		3.4		2.8	
Hisse Başına Kar (TL)	-6.3		1.5		1.9		4.2	
Temettü Verimi (*)	6.9%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	71.3%		10.6%		11.2%		19.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL48.00
Potansiyel Getiri	25%

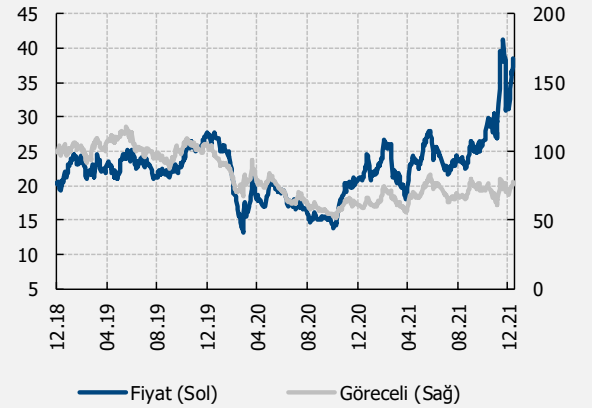
Fiyat Bilgileri

Kodu	TAVHL.TI / TAVHL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL38.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	13,986 / 1,019
Hisse Sayısı (mn)	363.28125
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	371.01 / 30.55

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	41.20 / 30.90
1 Yıllık	41.20 / 18.02
Sene başından itibaren	38.50 / 32.70

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-1%	-2%
3 Aylık	53%	4%
1 Yıllık	81%	32%
Sene başından itibaren	18%	7%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökrem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	4,970	2,419	5,367	12,008	16,782
Brüt Kar	0	0	0	0	0
Faaliyet giderleri	-3,689	-3,101	-4,605	-9,708	-13,261
VAFÖK (**)	2,140	182	1,643	4,021	6,059
Amortisman	633	-772	-881	-1,721	-2,538
Faaliyet gelirleri	2,773	-591	762	2,299	3,521
Finansal gelir/gider	-638	-997	306	-1,334	-1,688
Diğer gelir/gider	0	0	0	0	0
İştirak Karı /Zararı	226	-616	-286	85	420
Vergi öncesi kar	793	-2,204	783	1,051	2,253
Vergi	-195	-28	-242	-347	-744
Azınlık hisseleri / diğer	37	0	0	-8	-17
Net Kar	2,588	-2,287	541	704	1,510
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,706	5,666	9,897	17,032	24,763
Stoklar	22	64	134	244	320
Ticari alacaklar	905	662	1,512	2,750	3,611
Diğer alacaklar	1,221	3,379	1,858	2,712	3,274
Dönen Varlıklar	6,853	9,771	13,401	22,737	31,968
Maddi duran varlıklar	1,765	1,643	3,312	6,024	7,910
Finansal yatırımlar	2,971	3,631	7,306	13,290	17,450
Diğer duran varlıklar	12,179	7,209	24,081	34,912	39,156
Duran Varlıklar	16,915	22,553	48,101	76,962	96,484
Toplam Varlıklar	23,769	32,024	61,502	99,699	128,452
Kısa vadeli finansal borçlar	2,262	6,420	11,557	21,022	27,603
Ticari borçlar	299	412	851	1,547	2,032
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,862	4,717	4,306	7,826	10,274
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,423	11,549	16,714	30,395	39,908
Uzun vadeli finansal borçlar	4,349	5,585	14,794	23,045	30,260
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	6,308	6,470	15,489	26,236	33,620
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,657	12,055	30,283	49,282	63,880
Azınlık Payları	-65	107	175	232	268
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	8,754	8,312	14,331	19,790	24,395
Toplam Kaynaklar	23,769	32,024	61,502	99,699	128,452
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	436	5,145	1,233	3,016	4,544
Yatırım faaliyetlerinden	-266	-171	-262	-1,452	-1,784
Finansman faaliyetlerinden	-158	-2,386	-1,612	2,657	2,177
Temettü Ödemesi	-758	-392	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	170	4,974	971	1,563	2,760
Net Borç	1,905	6,340	16,454	27,035	33,099
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
VAFÖK marjı	43.1%	7.5%	30.6%	33.5%	36.1%
Net Kar marjı	52.1%	a.d.	10.1%	5.9%	9.0%
Sermaye Karlılığı	34.5%	-26.8%	4.8%	4.1%	6.8%
Satış Büyümesi	-26%	-51%	122%	124%	40%
VAFÖK Büyümesi	-34%	-92%	a.d.	145%	51%
Net Kar Büyümesi	79%	a.d.	a.d.	30%	114%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.2	0.8	1.1	1.4	1.4
Net Borç / VAFÖK (x)	0.9	34.9	10.0	6.7	5.5

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

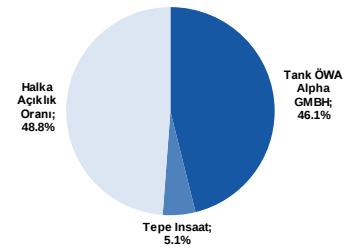
1997 yılında kurulan TAV Havalimanları Holding, Gürcistan, Makedonya, Tunus, Suudi Arabistan'da da faaliyetleri bulunan Türkiye'nin önde gelen havalimanı işletmecilerinden bir tanesidir. Şirket havalimanlarında gelir yaratabilecek bütün aktiviteleri (örneğin; duty free, yemek hizmeti, yer hizmetleri) iştirakleri aracılığıyla elde etmeye çalışmaktadır. TAV'ın gelirleri ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden olmakla birlikte yolcu trafiğine bağlıdır. Öbür yandan giderleri TL cinsindendir ve yolcu trafiğine bağlı olmaktan ziyade sabitlenmiştir, bu da şirkete operasyonel bir kaldıraç avantajı sağlamaktadır. Bu yüzden, mevcut güçlü dış hat yolcu trafiği şirketin büyümesini desteklemeye devam ettiği gibi, marjlarda da iyileşme sağlamaktadır. Şirket faaliyetlerinde TL short pozisyon taşıdığı için, TL'nin güçsüz olmasından kısa vadede fayda sağlamaktadır.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler; i. Büyük ihaleler veya mevcut portföye eklemeler, ii. Daha yüksek yolcu trafiğini tetikleyen düşük petrol fiyatları, iii. Yönetimin temettü dağıtım politikasına olan bağlılığı

Potansiyel riskler; i. Yolcu trafiğinde düşüş; ii. Mevcut sözleşmelerin uzatılmaması ve/veya yenilerinin eklenmemesi; iv. Yolcu başına duty free harcamalarında azalma

Ortaklık Yapısı



TÜRK HAVA YOLLARI

Kargo Operasyonları Heyecan Verici

THY için “AL” önerimizi hisse başı 3.05 USD hedef fiyatla (önceki: 2.15USD) yineliyoruz. Hedef fiyatımızı yukarı çekmemizin arkasında yatan nedenler (i) yenilen makro varsayımlarımız, (ii) uçak filo planlarında yapılan değişiklikler sonrası borçluluk tahminlerimizin azalması (iii) kargo operasyonlarındaki güçlü seyir (iv) personel giderlerinde maaş düzeltilmesi sonrası yaşanacak gerilemeye rağmen birim gelir-gider makasının önceki varsayımlarımızdan iyi gerçekleşmesi ve (v) güçlü yaz dönemi trafiği. Çok güçlü gelmesini beklediğimiz 4Ç21 finansalları hisseye ilgiyi destekleyecektir.

- 2021'de güçlü sonuçlar. THY, 2021'nin üç çeyreğinde de piyasaların VAFÖK beklentilerini aşmayı başardı. Olumlu sapmanın kaynakları, şirketin beklenenden daha iyi CASK (birim maliyet) performansı ve kargo gelirleridir. Ciddi ücret kesintileri, düşük uçak içi ikram giderleri ve daha düşük komisyon giderleri ve zayıf TL, düşük maliyet tabanının temel taşlarını oluşturdu. Kargo, hacimsel olarak da artsa da, büyüme birim gelirlerdeki artıştan geldi.
- 2022'de farklı gerçekleşebilir. Ara dönem ücret ayarlamaları ve çeşitli maliyet azaltıcı önlemlerin Covid-19 sonrası normalleşmesiyle, CASK'ta yıllık artış kaçınılmaz görünürken, şirketin yurt içi kişi başına gelir performansının konsolide finansallar ve marjlar üzerinde etkisinin daha belirleyici olmasını bekliyoruz. Kırılım farklı olsa da, nominal VAFÖK tahminimize yönelik büyük bir tehdit görmüyoruz,
- Riskler. Kovvid-19'un havacılık sektörüne verdiği zarar çok büyük ve şirketin geçmişin üzerinde seyreden borçluluğu, şirketi yeni risklere karşı daha kırılgan hale getiriyor.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	46,448	-38%	93,169	101%	198,594	113%	269,669	36%
VAFOK	8,261	-31%	25,198	205%	36,850	46%	58,849	60%
Net Kar	-5,588	a.d.	9,389	a.d.	8,656	-8%	23,750	174%
F/K (x)	a.d.		2.1		4.3		1.6	
FD/VAFOK (x)	15.2		7.5		6.3		3.2	
FD/Satış (x)	2.7		2.0		1.2		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	-4.0		6.8		6.3		17.2	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0.9%		81.3%		69.2%		115.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL41.70

Potansiyel Getiri

56%

Fiyat Bilgileri

Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL26.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	36,846 / 2,686
Hisse Sayısı (mn)	1380
Saklama Oranı	50%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	2,373.81 / 200.04

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

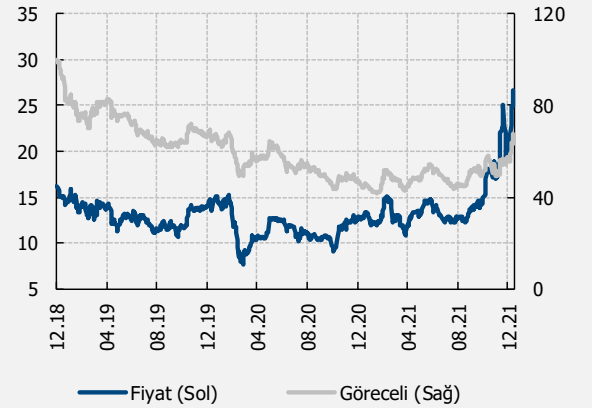
1 Aylık	26.70 / 18.88
1 Yıllık	26.70 / 10.90
Sene başından itibaren	26.70 / 20.02

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	20%	19%
3 Aylık	89%	29%
1 Yıllık	108%	52%
Sene başından itibaren	33%	21%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökrem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	75,118	46,448	93,169	198,594	269,669
Brüt Kar	13,079	2,683	20,577	38,622	63,714
Faaliyet giderleri	-9,710	-6,060	-10,656	-28,230	-36,345
VAFÖK (**)	11,993	8,261	25,198	36,850	58,849
Amortisman	8,624	11,638	15,277	26,458	31,480
Faaliyet gelirleri	3,369	-3,377	9,921	10,392	27,369
Finansal gelir/gider	-966	-5,402	-2,585	-5,416	-6,549
Diğer gelir/gider	2184	3256	2638	4612	5487
İştirak Karı /Zararı	469	-578	426	0	0
Vergi öncesi kar	5,056	-6,101	10,400	9,588	26,307
Vergi	-520	513	-1,011	-932	-2,557
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	4,536	-5,588	9,389	8,656	23,750
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	14,705	13,424	42,026	83,247	158,777
Stoklar	1,723	2,236	2,974	5,139	6,521
Ticari alacaklar	3,205	4,672	11,244	13,982	18,383
Diğer alacaklar	8,706	10,327	16,059	26,112	32,135
Dönen Varlıklar	28,339	30,659	72,304	128,481	215,817
Maddi duran varlıklar	102,534	138,896	254,402	328,188	339,361
Finansal yatırımlar	2,723	2,429	4,257	5,440	6,097
Diğer duran varlıklar	13,275	15,418	25,345	33,774	39,387
Duran Varlıklar	118,532	156,743	284,004	367,401	384,845
Toplam Varlıklar	146,871	187,402	356,307	495,881	600,661
Kısa vadeli finansal borçlar	18,563	32,726	58,365	75,832	84,999
Ticari borçlar	6,708	6,322	10,776	19,328	23,881
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	10,146	8,331	18,159	28,162	34,025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35,417	47,379	87,300	123,321	142,905
Uzun vadeli finansal borçlar	60,976	89,994	152,590	201,735	226,123
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	9,683	10,518	27,795	48,688	71,846
Uzun Vadeli Yükümlülükler	70,659	100,512	180,385	250,424	297,969
Azınlık Payları	3	9	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	40,792	39,502	88,622	122,136	159,787
Toplam Kaynaklar	146,871	187,402	356,307	495,881	600,661
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	11,977	2,727	37,327	54,689	67,633
Yatırım faaliyetlerinden	-5,764	-2,587	-21,328	-29,205	-24,914
Finansman faaliyetlerinden	-2,846	-1,421	12,604	15,737	32,811
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	6,212	140	15,999	25,484	42,719
Net Borç	64,834	109,296	168,928	194,320	152,345
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	17.4%	5.8%	22.1%	19.4%	23.6%
VAFÖK marjı	16.0%	17.8%	27.0%	18.6%	21.8%
Net Kar marjı	6.0%	a.d.	10.1%	4.4%	8.8%
Sermaye Karlılığı	12.6%	-13.9%	14.7%	8.2%	16.8%
Satış Büyümesi	20%	-38%	101%	113%	36%
VAFÖK Büyümesi	5%	-31%	205%	46%	60%
Net Kar Büyümesi	12%	a.d.	a.d.	-8%	174%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.6	2.8	1.9	1.6	1.0
Net Borç / VAFÖK (x)	5.4	13.2	6.7	5.3	2.6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

1933'te kurulan Türk Hava Yolları, İstanbul'un konum avantajından da faydalanarak transfer yolcu odaklı stratejisiyle dünyanın en büyük 10 havayolu şirketinden bir tanesi olmayı hedeflemektedir. Zayıf TL, olgunlaşan uçuş hatları ve şirket yönetiminin maliyetleri kısma çalışmaları sonrası önümüzdeki çeyreklerde ciddi bir marj kötüleşmesi beklemediğimiz gibi, bir miktar iyileşme öngörüyoruz. Ancak, 2020 yılıyla beraber gündeme gelen ve tüm küresel uçuş ağını sekteye uğratan Covid krizi sonrası şirketin hikayesi, diğer tüm havayolları gibi bambaşka bir hale büründüğü için yakın vadeli gelişmeler hiç olmadığı kadar önemli ve hisse fiyatı üzerinde etki eder olmuştur.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler; i.Canlı talebe ve iyileşen yolcu yüklemeye faktörüne işaret edebilecek güçlü trafik verileri; ii.Yolcu birim gelirlerinde iyileşme ve daha güçlü marjlar;

Potansiyel riskler; i. Düşük yolcu yüklemeye faktörü ve düşük talep ii.Beklentilerimizden daha çok düşen yolcu birim ücret gelirleri; iii.Menfii parite ve petrol fiyatı hareketleri.

Ortaklık Yapısı

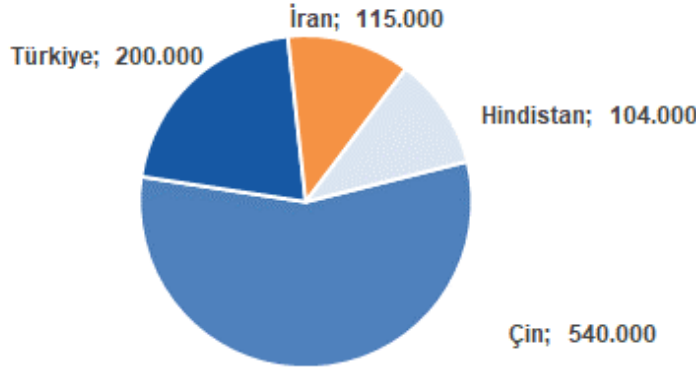


Karbon elyaf gündemde kalmaya devam ediyor

2022 yılında talepte bir iyileşme bekliyoruz. Dünya akrilik elyaf tüketimi 2020 yılında pandemi etkisiyle 1.2 milyon ton seviyelerine gerilerken, 2021 yılında başlayan toparlanma süreci ile birlikte 2022 yılında tüketimin tekrar pandemi öncesi seviyesine (1.6 milyon ton'a) yaklaşması beklenmektedir.

Aksa Akrilik, tek çatı altında toplanmış dünyanın en büyük akrilik elyaf üretici sidir. 188 bin ton ile Avrupa'nın en büyük elyaf üreticisi olan Almanya merkezli Dralon, 2021 yılının Eylül ayında tesisini kapatma kararı almıştı. Aksa Akrilik hem pazardan Dralon'un çekilmesiyle ortaya çıkan talep ile hem de rekabet avantajları sayesinde 2020 yılında %72 olan pazar payını 2021 yılında %74'e yükseltmiştir. Talep sektör bazında incelendiğinde triko ve el örgüsü talebi güçlü iken halıcılık sektöründeki zayıf gidişat devam ettiği gözükmemektedir.

Şekil 1: Küresel Akrilik Tüketiminin Başlıca Dağılımı (ton)



Kaynak: Aksa Akrilik

Karbon fiber diğer malzemelere göre daha hafif ve yüksek mukavemetli olmasına ek olarak korozyon direnci daha güçlüdür. Karbon elyaf alanındaki büyüme ağırlıklı olarak rüzgâr enerjisi ve otomotiv gibi endüstriyel kullanım alanlarında olacaktır. Karbon fiberin yüksek mukavemeti, rüzgâr türbinlerinin zorlu hava koşullarına dayanmasını sağlarken, hafif olması verimliliğini artırmaktadır. Karbon elyaf alanında belli başlı şirketler arasında Toray Industries, Teijin Limited, Mitsubishi Rayon Corporation, Hexcel, SGL Carbon Group ve DowAksa bulunmaktadır.

Türkiye'de karbon elyaf pazarı genişlemeye hazırlanıyor. Dow Aksa'nın Türkiye'de karbon elyaf üretimine başlamasıyla birlikte ara ürün üreten firmalar da faaliyete geçmiştir. Ayrıca rüzgâr türbini kanatları, insansız hava araçları gibi ürünler üreten firmaların kapasite artırımı da Türkiye karbon elyaf pazarını destekleyecektir.

AKSA AKRILIK

Yeni ürünler karlılığı destekliyor

Aksa Akrilik için 12 aylık hedef fiyatımızı 21.7 TL/hisse'den 40.5 TL'ye yükseltirken %16'lık sınırlı yukarı potansiyel nedeniyle AL tavsiyemizi TUT olarak güncelledik.

Hisse, 2022 beklentilerimize göre 5.6x FD/VAFÖK ve 7.9x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor, bu da 3 yıllık ortalamalara göre sırasıyla %12 ve %21 oranında iskontoya işaret ediyor.

27.5 milyon dolarlık yeni iplik yatırımının (Aksafil) hisse performansı üzerinde bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz. İlk fazının 2022'nin ilk yarısında faaliyete geçmesi bekleniyor. İlk defa Aksafil'de %100 akrilik high bulk airjet ve corespun iplik üretilecek.

- **Öngörülebilir ve istikrarlı nakit akışı** – İç pazarda 2020 yılında %72 pazar payına sahip olan Aksa Akrilik 2021 yılında güçlü iç talep ve rekabet avantajları sayesinde pazar payını %74 seviyesine taşımıştır. Şirket'in akrilik elyaf iş kolundan 2020-2023 yılları arasında USD bazında %5 VAFÖK YYBO öngörüyoruz.
- **Türkiye karbon elyaf alanında büyüyor** – Karbon elyaf, diğer avantajlarının yanı sıra rüzgâr türbinlerinin enerji üretimini artırmak, otomotivde yakıt tüketimini azaltmak ve altyapıyı güçlendirmek için yenilikçi çözümler sunmaktadır. Rüzgâr türbini kanatları ve insansız hava araçları üretiminin orta vadede talep doğrultusunda artacağını ve Türkiye'nin de bu büyümeden pay alacağını öngörüyoruz. Buna paralel Aksa ve Dow Chemical Company arasında ortak girişim olan DowAksa 2024 yılına kadar 6 bin ton olan mevcut kapasitesini yaklaşık %50 oranında artırarak 9 bin ton'a çıkarmayı hedefliyor.
- **Zayıf TL'den faydalanyor** – Şirket'in fonksiyonel para birimi TL olmasına rağmen, gelirlerinin büyük kısmı USD ve maliyetlerin %30'u TL bazlıdır. TL'nin USD karşısındaki değer kaybettiği dönemlerde Şirket'in karlılığı ve operasyonel marjları artmaktadır.
- **Riskler** -- i) hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar; ii) talebin daralması ve iii) makro ekonomik koşullarda bozulma.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	4,110	13%	8,166	99%	13,881	70%	16,551	19%
VAFÖK	919	60%	1,383	50%	2,326	68%	2,784	20%
Net Kar	440	58%	1,005	128%	1,430	42%	1,974	38%
F/K (x)	5.8		6.1		7.9		5.7	
FD/VAFÖK (x)	3.8		5.3		5.6		4.7	
FD/Satış (x)	0.9		0.9		0.9		0.8	
Hisse Başına Kar (TL)	1.4		3.1		4.4		6.1	
Temettü Verimi (*)	10.5%		5.3%		5.7%		8.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	17.9%		5.6%		3.4%		8.8%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL40.50

Potansiyel Getiri

16%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSA.TI / AKSA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL35.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	11,331 / 826
Hisse Sayısı (mn)	323.75
Saklama Oranı	37%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	71.81 / 5.85

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

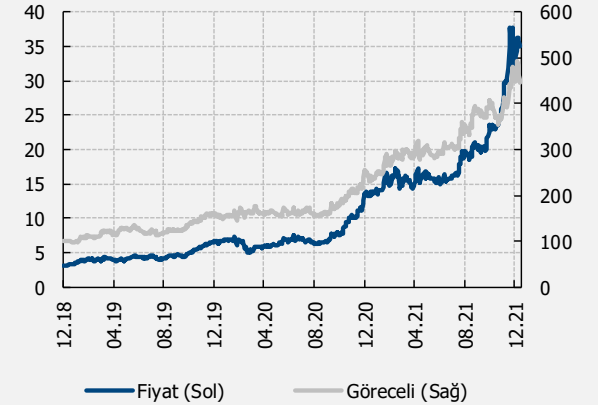
1 Aylık	37.78 / 31.28
1 Yıllık	37.78 / 13.20
Sene başından itibaren	36.36 / 34.28

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	10%	9%
3 Aylık	73%	18%
1 Yıllık	165%	94%
Sene başından itibaren	2%	-7%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	3,646	4,110	8,166	13,881	16,551
Brüt Kar	620	968	1,606	2,693	3,221
Faaliyet giderleri	-158	-174	-364	-621	-739
VAFÖK (**)	574	919	1,383	2,326	2,784
Amortisman	111	125	140	254	303
Faaliyet gelirleri	462	794	1,243	2,072	2,482
Finansal gelir/gider	-137	-348	-150	-316	-134
Diğer gelir/gider	34	32	-10	-34	-21
İştirak Karı /Zararı	-19	8	43	135	141
Vergi öncesi kar	341	486	1,126	1,858	2,468
Vergi	-70	-53	-121	-427	-494
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	278	440	1,005	1,430	1,974
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	635	906	850	1,011	1,085
Stoklar	672	631	1,181	1,455	1,600
Ticari alacaklar	721	830	1,307	1,582	1,730
Diğer alacaklar	151	287	327	348	415
Dönen Varlıklar	2,180	2,654	3,665	4,396	4,829
Maddi duran varlıklar	1,390	1,577	2,044	2,377	2,885
Finansal yatırımlar	323	389	431	566	707
Diğer duran varlıklar	150	169	200	213	209
Duran Varlıklar	2,008	2,272	2,797	3,362	4,047
Toplam Varlıklar	4,188	4,926	6,461	7,758	8,876
Kısa vadeli finansal borçlar	1,075	716	1,375	1,944	2,032
Ticari borçlar	916	764	1,523	1,429	1,362
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	80	339	220	271	300
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,072	1,818	3,117	3,644	3,693
Uzun vadeli finansal borçlar	519	1,184	689	673	683
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	62	57	65	65	65
Uzun Vadeli Yükümlülükler	581	1,242	754	738	748
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,535	1,866	2,590	3,377	4,435
Toplam Kaynaklar	4,188	4,926	6,461	7,758	8,876
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	677	862	925	1,343	2,144
Yatırım faaliyetlerinden	-192	-408	-577	-961	-1,143
Finansman faaliyetlerinden	-690	-189	-403	-220	-927
Temettü Ödemesi	-205	-239	-282	-644	-916
Serbest Nakit Akışı	485	454	348	382	1,001
Net Borç	959	957	1,214	1,606	1,629
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	17.0%	23.6%	19.7%	19.4%	19.5%
VAFÖK marjı	15.7%	22.4%	16.9%	16.8%	16.8%
Net Kar marjı	7.6%	10.7%	12.3%	10.3%	11.9%
Sermaye Karlılığı	18.6%	25.9%	45.1%	47.9%	50.5%
Satış Büyümesi	3%	13%	99%	70%	19%
VAFÖK Büyümesi	4%	60%	50%	68%	20%
Net Kar Büyümesi	24%	58%	128%	42%	38%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
Net Borç / VAFÖK (x)	1.7	1.0	0.9	0.7	0.6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanıtımı

Aksa Akrilik yıllık 330 bin ton kapasitesi ile dünyadaki en büyük, Türkiye'deki tek akrilik elyaf üreticisidir. Şirket'in 5 kıtada, 50'den fazla ülkede 300'e yakın müşterisi bulunmaktadır. 2001 yılında outdoor elyaf üretimine başlayan Aksa, flock tow, homopolimer ve filament iplik ürünleriyle de teknik elyafardaki iddiasını her geçen gün artırmaktadır.

50/50 ortak girişimi olarak kurulan DowAksa enerji, ulaşım, savunma ve alt yapı sektörleri başta olmak üzere endüstriyel sektörlere karbon elyaf kompozit çözümleri sağlamaktadır.

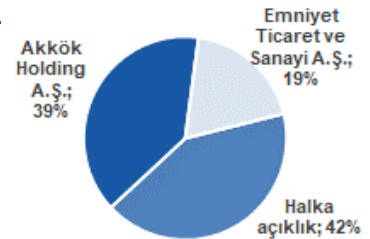
Aksa Akrilik 2020 yılında 919 milyon TL VAFÖK ile 440 milyon TL net kar açıklamıştır.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Karbon elyaf alanında yeni anlaşmalar; (ii) Katma değerli teknik elyafın toplamda payının artması ve; (iii) Dünyanın en büyük üçüncü akrilik elyaf pazarı İran'a uygulanan ambargolarının kalkması.

Potansiyel riskler: (i) Zayıf fiyat-maliyet makası; (ii) Hammade maliyetleri toplam satılan malların maliyetlerinin %70'ini oluşturduğundan beklentilerin üzerinde artan hammadde maliyeti; (iii) Korumaya önlemler; (iv) Yeni açıklanan yatırımlarda gecikme ve maliyet aşımı ve (v) Satışlar dolar bazlı olmasından ve maliyetlerin %30'unun TL bazlı olmasından dolayı TL'nin değer kazanması

Ortaklık Yapısı



ALARKO HOLDİNG

Etkileyici karlılık potansiyeli

Alarko Holding (ALARK) için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında 23,3 TL'ye yükselttik (önceki 14,5 TL). Şirket elektrik üreticileri için mevcut avantajlı ortamdan en çok faydalananlar arasında yer alıyor. 2022'de kömür santralinin kombine bazda yaratmasını beklediğimiz yaklaşık 400 milyon dolar VAFÖK sayesinde şirketin yatırımcılar açısından tedirginlik yaratan döviz açık pozisyonunu ve borçluluğunu da bu yıl ciddi oranda azaltmasını bekliyoruz. Özellikle elektrik üretim ve dağıtım alanlarında yaratılacak faaliyet karlılığı sayesinde net karın bu yıl 2021 için beklentimiz olan 202 milyon TL'den 1,8 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Bu da 2022 için F/K'yı 3,0x gibi son derece cazip bir seviyeye getiriyor. Şirketin özellikle son yıllarda hem dağıtım hem de üretim tarafında güçlü bir enerji oyuncusuna dönüşmüş olmasını takdir ediyoruz ve mevcut seviyeleri hissede özellikle uzun vadeli pozisyon almak için fırsat olarak değerlendiriyoruz.

- **Cenal'ın karlılığı yükseliş için hazır.** Kömür santrali Cenal'ın 2022'de elektrik fiyatlarındaki güçlü seyirden son derece olumlu etkilendiğini bekliyoruz. 2022 için MWh başına 70 dolar ortalama fiyat (mevcut seviyelerin yaklaşık %20 aşağısı), ton başına 100 dolar kömür maliyeti ve %88 KKO ile (1,320 MW toplam kapasite) varsayımlarıyla yaklaşık 400 milyon dolar VAFÖK yaratmasını bekliyoruz. Bu da yıllık bazda santralin VAFÖK rakamının iki katı civarına çıkması anlamına geliyor ve borcun önemli oranda düşmesiyle şirketin döviz açık pozisyonunu ciddi şekilde azaltıyor. O nedenle 2022'nin Alarko için hem borçluluğun azaldığı hem karın hızla arttığı bir yıl olacağını düşünüyoruz.
- **Meram önemli bir katkı vermeye devam ediyor.** Meram dağıtım bölgesi yeni tarife yılından faydalanmayı sürdürüyor. Her ne kadar çeyreklik karlılıkta oynaklıklar yaşansa da yıllık bazda 2022'de Meram'ın Alarko'nun vergi öncesi karına 550 milyon TL etki yapmasını bekliyoruz.
- **Taahhüt tarafında daha temkinliyiz.** Hem Kazakistan'da yaşanan sorunlar (eldeki işler toplamının yaklaşık %35'i) hem de 2021'deki olumsuz sürprizler nedeniyle bu yıl taahhüt tarafında temkinliyiz. Dolar bazlı satış gelirlerinde %30 düşüş ve %3 VAFÖK marjı gibi bir beklentimiz var ama mevcut yapıda taahhütün önemi giderek azaldığı için temkinli duruşumuzun toplama etkisi sınırlı kalıyor.
- **Riskler** i) Beklenenden düşük tarifeler ii) Regülasyon riskleri iii) Taahhüt iş kolunda beklenenden yavaş büyüme.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	1,032	-26%	2,069	100%	2,711	31%	3,804	40%
VAFÖK	309	7%	469	52%	660	41%	764	16%
Net Kar	802	108%	202	-75%	1,812	a.d.	2,674	48%
F/K (x)	3.0		21.6		3.0		2.0	
FD/VAFÖK (x)	3.0		5.0		2.8		-1.3	
FD/Satış (x)	0.9		1.1		0.7		-0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	1.8		0.5		4.2		6.1	
Temettü Verimi (*)	1.3%		1.4%		0.5%		10.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-163.6%		-143.2%		-112.4%		52.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL23.30

Potansiyel Getiri

88%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ALARK.TI / ALARK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL12.42
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	5,403 / 394
Hisse Sayısı (mn)	435
Saklama Oranı	26%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	112.76 / 9.50

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

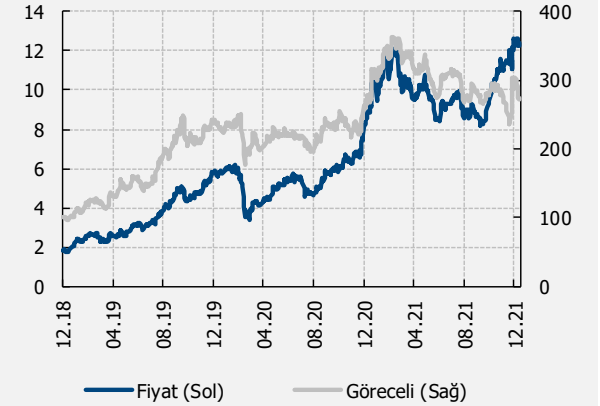
1 Aylık	12.65 / 11.10
1 Yıllık	12.65 / 8.17
Sene başından itibaren	12.65 / 12.23

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	9%	9%
3 Aylık	49%	2%
1 Yıllık	39%	1%
Sene başından itibaren	0%	-9%



10 Ocak 2021 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katar, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	1,386	1,032	2,069	2,711	3,804
Brüt Kar	373	390	635	887	1,144
Faaliyet giderleri	126	118	207	271	380
VAFÖK (**)	288	309	469	660	764
Amortisman	41	37	41	44	0
Faaliyet gelirleri	247	272	428	616	764
Finansal gelir/gider	-63	-51	-53	-55	0
Diğer gelir/gider	324	727	270	1629	2330
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	508	948	645	2,190	3,094
Vergi	-52	-42	-89	-111	-119
Azınlık hisseleri / diğer	-71	-104	-354	-267	-301
Net Kar	385	802	202	1,812	2,674
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	910	1,112	1,373	2,662	5,301
Stoklar	107	113	227	298	418
Ticari alacaklar	317	297	596	781	1,096
Diğer alacaklar	156	142	285	374	525
Dönen Varlıklar	1,491	1,665	2,482	4,114	7,339
Maddi duran varlıklar	352	365	375	402	451
Finansal yatırımlar	604	1,188	1,013	1,438	1,263
Diğer duran varlıklar	750	875	959	1,032	1,135
Duran Varlıklar	1,706	2,428	2,346	2,871	2,848
Toplam Varlıklar	3,197	4,093	4,828	6,985	10,187
Kısa vadeli finansal borçlar	148	101	202	265	372
Ticari borçlar	301	144	289	379	532
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	218	505	654	510	815
Kısa Vadeli Yükümlülükler	667	750	1,145	1,153	1,719
Uzun vadeli finansal borçlar	196	100	80	60	40
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	329	358	448	598	824
Uzun Vadeli Yükümlülükler	524	458	527	658	863
Azınlık Payları	499	584	937	1,204	1,505
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,005	2,886	3,156	5,174	7,605
Toplam Kaynaklar	3,197	4,093	4,828	6,985	10,187
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	-3,133	-4,013	-8,795	-8,977	-1,777
Yatırım faaliyetlerinden	-1,175	-1,867	-2,319	-3,841	-4,699
Finansman faaliyetlerinden	1,533	2,073	1,085	3,152	718
Temettü Ödemesi	-74	-34	-60	-25	-540
Serbest Nakit Akışı	-1,955	-3,971	-6,265	-6,072	2,817
Net Borç	-567	-912	-1,091	-2,337	-4,890
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	26.9%	37.8%	30.7%	32.7%	30.1%
VAFÖK marjı	20.8%	30.0%	22.7%	24.4%	20.1%
Net Kar marjı	27.8%	77.7%	9.8%	66.8%	70.3%
Sermaye Karlılığı	21.2%	32.8%	6.7%	43.5%	41.8%
Satış Büyümesi	22%	-26%	100%	31%	40%
VAFÖK Büyümesi	163%	7%	52%	41%	16%
Net Kar Büyümesi	a.d.	108%	-75%	a.d.	48%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

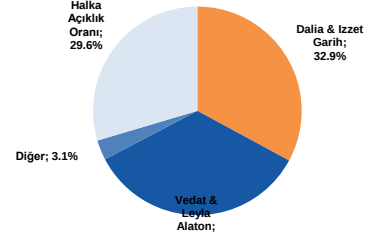
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Alarko Holding BIST-100 içerisindeki en önemli enerji oyuncularından biri konumunda. Özellikle Cengiz Holdingle olan ortak girişim grubu şirketi aracılığıyla Meram Elektrik Dağıtım'a ve Karabiga'daki 1.320 MW kurulu güce sahip kömür santraline iştirakleri bulunmaktadır. Şirket ayrıca iki hidro elektrik santraline ve bir de yine Cengiz Holding'le olan ortaklığı aracılığıyla 51 MW kurulu güce sahip güneş enerjisi santraline sahiptir. Alarko Holding ayrıca taahhüt, turizm alanlarında da faaliyet göstermekte olup halka açık Alarko Carrier'da %43 Alarko GYO'da ise %51 paya sahiptir. .

Ortaklık Yapısı



ENKA İNŞAAT

Kura karşı kusursuza yakın koruma

Enka için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında 18,7 TL'den 23,1 TL'ye yükseltirken tavsiyemizi %51 getiri potansiyeli ile AL olarak devam ettiriyoruz. Enka'nın 5 milyar dolar düzeyindeki mevcut net nakit pozisyonu piyasa değerinin %80'ine denk geliyor ve şirkete çok önemli bir defansif karakter kazandırıyor. Ayrıca şirketin neredeyse tamamı döviz bazlı olan operasyonları da TL'deki oynaklıklara karşı önemli bir koruma sağlıyor. Buna ek olarak 2022 tahminleri üzerinden 1,3x olan FD/VAFÖK çarpanı göz ardı edilemeyecek derecede düşük seviyede. Ayrıca şirketin benimsediği geri alım stratejisi hisseye aşağı yönlü ciddi bir korunak sağlıyor. Bu sağlam defansif yapının hisseyi desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

- **Güçlü defansif yapı.** Şirketin gelirleri hem taahhüt hem de emlak kiralama tarafında döviz bazlı. Dolayısıyla Enka faaliyetler tarafında TL'deki değer kaybından olumlu etkileniyor. Bunun yanı sıra özellikle bilançoda taşınan 5 milyar dolar net nakit de hisse açısından önemli bir korunak yaratıyor. Bu faktörler Enka'yı BIST içerisinde en kuvvetli defansif oyunculardan biri yapıyor.
- **Enerji varlıkları güçlü bir geri dönüş yaptı.** Enka devletin Yap-işlet santrallerini de kapasite ödemesi kapsamına alması sonrasında toplamda 4 bin MW kurulu güce sahip santrallerinden 2,4 bin MW toplam kapasiteye sahip iki tanesini yeniden devreye aldı. Üretime geri dönen santraller son iki çeyrekte güçlü şekilde 435 milyon dolar satış geliri ve %16 VAFÖK marjı gerçekleştirdi ki bunlar bizim tahminlerimizden çok daha iyiydi. Bu performans sonrası enerji varlıkları için daha önceden sıfır olan makul değer tahminimizi 450 milyon dolara yükselttik.
- **Taahhüt tarafından göz alıcı performans.** Taahhüt iş kolu 9A21'de %31 VAFÖK marjı yaratırken normal seviyelerinin 2 katı bir seviyeye ulaştı ve tahminlerimizi aştı. Bu nedenle tüm yıl için %16 olan taahhüt VAFÖK marjı tahminimizi %27'ye yükselttik. Eldeki işler toplamının ise şekilde 3,5 milyar dolar seviyesinde kalmasını bekliyoruz.
- **Riskler --** i) Beklenenden daha düşük miktarda yeni inşaat projesi ii) Düşük kiralama oranları iii) Rusya'da yaşanabilecek makro zayıflıklar

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	11,617	8%	22,716	96%	38,044	67%	45,011	18%
VAFÖK	2,824	18%	6,619	134%	9,543	44%	11,421	20%
Net Kar	4,505	16%	5,976	33%	8,037	34%	12,090	50%
F/K (x)	7.8		9.3		10.6		7.1	
FD/VAFÖK (x)	1.3		a.d.		1.3		0.3	
FD/Satış (x)	0.3		a.d.		0.3		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.8		1.1		1.4		2.2	
Temettü Verimi (*)	2.6%		4.5%		3.5%		5.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	1.6%		-0.8%		4.2%		9.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL23.10

Potansiyel Getiri

51%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ENKAI.TI / ENKAI.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL15.26
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	85,456 / 6,229
Hisse Sayısı (mn)	5600
Saklama Oranı	12%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	97.08 / 7.88

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

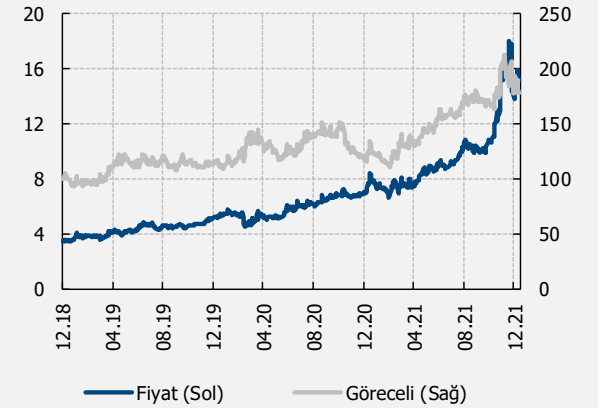
1 Aylık	18.01 / 13.77
1 Yıllık	18.01 / 6.67
Sene başından itibaren	15.87 / 14.87

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-7%	-7%
3 Aylık	53%	4%
1 Yıllık	100%	46%
Sene başından itibaren	3%	-7%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Ktaş, CFA

behlul.katas@ykvatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	10,733	11,617	22,716	38,044	45,011
Brüt Kar	2,473	2,899	6,851	9,781	11,702
Faaliyet giderleri	-748	-732	-1,166	-1,944	-2,304
VAFÖK (**)	2,386	2,824	6,619	9,543	11,421
Amortisman	661	657	935	1,707	2,022
Faaliyet gelirleri	1,725	2,166	5,685	7,837	9,398
Finansal gelir/gider	0	0	0	0	0
Diğer gelir/gider	2774	3134	2369	2877	2742
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	4,499	5,300	8,054	10,713	12,140
Vergi	-631	-782	-2,032	-2,626	0
Azınlık hisseleri / diğer	20	-13	-46	-51	-50
Net Kar	3,889	4,505	5,976	8,037	12,090
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	12,965	20,749	41,717	53,441	60,029
Stoklar	1,616	1,965	4,484	5,717	6,413
Ticari alacaklar	1,530	2,445	6,731	8,625	9,784
Diğer alacaklar	1,251	1,483	2,455	3,163	1,836
Dönen Varlıklar	17,363	26,643	55,388	70,946	78,063
Maddi duran varlıklar	8,554	9,051	23,606	30,736	35,532
Finansal yatırımlar	10,556	11,592	17,406	22,035	26,558
Diğer duran varlıklar	12,937	14,768	22,337	28,625	38,796
Duran Varlıklar	32,047	35,411	63,350	81,396	100,887
Toplam Varlıklar	49,410	62,054	118,737	152,342	178,949
Kısa vadeli finansal borçlar	311	547	744	941	2,568
Ticari borçlar	1,048	1,231	3,262	4,047	4,554
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	4,414	6,113	13,272	14,023	15,925
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,772	7,891	17,278	19,011	23,048
Uzun vadeli finansal borçlar	928	839	2,408	3,214	3,788
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,284	3,627	8,424	10,670	10,297
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,212	4,466	10,832	13,884	14,086
Azınlık Payları	413	562	1,000	1,265	1,418
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,012	49,134	90,628	119,447	141,816
Toplam Kaynaklar	49,410	62,054	118,737	152,342	178,949
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	4,679	3,970	-1,688	5,864	11,809
Yatırım faaliyetlerinden	-624	-739	-1,142	-2,056	1
Finansman faaliyetlerinden	445	490	6,562	3,250	1,828
Temettü Ödemesi	-1,450	-900	-2,000	-3,000	-4,900
Serbest Nakit Akışı	1,784	570	-434	3,578	8,193
Net Borç	-22,283	-30,956	-55,971	-71,321	-80,231
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	23.0%	25.0%	30.2%	25.7%	26.0%
VAFÖK marjı	22.2%	24.3%	29.1%	25.1%	25.4%
Net Kar marjı	36.2%	38.8%	26.3%	21.1%	26.9%
Sermaye Karlılığı	10.9%	10.2%	8.6%	7.7%	9.3%
Satış Büyümesi	-23%	8%	96%	67%	18%
VAFÖK Büyümesi	-31%	18%	134%	44%	20%
Net Kar Büyümesi	146%	16%	33%	34%	50%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

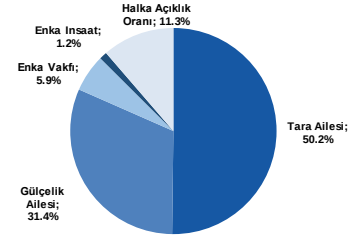
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Enka üç ana faaliyet alanına sahip; i) inşaat, ii) emlak ve iii) enerji. İnşaat tarafında eldeki işlerin %90'ından fazlası Türkiye dışında yer alıyor. Emlak tarafında şirket Moskova ve St. Petersburg'da sahip olduğu ofis ve perakende alanlarından kira gelirleri elde ediyor. Enerji tarafında ise üç doğal gaz santralinden ikisi çalışır durumdayken biri şu anda faaliyetlerini durdurmuş durumda.

Ortaklık Yapısı

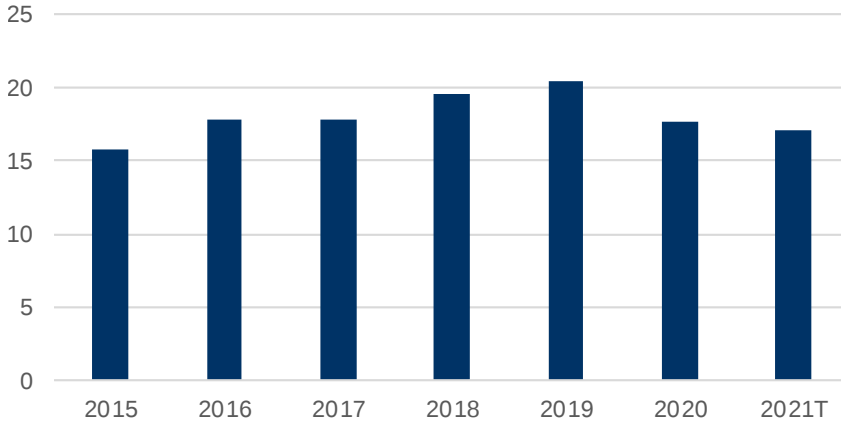


Olumlu dinamikler devam ediyor

Türkiye’de savunma sektörü hızlı büyüyor

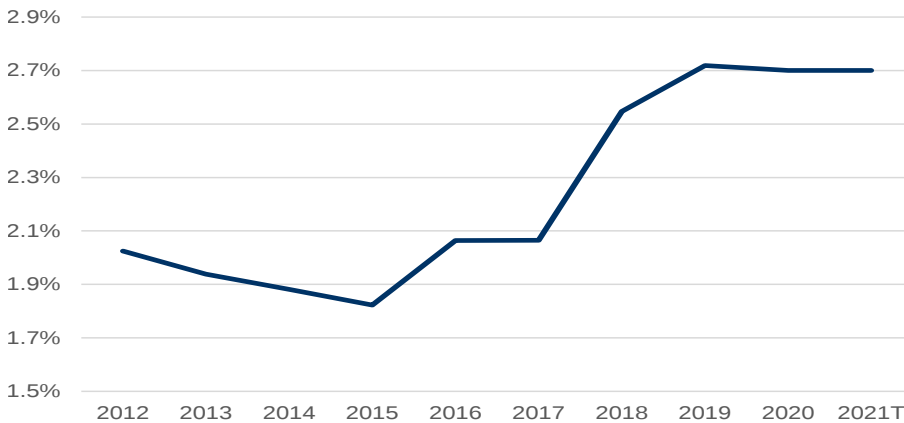
SIRPI (Stockholm Uluslararası Barış Enstitüsü) verilerine göre Türkiye savunma harcamalarındaki büyüme rakamlarıyla dünyanın önde gelen ülkelerinden biri konumunda. Toplam askeri harcamaların yaklaşık 18 milyar doları bulunduğu Türkiye dünyada 16. sırada yer almaktadır. Yine 2011 yılında askeri harcamalar toplam GSYİH’da %2,0 paya sahip olurken 2020 yılında %2,8’e yükseldi. Ayrıca aynı dönemde toplam kamu harcamalarının içerisindeki payı %6,1’den %7,5’e yükseldi. Bu rakamların yanı sıra 2002 yılından beri savunma sanayinde yerleşme atılımı kapsamında uygulanan politikalar çerçevesinde sektördeki projelerde yerlilik oranı %20 düzeyinden şu anki %65’in üzerindeki seviyesine geldi. Aynı zamanda 2002 yılında 66 adet savunma projesi yürürlükte iken şu anda 550’nin üzerinde proje yürütülüyor ve önümüzdeki dönemde yine büyük çaplı projeler de planlanıyor. Buna ilave olarak AR-GE harcamalarının da son on yılda %15 yıllık ortalama bileşik getiriyle büyüdüğünü görüyoruz. Tüm bu veriler ışığında ve devam eden savunma sanayi büyüme politikaları değerlendirildiğinde sektörün ülkede hızlı bir şekilde kalkınmasını sürdüreceğini düşünüyoruz.

Şekil 1: Türkiye’nin toplam askeri harcamaları (milyar dolar)



Kaynak: SIPRI

Şekil 2: Savunma harcamalarının GSYİH içindeki payı

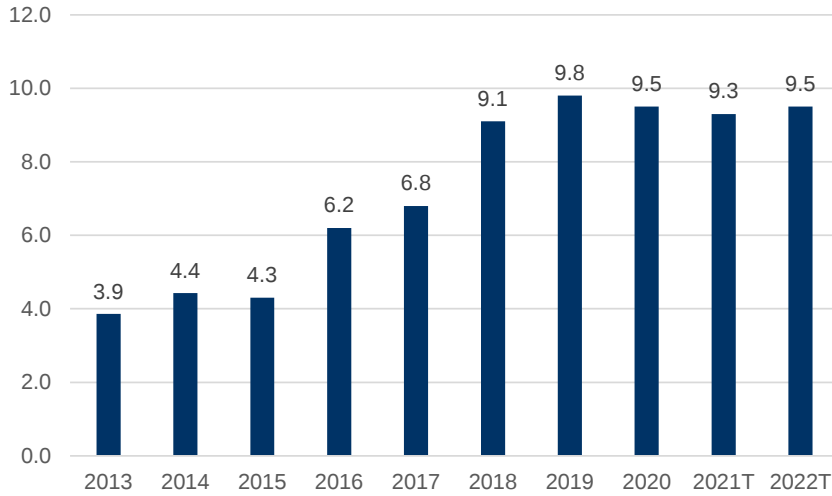


Kaynak: SIPRI

Aselsan büyümeden en olumlu etkilenen oyuncu

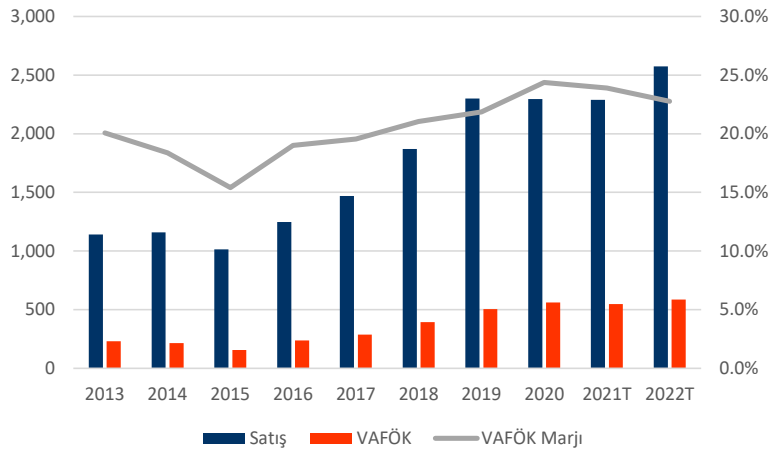
Yukarıda bahsettiğimiz büyüme dinamikleri çerçevesinde bundan en olumlu etkilenen şirket Aselsan olarak karşımıza çıkıyor. Şirket 2020 ve 2021 yıllarında özellikle pandemi ve makro koşullardan kaynaklı olarak teslimatlarında belli ölçüde yavaşlamalar yaşasa da son altı yıllık dönemdeki performansına baktığımızda eldeki işler toplamını, satış ve VAFÖK rakamlarını dolar bazında sırasıyla yıllık ortalama %14 ve %14 ve %23 arttırmayı başardı. Böylece eldeki işler toplamı şu anki oldukça yüksek seviyesi olan 9-10 milyar dolar düzeyine geldi (2013 sonunda 4 milyar dolar). Bu seviyenin uzun vadede özellikle sektörün stratejik önemi düşünüldüğünde rahatlıkla korunabilir olduğu görüşündeyiz. Bunun yanında ana müşterisi olan devlet projelerinde de sağlanan %20-22 VAFÖK marj aralığı da şirketin karlılığını stabil ve güçlü kıldı. Hatta son yıllarda bu oranın üst bandının yaklaşık 2 puan üzerinde sürdürülebilir bir performans sergilediğini görüyoruz. Ayrıca önemli bir AR-GE merkezi olması nedeniyle de yine devam eden teşvikler kapsamında Aselsan kurumlar vergisinden öngörülebilir gelecekte muaf durumda.

Şekil 3: Aselsan'ın elindeki işler toplamı (milyar dolar)



Kaynak: Aselsan, YKY Araştırma

Şekil 4: Satış ve VAFÖK (milyon dolar)



Kaynak: Aselsan, YKY Araştırma

ASELSAN

Yüksek potansiyel, cazip çarpanlar

Aselsan için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz eşliğinde 22.4 TL'den 32,9 TL'ye yükselttik. Şirketin genelde döviz bazlı gelirleri ve 9A21 itibarıyla taşıdığı 5,9 milyar TL döviz uzun pozisyonu TL'deki değer kaybına karşı BIST içerisinde önemli bir koruma sağlıyor. Öte yandan Aselsan'ın Türkiye'nin stratejik öneme sahip savunma sektörünün en önemli oyuncusu olmasından kaynaklı potansiyeli de devam ediyor. Öte yandan net işletme sermayesi ihtiyacındaki artış trendi nedeniyle uzun bir süre sonra ilk defa 2021 sonunda şirketin net nakit pozisyonunun net borca (2021T: 2,9 milyar TL) dönmesini bekliyoruz. Bunun da kısa vadede hisse üzerinde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Fakat hissenin 2022 tahminlerimizle 7,2 FD/VAFÖK ve 5,5 F/K çarpanlarından işlem görmesini ise orta ve uzun vadeli pozisyonlar açısından cazip olarak değerlendiriyoruz.

- Dövizdeki yükselişe karşı önemli bir koruma sağlıyor.** Şirketin elindeki toplam 9,3 milyar dolar için yaklaşık %80'i Euro ve dolar bazlı iken maliyetlerinin ise %65'i TL bazlı. Şirket ayrıca 9A21 itibarıyla 5,9 milyar TL döviz uzun pozisyona sahip. Dolayısıyla TL'deki değer kaybından büyüme, faaliyet marjları ve net kar noktalarında olumlu etkileniyor.
- Marjlar şirket yönetiminin hedeflerini aşıyor.** Şirket yönetimi 2020 yılında VAFÖK marjı hedef aralığını 1 puan artırarak %20-22'ye çekmişti ve o tarihten bu yana sürekli bu bandın üzerinde bir performans sergiledi (2020: %24,4 ve 9A21: %24,0). Uzun vadede bu marj aralığının üzerinde %22,5-23 aralığında bir performans sergilemesini bekliyoruz.
- Net nakit net borca dönüyor.** Aselsan'ın yıl sonunda net nakit pozisyonuna sahip olup olmayacağı uzun yıllardır yatırımcıların yakından izlediği bir nokta. Bu yıl itibarıyla net işletme sermayesi ihtiyacında yaşanan artışlar neticesinde 2020 yıl sonundaki net nakit pozisyonunun 2021 sonunda 2,9 milyar TL net borca döneceğini tahmin ediyoruz. Bu da hissede kısa vadede hissede bir baskıya neden olabilir.
- Riskler --** i) Bölgede jeopolitik tansiyonun artması ii) İş modelinde yaşanabilecek değişimler iii) Net borcun gelecek yıllarda yükselmesi.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	16,104	24%	20,363	26%	38,198	88%	52,058	36%
VAFÖK	3,927	38%	4,870	24%	8,694	79%	11,737	35%
Net Kar	4,449	33%	8,516	91%	10,034	18%	11,841	18%
F/K (x)	7.9		4.5		5.5		4.7	
FD/VAFÖK (x)	8.9		8.4		7.2		5.2	
FD/Satış (x)	2.2		2.0		1.7		1.2	
Hisse Başına Kar (TL)	2.0		3.7		4.4		5.2	
Temettü Verimi (*)	0.8%		0.8%		1.5%		1.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	-11.3%		-16.3%		-11.0%		5.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL32.90

Potansiyel Getiri

36%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ASELS.TI / ASELS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL24.20
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	55,176 / 4,022
Hisse Sayısı (mn)	2280
Saklama Oranı	26%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,177.86 / 98.85

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

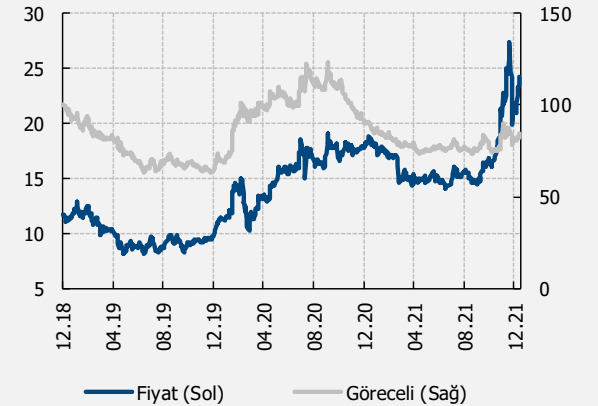
1 Aylık	27.34 / 19.83
1 Yıllık	27.34 / 14.09
Sene başından itibaren	24.20 / 20.88

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-1%	-2%
3 Aylık	55%	5%
1 Yıllık	29%	-6%
Sene başından itibaren	16%	5%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katar, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

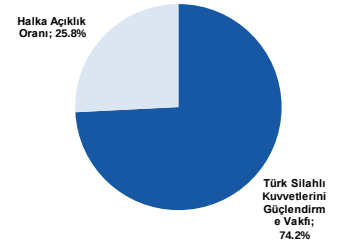
Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	13,013	16,104	20,363	38,198	52,058
Brüt Kar	3,372	4,605	6,313	11,077	14,576
Faaliyet giderleri	759	963	1,833	2,941	3,696
VAFÖK (**)	2,854	3,927	4,870	8,694	11,737
Amortisman	241	285	390	558	857
Faaliyet gelirleri	2,613	3,642	4,480	8,136	10,880
Finansal gelir/gider	565	1,634	4,118	2,043	1,138
Diğer gelir/gider	131	-391	-82	-145	-177
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	3,308	4,885	8,516	10,034	11,841
Vergi	44	-424	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	-12	-12	0	0	0
Net Kar	3,340	4,449	8,516	10,034	11,841
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	3,520	4,100	2,159	201	3,254
Stoklar	4,474	5,533	9,239	16,347	20,538
Ticari alacaklar	3,885	7,147	12,720	21,977	25,672
Diğer alacaklar	2,098	2,815	3,326	4,473	5,862
Dönen Varlıklar	13,976	19,594	27,443	42,998	55,326
Maddi duran varlıklar	2,851	3,898	5,582	8,571	12,061
Finansal yatırımlar	988	1,183	1,302	1,432	1,575
Diğer duran varlıklar	7,818	9,419	10,773	17,547	20,646
Duran Varlıklar	11,657	14,500	17,657	27,550	34,282
Toplam Varlıklar	25,633	34,094	45,100	70,548	89,608
Kısa vadeli finansal borçlar	2,223	3,007	4,682	6,925	7,840
Ticari borçlar	3,608	4,251	3,465	11,145	15,403
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,912	5,061	5,224	5,387	5,650
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,744	12,320	13,370	23,458	28,893
Uzun vadeli finansal borçlar	1	883	500	1,400	1,120
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	4,319	2,793	5,073	10,396	13,531
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,320	3,676	5,573	11,796	14,651
Azınlık Payları	71	216	242	271	304
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,498	17,882	25,915	35,022	45,760
Toplam Kaynaklar	25,633	34,094	45,100	70,548	89,608
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	23	-118	-132	-240	8,248
Yatırım faaliyetlerinden	-1,175	-1,867	-2,319	-3,841	-4,699
Finansman faaliyetlerinden	1,533	2,073	1,085	3,152	718
Temettü Ödemesi	-174	-335	-400	-850	-1,000
Serbest Nakit Akışı	-1,955	-3,971	-6,265	-6,072	2,817
Net Borç	-1,295	-209	3,023	8,124	5,706
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	25.9%	28.6%	31.0%	29.0%	28.0%
VAFÖK marjı	21.9%	24.4%	23.9%	22.8%	22.5%
Net Kar marjı	25.7%	27.6%	41.8%	26.3%	22.7%
Sermaye Karlılığı	28.3%	28.4%	38.9%	32.9%	29.3%
Satış Büyümesi	44%	24%	26%	88%	36%
VAFÖK Büyümesi	51%	38%	24%	79%	35%
Net Kar Büyümesi	44%	33%	91%	18%	18%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	0.1	0.2	0.1
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	0.6	0.9	0.5

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma
(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

1975 yılında kurulan Aselsan Türkiye'de savunma sanayiinin bir çok alanında teknoloji geliştiren ve üreten öncü şirket konumundadır. Şirketin şu anda elindeki toplam iş hacmi 9-10 milyar dolar düzeyindedir.

Ortaklık Yapısı

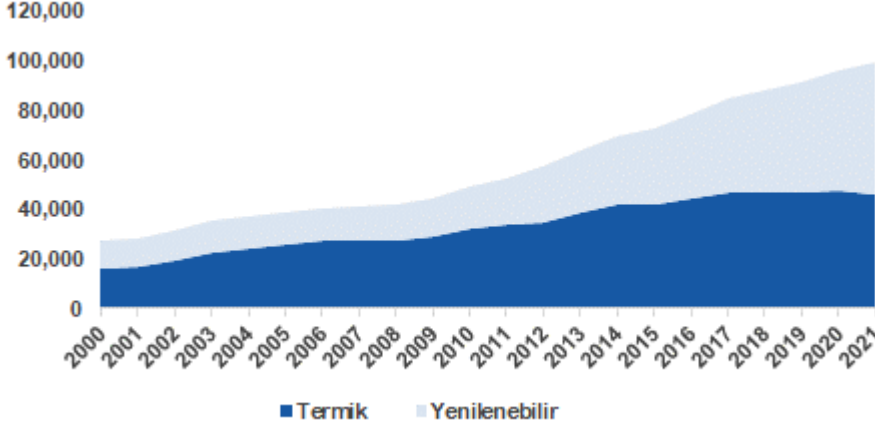


Enerji tekrar oyuna girdi

3.9 GW yeni kapasite 2021 yılında devreye girdi. Toplam kurulu gücün alt kırılımına bakıldığında, 2009 yılından beri artan yenilenebilir enerji yatırımları Türkiye'nin kurulu gücünün çeşitlenmesini sağladığı; 2013 yılından itibaren ise yenilenebilir enerji alanında kurulu güç artışının büyük kısmının hidro elektrik-dışı yenilenebilir enerji santrallerinden geldiği görülmektedir. Yenilenebilir enerji kaynaklarındaki artışın arkasında YEKDEM kapsamında sunulan USD bazlı satın alım tarifelerinin, piyasa takas fiyatının (PTF) üzerinde seyretmesi ve yenilenebilir yatırım maliyetlerinin düşmesi rol oynamıştır. YEKDEM kapsamında 30 Haziran 2021 tarihine kadar işletmeye alınmış tüm yenilenebilir enerji üretim tesisleri, 10 yıl süreli ve USD endeksli alım garantili sözleşmelerle desteklenmiştir. 1 Temmuz 2021 ile 31 Aralık 2025 tarihleri arasında işletmeye girecek yenilenebilir enerji üretim santrallerinde uygulanacak olan Yeni YEKDEM teşviki Türk Lirası cinsinden revize edilmiş olup, her üç ayda bir enflasyon ve döviz kuru (Amerikan Doları ve Avro) değişikliklerine göre güncellenecektir.

Kasım 2021 itibarıyla Türkiye'nin kurulu gücü 99 GW'a ulaşmıştır ve bunun %54'ü yenilenebilir kaynaklardan sağlanmıştır. Kaynak dağılımına baktığımızda %31 payı ile hidroelektrik santralleri en büyük paha sahip olurken onu %26 oranı ile doğalgaz santralleri, %20 ile kömür santralleri, %11 ile rüzgar santralleri ve %12 ile diğer santraller takip etmektedir.

Şekil 1: Türkiye'nin Kurulu Gücü (MW)

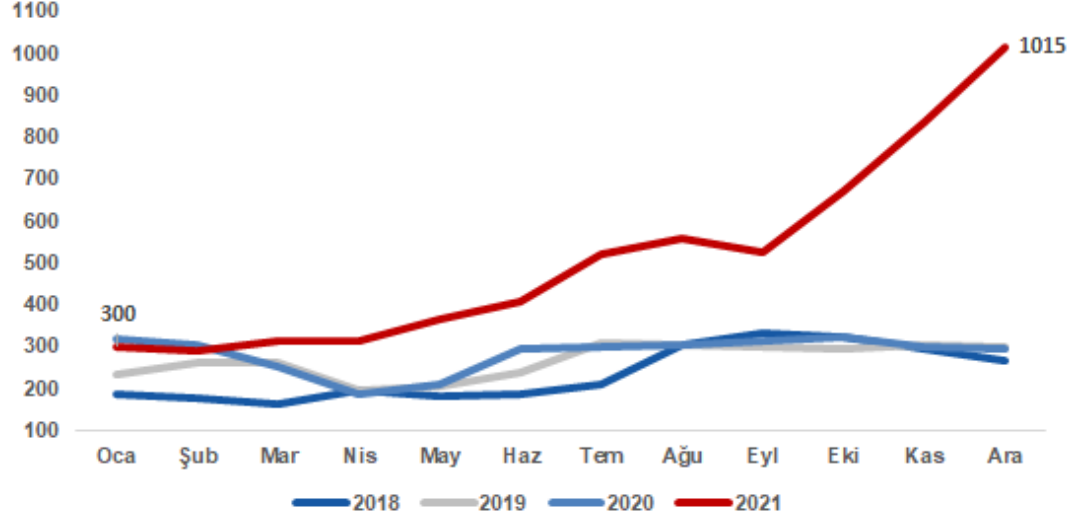


Kaynak TEİAŞ

Türkiye için stratejik enerji kaynağı olan yerli kömürün, enerji arz güvenliği açısından önemi artıyor. Türkiye'nin hedeflerinden biri de yerli kömür kaynaklarından tam anlamıyla faydalanmak ve yerli kömürün toplam elektrik üretimi içerisindeki payını arttırmaktır. Bu nedenle, projelerin cazibesini artırmak ve yatırımları hızlandırmak için devlet tarafından yeni teşvik uygulanmaya koyulmuştur. Buna göre, kamuya ait üretim şirketi olan EÜAŞ sadece yerli kömür yakıtlı elektrik üretim santrallerini işleten özel şirketlerden dolar endeksli fiyattan elektrik satın almaktadır. 1121 veriler ışığında yerli kömür Türkiye'nin toplam kurulu gücünün %10'unu oluştururken, toplam elektrik üretiminin %13'ünü oluşturmaktadır.

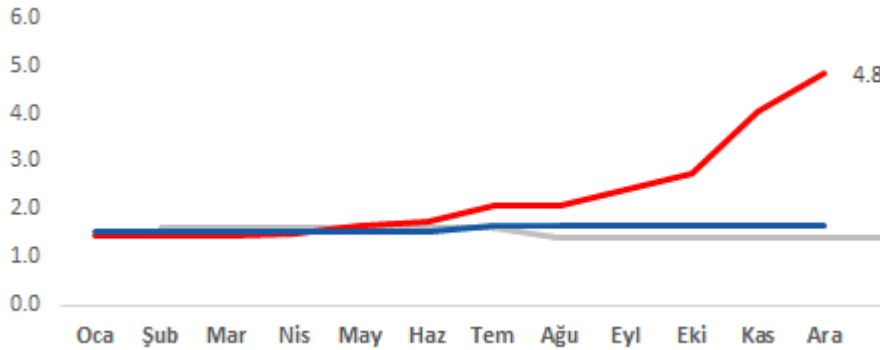
Elektrik üretimi yıllık bazda artış gösterdi. 2021'de elektrik üretimi yıllık %8 oranında artış göstermiştir. Doğalgaz santrallerinden gerçekleşen üretimin payı yıllık 11 puan artarken, kuraklık nedeniyle hidroelektrik santrallerinden gerçekleşen üretimin payı yıllık bazda 10 puan azalmıştır. Doğal gazın elektrik üretimindeki payı 2021'de genişlediğinden, doğalgaz fiyatlarındaki artış nihayetinde spot elektrik tarifelerini yükseltecektir. 2021'de doğalgaz fiyatları %238, spot elektrik fiyatları ise %286 artmıştır. 1 Ocak itibarıyla BOTAŞ, doğalgaz (NG) fiyatlarını konutlar için %25, sanayiler için %50 (300 bin m3'ün üzerindeki kullanım) ve %15 oranında zam yapmıştır. Elektrik üretim şirketleri için artan döviz kurları ve doğalgaz fiyatları ile talepteki artışın spot elektrik fiyatlarını daha da yukarı taşımasını bekliyoruz.

Şekil 2: Spot Elektrik Fiyatları (TL/MWs)



Source: EPIAŞ

Şekil 3: BOTAS Tarifesi (TL/Sm3)



Kaynak: BOTAŞ

AKSA ENERJİ

Yüksek döviz bazlı VAFÖK

Aksa Enerji için 12 aylık hedef hisse fiyatımızı makro varsayımlarımızdaki değişikliklerden sonra 12.4 TL'den 17.5 TL'ye güncelliyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %60 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Hisse, 2022 beklentilerimize göre 3.6x FD/VAFÖK ve 5.8x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor, bu da 3 yıllık ortalamalara göre sırasıyla %34 ve %57 iskontoya işaret ediyor. Önümüzdeki üç yıllık dönemde, TL bazında %58 VAFÖK ve %91 net kar YBBO elde etmesini bekliyoruz.

- 2022 yılında yabancı para bazlı VAFÖK'ün payının artması bekleniyor.** Kuzey Kıbrıs ve Afrika operasyonları nedeniyle Şirket'in VAFÖK'ünün %73'ünü yabancı para oluşturmaktadır. 2022 yılında Özbekistan santrallerinin VAFÖK katkısının 68 milyon USD olmasıyla birlikte döviz bazlı toplam konsolide VAFÖK'ün payının artmasını öngörüyoruz.
- Spot elektrik fiyatları tarihi zirvede.** Spot elektrik fiyatları esas olarak TL'nin USD karşısında değer kaybetmesinden ve doğalgaz fiyatına gelen zamlardan dolayı 2021 yılında çok hızlı yükseldi. 2022 yılında spot elektrik fiyat ortalamasını 1,150 TL/MWs olmasını öngörüyoruz, bu da geçen senenin ortalamasının iki katından daha yükseğe işaret ediyor. Aksa Enerji yurtiçi elektrik satışlarının yaklaşık %60'ını spot piyasaya satmasından dolayı fiyat artışlarından olumlu etkilenmesini öngörüyoruz.
- Güçlü finansal pozisyon:** Şirket, son 3Ç21 finansallarına göre 1.5x Net Borç/VAFÖK rasyosu ile emsallerinin ortalama 4.5x rasyosuna kıyasla finansal olarak daha iyi konumdadır. Özbekistan yatırımının katkısı da finansalları destekleyecektir.
- Riskler.** Beklenmeyen gecikmeler, yurtdışı yatırımlarında tahsilat riski, beklenenin üstünde yatırım harcamaları, Türkiye'de elektrik fiyatlarında olası keskin düşüş ve TL'nin USD karşısında değer kazanması ana riskler arasında sayabiliriz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	7,231	30%	12,579	74%	25,010	99%	30,401	22%
VAFÖK	1,536	9%	2,439	59%	4,775	96%	6,081	27%
Net Kar	470	43%	1,081	130%	2,315	114%	3,263	41%
F/K (x)	6.7		7.5		5.8		4.1	
FD/VAFÖK (x)	3.5		4.6		3.6		2.4	
FD/Satış (x)	0.7		0.9		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	0.8		1.8		3.8		5.3	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	31.4%		-20.1%		-3.8%		24.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL17.50

Potansiyel Getiri

60%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL10.95
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	13,428 / 979
Hisse Sayısı (mn)	1226.338236
Saklama Oranı	21%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	96.84 / 8.08

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

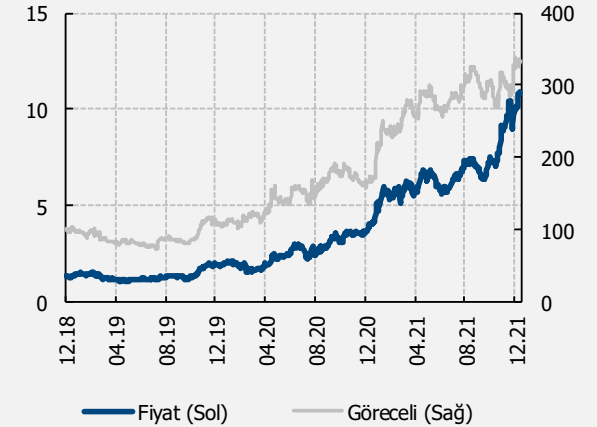
1 Aylık	10.95 / 8.95
1 Yıllık	10.95 / 4.05
Sene başından itibaren	10.95 / 9.99

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	13%	12%
3 Aylık	71%	17%
1 Yıllık	168%	96%
Sene başından itibaren	10%	0%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	5,579	7,231	12,579	25,010	30,401
Brüt Kar	1,015	1,198	2,004	3,916	5,072
Faaliyet giderleri	-97	-127	-141	-282	-338
VAFÖK (**)	1,404	1,536	2,439	4,775	6,081
Amortisman	485	466	576	1,141	1,346
Faaliyet gelirleri	918	1,071	1,863	3,634	4,734
Finansal gelir/gider	-430	-325	-395	-638	-621
Diğer gelir/gider	58	-28	-16	0	0
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	551	707	1,451	2,996	4,113
Vergi	-96	-149	-209	-432	-593
Azınlık hisseleri / diğer	126	88	161	250	257
Net Kar	329	470	1,081	2,315	3,263
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	122	314	503	1,000	1,216
Stoklar	284	138	423	633	760
Ticari alacaklar	1,933	2,706	3,899	7,253	8,816
Diğer alacaklar	346	306	863	1,717	2,087
Dönen Varlıklar	2,684	3,464	6,672	11,573	12,879
Maddi duran varlıklar	5,499	5,655	7,350	7,490	6,552
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	269	310	304	444	504
Duran Varlıklar	5,817	6,039	7,654	7,934	7,056
Toplam Varlıklar	8,501	9,503	14,326	19,507	19,935
Kısa vadeli finansal borçlar	2,007	2,025	2,655	3,707	625
Ticari borçlar	600	780	1,692	2,531	3,039
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	258	481	856	1,434	1,720
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,944	3,298	5,203	7,672	5,384
Uzun vadeli finansal borçlar	1,168	910	2,663	2,972	2,417
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	530	598	507	507	507
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,738	1,580	3,170	3,479	2,924
Azınlık Payları	329	406	653	742	749
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,819	4,625	5,954	8,357	11,627
Toplam Kaynaklar	8,501	9,503	14,326	19,507	19,935
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	810	1,265	326	774	3,666
Yatırım faaliyetlerinden	-152	-274	-1,947	-1,281	-408
Finansman faaliyetlerinden	-590	-796	2,790	991	-4,013
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	658	991	-1,621	-507	3,258
Net Borç	3,054	2,621	3,832	4,708	1,826
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	18.2%	16.6%	15.9%	15.7%	16.7%
VAFÖK marjı	25.2%	21.2%	19.4%	19.1%	20.0%
Net Kar marjı	5.9%	6.5%	8.6%	9.3%	10.7%
Sermaye Karlılığı	11.7%	11.1%	20.4%	32.4%	32.7%
Satış Büyümesi	19%	30%	74%	99%	22%
VAFÖK Büyümesi	32%	9%	59%	96%	27%
Net Kar Büyümesi	a.d.	43%	130%	114%	41%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	2.2	1.7	1.6	1.0	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

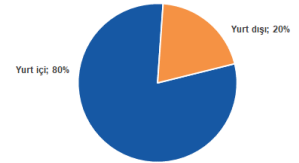
Şirket Özeti

Aksa Enerji, beş ülkede faaliyet gösteren, proje geliştirmeden tedarike, inşaat kurulum kurulumu kadar santral kurulum prosedürlerinin tüm adımlarını kendi bünyesinde gerçekleştiren global bir enerji şirkettir.

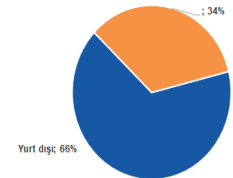
Şirket'in Türkiye'de toplam kurulu gücü 1047 MW olan iki doğal gaz santrali ve 270 MW kurulu gücü olan bir kömür santrali bulunmaktadır. Kuzey Kıbrıs'ta 153 MW kurulu güce sahip akaryakıt bazlı santrale sahipken, Afrika'da Gana, Mali, Madagaskar olmak üzere toplam 496MW kurulu güce sahip üç elektrik üretim santrali bulunmaktadır. 2022 yılında Özbekistan yatırımı devreye girmesiyle Şirket'in kurulu gücü 2706 MW'a ulaşması beklenmektedir.

Aksa Enerji 2020 yılında 470 milyon TL net kar ve 1536 milyon TL VAFÖK kaydetmiştir.

Satışların Kırılımı (2020)



VAFÖK Kırılımı (2020)



Ortaklık Yapısı

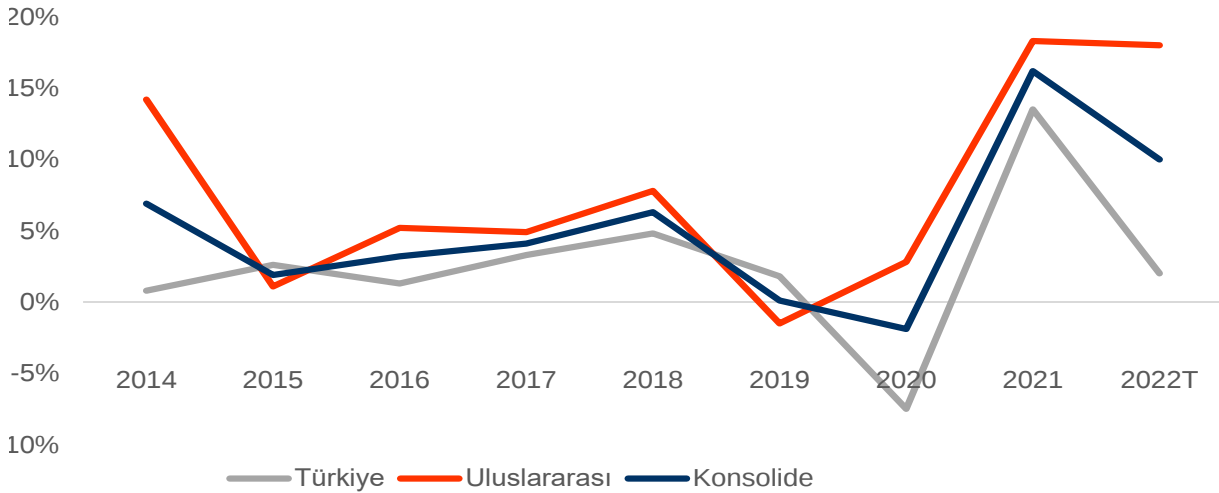


Yurt dışı operasyonları büyümenin ana unsuru

Türkiye hacim büyümesinin düşük tek haneli olmasını bekliyoruz. 2020 yılında pandeminin etkisiyle şirketin Türkiye’de daralan hacimleri sonrası 2021’de düşük baz etkisi ve ile birlikte yılı %13,5 hacim büyümesiyle kapattı. Bu performans özellikle yılın ilk yarısındaki kapanmalara rağmen gerçekleştiği için etkileyici bir performans oldu. Bu yıl ise bu performansın üzerine yaklaşık %2’lik bir büyüme yakalanmasını bekliyoruz. Şirket yönetiminin beklentisi ise yataya yakın bir büyüme. Bu sene fiyat artışları talebi bir miktar olumsuz etkilese de ev-dışı tüketimdeki yükseliş ve artan turist ziyaretlerinin hacimleri destekleyici rol oynamasını bekliyoruz. Kar marjı yüksek ürün kategorileri olan gazlı içecekler ve küçük paketlerin büyümenin ana gücü olacağını düşünüyoruz. Tahmin periyodumuz boyunca ise (2021-30) Türkiye’de hacimlerin %4 YBBO kaydetmesini bekliyoruz.

Yurt dışı büyümesinin uzun vadede gücünü korumaya devam etmesini bekliyoruz. CCOLA’nın yurt dışı faaliyetlerini 2021 yılında düşük baz etkisi ve genel güçlü büyüme dinamikleri çerçevesinde %14,7 organik hacim büyümesiyle kapattı 2022 yılında ise Özbekistan’ın tüm yıla etki etmesiyle birlikte %18 hacim büyümesi bekliyoruz. Şirket yönetiminin beklentisi yüksek çift haneli (onlu) büyümeler. Uzun vadede ise CCOLA’nın tüm yurt dışı pazarlarındaki güçlü dinamiklerin korunacağı görüşündeyiz ve tahmin periyodumuz boyunca büyümenin bu pazarlarda ortalamada Türkiye’nin iki katı kadar olacağını düşünüyoruz.

Şekil 1: CCOLA satış hacim büyümeleri



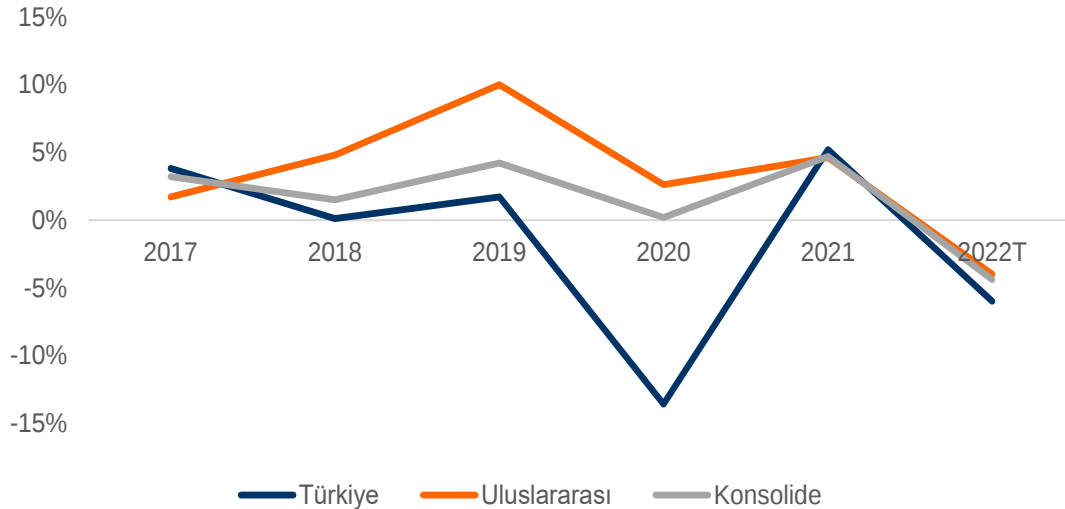
Kaynak: CCOLA and YKY Araştırma

AEFES'in bira hacimleri için daralma bekliyoruz

Yurt dışında satış hacimleri bu yıl geri çekilebilir. Özellikle Rusya ve Ukrayna'da AB InBev ile operasyonların birleştirilmesi sonrasında iki şirketin hacim performansında ciddi bir ivme oluştu. Son üç yılda sürekli olarak bu iki piyasadan daha iyi bir büyüme rakamına ulaşılırken birleşik şirket her iki piyasada da lider pozisyona geçti. 2022 yılında özellikle Rusya pazarının (ana faaliyet alanı) beş yıl arka arkaya sergilediği büyüme sonucu oluşan yüksek baz ve fiyat artışları nedeniyle bir miktar daralabileceği görüşündeyiz. Yine de uzun vadede yurt dışı operasyonlarının orta tek haneli büyümeyi çok rahat sürdürebileceğini düşünüyoruz. AEFES açısından Rusya pazarındaki en büyük risk Carlsberg'le devam eden fiyat rekabeti. Her ne kadar son dönemde rekabetin boyutu bir miktar azalsa da yine de yüksek hacim performansının rekabetten dolayı marjlara tam yansımadağı bir görüntüye sebep olduğunu söyleyebiliriz.

Türkiye'de zor bir yıl olabilir Türkiye'de 2021 yılında 2Ç21'de ev dışı tüketim kanallarının çoğunlukla kapalı olmasına rağmen düşük bazdan dolayı tatminkar bir hacim büyümesi yakalandı. Şirket yılı orta tek haneli büyüme (%5,2) rakamıyla kapattı. Fakat bu performansın 2022 yılında özellikle vergi ve fiyat artışları sonrasında sürdürülmesi zor görünüyor. Orta uzun vadede ise Türkiye bira pazarının zayıf büyüme dinamikleri nedeniyle genelde yatay kalmasını bekliyoruz. Ayrıca şirketin Tuborg'la olan rekabetinde önümüzdeki dönemde az da olsa pazar payı kaybetmeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

Şekil 2: AEFES satış hacim büyümeleri



Kaynak: AEFES, YKY Araştırma

ANADOLU EFES CCOLA ana değer unsuru

Anadolu Efes için incelememizi AL tavsiyesiyle sürdürürken yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında 12 aylık hedef fiyatımızı 52.1 TL olarak belirledik. Yeni hedef fiyatımız %76 gibi bir getiri potansiyeline işaret ediyor. Şirketin özellikle CCOLA'ya olan %50 iştiraki konsolide performansı destekleyen ana unsur olmaya devam ediyor. Bira operasyonlarında ise bu yıl hem Türkiye hem Rusya tarafında bir miktar hacim daralması öngörüyoruz. Yine de fiyat artışları ve TL'deki değer kaybının etkisiyle bira faaliyet rakamlarında önemli büyümeler bekliyoruz (%55 satış ve VAFÖK büyümesi). Bira faaliyet marjlarının ise geçen yılki düşüşün ardından bu sene yıllık bazda stabil seyretmesini bekliyoruz. Uzun vadeli perspektifte ana pazar konumundaki Rusya'nın bira operasyonları için büyüme ve değer yaratan unsur olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Hisse için özellikle CCOLA'yla ilgili olumlu görüşümüzün yanında bira operasyonlarının 4,8x düzeyinde olan 2022 FD/VAFÖK çarpanını cazip olarak değerlendiriyoruz. CCOLA ve AEFES arasında ise bira faaliyetlerindeki bazı zorluklar nedeniyle CCOLA'yı tercih ediyoruz.

- Hacimdeki daralmaya rağmen TL bazında yüksek büyüme.** Türkiye'de enflasyon ve vergilerden kaynaklı fiyat artışları sonrasında bira tüketiminin 2022'de düşmesini bekliyoruz. Dolayısıyla AEFES için Türkiye'de bu yıl için %6 hacim daralması öngörüyoruz. Yine Rusya'da hem fiyat artışları hem de baz etkisiyle %5 daralma bekliyoruz. Buna rağmen özellikle fiyat artışları ve TL'deki değer kaybının etkisiyle bira operasyonlarında Türkiye satışlarının %51 yurt dışı satışlarının ise %57 büyüme sergilemesini bekliyoruz.
- Faaliyet marjlarının stabil kalmasını bekliyoruz.** Şirket 2Y21'de ham madde maliyetlerindeki artışların marjlar üzerindeki olumsuz etkilerini hissetmişti. Bu yıl içinse faaliyet marjlarının birim maliyetlerdeki stabilizasyonla yıllık bazda yatay seyretmesini bekliyoruz.
- Riskler --** i) Türkiye'de ve Rusya'da yasal düzenlemeler ii) Beklenenden yüksek hammadde fiyatları iii) Para birimlerinde değer kayıpları, iv) Rusya'da fiyat rekabeti.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	26,743	15%	37,450	40%	61,307	64%	74,573	22%
VAFÖK	4,745	24%	6,667	40%	10,722	61%	13,783	29%
Net Kar	815	-55%	935	15%	1,942	108%	2,747	41%
F/K (x)	15.3		15.1		9.0		6.4	
FD/VAFÖK (x)	5.8		5.6		4.5		3.7	
FD/Satış (x)	1.0		1.0		0.8		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	1.4		1.6		3.3		4.6	
Temettü Verimi (*)	7.8%		7.8%		6.6%		8.8%	
Serbest Nakit Akış Verimi	20.7%		-2.1%		24.3%		29.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL52.10

Potansiyel Getiri

76%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AEFES.TI / AEFES.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL29.60
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	17,526 / 1,277
Hisse Sayısı (mn)	592.105263
Saklama Oranı	32%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	68.40 / 5.56

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

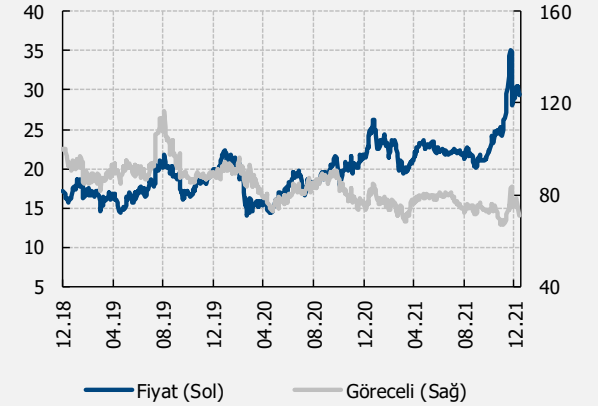
1 Aylık	35.12 / 28.00
1 Yıllık	35.12 / 19.43
Sene başından itibaren	30.44 / 29.32

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-3%
3 Aylık	40%	-5%
1 Yıllık	23%	-11%
Sene başından itibaren	0%	-9%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katas, CFAbehlul.katas@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 66**

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	23,314	26,743	37,450	61,307	74,573
Brüt Kar	9,782	11,183	13,739	22,261	27,265
Faaliyet giderleri	-5,963	-6,438	-10,145	-15,819	-18,595
VAFÖK (**)	3,819	4,745	6,667	10,722	13,783
Amortisman	1,738	2,069	3,073	4,280	5,114
Faaliyet gelirleri	2,081	2,676	3,594	6,442	8,669
Finansal gelir/gider	-182	-717	-997	-957	-702
Diğer gelir/gider	474	104	22	-491	-631
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	1
Vergi öncesi kar	2,373	2,063	2,619	4,993	7,337
Vergi	-575	-610	-655	-1,248	-1,834
Azınlık hisseleri / diğer	31	-638	-1,029	-1,803	-2,756
Net Kar	1,829	815	935	1,942	2,747

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	6,195	8,548	10,736	12,276	15,696
Stoklar	2,257	2,709	4,475	6,000	6,948
Ticari alacaklar	2,727	2,687	7,751	11,445	14,047
Diğer alacaklar	1,504	1,725	3,073	4,698	5,061
Dönen Varlıklar	12,684	15,669	26,036	34,419	41,752
Maddi duran varlıklar	31,531	33,059	43,393	51,220	53,104
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	1,742	1,833	3,583	5,625	6,669
Duran Varlıklar	33,273	34,892	46,976	56,845	59,774
Toplam Varlıklar	45,957	50,561	73,011	91,264	101,526
Kısa vadeli finansal borçlar	2,296	2,328	3,794	6,397	9,777
Ticari borçlar	5,294	6,119	10,256	15,230	17,754
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,979	4,095	4,816	6,405	7,480
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,570	12,542	18,866	28,033	35,011
Uzun vadeli finansal borçlar	8,253	9,180	13,540	16,305	16,656
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,960	3,824	9,863	12,352	12,502
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,213	13,005	23,402	28,657	29,158
Azınlık Payları	11,203	12,209	16,450	20,001	22,201
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	24,174	25,015	30,743	34,574	37,357
Toplam Kaynaklar	45,957	50,561	73,011	91,264	101,526

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,296	1,229	-1,900	4,540	19,375
Yatırım faaliyetlerinden	-997	-967	-1,651	-2,557	-2,954
Finansman faaliyetlerinden	1,676	822	11,865	7,858	3,881
Temettü Ödemesi	-300	-1,050	-1,146	-1,160	-1,550
Serbest Nakit Akışı	1,776	2,581	-299	4,263	5,238
Net Borç	4,355	2,960	6,598	10,427	10,738

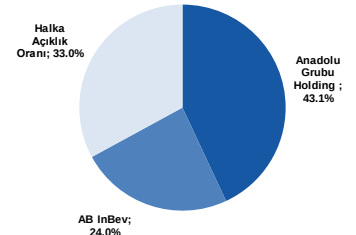
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	42.0%	41.8%	36.7%	36.3%	36.6%
VAFÖK marjı	16.4%	17.7%	17.8%	17.5%	18.5%
Net Kar marjı	7.8%	3.0%	2.5%	3.2%	3.7%
Sermaye Karlılığı	8.1%	3.3%	3.4%	5.9%	7.6%
Satış Büyümesi	25%	15%	40%	64%	22%
VAFÖK Büyümesi	38%	24%	40%	61%	29%
Net Kar Büyümesi	a.d.	-55%	15%	108%	41%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
Net Borç / VAFÖK (x)	1.1	0.6	1.0	1.0	0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma
(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Anadolu Efes iki oyuncunun hakim olduğu Türkiye bira pazarında lider durumda. Bunun yanı sıra AB InBev ile 50-50 ortak olduğu şirket Rusya ve Ukrayna bira pazarlarında lider konumda. Şirket ayrıca %50 paya sahip olduğu Coca Cola İçecek'te ise hakim ortak konumunda.

Ortaklık Yapısı



COCA COLA İÇEÇEK

Yüksek potansiyel cazip fiyat

Coca Cola İçecek (COLA) için AL tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle birlikte 184.0 TL (önceki 111.2 TL) olarak belirledik. Şirketin özellikle yurt dışı faaliyetlerindeki yüksek büyümeyi, Özbekistan (CCBU) pazarna girişini ve yüksek nakit yaratma kabiliyetini (9A21 itibarıyla 0,5x Net Borç/VAFÖK oranı) beğenmeye devam ediyoruz. Bunlara ek olarak %60 paya sahip yurt dışı operasyonların TL'deki değer kaybına karşı önemli bir koruma sağladığı görüşündeyiz. Şirketin 2021-24 döneminde yıllık ortalama %40 satış ve VAFÖK büyümesi ve yüksek tek haneli hacim yükselişi yakalamasını bekliyoruz. Tüm bu olumlu unsurlar ışığında 2022 tahminlerimiz üzerinden 3,6 FD/VAFÖK ve 7,1 F/K çarpanlarını hissede yatırım açısından önemli bir fırsat olarak değerlendiriyoruz.

- 2022'de güçlü bir performans potansiyeli.** 2021'de organik olarak %14,2 hacim artışının ardından COLA'nın 2022'de %5 gibi tatminkar diyebileceğimiz bir organik büyüme yakalamasını bekliyoruz. Bunun üzerine Özbekistan'ın 2022'de tüm yıl konsolide edilmesi, TL'deki değer kaybı ve Türkiye'deki fiyat ayarlamaları sonucunda satış, VAFÖK ve net kar büyümelerinin sırasıyla %70, %62 ve %76 olacağını öngörüyoruz.
- Özbekistan'da yeni ufuklar.** 2021'de COLA iki farklı işlem (biri Özbekistan devleti diğeri The Coca Cola Company ile olmak üzere) sonucunda CCBU'nun tamamını 342 milyon dolara satın aldı. İşlemin çarpanları CCBU'nun 2020 rakamları üzerinden 11,4 FD/VAFÖK ve 174 F/K gibi makul diyebileceğimiz bir seviyeden gerçekleşti. Özbekistan'ın gelişime açık bir pazar olmasından dolayı burada COLA açısından ciddi bir büyüme potansiyeli görüyoruz. 2022 yılında ülkenin toplam hacimler içindeki payının %7 2021-30 arasındaki ortalama hacim büyümesinin ise %9 oranında olacağını tahmin ediyoruz.
- Marjlar bir miktar geri gelebilir.** Ham madde maliyetlerindeki artışlar neticesinde 2022 yılında VAFÖK marjında yıllık bazda yaklaşık 1 puan gerileme beklessek de (şirket yönetimi 0-1 puan arası bekliyor) %20,1 olan VAFÖK marjı tahminimizin uzun yıllar ortalamalarının üzerinde kalacağını düşünüyoruz.
- Riskler --** i) Beklenenden düşük satış hacimleri ii) Beklenenden yüksek hammadde fiyatları iii) Para birimlerinde değer kayıpları

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	14,391	18%	21,408	49%	36,442	70%	45,858	26%
VAFÖK	3,114	35%	4,511	45%	7,307	62%	9,222	26%
Net Kar	1,233	28%	2,091	70%	3,673	76%	5,270	43%
F/K (x)	9.4		9.9		7.1		5.0	
FD/VAFÖK (x)	3.9		4.8		3.6		2.7	
FD/Satış (x)	0.8		1.0		0.7		0.5	
Hisse Başına Kar (TL)	4.8		8.2		14.4		20.7	
Temettü Verimi (*)	2.1%		3.5%		3.4%		5.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	17.6%		-3.1%		14.1%		17.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL184.00

Potansiyel Getiri

79%

Fiyat Bilgileri

Kodu	CCOLA.TI / CCOLA.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL102.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	26,124 / 1,904
Hisse Sayısı (mn)	254.370782
Saklama Oranı	25%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	52.04 / 4.44

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

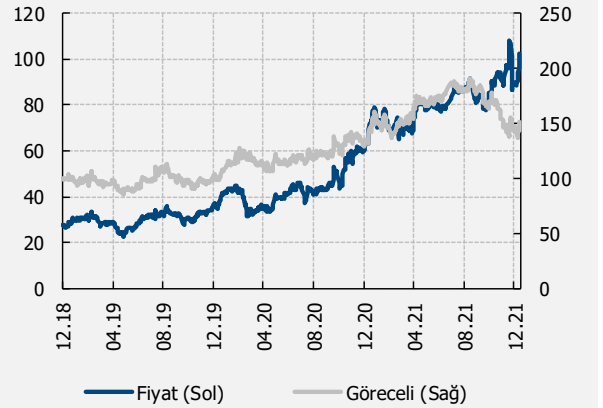
1 Aylık	108.20 / 86.75
1 Yıllık	108.20 / 65.35
Sene başından itibaren	102.70 / 88.55

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	7%	6%
3 Aylık	22%	-17%
1 Yıllık	47%	7%
Sene başından itibaren	16%	5%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Ktaş, CFAbehlul.katas@ykyatirim.com.tr**+90 212 319 83 66**

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	12,245	14,391	21,408	36,442	45,858
Brüt Kar	4,207	5,072	7,445	12,613	15,926
Faaliyet giderleri	-2,602	-2,876	-4,223	-6,822	-8,626
VAFÖK (**)	2,300	3,114	4,511	7,307	9,222
Amortisman	695	918	1,289	1,516	1,921
Faaliyet gelirleri	1,606	2,196	3,222	5,791	7,301
Finansal gelir/gider	-335	-289	-275	-440	-19
Diğer gelir/gider	-84	-144	-10	-218	-275
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,187	1,762	2,937	5,133	7,007
Vergi	-247	-448	-646	-1,181	-1,401
Azınlık hisseleri / diğer	24	-82	-200	-280	-336
Net Kar	964	1,233	2,091	3,673	5,270

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	2,933	4,684	3,929	6,624	9,224
Stoklar	872	1,041	1,530	1,959	2,460
Ticari alacaklar	700	739	1,675	2,138	2,691
Diğer alacaklar	961	1,200	2,036	3,148	3,962
Dönen Varlıklar	5,465	7,664	9,171	13,868	18,337
Maddi duran varlıklar	9,917	10,791	15,392	17,859	19,377
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	577	693	1,082	1,452	1,716
Duran Varlıklar	10,495	11,484	16,474	19,311	21,093
Toplam Varlıklar	15,960	19,147	25,644	33,180	39,429
Kısa vadeli finansal borçlar	1,493	1,300	1,508	1,966	3,131
Ticari borçlar	1,044	1,358	3,109	4,341	5,747
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	999	1,665	2,284	2,420	2,519
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,536	4,323	6,902	8,727	11,397
Uzun vadeli finansal borçlar	3,998	4,861	4,993	7,240	6,878
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,056	1,227	1,423	1,784	2,323
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,054	6,088	6,416	9,024	9,201
Azınlık Payları	854	1,074	1,774	2,054	2,389
Ana Ortaklığa Ait Öz kaynaklar	7,369	8,737	12,326	15,429	18,831
Toplam Kaynaklar	15,960	19,147	25,644	33,180	39,429

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,695	2,294	4,549	6,208	7,670
Yatırım faaliyetlerinden	-918	-666	-5,040	-2,733	-3,438
Finansman faaliyetlerinden	640	840	536	3,066	1,343
Temettü Ödemesi	-300	-239	-711	-900	-1,450
Serbest Nakit Akışı	1,117	2,039	-645	3,685	4,527
Net Borç	2,559	1,477	2,572	2,582	784

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	34.4%	35.2%	34.8%	34.6%	34.7%
VAFÖK marjı	18.8%	21.6%	21.1%	20.1%	20.1%
Net Kar marjı	7.9%	8.6%	9.8%	10.1%	11.5%
Sermaye Karlılığı	13.9%	15.3%	19.9%	26.5%	30.8%
Satış Büyümesi	15%	18%	49%	70%	26%
VAFÖK Büyümesi	27%	35%	45%	62%	26%
Net Kar Büyümesi	195%	28%	70%	76%	43%
Net Borç / Öz kaynaklar (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.0
Net Borç / VAFÖK (x)	1.1	0.5	0.6	0.4	0.1

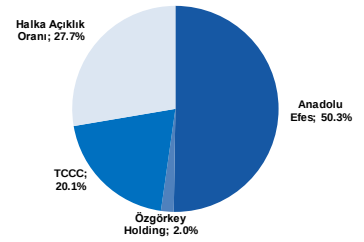
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

Coca Cola İçecek The Coca Cola Company'nin (TCCC) şişeleme sistemi içerisinde hacim bazında 6. büyük şişeleme şirketi konumunda. Şirket Türkiye ve sekiz farklı bölge ülkesinde (Pakistan, Kazakistan, Özbekistan, Irak, Azerbaycan, Tacikistan, Türkmenistan, Ürdün, Tacikistan ve Suriye) meşrubat ve gazlı içecek üretim ve dağıtımını yapmaktadır. Faaliyet gösterdiği ülkelerde 450 milyon civarında bir nüfus barındırılmaktadır. Şirketin TCCC ile şişeleme anlaşması bulunmakta olup toplam 29 tane üretim tesisi var.

Ortaklık Yapısı



ÜLKER BİSKÜVİ

Olumsuzluklar fiyatlarda

Ülker için hedef fiyatımızı yeni makro ve operasyonel tahminlerimizle beraber 27,9 TL'den 27.0 TL'ye indiriyoruz ve hedef fiyatımızın %46 getiri potansiyeline işaret etmesi nedeniyle önerimizi AL olarak devam ettiriyoruz. Ülker'in ürün portföyünün zorlu makro koşullara karşı talep açısından dayanıklı kalması şirkete önemli bir defansif karakter kazandırıyor. Öte yandan hisse BIST-100'e göre 2021 yılında %38 geride kalmış durumda. Kısa vadeli finansal varlıkların getiri performansları ve TL'nin değer kaybına karşı döviz açık pozisyonu nedeniyle olan kırılganlığına dair ihtiyatlı bakış açımızı koruyoruz. Ayrıca şirketin ana tedarikçisi Önem Gıda'yı Yıldız Holding'den pahalı bir fiyatla satın aldığını düşünüyoruz. Ancak yine de gelinen seviyede hisse 2022 tahminlerimiz üzerinden 4,1x gibi düşük bir çarpanla işlem görüyor. Dolayısıyla olumsuz unsurların fiyatlandığı görüşündeyiz.

- Defansif bir operasyonel yapıya sahip.** Ülker ürün portföyü itibarıyla tüketim gruplarında daralma yaşandığı dönemlerde genelde bu daralmalardan daha az etkilenen bir şirket. Tahmin periyodumuz boyunca (2021-30) Ülker'in satış hacimlerinin konsolide bazda %3 büyümesini bekliyoruz. Ayrıca mevcut yapıda %40 paya sahip olan yurt dışı faaliyetleri de TL'deki değer kaybına karşı belli ölçüde bir koruma sağlıyor.
- Önem Gıda pahalı çarpanlarla satın alındı.** Ülker 2021 yılında ana ham madde tedarikçisi Önem Gıda'yı Yıldız Holding'den 3,7 milyar TL'ye satın aldı. Şirket yönetimi bu satın alımın dikey entegrasyon sayesinde VAFÖK marjına 2,5 puan olumlu katkı yaratmasını bekliyor. Bu beklenti çerçevesinde 2022 tahminlerimizle satın alımın yaklaşık 13,0 FD/VAFÖK çarpanıyla gerçekleştiğini hesaplıyoruz ki bu çarpanı yüksek buluyoruz.
- Döviz açık pozisyonu risk yaratıyor.** 9A21 itibarıyla 4,4 milyar TL düzeyindeki döviz açık pozisyonu finansal performans açısından risk oluşturmaya devam ediyor.
- Riskler --** i) Beklenenden düşük marjlar ii) Jeopolitik riskler iii) Para birimlerinde değer kayıpları iv) Kısa vadeli yatırımların performansı, v) Yüksek fiyattan yapılabilecek başka satın alımlar

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	9,401	20%	11,807	26%	14,671	24%	16,696	14%
VAFÖK	1,651	27%	2,127	29%	2,937	38%	3,325	13%
Net Kar	1,016	12%	-816	a.d.	749	a.d.	1,727	131%
F/K (x)	7.7		a.d.		8.4		3.7	
FD/VAFÖK (x)	5.5		6.6		4.1		3.3	
FD/Satış (x)	1.0		1.2		0.8		0.7	
Hisse Başına Kar (TL)	3.0		-2.4		2.2		5.0	
Temettü Verimi (*)	0.0%		3.6%		0.0%		4.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4.8%		-6.2%		23.2%		29.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL27.00

Potansiyel Getiri

46%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ULKER.TI / ULKER.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL18.47
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	6,317 / 460
Hisse Sayısı (mn)	342
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	55.12 / 4.63

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

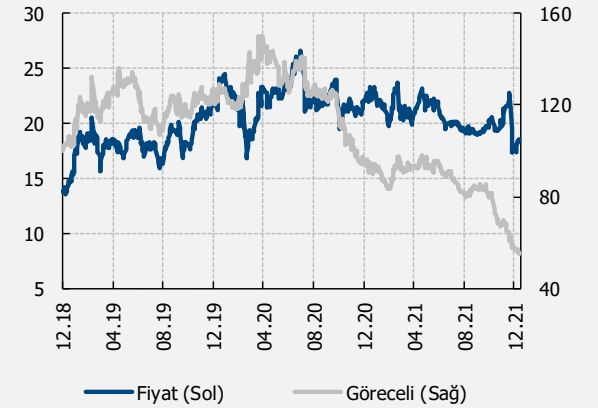
1 Aylık	22.84 / 17.33
1 Yıllık	23.76 / 17.33
Sene başından itibaren	18.50 / 17.43

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-15%	-15%
3 Aylık	-4%	-34%
1 Yıllık	-17%	-39%
Sene başından itibaren	6%	-4%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	7,803	9,401	11,807	14,671	16,696
Brüt Kar	2,139	2,643	3,358	4,501	5,119
Faaliyet giderleri	-1,007	-1,209	-1,502	-1,886	-2,144
VAFÖK (**)	1,303	1,651	2,127	2,937	3,325
Amortisman	171	216	272	323	351
Faaliyet gelirleri	1,132	1,435	1,855	2,615	2,975
Finansal gelir/gider	-911	-1,817	-6,168	-4,390	-3,560
Diğer gelir/gider	1028	1877	3008	2937	3143
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	1
Vergi öncesi kar	1,249	1,495	-1,305	1,162	2,559
Vergi	-238	-291	326	-267	-512
Azınlık hisseleri / diğer	-106	-187	163	-145	-320
Net Kar	905	1,016	-816	749	1,727

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	5,085	7,464	5,877	6,224	6,251
Stoklar	593	871	2,210	1,064	1,212
Ticari alacaklar	2,366	2,880	3,580	4,448	5,062
Diğer alacaklar	677	2,048	1,164	1,395	1,554
Dönen Varlıklar	8,720	13,263	12,832	13,131	14,079
Maddi duran varlıklar	2,383	2,688	3,026	3,026	3,043
Finansal yatırımlar	946	978	978	978	978
Diğer duran varlıklar	742	964	1,197	1,473	1,667
Duran Varlıklar	4,072	4,630	5,201	5,477	5,688
Toplam Varlıklar	12,792	17,893	18,033	18,608	19,767
Kısa vadeli finansal borçlar	5,239	780	2,629	2,290	2,606
Ticari borçlar	1,225	1,202	1,408	1,695	1,930
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	336	471	430	475	507
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,800	2,454	4,467	4,460	5,043
Uzun vadeli finansal borçlar	701	8,608	10,500	9,975	8,978
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	356	357	449	557	634
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,058	8,965	10,949	10,532	9,612
Azınlık Payları	523	780	315	436	616
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,934	6,474	2,617	3,616	5,113
Toplam Kaynaklar	12,792	17,893	18,033	18,608	19,767

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	898	1,788	-3,352	1,758	1,633
Yatırım faaliyetlerinden	-133	-141	-260	-323	-366
Finansman faaliyetlerinden	697	3,449	3,832	-755	-604
Temettü Ödemesi	0	0	-277	0	-250
Serbest Nakit Akışı	578	379	-443	1,468	1,836
Net Borç	855	1,924	7,252	6,041	5,333

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	27.4%	28.1%	28.4%	30.7%	30.7%
VAFÖK marjı	16.7%	17.6%	18.0%	20.0%	19.9%
Net Kar marjı	11.6%	10.8%	a.d.	5.1%	10.3%
Sermaye Karlılığı	21.0%	17.8%	-17.9%	24.0%	39.6%
Satış Büyümesi	31%	20%	26%	24%	14%
VAFÖK Büyümesi	39%	27%	29%	38%	13%
Net Kar Büyümesi	29%	12%	a.d.	a.d.	131%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.2	0.3	2.8	1.7	1.0
Net Borç / VAFÖK (x)	0.7	1.2	3.4	2.1	1.6

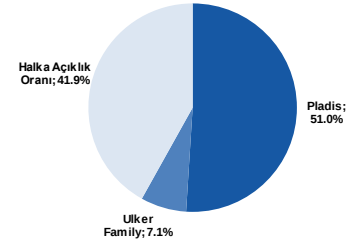
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Türkiye toplam atırtırmalık piyasasında lider konumda olan Ülker aynı zamanda Suudi Arabistan, Mısır, Kazakistan ve BAE'de önemli operasyonlara sahip durumda. Şu anda faaliyet gösterdiği ülkelerde toplamda 10 (6 tane Türkiye'de, 2 tane Suudi Arabistan, 1'er tane de Mısır'da ve Kazakistan'da olmak üzere) adet üretim tesisine ve yıllık 1 milyon ton üretim kapasitesine sahip.

Ortaklık Yapısı

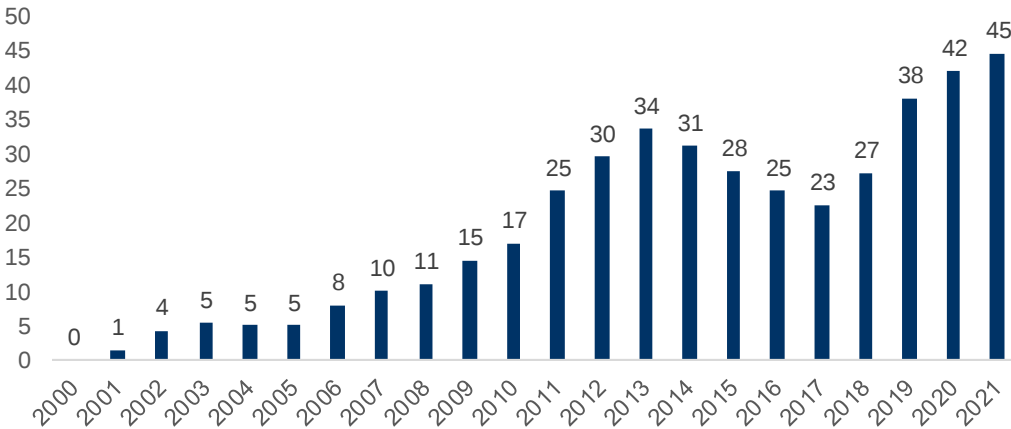


Gelişime çok açık bir sektör

Türkiye'nin altın üretimi hala yolun başında

Türkiye altın kaynakları açısından son derece zengin bir ülke olarak tahmin ediliyor. Bazı araştırmalara göre 6,5 bin ton civarında bir altın kaynağı olduğu tahmin edilen ülkede MTA'nın bazı raporlarına göre bu kaynakların ancak 1,2 bin tonu tespit edilebilmiş durumda. Bu da altın madenciliği açısından Türkiye'nin henüz yolun çok başında olduğunu gösteriyor. 2000 yılında hiç altın üretimi olmayan ülkede özellikle madencilik yasasında yapılan değişiklikler sonucunda üretimin hızlı bir artış trendine girdiği görülüyor. 2013 yılına kadar yıllık 33,5 tona kadar ulaşan üretim özellikle bu tarihten sonra piyasanın lideri durumundaki KOZAL'ın üretiminde yaşanan gerilemeler sonucunda 2017 yılı sonuna kadar bir miktar geriledi. Sonrasında hem KOZAL'ın üretim artışı hem bazı yeni projelerin devreye girmesiyle üretim yeniden artarak Altın Madencileri Derneği'nin verilerine göre 2019 yılında 38 tona 2020 yılında 42 tona ve 2021 yılında 45 tona çıkarak rekorlar kırdı. Önümüzdeki yıllarda sektör yetkilileri tarafından bu rakamın 50 tona kadar çıkması bekleniyor.

Şekil 1: Türkiye altın üretimi (ton)

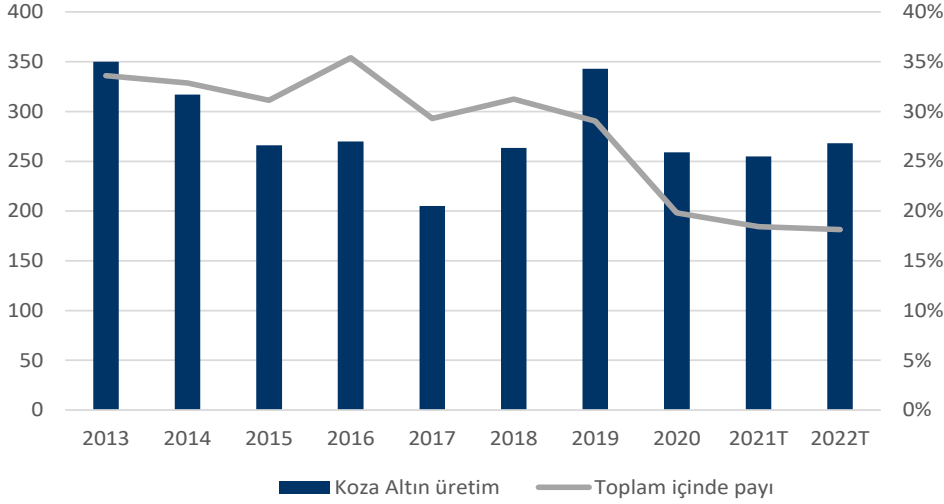


Kaynak: Altın Madencileri Derneği

KOZAL lider pozisyonunda

KOZAL'ın Türkiye'deki toplam altın madeni üretiminin yaklaşık %20'sini yaptığını tahmin ediyoruz. Şirketin özellikle elindeki rezerv ve kaynak rakamlarını büyütmede yıllar itibarıyla önemli başarılar elde ettiğini gördük (kurulduğundan beri yıllık ortalama %15 artış). Şirket 2021 yılında Mollakara projesinde yaklaşık 0,3 milyon ons ek rezerv rakamı açıldı. Son dönemde yoğunlaştırılan sondaj çalışmalarıyla birlikte rezerv ve kaynak rakamlarında orta vadede önemli artışlar meydana gelebileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki süreçte sahiplikle ilgili dava süreçlerinin de sonuçlanmasıyla eldeki bir çok arama lisansının daha efektif bir şekilde değerlendirilmesi söz konusu olabilir. Türkiye'de faaliyet gösteren belli başlı diğer yabancı şirketleri ise Eldorado, Teck Mining, Stratex, Alacer ve Ariana olarak sıralayabiliriz.

Şekil 2: KOZAL üretim rakamları (bin ons)



Kaynak: KOZAL, Altın Madencileri Demeği, YKY Araştırma

Gübretaş sektörün yeni büyük oyuncusu olacak

Şirket Söğüt madenini tüm haklarıyla birlikte KOZAL'dan aldıktan sonra 2020 Aralık ayında madenin rezervleri için güncellenmiş ön fizibilite rakamlarını açıkladı. Buna göre madenin 11,5 g/t tenor ortalamasıyla 3,5 milyon ons kaynağı (2,3 ölçülmüş ve belirlenmiş, 1,2 milyon ons ise muhtemel) ve 8,6 g/t ortalama tenor ile 1,9 milyon ons rezervi (0,6 milyon ons görünür, 1,3 milyon ons muhtemel) olduğu belirtildi. Açıklanan bu rakamlar ışığında Gübretaş önümüzdeki dönemde Türkiye'nin önemli altın madencilerinden biri olmaya aday gözüküyor. Buna ek olarak şirket yakın zamanda Bilecik'te (Söğüt madenine yakın bir mesafede) yer alan Kavaklıtepe madeninin sahibi Kavak Madencilik'in %80 hissesini 1,8 milyon dolar ve %2 rödovans karşılığında Teck Mining şirketinden satın aldı. Teck Mining ve Zenith Mining (geri kalan %20 hissenin sahibi) tarafından daha önce yapılan sondaj çalışmalarına dair yapılan açıklamalarda sahada çeşitli derinliklerde 10 g/t seviyesini aşan tenörde altına rastlandığı belirtiliyor. Dolayısıyla söz konusu daha Gübretaş açısından son derece kıymetli olabilecek bir potansiyele sahip gözüküyor.

KOZA ALTIN

Altın yatırımı için cazip bir yol

KOZAL için hedef fiyatımızı yeni makro tahminlerimiz ışığında 202,7 TL'ye (önceki: 190,0 TL) çıkarırken AL tavsiyemizi yineliyoruz. KOZAL'ın tamamı döviz bazlı satışları sayesinde TL'nin değer kaybından BIST'te en olumlu etkilenen hisselerden biri olduğu gözden kaçırılıyor. KOZAL/Gram Altın oranının mevcut 0,15 düzeyi son üç yılın ortalamasına göre -2*standard sapmaya yakın bir bölgede. TL'nin değer kaybı, bilançosunda 9A21 itibarıyla 1,5 milyar TL döviz uzun pozisyon taşıyan şirketin, güçlü olmasını beklediğimiz 4Ç21 finansallarında net karlılığı da destekleyecektir. Önümüzdeki yıllar için ise Karapınar ve Mollakara projelerinin devreye girmesiyle şirketin üretiminde artış bekliyoruz. Hisse 2022 tahminlerimize göre 2,2x FD/VAFÖK ve 4,6x F/K çarpanlarından işlem görmektedir ki, bize göre oldukça cazip seviyelerdir. Bu raporumuzla, KOZAL'ın ana ortağı KOZAA(**) için hedef fiyatımızı da 29,0 TL'ye yükseltiyoruz, ki yenilenen değerlememiz Konak Projesi'ni içermemektedir, AL önerimizi KOZAA için de koruyoruz.

- Altın fiyatlarına göre yersiz zayıf performans.** KOZAL'ın faaliyetleri yurt içi oynaklıklardan etkilenmeyen bir yapıya sahip ve TL bazlı altın fiyatlarındaki yükseliş şirketin finansallara olumlu yansıyor. Buna rağmen, hisse fiyatı, son dönemlerde gram altındaki yükselişin bir hayli gerisinde kaldı ve KOZAL/Gram Altın oranı son üç yıllık ortalamasının -2*standard sapmasının sadece %7 üzerinde yer alıyor ve dolar bazlı hisse başına 8,8 seviyesi de son bir yılın en düşük seviyesinde. Şirket için olumlu faaliyet şartlarına rağmen, hisse fiyatındaki bu zayıflığın uzun vadeli önemli bir yatırım fırsatı sunduğu görüşündeyiz.
- Üretim artışa geçiyor.** Karapınar ve Mollakara projelerinin devreye girmesiyle en azından 2022-25 döneminde şirketin yıllık ortalama 300 bin ons üretim seviyesinde üretim yapacağını düşünüyoruz. Son iki yılda 260 bin ons üretim seviyesine göre, yaklaşık %15 civarı büyümeye işaret eden bu önemli artış şirket finansallarını da destekleyecektir.
- KOZAA'da Konak Projesi heyecanla bekleniyor.** KOZAA'nın Konak Projesi'ne dair yapacağı kaynak ve rezerv güncellemeleri şirket değeri ve hisse fiyatı açısından ciddi bir artış sağlayabilir ve bu konunun takibini yakın vade için önemli buluyoruz.
- Riskler --** i) Beklenenden düşük altın fiyatları ve beklenenden yüksek parasal maliyetler ii) Yeni maden sahalarının bulunması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	3,250	14%	4,176	29%	7,171	72%	10,192	42%
VAFÖK	1,927	6%	2,245	16%	3,877	73%	5,662	46%
Net Kar	1,810	2%	2,997	66%	4,179	39%	5,668	36%
F/K (x)	6.5		5.9		4.6		3.4	
FD/VAFÖK (x)	3.0		4.0		2.2		0.8	
FD/Satış (x)	1.8		2.2		1.2		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	11.9		19.7		27.4		37.2	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0.0%		6.6%		2.1%		14.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL202.70

Potansiyel Getiri

62%

Fiyat Bilgileri

Kodu	KOZAL.TI / KOZAL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL125.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	19,139 / 1,395
Hisse Sayısı (mn)	152.5
Saklama Oranı	29%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	755.51 / 63.08

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

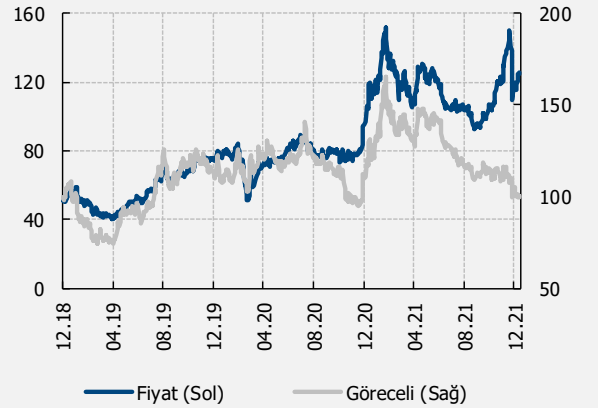
1 Aylık	150.00 / 110.00
1 Yıllık	152.10 / 92.70
Sene başından itibaren	125.50 / 115.70

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-10%	-11%
3 Aylık	30%	-12%
1 Yıllık	5%	-23%
Sene başından itibaren	8%	-1%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katas, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	2,849	3,250	4,176	7,171	10,192
Brüt Kar	1,894	2,072	2,441	4,341	6,026
Faaliyet giderleri	296	370	434	708	1,042
VAFÖK (**)	1,823	1,927	2,245	3,877	5,662
Amortisman	225	225	238	244	678
Faaliyet gelirleri	1,598	1,702	2,007	3,633	4,984
Finansal gelir/gider	647	644	1,986	1,785	2,082
Diğer gelir/gider	14	5	5	13	22
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	2,258	2,351	3,999	5,430	7,087
Vergi	-491	-541	-1,001	-1,251	-1,419
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1,767	1,810	2,997	4,179	5,668

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,384	5,922	8,724	10,748	14,670
Stoklar	381	406	1,049	1,299	1,810
Ticari alacaklar	0	0	8	11	15
Diğer alacaklar	52	80	302	311	530
Dönen Varlıklar	4,817	6,408	10,084	12,369	17,025
Maddi duran varlıklar	587	672	1,126	3,406	3,959
Finansal yatırımlar	302	301	330	330	330
Diğer duran varlıklar	643	1,000	1,740	2,065	2,536
Duran Varlıklar	1,531	1,972	3,196	5,801	6,825
Toplam Varlıklar	6,349	8,381	13,280	18,171	23,850
Kısa vadeli finansal borçlar	4	5	29	0	0
Ticari borçlar	68	104	350	433	603
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	334	505	491	640	861
Kısa Vadeli Yükümlülükler	406	614	870	1,073	1,464
Uzun vadeli finansal borçlar	1	9	49	0	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	184	194	376	490	659
Uzun Vadeli Yükümlülükler	184	203	425	490	659
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,758	7,564	11,985	16,608	21,727
Toplam Kaynaklar	6,349	8,381	13,280	18,171	23,850

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,391	2,189	2,594	4,395	6,003
Yatırım faaliyetlerinden	-227	-245	-267	-2,525	-1,230
Finansman faaliyetlerinden	-371	-337	-495	-289	-302
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	0	0	1,163	403	2,723
Net Borç	-4,379	-5,908	-8,646	-10,748	-14,670

Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	66.5%	63.8%	58.5%	60.5%	59.1%
VAFÖK marjı	64.0%	59.3%	53.8%	54.1%	55.6%
Net Kar marjı	62.0%	55.7%	71.8%	58.3%	55.6%
Sermaye Karlılığı	36.3%	27.2%	30.7%	29.2%	29.6%
Satış Büyümesi	77%	14%	29%	72%	42%
VAFÖK Büyümesi	102%	6%	16%	73%	46%
Net Kar Büyümesi	51%	2%	66%	39%	36%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

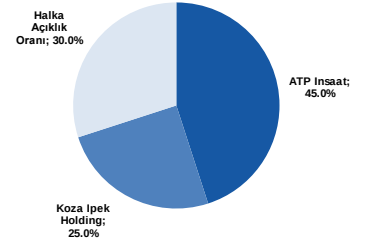
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Koza Altın Türkiye'deki en büyük altın madencisi durumunda. Şu anda beş adet altın madeninde (Ovacık, Çukuralan, Kaymaz, Mastra, Himmetdede) üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Bunun yanı sıra çıkarılan madenin işlediği dört adet üretim tesisi (Ovacık, Kaymaz, Mastra, Himmetdede) bulunmaktadır. Üretim faaliyetlerinin devam ettiği madenler dışında Mollakara ve Kubaşlar madenleri için fizibilite çalışmaları devam etmektedir.

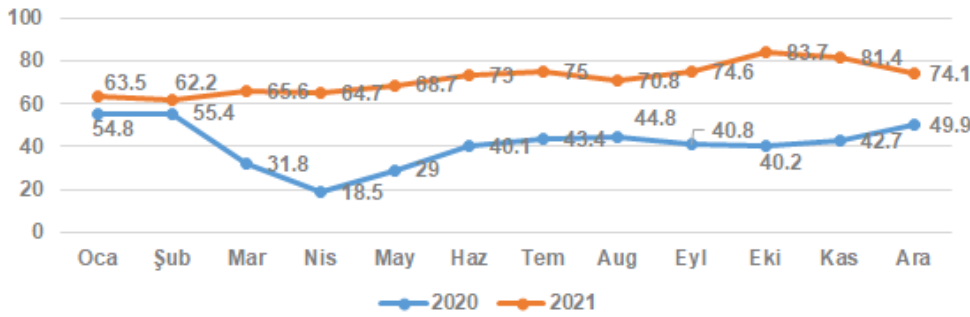
Ortaklık Yapısı



Aşılama petrol talebini destekliyor

2022 yılında Brent petrol fiyatının 2021 seviyelerine yakın olması bekleniyor. Pandemi boyunca dünya çapında bir milyar doz Kovid-19 aşısı uygulandı. Aşılamanın yaygınlaşmasıyla iyileşen petrol talebi sonrası yıl boyu yükseliş gösteren Brent petrol fiyatı Ekim ayında 80 USD/varil seviyesini aşarak son üç yılın en yüksek düzeyine yükselmiştir. Omikron varyantı ile ilgili belirsizlikler olmakla birlikte EIA 2022 yılında Brent ham petrol fiyatının ortalama 70 dolar/varil olacağını tahmin etmektedir.

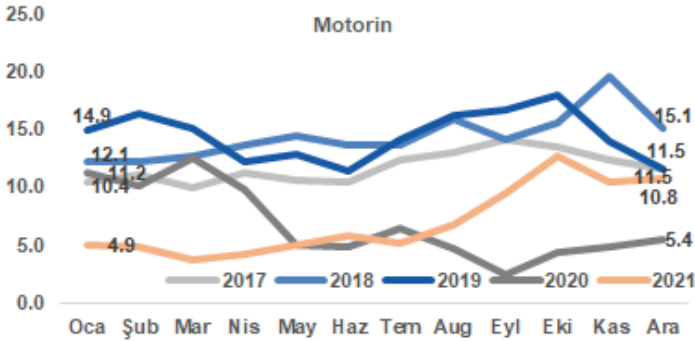
Şekil 1: Brent Ham Petrol Fiyatı (USD/varil)



Kaynak: Şirket sunumu

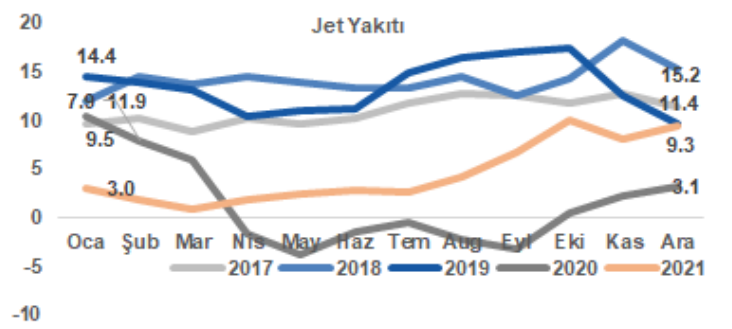
2022 yılında ürün karlılıklarının toparlanmaya devam etmesi bekleniyor. Global çapta kısıtlamaların azalması mobilitenin, kişisel araç kullanımının artması ve yüksek sezonda benzin stoklarındaki düşüşün sürmesinin de etkisiyle benzin ürün karlılıkları pandemi öncesi ortalamalara ulaşmıştır. Talepteki canlanma ile birlikte orta distilat ürün marjlarında hızlı bir toparlanma dikkat çekmiştir. Aynı zamanda, uçuş sayılarının iyileşmeye devam ediyor olması, jet yakıtı ürün karlılığını olumlu etkilemektedir.

Şekil 2: Motorin Ürün Karlılığı (USD/varil)



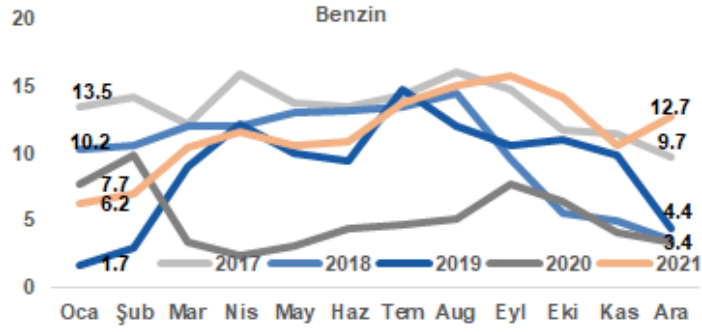
Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 3: Jet Yakıtı Ürün Karlılığı (USD/varil)



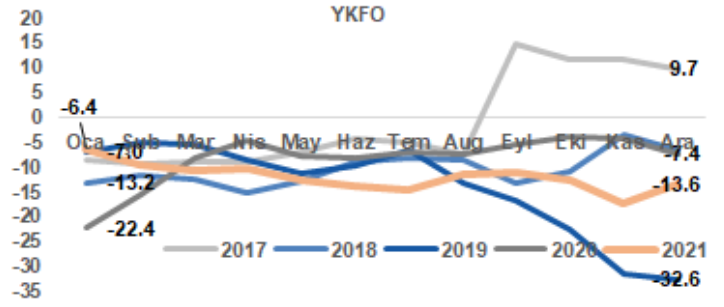
Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 4: Benzin Ürün Karlılığı (USD/varil)



Kaynak: Şirket sunumu

Şekil 5: Yüksek Kükürlü Fuel Yakıt Ürün Karlılığı (USD/varil)



Kaynak: Şirket sunumu

Türkiye LPG pazarı 3.9 milyon ton tüketim ile Avrupa'nın en büyük ikinci ve dünyanın en büyük 10. pazarıdır. Türkiye LPG pazarında 90'dan fazla şirket bulunuyor. Tüplügazda ilk üç ve otogazda ilk sekiz oyuncu toplam pazarın %80'den fazlasına sahip durumdadır. Aygaz kurulduğu günden beri Türkiye LPG pazarında %26 pazar payı ile lider konumdadır.

Türkiye otogaz pazarı dünyanın en büyük ikinci otogaz pazarıdır. Otogazın benzine göre daha ekonomik olması ve araç garantisinin sürdüğü benzinden otogaza dönüşümler otogaz talebini destekleyen unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır. Aygaz %21.6 pazar payı ile dünyanın en büyük otogaz pazarının lideridir.

AYGAZ

İştirakler karlılığı destekliyor

Aygaz için 12 aylık hedef fiyatımızı esas olarak Tüpraş'taki yukarı yönlü revizyon nedeniyle 18 TL/hisse'den 30.2 TL/hisse'ye güncellerken, sınırlı yukarı yönlü potansiyel nedeniyle AL tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz. Aygaz'ı değerlerken parçaların toplamı metodunu kullandık ve LPG iş kolu dışındaki iş kollarna %30 oranında holding iskontosu uyguladık.

- Bangladeş yatırımı 2022 yılında finansallara girmesi bekleniyor.** Aygaz uluslararası genişleme stratejisi doğrultusunda hızla büyüyen Bangladeş pazarına 2020 yılında girmişti. Chittagong'da 25 milyon dolar bedelle ilk faz yatırımı devam ediyor ve ilk tüp satışının 1Ç22'de yapılması hedefleniyor. Buradan gelecek katkı hisse üzerinde katalizör görevi görebilir.
- EYAŞ ve Entek'ten daha yüksek katkı beklentisi.** Aygaz, Tüpraş'ın %51'ini kontrol eden Enerji Yatırımları'nda %20 payı bulunuyor. 2022 yılında toparlayan ürün karlılıkları ve genişleyen ham petrol makası sayesinde Tüpraş'ın operasyonel karlılığının daha iyi olmasını ve bunun da Aygaz'ın finansallarına olumlu yansımaları bekliyoruz. Bunun yanı sıra, spot elektrik fiyatlarının tarihi yüksek seviyelerinde olması nedeniyle Aygaz'ın enerji kolu Entek'ten de yüksek karlılık öngörüyoruz.
- 2021 yılının karından %4'lük temettü verimi.** Aygaz son 10 yılda 2.64 milyar TL temettü dağıttı. Şirket'in büyük sermaye ihtiyacı olmadığından temettü stratejisinde bir değişiklik öngörmüyoruz. 2022 yılında da 2021 karından 296 milyon TL temettü ödemesini öngörüyoruz. Bu da %4'lük temettü verimine işaret ediyor.
- Riskler --** i) Dağıtım marjlarına olası müdahale ve ii) Ekonomik durgunluk.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	10,145	-1%	14,123	39%	21,190	50%	24,645	16%
VAFOK	416	-12%	774	86%	835	8%	1,054	26%
Net Kar	-25	a.d.	657	a.d.	780	19%	1,358	74%
F/K (x)	a.d.		7.5		9.5		5.5	
FD/VAFOK (x)	9.9		7.0		9.7		7.9	
FD/Satış (x)	0.4		0.4		0.4		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	-0.1		2.2		2.6		4.5	
Temettü Verimi (*)	5.4%		3.2%		4.0%		4.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	7.9%		5.6%		2.6%		1.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL30.20

Potansiyel Getiri

22%

Fiyat Bilgileri

Kodu	AYGAZ.TI / AYGAZ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL24.78
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	7,434 / 542
Hisse Sayısı (mn)	300
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	27.64 / 2.40

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

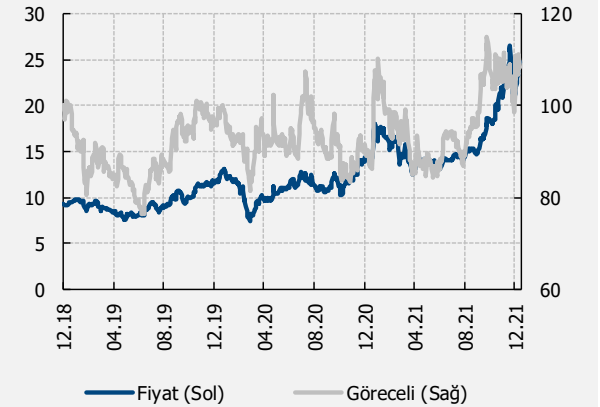
1 Aylık	26.56 / 20.60
1 Yıllık	26.56 / 12.45
Sene başından itibaren	24.90 / 22.44

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	2%
3 Aylık	52%	3%
1 Yıllık	71%	25%
Sene başından itibaren	10%	0%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	10,211	10,145	14,123	21,190	24,645
Brüt Kar	957	912	1,434	2,061	2,567
Faaliyet giderleri	-608	-651	-815	-1,384	-1,680
VAFÖK (**)	476	416	774	835	1,054
Amortisman	127	156	155	158	166
Faaliyet gelirleri	349	261	619	677	887
Finansal gelir/gider	-201	-147	-248	-301	-312
Diğer gelir/gider	16	28	63	63	63
İştirak Karı /Zararı	137	-193	265	549	1098
Vergi öncesi kar	306	31	698	988	1,737
Vergi	-32	-56	-61	-227	-400
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	273	-25	657	780	1,358
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	665	961	989	1,060	1,232
Stoklar	263	400	541	603	695
Ticari alacaklar	566	671	614	848	986
Diğer alacaklar	94	162	263	201	218
Dönen Varlıklar	1,589	2,193	2,406	2,711	3,132
Maddi duran varlıklar	846	893	949	969	1,013
Finansal yatırımlar	2,455	2,268	2,442	2,991	4,090
Diğer duran varlıklar	64	40	125	111	128
Duran Varlıklar	3,366	3,202	3,516	4,071	5,231
Toplam Varlıklar	4,955	5,395	5,923	6,782	8,363
Kısa vadeli finansal borçlar	483	567	644	842	1,213
Ticari borçlar	579	824	1,015	1,199	1,287
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	433	461	426	390	403
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,495	1,852	2,085	2,432	2,904
Uzun vadeli finansal borçlar	764	997	818	846	948
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	217	229	195	195	195
Uzun Vadeli Yükümlülükler	982	1,226	1,013	1,041	1,143
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,478	2,317	2,825	3,309	4,316
Toplam Kaynaklar	4,955	5,395	5,923	6,782	8,363
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	578	278	316	269	242
Yatırım faaliyetlerinden	268	0	-42	-80	-98
Finansman faaliyetlerinden	-855	-79	-402	-220	-28
Temettü Ödemesi	-386	-150	-150	-296	-351
Serbest Nakit Akışı	846	277	275	190	144
Net Borç	582	604	473	629	929
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	9.4%	9.0%	10.2%	9.7%	10.4%
VAFÖK marjı	4.7%	4.1%	5.5%	3.9%	4.3%
Net Kar marjı	2.7%	a.d.	4.7%	3.7%	5.5%
Sermaye Karlılığı	11.0%	-1.0%	25.6%	25.4%	35.6%
Satış Büyümesi	7%	-1%	39%	50%	16%
VAFÖK Büyümesi	129%	-12%	86%	8%	26%
Net Kar Büyümesi	20%	a.d.	a.d.	19%	74%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	1.2	1.4	0.6	0.8	0.9

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

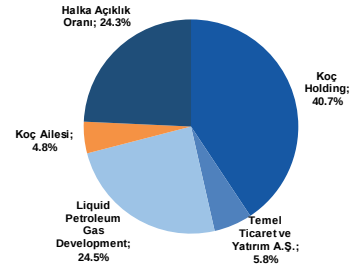
1961 yılında kurulan Aygaz, LPG'nin temini, stoklanması, dolumu ve LPG'li cihaz üretimi ile satışını kapsayan süreçleri gerçekleştiren entegre bir LPG şirkettir.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Beklentilerin üzerinde olası temettü ve (ii) Yurtdışı pazarında yeni yatırımlar.

Potansiyel riskler: (i) LPG fiyatlarında dalgalanma, (ii) Enerji Yatırımları'ndan gelen katkının beklentilerin altında kalması ve (iii) Zayıf talep.

Ortaklık Yapısı



TÜPRAŞ

En kötüsü geride kaldı

Yeni makro varsayımlarımız ışığında Tüpraş için 12 aylık hedef fiyatımızı 187 TL'den 265 TL'ye yükseltiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse Haziran ayından beri Model Portföyümüz'de yer almaktadır ve o günden beri %81 nominal ve %27 göreceli getiri sağlamıştır. 2022 beklentilerimize göre 3.9x FD/VAFÖK çarpanı ile işlem görmektedir, bu da cari fiyatlardan hesaplanan çarpana kıyasla %56 iskontaya işaret ediyor.

Toparlanan ürün karlılıklarının, daha yüksek kapasite kullanım oranının ve TL'nin dolar karşısında değer kaybetmesinin hisse üzerinde kısa vadeli katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

- Orta distilat ürün marjları yakından takip ediliyor.** Kovid-19 salgını sonucu oluşan zayıf talep şartları ürün karlılıklarının en düşük seviyeleri görmesine sebep oldu. Omikron varyantı tekrar bir endişe yaratmakla birlikte, ekonomilerin tekrar kapanmasını beklemiyoruz. Hatta Kovid 19 aşılarının yaygınlaşması ve ulaşımın hareketlenmesi ile orta distilat (motorin ve jet yakıtı) ürün marjlarının destekleneceğini düşünüyoruz. Bunun da 2022 yılında Tüpraş'ın operasyonel karlılığını olumlu etkilemesini bekliyoruz.
- Ham petrol alımındaki esneklik karlılığı destekliyor.** Tüpraş, tedarik zincirinde riskin dağıtılması, fiyat ve navlun avantajlarının sağlanması amacıyla ham petrol alım operasyonlarında kaynak çeşitlendirmesine gitmektedir. İkmal edilen ham petrolün dağılımına baktığımız zaman yüksek kükürlü ham petrol %59'unu oluştururken orta kükürlü ham petrol %31'ini ve düşük kükürlü ham petrol %9'unu oluşturmaktadır. Brent-Ural makası 2021'de yaklaşık -1.7 USD/varil'e kadar genişlemiştir. 2022 yılında da aynı seviyelerde kalacağını ve Tüpraş'ın karlılığını destekleyeceğini öngörüyoruz.
- 2022 yılında da temettü öngörmüyoruz.** Tüpraş'ın defterlerinde 4 milyar TL tutarında birikmiş zarar bulunuyor. Temettü ödeyebilmesi için bu zararların kapatılması gerekmektedir.
- Riskler --** i) Ürün karlılıklarındaki olası zayıflık, ii) Ağır-hafif ham petrol fiyat makasının daralması ve iii) Petrol fiyatındaki oynaklık.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	63,244	-29%	133,148	111%	231,386	74%	282,133	22%
VAFÖK	494	-87%	9,793	a.d.	13,980	43%	17,785	27%
Net Kar	-2,495	a.d.	1,226	a.d.	3,755	206%	9,562	155%
F/K (x)	a.d.		23.1		12.5		4.9	
FD/VAFÖK (x)	a.d.		4.0		3.9		2.9	
FD/Satış (x)	0.5		0.3		0.2		0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	a.d.		4.9		15.0		38.2	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		5.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	5.1%		13.0%		10.7%		20.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL265.00

Potansiyel Getiri

42%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TUPRS.TI / TUPRS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL187.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	46,853 / 3,415
Hisse Sayısı (mn)	250.4192
Saklama Oranı	49%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	948.20 / 82.58

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

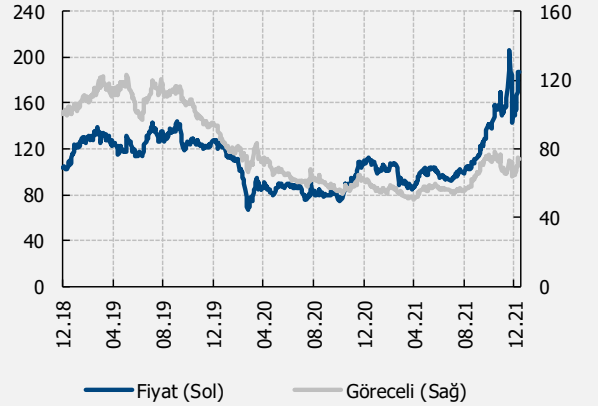
1 Aylık	206.30 / 142.90
1 Yıllık	206.30 / 85.00
Sene başından itibaren	187.10 / 154.40

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	8%	8%
3 Aylık	52%	4%
1 Yıllık	67%	22%
Sene başından itibaren	21%	10%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	89,601	63,244	133,148	231,386	282,133
Brüt Kar	4,884	1,764	11,438	17,682	22,138
Faaliyet giderleri	-1,783	-2,012	-2,478	-4,853	-5,890
VAFÖK (**)	3,807	494	9,793	13,980	17,785
Amortisman	706	742	832	1,151	1,537
Faaliyet gelirleri	3,101	-248	8,960	12,829	16,248
Finansal gelir/gider	-2,739	-3,149	-7,610	-4,916	-3,088
Diğer gelir/gider	-871	-371	-2009	-4742	-2592
İştirak Karı / Zararı	197	-30	456	758	902
Vergi öncesi kar	-311	-3,797	-203	3,928	11,470
Vergi	897	1,372	1,500	-104	-1,838
Azınlık hisseleri / diğer	59	71	70	70	70
Net Kar	526	-2,495	1,226	3,755	9,562
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	10,652	19,825	19,307	25,452	25,392
Stoklar	9,469	7,701	15,822	17,524	18,200
Ticari alacaklar	4,788	1,736	7,589	7,867	7,900
Diğer alacaklar	3,010	1,402	4,014	4,271	4,429
Dönen Varlıklar	27,919	30,663	46,733	55,115	55,921
Maddi duran varlıklar	20,535	22,075	22,797	25,341	28,200
Finansal yatırımlar	1,363	1,330	1,583	1,662	1,741
Diğer duran varlıklar	5,694	7,101	7,384	7,927	8,241
Duran Varlıklar	27,593	30,505	31,765	34,930	38,182
Toplam Varlıklar	55,512	61,169	78,498	90,045	94,103
Kısa vadeli finansal borçlar	5,178	8,256	13,169	15,658	13,604
Ticari borçlar	17,816	14,137	29,819	32,056	31,667
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	5,126	5,701	6,498	6,637	5,983
Kısa Vadeli Yükümlülükler	28,120	28,095	49,487	54,350	51,254
Uzun vadeli finansal borçlar	13,898	20,743	16,889	18,322	17,296
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	349	412	448	511	613
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,255	21,155	17,337	18,834	17,909
Azınlık Payları	174	244	314	384	454
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,137	11,918	11,673	16,861	24,940
Toplam Kaynaklar	55,512	61,169	78,498	90,045	94,103
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	11,335	2,114	4,981	8,295	13,655
Yatırım faaliyetlerinden	-1,240	-942	-1,309	-3,270	-3,878
Finansman faaliyetlerinden	-6,791	4,959	-5,836	-264	-8,891
Temettü Ödemesi	-3,794	0	0	0	-2,628
Serbest Nakit Akışı	10,094	1,172	3,672	5,025	9,777
Net Borç	8,424	9,174	10,752	8,528	5,508
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	5.5%	2.8%	8.6%	7.6%	7.8%
VAFÖK marjı	4.2%	0.8%	7.4%	6.0%	6.3%
Net Kar marjı	0.6%	a.d.	0.9%	1.6%	3.4%
Sermaye Karlılığı	4.6%	-19.9%	10.4%	26.3%	45.8%
Satış Büyümesi	1%	-29%	111%	74%	22%
VAFÖK Büyümesi	-55%	-87%	a.d.	43%	27%
Net Kar Büyümesi	-86%	a.d.	a.d.	206%	155%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.6	0.8	0.9	0.5	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	2.2	18.6	1.1	0.6	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

1955 yılında Batman'da yerli ham petrolün işlenmesiyle başlayan Tüpraş'ın rafinaj faaliyeti, 1983 yılından bu yana Kocaeli, İzmir, Kırıkkale ve Batman'da yerleşik 4 rafineri ile devam etmektedir. Şirketin yıllık ham petrol işleme kapasitesi 30 milyon ton'dur.

Avrupa'nın 7. Büyük rafineri şirketi olan Tüpraş, ürettiği katma değer ve elde ettiği ciro bazında Türkiye'nin en büyük sanayi şirketidir.

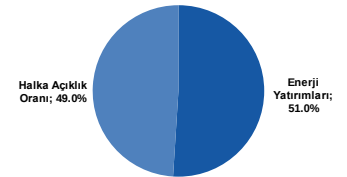
Tüpraş'ın 9A21'deki net rafineri marjı 4.3 dolar/v aril seviyesinde gerçekleşti. 2021 y. için Şirket'in net rafineri marj beklentisi 4.55 dolar/v aril seviyesindedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: (i) Ürün karlılıklarının beklentilerden iyi gerçekleşmesi (ii) Ağır-hafif ham petrol fiyatı makasının açılması ve (iii) Talebin canlanması.

Potansiyel riskler: (i) Ürün karlılıklarının beklentilerin altında kalması, (ii) Ham petrol fiyatında dalgalı seyrin olması ve (iii) Ekonomik durgunluk.

Ortaklık Yapısı



Artan hammadde fiyatları marjları baskılıyor

Yüksek hammadde maliyeti gündemde

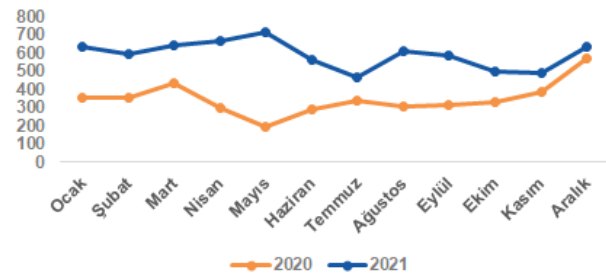
Pandemi döneminde tedarik zincirinde yaşanan sorunlar nedeniyle artış gösteren navlun maliyetleri ve konteyner krizi, bölgeler arasında fiziki ürün akışının aksamasına sebep oldu. Bundan dolayı ABD, Asya ve Avrupa'da oluşan fiyat farklılıkları bu dönemde de devam etti. 2022 yılında da global tedarik zincirindeki sorunların devam etmesini ve yüksek hammadde fiyatlarının marjları baskılayacağını düşünüyoruz.

2021 yılında ham petrol fiyatları yükseliş trendindeydi, hatta yılın başındaki 55 USD/varil seviyesinden Ekim ayında 84 USD/varil'e ulaştı. 2021'de ortalama ham petrol fiyatı yıllık %70 artışla 70.7 USD/varil olarak gerçekleşti. Bu artışın ana nedenleri arasında (i) OPEC+ ülkelerinin taahhüdünün ötesinde üretim kesintileri, (ii) yaptırımların İran ve Venezuela üzerindeki etkisi ve (iii) Kovid-19 aşısının yaygınlaşması olarak sayabiliriz. Bu arada, 2021 yılında nafta fiyatları, yüksek etilen talebi nedeniyle yıllık bazda %83 artarak ham petrol fiyatlarındaki artışı aştı. Etilen-nafta makası 2021 yılında yıllık bazda %74 artarak 585 USD/ton'a ulaştı. EIA 2022 yılında petrol fiyatının 2021 yılına benzer bir seviyelerde kalmasını öngörüyor, bu nedenle marjların seyrinde talep etkili olacaktır.

Petrokimya Platts Endeksi önemli ölçüde toparlandı

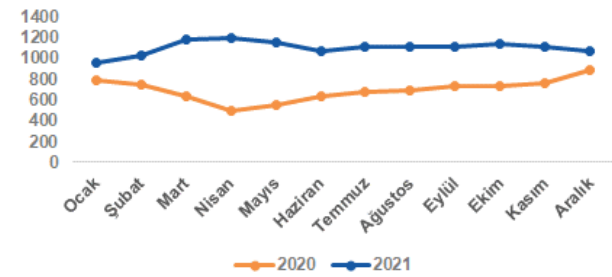
Petrokimya sektöründe toplam karlılığı gösteren Platts Petrokimya Endeksi'nin ortalaması 2020 yılında 697 USD iken 2021 yılında 1,104 USD seviyesine yükselmiştir.

Şekil 1: Aylık nafta-etilen makası (USD/ton)



Kaynak Platts

Şekil 2: Platts Index



Kaynak Platts

Petkim, Türkiye'nin ilk ve tek entegre petrokimya şirkettir ve yıllık ortalama 3.6 milyon ton brüt üretim kapasitesi ile Türkiye'nin petrokimyasal hammadde ihtiyacının %16'sını karşılamaktadır. Petkim; portföyünde yer alan termoplastik, elyaf, boya hammaddesi gibi yüksek katma değerli ürünler ile plastik, kimya, ambalaj, boru, boya, inşaat, yarım, otomotiv, elektrik, elektronik, tekstil sektörlerinin yanı sıra ilaç, deterjan, kozmetik gibi sektörlerde de girdi sağlamakta ve bu sektörlerle birlikte sayısız alt sanayiye hayat vermektedir. Birçok tesiste hammadde sıkıntısı yaşanırken Petkim, STAR Rafinerisi ile entegrasyonu sayesinde nafta stokları ve fiyatlarındaki küresel dalgalanmalardan nispeten etkilenmedi.

PETKİM

2022 bakım yılı

Makro varsayımlarımızdaki değişiklikler ışığında Petkim değerlememizi yeniden gözden geçirdik ve 12 aylık hedef hisse fiyatımızı 8.4 TL'den 13.1 TL'ye revize ederken AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2022 tahminlerimize göre 4.8x FD/VAFÖK ile işlem görüyor, bu da son üç yıllık geçmiş FD/VAFÖK çarpanına göre 45% iskontaya işaret ediyor.

2022 yılında planlanan büyük etilen bakımının ve STAR rafinerisi için olan son taksit ödemesinin Şirket'in nakit akışını baskılayacağını düşünüyoruz.

- 2022 yılında düşük KKO ve yüksek nafta fiyatları gündemde.** Petkim'in etilen ünitesinin ana bakımı dört yılda bir yapılıyor ve Şirket bunu en son 4Ç18'de yapmıştı. Biz de bakımın son çeyrekte olmasını ve yaklaşık %7'lik bir üretim kaybı gerçekleşmesini öngörüyoruz. Ayrıca, artan nafta fiyatları nedeniyle 2022'de petrokimya ürünlerine yönelik talebin düşeceğini tahmin ediyoruz. Tüm bunlar neticesinde, konsolide VAFÖK'ün 2022'de yıllık bazda %45 azalarak 405 milyon USD'ye gerilemesini bekliyoruz.
- STAR Rafinerisi'nin dolaylı hisse alımı 2022 tamamlanması bekleniyor.** Petkim 2018 yılında Rafineri Holding'in %30'luk payını SOCAR Türkiye'den 720 milyon USD bedelle satın almak için anlaşma imzalamıştı. Rafineri Holding STAR Rafinerisi'nin %100'üne sahip olan SOCAR Türkiye Yatırım A.Ş.'nin %60'na sahip. Pay devri için gerekli olan son taksitin (240 milyon USD) 4Ç22'de yapılması bekleniyor.
- Riskler --** (i) Petrokimya talebinin beklenenden zayıf olması, (ii) Üretimde beklenmeyen duruş gerçekleşmesi ve (iii) TL'nin değerlenmesi.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	12,134	4%	29,696	145%	35,222	19%	45,129	28%
VAFÖK	1,715	12%	6,497	279%	5,987	-8%	7,069	18%
Net Kar	1,088	34%	5,917	444%	4,106	-31%	4,512	10%
F/K (x)	8.0		2.7		6.0		5.4	
FD/VAFÖK (x)	7.8		2.8		4.8		3.7	
FD/Satış (x)	1.1		0.6		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	0.4		2.3		1.6		1.8	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		8.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	20.3%		13.6%		-6.1%		13.3%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL13.10

Potansiyel Getiri

36%

Fiyat Bilgileri

Kodu	PETKM.TI / PETKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL9.65
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	24,457 / 1,783
Hisse Sayısı (mn)	2534.4
Saklama Oranı	37%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,485.04 / 128.63

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

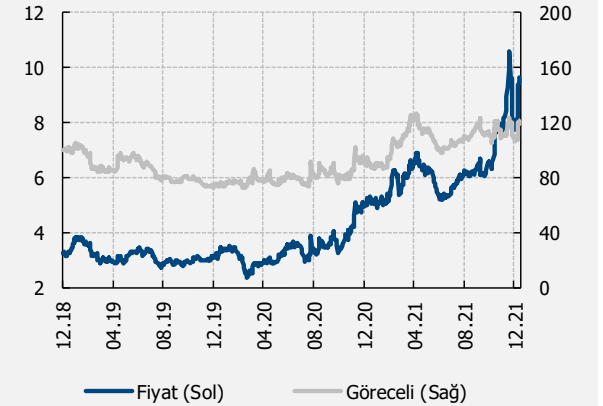
1 Aylık	10.61 / 7.74
1 Yıllık	10.61 / 4.87
Sene başından itibaren	9.65 / 7.80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	4%	4%
3 Aylık	57%	7%
1 Yıllık	83%	34%
Sene başından itibaren	24%	12%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı

asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	11,672	12,134	29,696	35,222	45,129
Brüt Kar	1,601	1,883	6,645	6,237	7,346
Faaliyet giderleri	-406	-344	-713	-939	-1,139
VAFÖK (**)	1,531	1,715	6,497	5,987	7,069
Amortisman	336	424	564	689	862
Faaliyet gelirleri	1,195	1,539	5,933	5,297	6,208
Finansal gelir/gider	-385	-424	-260	-408	-468
Diğer gelir/gider	49	92	1105	100	100
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	859	1,270	6,778	4,990	5,839
Vergi	-94	-199	-881	-898	-1,343
Azınlık hisseleri / diğer	-49	-16	-21	-14	-16
Net Kar	813	1,088	5,917	4,106	4,512
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,037	5,502	7,406	5,236	6,709
Stoklar	929	958	1,994	2,365	2,575
Ticari alacaklar	1,552	1,717	3,572	4,237	4,614
Diğer alacaklar	3,028	3,677	4,950	5,284	6,092
Dönen Varlıklar	9,547	11,860	17,929	17,129	19,998
Maddi duran varlıklar	4,865	5,629	6,185	11,432	12,534
Finansal yatırımlar	9	9	9	9	9
Diğer duran varlıklar	2,281	2,486	2,628	2,628	2,628
Duran Varlıklar	7,155	8,124	8,822	14,069	15,171
Toplam Varlıklar	16,702	19,983	26,751	31,198	35,169
Kısa vadeli finansal borçlar	4,037	4,431	3,503	3,168	2,670
Ticari borçlar	957	1,187	2,178	2,712	3,128
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	134	316	751	944	1,231
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,129	5,934	6,432	6,824	7,028
Uzun vadeli finansal borçlar	4,487	5,719	6,294	6,244	5,498
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	524	771	607	607	607
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,011	6,491	6,901	6,850	6,105
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,562	7,559	13,418	17,524	22,036
Toplam Kaynaklar	16,702	19,983	26,751	31,198	35,169
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,381	2,547	3,134	4,273	5,019
Yatırım faaliyetlerinden	-625	-784	-977	-5,765	-1,759
Finansman faaliyetlerinden	177	15	-921	-1,105	-2,024
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	-1,950
Serbest Nakit Akışı	756	1,763	2,157	-1,491	3,260
Net Borç	4,487	4,644	2,385	4,168	1,452
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	13.7%	15.5%	22.4%	17.7%	16.3%
VAFÖK marjı	13.1%	14.1%	21.9%	17.0%	15.7%
Net Kar marjı	7.0%	9.0%	19.9%	11.7%	10.0%
Sermaye Karlılığı	13.3%	15.4%	56.4%	26.5%	22.8%
Satış Büyümesi	25%	4%	145%	19%	28%
VAFÖK Büyümesi	4%	12%	279%	-8%	18%
Net Kar Büyümesi	-7%	34%	444%	-31%	10%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.7	0.6	0.2	0.2	0.1
Net Borç / VAFÖK (x)	2.9	2.7	0.4	0.7	0.2

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(* *) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

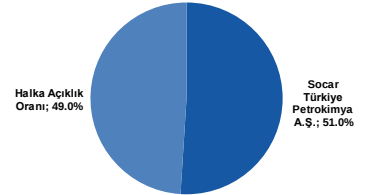
Türkiye'nin ilk ve tek entegre petrokimya tesisi olan Petkim, yıllık ortalama 3.6 milyon ton brüt üretim kapasitesi ve 60'a yakın petrokimyasal ürünle sanayinin vazgeçilmez hammadde tedarikçisidir. Türkiye'nin petrokimyasal hammadde ihtiyacının %16'sını karşılamaktadır.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) STAR Rafinerisinden daha çok katkı sağlanması ve (ii) Satışlarının 100% dolar bazlı olmasından dolayı zayıf TL.

Potansiyel riskler: (i) TL'nin değer kazanması, (ii) Ekonomik yavaşlama ve (iii) Hammadde maliyetlerinde artış.

Ortaklık Yapısı



PERAKENDE SEKTÖRÜ

- **2021'de güçlü operasyonel ve finansal performans...** Kapsamımızdaki Türk perakende şirketleri, yılın ilk dokuz ayında yüksek gelirler ve marjlarla öne çıkan 2021'i başlangıçta beklenenden çok daha iyi geçirdi. Listelenen perakendecilerin çoğu, 21. çeyrekte rekor yüksek enflasyona tanık olduktan sonra (TÜFE: %36; İşlenmiş Gıda Enflasyonu: %41), yıl boyunca ilk kılavuzlarını zaten revize etmiş olsalar da, yılsonu sonuçlarının revizeyi aşmasının hala çok muhtemel olduğunu gösteriyor. 2021'de ilk beklentilerden pozitif sapmanın temel nedeni, önce enflasyon, ardından da aşağı yukarı yine enflasyonun yan ürünü olan diğer faktörlerdir. Örneğin, bu çeyrekte güçlü talebi kısmen tüketicilerin, özellikle bozulmayan ürünlerde veya daha yüksek enflasyon beklentisiyle daha uzun raf ömrüne sahip ürünlerde yığılma eğilimine bağlıyoruz.
- **Rekabet Kurulu para cezasının gölgesinde...** Rekabet Kurulu, 21 Kasım'ın başında, Bim <BIMAS>, CarrefourSa <CRFSA>, Migros <MGROS> ve Şok <SOKM> dahil olmak üzere beş ulusal gıda perakende zincirine oybirliğiyle kartel kurarak rekabet yasasını ihlal ettiği gerekçesiyle, bugüne kadar salınan en büyük ceza olan 2,7 milyar TL'lik toplam para cezası verdi. Karar, hiç bitmeyen yeni mevzuat değişikliklerinin (örneğin gıda dışı ürünlerin satışının yasaklanması, pazar günleri mağaza kapanışları, coğrafi ve nüfus bazında yeni mağaza açılışlarının sınırlandırılması vb.) beklentilerini canlı tutarak hisse performanslarını baskıladı. Serbest piyasa uygulamalarının olumsuz potansiyel sonuçlarını asla küçümsemiyoruz ve gerçekten de benzer endişeleri paylaşıyoruz. Bununla birlikte, herhangi bir önleyici mevzuatın büyük ulusal zincirlerin yerel perakendecilerle karşı halihazırda artan rekabet avantajlarını bozmasını beklemediğimize dair genel görüşümüzü yineliyoruz. Piyasadaki mevcut eğilimleri yeniden sarmalarını da beklemiyoruz.
- **2022'de daha düşük marjlarla büyümeye devam** . 2021 yılı aslında, daha yüksek iç tüketimi ve temel gıda harcamalarına yönelik talebi tetikleyen 1Ç20'nin ötesindeki olağanüstü pandemi koşullarından miras kalan bir önceki yılın yüksek baz etkisiyle başladı. 2020'de tarihi yüksek marjlarla %30'un üzerinde büyüyen kapsamımızdaki perakendeciler, bu kadar yüksek bir tabana rağmen makul bir erozyonla karlı büyümelerini sürdürmeyi başardılar. 2022'de, inceleme kapsamımızdaki gıda perakendecilerinin fiziksel genişlemelerinde (yani yeni mağaza açılışları) herhangi bir önemli yavaşlama olmaksızın bu tür bir büyümenin devam etmesini öngörüyoruz. Bu arada, operasyonel kaldıraçta marj genişlemesi beklentisini sezgisel olarak tetikleyen güçlü gelir tahminimize rağmen, 2022'de, başta personel giderleri olmak üzere artan girdi maliyetleri nedeniyle, tarihi yüksek marjların gerilemesini bekliyoruz. Öte yandan, 2022 yıl sonu marjlarının da Pandemi öncesi dönemin altına düşmemesini bekliyoruz.
- **...ve nakit akışları üzerinde daha yüksek baskı** . Perakende sektörü, hükümetin 2022'de perakendecilerin en büyük sorunu olacak olan net asgari ücreti %40 artırma kararından büyük ölçüde zarar görecektir. Ayrıca, diğer iki ana maliyet kalemi olan kira ve elektrik maliyetlerinin %40 oranında artmasını bekliyoruz. enflasyon görünümündeki bozulma ve TL'deki zayıflığın baskısı altındadır. Ayrıca, yüksek malzeme ve inşaat maliyetleri ile buzdolapları gibi TL bazında temin edilen ancak çoğunlukla ABD Doları'na bağlı donanımlar nedeniyle şirketlerin sermaye harcamalarının da önemli ölçüde artması gerektiğini not ediyoruz.

BİM

Zayıflık uzun soluklu olmamalı

Bim için “AL” olan önerimizi, 105TL hedef fiyatla yineliyoruz (önceki 86TL). 4Ç21 finansallarında güçlü operasyonel sonuçlar açıklamasını beklediğimiz şirketin karlı ve nakit yaratan büyümesine 2022 yılında da devam edeceğini öngörüyoruz. Temel gıda harcamalarının, hanehalkı bütçelerinden yüksek pay almaya devam etmesini beklediğimiz ve tüketicilerin fiyat hassasiyetinin artacağını düşündüğümüz mevcut enflasyonist ortamda, Bim’in hakim pazar konumu, rekabetçi avantajları ve düşük fiyatlama becerisiyle, rakiplerinden daha hızlı büyüyeceğini düşünüyoruz.

Hissenin ileriye dönük çarpanları, tarihi ortalamalarının altındadır. Şirketin finansal sonuçlarıyla uyumlu olmayan bu tabloda, 852 milyon TL’lik Rekabet Kurumu cezasının, zincir marketlere yasal sınırlamalar gelebileceği haberlerinin ve BIST’in düşen yabancı yatırımcı payının daha belirleyici rol oynadığı fikrindeyiz.

- **2021’ye güçlü operasyonel veda.** Yurtiçi işlenmiş gıda enflasyonunun %34, Bim’in ana mağaza sayısının %13 arttığı 2021’in son çeyreğinde, şirketin, piyasa tahminlerinin üzerinde kalmasını sağlayacak şekilde %31 büyümesini bekliyoruz Ancak, bu iyileşme, Rekabet Kurumu cezası nedeniyle net kara yansıyamayacaktır.
- **2022 zor ama kazançlı bir yıl olabilir.** Asgari ücret artışlarıyla uyumlu hareket eden personel giderleri başta olmak üzere, tüm girdi maliyetlerinde (yatırım harcamaları dahil) gözlemlenen sert artışlar şirketin kar marjını ve nakit akışını yeni yılda baskılayacaktır. Buna rağmen, şirketin enflasyonist ortam ve artan talep sayesinde %45 ciro artışı ve %56 net kar büyümesi yakalamasını öngörüyoruz.
- **Yatırım hikayesinde takip edilecek gelişmeler.** Benzer mağaza satış performansı, yeni mağaza açılışları, dikey entegrasyon adımlarının sonuçları, yeni ortaklık yapısı sonrası, Fas operasyonları, File’nin hem mağaza on-line satışları

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	55,495	38%	70,200	26%	102,000	45%	129,639	27%
VAFÖK	5,067	61%	6,195	22%	8,498	37%	10,828	27%
Net Kar	2,607	113%	2,614	0%	4,082	56%	5,232	28%
F/K (x)	14.4		15.7		10.6		8.3	
FD/VAFÖK (x)	7.9		7.5		5.9		4.8	
FD/Satış (x)	0.7		0.7		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	4.3		4.3		6.7		8.6	
Temettü Verimi (*)	1.0%		8.7%		4.9%		7.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4.7%		3.4%		7.1%		7.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL105.00

Potansiyel Getiri

47%

Fiyat Bilgileri

Kodu	BIMAS.TI / BIMAS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL71.35
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	43,324 / 3,158
Hisse Sayısı (mn)	607.2
Saklama Oranı	60%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	589.62 / 49.66

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

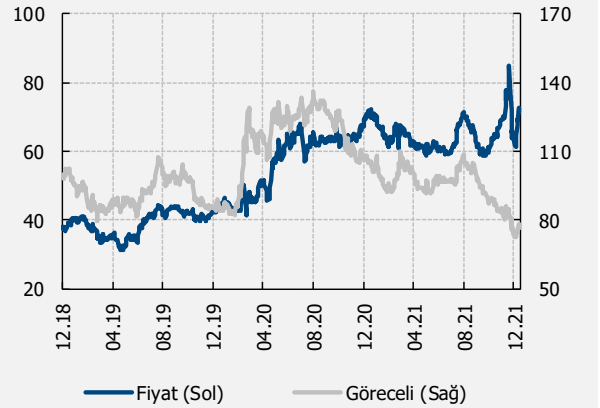
1 Aylık	85.05 / 61.30
1 Yıllık	85.05 / 58.63
Sene başından itibaren	72.70 / 61.30

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-7%	-8%
3 Aylık	-19%	-19%
1 Yıllık	-1%	-28%
Sene başından itibaren	-16%	6%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	40,212	55,495	70,200	102,000	129,639
Brüt Kar	6,985	10,121	13,057	18,976	24,062
Faaliyet giderleri	-4,919	-6,424	-8,664	-12,911	-16,461
VAFÖK (**)	3,149	5,067	6,195	8,498	10,828
Amortisman	1,083	1,370	1,801	2,433	3,227
Faaliyet gelirleri	2,066	3,697	4,393	6,065	7,600
Finansal gelir/gider	-643	-568	-722	-1,095	-1,399
Diğer gelir/gider	56	89	-584	78	100
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1,591	3,352	3,485	5,301	6,623
Vergi	-366	-745	-871	-1,219	-1,391
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1,225	2,607	2,614	4,082	5,232
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	1,159	1,113	1,033	2,255	2,412
Stoklar	2,369	4,228	5,323	7,734	9,835
Ticari alacaklar	1,433	2,615	2,693	3,912	4,972
Diğer alacaklar	1,167	3,179	1,632	1,853	2,056
Dönen Varlıklar	6,128	11,136	10,681	15,754	19,276
Maddi duran varlıklar	4,329	6,231	7,669	10,080	13,001
Finansal yatırımlar	623	523	602	692	796
Diğer duran varlıklar	4,094	5,540	6,805	9,565	11,390
Duran Varlıklar	9,046	12,294	15,076	20,337	25,187
Toplam Varlıklar	15,174	23,430	25,757	36,091	44,463
Kısa vadeli finansal borçlar	1,032	1,378	1,563	2,202	2,620
Ticari borçlar	5,559	8,894	10,176	14,785	18,801
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	728	749	900	1,421	1,735
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,319	11,021	12,639	18,409	23,156
Uzun vadeli finansal borçlar	1,032	4,716	5,913	8,334	9,914
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,585	518	605	785	911
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,617	5,234	6,518	9,119	10,825
Azınlık Payları	0	0	151	163	176
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,237	7,176	6,601	8,564	10,481
Toplam Kaynaklar	15,174	23,430	25,757	36,091	44,463
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	3,384	4,744	4,630	7,946	9,518
Yatırım faaliyetlerinden	-1,158	-2,974	-3,247	-4,858	-6,165
Finansman faaliyetlerinden	-1,619	-1,812	-1,613	-1,879	-3,208
Temettü Ödemesi	-972	-304	-2,125	-2,131	-3,328
Serbest Nakit Akışı	2,227	1,770	1,383	3,088	3,352
Net Borç	2,615	2,317	5,442	7,281	9,122
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	17.4%	18.2%	18.6%	18.6%	18.6%
VAFÖK marjı	7.8%	9.1%	8.8%	8.3%	8.4%
Net Kar marjı	3.0%	4.7%	3.7%	4.0%	4.0%
Sermaye Karlılığı	31.6%	45.7%	37.9%	53.8%	54.9%
Satış Büyümesi	24%	38%	26%	45%	27%
VAFÖK Büyümesi	68%	61%	22%	37%	27%
Net Kar Büyümesi	-2%	113%	0%	56%	28%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.6	0.3	0.8	0.9	0.9
Net Borç / VAFÖK (x)	0.8	0.5	0.9	0.9	0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

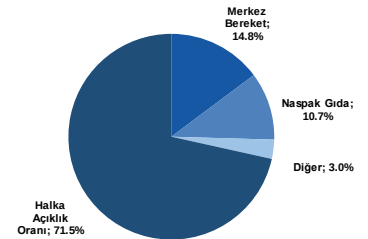
Faaliyetlerine başladığı 1995 yılından beri yüksek büyüme sergileyen ve Türk perakende sektöründeki pazar dinamiklerini baştan aşağı değiştiren BIM'in büyüme hikayesinin devam ettiğini düşünüyor ve şirketin önümüzdeki dönemde de rakiplerinde daha güçlü reel büyüme sağlanmasını bekliyoruz. Öte yandan, (i) yeni mağaza açılışlarındaki hızlanma, (ii) perakende pazarında değişen rekabet koşulları, ve (iii) maliyet kalemlerinde yaşanacak baskı nedeniyle, şirket karlılığının, "uzun vadede" ancak büyüme oranları paralelinde olmasını bekliyor, manalı bir marj genişlemesini, Covid-19 gibi olağanüstü durumlar haricinde varsaymıyoruz..

Potansiyel Katalizörler ve Riskler

Potansiyel katalizörler; i. benzer mağaza satışlarının beklenenden güçlü seyri ii. Rakiplerin büyümelerinde yavaşlamaya gitmesi iii. Yeni ürünlere olan talep

Potansiyel riskler; i. benzer mağaza satışlarında istenen artışların sağlanamaması, ii. Yüksek asgari ücret ve/veya diğer enflasyon kaynaklı gider artışları, iii. İş modelinden sapmanın getirebileceği riskler

Ortaklık Yapısı



BİZİM TOPTAN

Sürprizlere açık bir yıl

Bizim için 16,5 TL (önceki 13,5 TL) daha yüksek hedef hisse fiyatı ile 'TUT' tavsiyemizi koruyoruz, yüksek sermaye maliyeti varsayımına rağmen yukarı yönlü revizyonun esas kaynağı yenilenen enflasyon varsayımlarımız olup, şirketin yıl sonu hedeflerinin üzerinde sergilediği 3Ç21 finansalları da yardımcı olmuştur.

Bizim Toptan, 2021 yılı yatırım bütçesini tam kullanırsa son 3 hesap döneminde toplam 270 milyon lira sermaye harcaması yapmış olacak, Şirketin özsermayesinin 1,8 katı ve yıllıklandırılmış net karının 7,7 katına denk gelen bu tutarın doğuracağı sonuçlar şirket değerlemesi açısından yakından takip edilmelidir. Dolayısıyla, her ne kadar yakın vadeli tahminlerimize mevcut güçlü seyri yansıtsak da, şimdilik uzun vadeli varsayımlarımızı ihtiyatlı bir şekilde yapmaya devam ediyoruz.

- **Sürpriz finansallar beklenebilir.** Şirketin, 1Ç22'de açıklayacağı 4Ç21 finansallarıyla başlamak üzere, toptancı ve distribütörlerin öneminin arttığı mevcut enflasyonist ortamda, sürpriz sonuçlar açıklayabileceğini düşünüyoruz.
- **Ürün bulunabilirliğinin önemi.** Sadece enflasyonist ortamın değil, tedarik zinciri zorluklarının da ürün bulunurluğunun önemini artırdığını ve Bizim'in ana tedarikçilerle nispeten daha yakın ve doğrudan iletişiminin operasyonlar üzerindeki olumlu etkisinin daha görünür olabileceğini düşünüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	5,362	19%	6,935	29%	9,245	33%	11,216	21%
VAFÖK	252	-3%	383	52%	474	24%	567	20%
Net Kar	38	15%	46	20%	71	56%	69	-4%
F/K (x)	22.3		17.7		10.9		11.3	
FD/VAFÖK (x)	2.2		1.2		1.4		1.2	
FD/Satış (x)	0.1		0.1		0.1		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.6		0.8		1.2		1.1	
Temettü Verimi (*)	0.9%		2.5%		2.9%		4.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	13.5%		0.0%		19.8%		27.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL16.50

Potansiyel Getiri

28%

Fiyat Bilgileri

Kodu	BİZİM.TI / BİZİM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Ana Pazar
Kapanış Fiyatı	TL12.93
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	776 / 57
Hisse Sayısı (mn)	60
Saklama Oranı	46%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	19.02 / 1.67

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

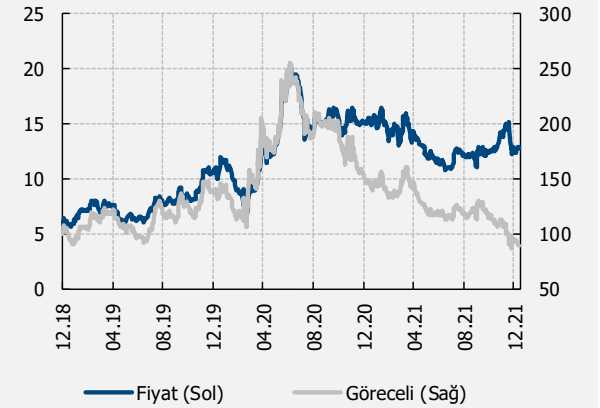
1 Aylık	15.09 / 12.25
1 Yıllık	16.52 / 10.72
Sene başından itibaren	12.93 / 12.39

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-11%	-11%
3 Aylık	3%	-30%
1 Yıllık	-17%	-39%
Sene başından itibaren	4%	-5%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	4,521	5,362	6,935	9,245	11,216
Brüt Kar	515	582	825	1,081	1,327
Faaliyet giderleri	-323	-406	-534	-717	-894
VAFÖK (**)	259	252	383	474	567
Amortisman	67	76	93	109	134
Faaliyet gelirleri	192	176	291	364	433
Finansal gelir/gider	-109	-91	-116	-147	-184
Diğer gelir/gider	-113	-82	-165	-213	-270
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	42	49	60	93	88
Vergi	-8	-10	-14	-21	-19
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	33	38	46	71	69
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	403	501	422	530	646
Stoklar	296	437	502	671	840
Ticari alacaklar	63	96	133	177	215
Diğer alacaklar	6	19	17	33	40
Dönen Varlıklar	768	1,053	1,074	1,411	1,740
Maddi duran varlıklar	174	241	279	330	362
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	198	226	139	484	616
Duran Varlıklar	373	467	418	814	978
Toplam Varlıklar	1,141	1,520	1,492	2,226	2,719
Kısa vadeli finansal borçlar	57	71	28	145	187
Ticari borçlar	752	1,056	1,121	1,454	1,788
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	52	72	72	72	72
Kısa Vadeli Yükümlülükler	861	1,199	1,221	1,671	2,047
Uzun vadeli finansal borçlar	115	137	58	294	377
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	24	32	34	34	34
Uzun Vadeli Yükümlülükler	139	169	92	327	411
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	141	153	179	228	261
Toplam Kaynaklar	1,141	1,520	1,492	2,226	2,719
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	226	254	104	283	323
Yatırım faaliyetlerinden	1	-139	-104	-129	-112
Finansman faaliyetlerinden	-101	-18	-81	-46	-95
Temettü Ödemesi	-10	-8	-19	-23	-36
Serbest Nakit Akışı	226	115	0	154	211
Net Borç	-230	-293	-338	-94	-84
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	11.4%	10.8%	11.9%	11.7%	11.8%
VAFÖK marjı	5.7%	4.7%	5.5%	5.1%	5.1%
Net Kar marjı	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.6%
Sermaye Karlılığı	25.0%	26.0%	27.6%	35.1%	28.2%
Satış Büyümesi	21%	19%	29%	33%	21%
VAFÖK Büyümesi	75%	-3%	52%	24%	20%
Net Kar Büyümesi	53%	15%	20%	56%	-4%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

2001 yılında kurulan Bizim Toptan, farklı sektör ve segment'te yer alan sayıları 1 milyonun üzerinde olan kayıtlı müşterisi olup, bunlara Hızlı Tüketim Maddelerinin toptan satışını gerçekleştirmektedir. Şirketin aynı zamanda, Seç adını verdiği ve alımları yönünden kendisine bağlı 381'e yakın perakende mağazasının yer aldığı franchise sistemi bulunmaktadır.

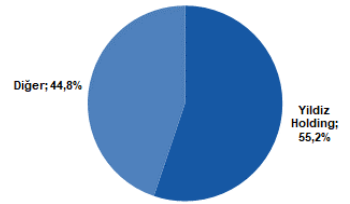
Şirket finansallarında son çeyreklerde gözlemlenen toparlanmanın takip eden çeyreklerde devamını öngörüyoruz.

Potansiyel Katalizörler ve Riskler

Potansiyel katalizörler; i. finansallarda beklentilerden daha güçlü bir toparlanma ii. kredi kartı taksit yasağına ilişkin hafifletici kararlar iii. Sürdürülebilir karlılık için önem arz eden Horeca segmentinde büyüme

Potansiyel riskler; i. zayıf talep, ii. Büyüme için atılan adımların istenilen sonuçları vermemesi iii. perakende kanalında konsolidasyon. nin idamesinde yaşanacak muhtemel yönetsel sıkıntılar

Ortaklık Yapısı



MAVİ

Nakit yaratan güçlü büyüme

Mavi'ye yönelik olumlu tutumumuzu ve 'AL' tavsiyemizi koruyoruz. 97,9 TL olan hedef fiyatımızda değişikliğe gitmiyoruz. Emtia fiyatlarındaki artışın ardından girdi maliyetlerinde beklediğimiz yükselişin, güçlü nakit akışı üretimi ve bilançonun gölgesinde kalacağını düşünüyoruz. Görünür bir marj seyreltmesi olmaksızın e-ticaretin artan katkısı da 2022 için marj endişelerimizi azaltıyor.

Mavi hisseleri yeni tahminlerimize göre 3.6x FAVÖK ve 9.2x F/K'dan işlem görüyor. Şirketin son altı çeyrekte toplam 1,3 milyar TL'lik serbest nakit akışı oluşturduğunu hesaplıyoruz, bu da ortalama FCF marjının %25'ine ve mevcut Mcap'inin yaklaşık %38'ine tekabül ediyor, ki bizce bu tablo daha yüksek değerlemeyi hak ediyor.

- Güçlü 2021 sonuçları...** Mavi'nin 2021'deki operasyonel sonuçları, olumlu duruşumuzu teyit ediyor ve pazar tahminleri, beklenenden daha güçlü baskılar ışığında sürekli olarak yukarı doğru revize edildi. Toplama en büyük katkısı yapan Mavi'nin yurtiçi perakende operasyonları, aynı mağaza satış büyümesine karşılık %75'lik bir yıllık gelir artışı kaydetti. Gerçekten de şirket, Covid-19 öncesi seviyelere göre %6 daha yüksek I-f-I müşteri trafiği sayesinde, yalnızca 21'in 2. çeyreğinde 2019'un tüm yıl kazançlarından daha yüksek kazançlar kaydederek, Covid-19 kayıplarını fazlasıyla telafi etti.
- Sorunsuz değil ama yine de olumlu bir 2022.** Yüksek girdi maliyetleri nedeniyle Mavi'nin kısa vadeli finansalları üzerindeki potansiyel marj baskısını kabul ediyoruz. Bununla birlikte, sağlam FCF nesline uzun süreli bir zarar gelmesini beklemiyoruz. Mavi'nin 21 Eylül sonu itibarıyla 369mn TL olan net nakdi, yönetime tedarikleri idare etmede ve kârlılığı korumada faydalı manevra kabiliyeti sağlamalıdır.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	2,402	-16%	4,496	87%	6,068	35%	7,209	19%
VAFÖK	385	-40%	953	148%	1,268	33%	1,492	18%
Net Kar	5	-95%	315	a.d.	406	29%	487	20%
F/K (x)	a.d.		9.2		8.7		7.2	
FD/VAFÖK (x)	7.1		3.6		3.2		2.8	
FD/Satış (x)	1.1		0.8		0.7		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	0.1		6.3		8.2		9.8	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.1%		4.6%		5.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	15.3%		13.5%		14.5%		17.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL97.90

Potansiyel Getiri

38%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MAVİ.TI / MAVİ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL70.75
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	3,513 / 256
Hisse Sayısı (mn)	49.657
Saklama Oranı	73%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	65.08 / 5.45

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

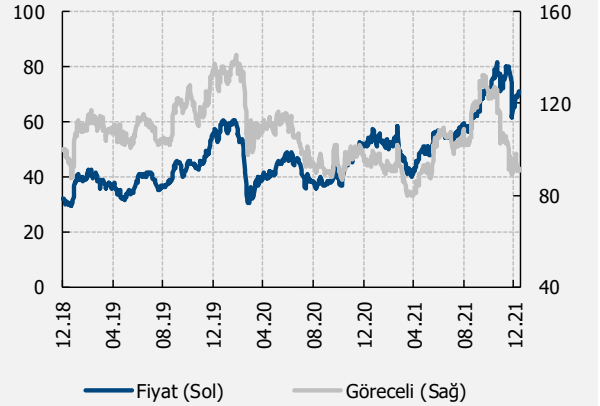
1 Aylık	80.20 / 61.65
1 Yıllık	81.70 / 40.20
Sene başından itibaren	71.05 / 69.20

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-12%	-12%
3 Aylık	2%	-30%
1 Yıllık	31%	-4%
Sene başından itibaren	2%	-8%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	2,863	2,402	4,496	6,068	7,209
Brüt Kar	1,405	1,160	2,257	2,973	3,478
Faaliyet giderleri	-1,045	-1,087	-1,670	-2,137	-2,482
VAFÖK (**)	640	385	953	1,268	1,492
Amortisman	280	312	367	432	496
Faaliyet gelirleri	360	73	587	836	997
Finansal gelir/gider	-224	-77	-170	-325	-384
Diğer gelir/gider	2	18	31	0	0
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	138	12	447	511	613
Vergi	-30	-4	-107	-102	-122
Azınlık hisseleri / diğer	12	2	24	2	2
Net Kar	95	5	315	406	487
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	311	890	1,028	1,220	1,261
Stoklar	496	560	767	1,060	1,278
Ticari alacaklar	231	231	382	499	592
Diğer alacaklar	81	105	240	307	344
Dönen Varlıklar	1,119	1,787	2,417	3,086	3,475
Maddi duran varlıklar	181	198	261	437	667
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	638	723	847	988	1,134
Duran Varlıklar	819	921	1,108	1,425	1,801
Toplam Varlıklar	1,937	2,708	3,525	4,511	5,276
Kısa vadeli finansal borçlar	434	1,040	941	1,044	1,125
Ticari borçlar	597	638	889	1,229	1,482
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	92	108	216	269	303
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,123	1,786	2,046	2,543	2,911
Uzun vadeli finansal borçlar	84	106	288	310	324
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	253	282	341	403	462
Uzun Vadeli Yükümlülükler	337	388	629	713	786
Azınlık Payları	17	24	24	24	24
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	478	534	849	1,255	1,580
Toplam Kaynaklar	1,937	2,708	3,525	4,511	5,276
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	603	389	574	832	1,014
Yatırım faaliyetlerinden	-105	-44	-184	-322	-398
Finansman faaliyetlerinden	-449	234	118	110	-101
Temettü Ödemesi	0	0	-30	-162	-195
Serbest Nakit Akışı	498	345	390	509	616
Net Borç	448	515	520	515	628
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	49.1%	48.3%	50.2%	49.0%	48.3%
VAFÖK marjı	22.4%	16.0%	21.2%	20.9%	20.7%
Net Kar marjı	3.3%	0.2%	7.0%	6.7%	6.8%
Sermaye Karlılığı	23.3%	0.9%	45.5%	38.6%	34.4%
Satış Büyümesi	22%	-16%	87%	35%	19%
VAFÖK Büyümesi	75%	-40%	148%	33%	18%
Net Kar Büyümesi	4%	-95%	a.d.	29%	20%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.9	1.0	0.6	0.4	0.4
Net Borç / VAFÖK (x)	0.7	1.3	0.5	0.4	0.4

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Mavi" veya "Şirket"), 1991 yılında kurulan, jeans üretici olarak başladığı yolculuğunda, uluslararası bir hazır giyim ve aksesuar markasına dönüşen ve 15 Haziran 2017 tarihinden itibaren de pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören bir şirkettir. Hem Türkiye'de hem de uluslararası pazarlarda faaliyette bulunan Mavi'nin cirosunun %80-%85 civarı Türkiye kaynaklıdır.

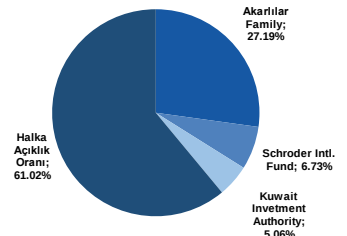
Kendine ait bir üretim tesisi olmayan ve bünyesinde tasarladığı ürünlerinin tamamını yerli ve yabancı tedarikçilerine ürettiren Mavi'nin gelirlerine en büyük katkısı sağlayan Türkiye perakende operasyonları pozitif I-f-I kaydetmektedir..

Mavi'nin toplam hazır giyim pazarı büyümesinin üzerinde büyümeye işaret eden finansal performansının yakın vadede kalıcı olacağını öngörüyoruz

Potansiyel katalizörler; (i) beklenenden güçlü talep; (ii) güçlü benzer mağaza satış büyümelerinin ve marj genişlemelerinin çeyreksele finansallarda devamı (iii) artan yurtdışı gelirleri

Riskler; (i) Tüketici güveninde düşüş ve alışveriş iştahında azalma (ii) Çok oyunculu Türk Hazır Giyim Sektörünün rekabetçi yapısının ciro ve marjlar üzerindeki baskısı (iii) Hızlı büyümenin yönetilmesinde yaşanabilecek güçlükler (iv) Ana ortakların piyasada muhtemel hisse satışı

Ortaklık Yapısı



MİGROS

Daha yüksek değerlemeyi hak ediyor

Migros için hedef fiyatımızı 60TL'ye yükseltiyoruz (önceki 47TL) ve "AL" önerimizi koruyoruz. 2021 yılında tüm odağını, yurt dışı faaliyetlerini sonlandırarak yurt içine çeviren ve güçlü mağaza büyümesini, e-ticaret kanalına yaptığı yatırımlarla güçlendiren Migros'un 4Ç21'deki beklenenden yüksek enflasyonist ortam sonrası, yılın tamamını, şirket yönetiminin ve piyasa tahminlerinin üzerinde büyümeyle kapatmasını bekliyoruz. HTÜ pazarında, toplam pazardan benzer rakipleriyle arayı açacak hızla fazla büyüyen Migros'un bu performansını 2022 yılında da devam ettirmesini bekliyoruz. Şirketin, hakim pazar konumu ve yüksek ölçek gibi olağan rekabetçi avantajları yanında, azalan finansal borçluluğu, tedarikçilerin lojistik nedenlerle daha seçici olmasını beklediğimiz yeni yılda büyümeyi destekleyecektir.

- Strateji meyvelerini veriyor** Migros'un özellikle yüksek indirim mağazalarıyla olan yüksek rekabette, çoklu kanal ve geniş ürün yelpazesi odaklı stratejisi, şirketin 2015 yılında %5,5 olan toplam FMCG pazar payının %9'lara yaklaşmasını sağladı. İnda %5.5 olan şirketin paya sahip şirket, yıllık ortalama %24 büyümeyle o günden bugüne pazar payını 1.5 puana yakın artırmıştır. Pandemi sonrası hızlanan e-ticaret yatırımlarının sulandırıcı etkisine rağmen, yıllıklandırılmış VAFKÖK marjı %10'un üzerine çıkmıştır.
- Daha yüksek, daha az karlı büyüme.** 2022 yılı, giderlerin sert yükseleceği ve Pandemi sonrası tarihi zirvelere yükselen kar marjlarının normalleşmeye başlayacağı bir yıl olacak. Öte yandan, yıllık gerilemeye rağmen, karlılığın 2019'un üzerinde kalabilecektir.
- Yasal müdahaleler en büyük kırılganlık.** Zincir mağazaların büyümesine ket vurmaya yönelik gündeme gelen yasal düzenleme iddiaları gerek değerlememiz gerekse hisse performansı açısından, talep harici, en temel risklerden.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	28,790	24%	36,500	27%	49,925	37%	61,344	23%
VAFÖK	2,224	5%	3,106	40%	4,034	30%	4,797	19%
Net Kar	-403	a.d.	124	a.d.	627	406%	729	16%
F/K (x)	a.d.		54.9		12.4		10.7	
FD/VAFÖK (x)	4.6		3.4		2.8		2.4	
FD/Satış (x)	0.4		0.3		0.2		0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	-2.2		0.7		3.5		4.0	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	19.2%		8.3%		30.5%		27.9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL60.00

Potansiyel Getiri

40%

Fiyat Bilgileri

Kodu	MGROS.TI / MGROS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL43.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	7,785 / 567
Hisse Sayısı (mn)	181.054233
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	143.56 / 11.81

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

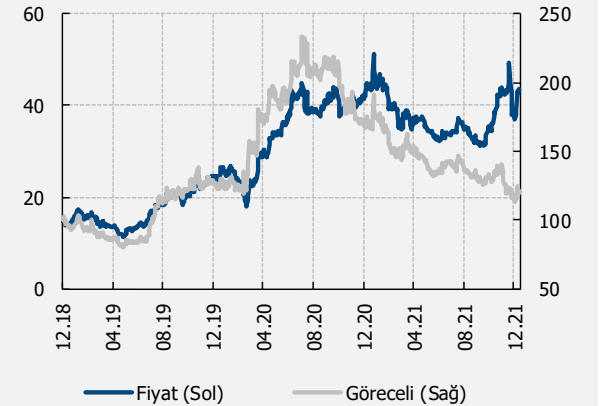
1 Aylık	49.44 / 37.06
1 Yıllık	51.35 / 31.22
Sene başından itibaren	43.52 / 37.94

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	0%
3 Aylık	37%	-7%
1 Yıllık	-3%	-29%
Sene başından itibaren	13%	3%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökrem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	23,191	28,790	36,500	49,925	61,344
Brüt Kar	6,205	7,399	8,879	12,651	15,691
Faaliyet giderleri	-4,884	-6,018	-6,712	-9,929	-12,538
VAFÖK (**)	2,127	2,224	3,106	4,034	4,797
Amortisman	806	843	939	1,311	1,644
Faaliyet gelirleri	1,321	1,381	2,167	2,722	3,153
Finansal gelir/gider	-1,242	-1,283	-1,129	-1,367	-1,456
Diğer gelir/gider	-516	-347	-1083	-852	-1099
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	-468	-221	161	784	943
Vergi	-24	-183	-37	-157	-215
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	-492	-403	124	627	729
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	2,328	2,883	2,258	3,086	3,591
Stoklar	2,666	3,191	3,829	5,106	6,254
Ticari alacaklar	126	170	200	274	336
Diğer alacaklar	156	236	625	783	939
Dönen Varlıklar	5,277	6,479	6,913	9,248	11,121
Maddi duran varlıklar	3,736	3,084	3,148	3,744	4,559
Finansal yatırımlar	4	5	12	14	16
Diğer duran varlıklar	5,443	5,475	5,434	7,022	8,373
Duran Varlıklar	9,184	8,564	8,595	10,780	12,949
Toplam Varlıklar	14,461	15,043	15,507	20,028	24,070
Kısa vadeli finansal borçlar	1,193	1,033	1,408	1,601	1,741
Ticari borçlar	5,744	7,048	8,173	11,233	13,884
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	607	837	908	908	908
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,544	8,918	10,489	13,743	16,532
Uzun vadeli finansal borçlar	1,193	1,033	1,408	1,601	1,741
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	5,401	5,067	3,456	3,902	4,286
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,594	6,100	4,864	5,503	6,026
Azınlık Payları	2	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	323	25	155	783	1,511
Toplam Kaynaklar	14,461	15,043	15,507	20,028	24,070
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	2,165	1,351	1,337	3,484	3,646
Yatırım faaliyetlerinden	129	-160	-771	-1,107	-1,474
Finansman faaliyetlerinden	-1,716	-635	-1,536	-1,550	-1,666
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	2,294	1,191	566	2,377	2,172
Net Borç	5,173	3,966	3,682	3,688	3,845
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	26.8%	25.7%	24.3%	25.3%	25.6%
VAFÖK marjı	9.2%	7.7%	8.5%	8.1%	7.8%
Net Kar marjı	a.d.	a.d.	0.3%	1.3%	1.2%
Sermaye Karlılığı	-102.7%	-231.4%	137.4%	133.8%	63.5%
Satış Büyümesi	24%	24%	27%	37%	23%
VAFÖK Büyümesi	86%	5%	40%	30%	19%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	a.d.	406%	16%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	16.0	155.9	23.7	4.7	2.5
Net Borç / VAFÖK (x)	2.4	1.8	1.2	0.9	0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

1954 yılından beri Türk Perakende Sektöründe yer alan Migros, Türkiye'deki en büyük supermarket operatörü konumundadır. Halihazırda 81 il genelinde faaliyette bulunan Migros'un, Kazakistan ve Makedonya'da Ramstore markası altında yurtdışında da iştirakleri bulunmaktadır. 2015 yılı sonunda şirketin ana ortakları arasında Anadolu Endüstri Holding'de 40,25%'e dahil olmuştur.

Migros'un, indirimli mağaza konsepti ŞOK'u 2011'de satmasının ardından, tamamen organik ve içsel kaynaklarla, sergilediği güçlü mağaza açılış performansı, karlılığında, bilhassa lojistik yatırımlarının getirdiği avantajlarla sağladığı iyileşme, sektörde hesapladığımız en yüksek eksi nakit döngüsüyle çalışıyor olması, şirket için mevcut olumlu durumumuzun nedenidir.

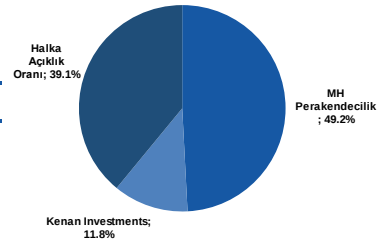
Şirketin, 2008 yılındaki BC Partners satın alması aşamasından devir kalan ve son bilanço tarihi itibarıyla 353 milyon Avro'yu işaret eden döviz açık pozisyonu nedeniyle net karlılığının baskı altında kalmayı devam edeceğini, ancak güçlü operasyonel sonuçlarla bu baskının azalacağı kanaatindeyiz.

Potansiyel Katalizörler ve Riskler

Potansiyel katalizörler; i. güçlü benzer mağaza satışları ii. TRY'nin Avro karşısında değer kazanması iii. Süregelen maliyet verimlilik çalışmalarının artan olumlu katkısı

Potansiyel riskler; i. zayıf talep, ii. Büyüme için atılan adımların istenilen sonuçları vermemesi iii. TRY'nin Avro karşısında değer kaybı

Ortaklık Yapısı



ŞOK MARKETLER

Güçlenen finansallar fiyatlanmadı

Yenilenen makro tahminlerimiz ve ilk beklentilerimizden daha olumlu gelişen kar marjları sonrası ŞOK için hedef fiyatımızı 19,3TL'ye yükseltiyoruz (önceki 15TL); "AL" önerimizi yineliyoruz. 2021 yıl sonu tahminlerimiz, şirketin halka açıldığı 2018 yılından bu yana %30 üzeri ciro artışı ve 1.5 puan karşılaştırılabilir operasyonel marj gelişimi kaydettiğine işaret ediyor. Rekabet Kurumu tarafından salınan ceza, şirket açısından yılın en tatsız gelişmesi olurken, net karlılığın da operasyonel büyümenin gerisinde kalmasına yol açacak.

- **2021 hedefleri oldukça yolunda** ŞOK'un 2021 yılını %33 ciro, %30 VAFÖK artışıyla kapamasını bekliyoruz. Hem şirket yönetiminin 3Ç21 sonuçları sonrası paylaştığı öngöründen hem de mevcut ortalama piyasa beklentisinin üzerindeki bu büyümenin arkasında, 4Ç21'deki yüksek enflasyon ve öne çekilen talep ana etmenler
- **2022 de zor ama güçlü olacak...**Yeni yılda da büyümenin ana itici etmeninin enflasyon olmasını bekliyoruz. Toplam %41'lik ciro artış tahminimizin kabaca 2/3'ü benzer mağaza büyümelerine kalanı da yeni mağaza açılışlarına atfedilebilir. Benzer mağaza satışlarının tamamı da, ortalama müşteri trafiğinde artış öngörmediğimizden, sepet büyümesinden gelmektedir. Asgari ücret artışı sonrası personel giderleri ve artan inşaat maliyetleri sonrası yatırım harcamaları 2022'de nakit akımını zorlayacak ana kalemlerdir.
- **"Getir" ile muhtemel işbirliği.** Şok'un ana ortağı Yıldız Holding, bir kısım azınlık paylarının "Getir"e muhtemel satışı için stratejik ortaklık görüşmeleri sürdürüyor. Bu görüşmelerin, ŞOK ve ŞOK'un azınlık hissedarlarına sağlayabileceği katkılara dair yorum yapmak için çok erken ancak muhtemel bir işbirliğinin piyasa olumlu karşılayacaktır.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	21,354	33%	28,408	33%	40,192	41%	52,225	30%
VAFÖK	2,099	43%	2,739	30%	3,694	35%	4,812	30%
Net Kar	273	a.d.	173	-36%	419	142%	589	41%
F/K (x)	25.7		44.1		20.8		14.8	
FD/VAFÖK (x)	4.0		3.4		2.7		2.0	
FD/Satış (x)	0.4		0.3		0.2		0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	0.4		0.3		0.7		1.0	
Temettü Verimi (*)	0.0%		1.1%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	23.6%		6.5%		20.1%		23.5%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL19.30

Potansiyel Getiri

36%

Fiyat Bilgileri

Kodu	SOKM.TI / SOKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL14.21
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	8,696 / 634
Hisse Sayısı (mn)	611.928571
Saklama Oranı	47%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	107.84 / 9.38

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

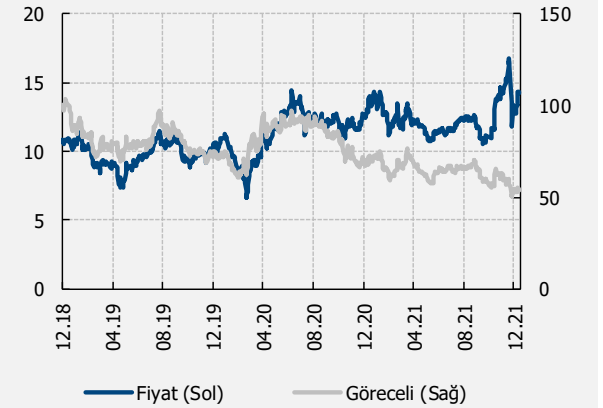
1 Aylık	16.80 / 11.84
1 Yıllık	16.80 / 10.58
Sene başından itibaren	14.30 / 12.71

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-8%	-9%
3 Aylık	30%	-12%
1 Yıllık	3%	-25%
Sene başından itibaren	12%	2%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Gökem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	16,052	21,354	28,408	40,192	52,225
Brüt Kar	3,740	5,036	6,676	9,367	12,202
Faaliyet giderleri	-2,869	-3,634	-4,830	-6,917	-9,005
VAFÖK (**)	1,470	2,099	2,739	3,694	4,812
Amortisman	599	698	893	1,244	1,615
Faaliyet gelirleri	872	1,402	1,846	2,450	3,197
Finansal gelir/gider	-573	-577	-741	-1,055	-1,362
Diğer gelir/gider	-549	-553	-874	-852	-1,099
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	-244	294	231	544	736
Vergi	-54	-22	-58	-125	-147
Azınlık hisseleri / diğer	0	-1	0	0	0
Net Kar	-299	273	173	419	589
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	431	1,149	1,123	1,989	2,745
Stoklar	1,330	2,090	2,171	3,079	3,998
Ticari alacaklar	74	106	156	220	286
Diğer alacaklar	25	32	37	45	54
Dönen Varlıklar	1,860	3,377	3,486	5,333	7,083
Maddi duran varlıklar	1,101	1,353	1,742	2,419	3,196
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	2,747	3,032	3,389	3,813	4,308
Duran Varlıklar	3,847	4,385	5,131	6,232	7,503
Toplam Varlıklar	5,708	7,762	8,617	11,565	14,587
Kısa vadeli finansal borçlar	76	33	33	33	33
Ticari borçlar	3,395	4,601	4,942	7,010	9,101
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	820	1,113	1,188	1,462	1,738
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,290	5,746	6,162	8,504	10,872
Uzun vadeli finansal borçlar	33	1	1	1	1
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,411	1,761	2,028	2,337	2,695
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,444	1,762	2,029	2,338	2,696
Azınlık Payları	1	1	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-28	253	426	724	1,020
Toplam Kaynaklar	5,708	7,762	8,617	11,565	14,587
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,388	2,149	1,220	2,872	3,401
Yatırım faaliyetlerinden	-342	-493	-724	-1,125	-1,360
Finansman faaliyetlerinden	-969	-939	-522	-881	-1,285
Temettü Ödemesi	0	0	-80	0	0
Serbest Nakit Akışı	1,046	1,656	495	1,747	2,042
Net Borç	1,644	1,289	1,699	1,280	1,042
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	23.3%	23.6%	23.5%	23.3%	23.4%
VAFÖK marjı	9.2%	9.8%	9.6%	9.2%	9.2%
Net Kar marjı	a.d.	1.3%	0.6%	1.0%	1.1%
Sermaye Karlılığı	-255.8%	242.6%	51.0%	72.8%	67.6%
Satış Büyümesi	33%	33%	33%	41%	30%
VAFÖK Büyümesi	133%	43%	30%	35%	30%
Net Kar Büyümesi	a.d.	a.d.	-36%	142%	41%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-58.0	5.1	4.0	1.8	1.0
Net Borç / VAFÖK (x)	1.1	0.6	0.6	0.3	0.2

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

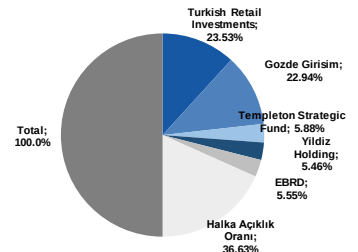
ŞOK, Türkiye'nin mağaza sayısı bakımından en büyük üçüncü, ciro bakımından da en büyük dördüncü gıda perakendecisidir. Şirket, yalın maliyet yapısı ve operasyonel verimliliklere dayanan iş modeliyle, Türk gıda perakende pazarındaki mevcut büyüme eğiliminden en çok faydalanacak şirketlerin arasında yer almaktadır. Firmanın büyüyen ölçeği, geleneksel kanaldaki rakiplerine karşı en büyük rekabet avantajı olurken, yüksek indirim mağazacılığı yapan rakiplerinden kendini daha fazla ürün çeşitliliği ve daha yüksek bir alışveriş deneyimi sunarak ayırtırmaya çalışmaktadır.

Şirketin, mevcut mağaza portföyünde olgunlaşmamış mağaza sayısının çokluğu, ve bu mağazaların olgunlaşmasıyla birlikte karlılığa yapacağı katkısı şirket için olumlu beklentilerimizin temeline yerleştiriyoruz ve bu katkının halka arz sonrası daha güçlü bilançoyla beraber daha çok ön plana çıkmasını bekliyoruz. Dolayısıyla, mevcut benzer mağaza ciro artışının öngörülebilir bir vadede devam etmesini ancak marjların yükselen bir seyir izlemesini bekliyoruz.

Potansiyel katalizörler; (i) beklenenden güçlü talep; (ii) güçlü benzer mağaza satış büyümelerinin ve marj genişlemelerinin çeyrek finansallarda devamı (iii) artan operasyonel verimlilik

Riskler; (i) Tüketici güveninde düşüş ve alışveriş iştahında azalma (ii) Çok oyunculu Türk Gıda Perakende Sektörünün rekabetçi yapısının ciro ve marjlar üzerindeki baskısı (iii) Hızlı büyümenin yönetilmesinde yaşanabilecek güçlükler

Ortaklık Yapısı



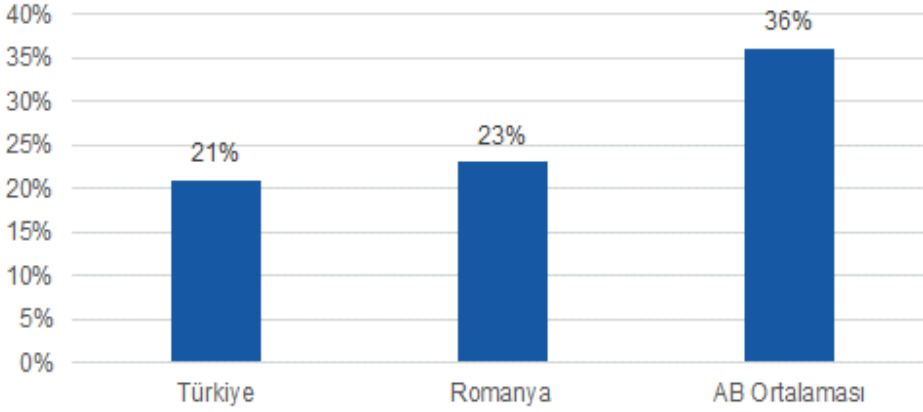
Uzun vadeli parlak bir gelecek

Türkiye’de bilişim sektörü bilgi ve iletişim sektörünün bir alt segmentidir ve üç ana kategoriye ayrılır; i) donanım, ii) yazılım ve iii) hizmet.

Son yıllarda Logo’nun da bulunduğu yazılım segmenti (EAS bu segmentin bir alt koludur) özellikle düşük penetrasyon, yükselen dijitalleşme ve KOBİ’lerin artan talepleri ışığında hızlı bir büyüme sergilemiştir. Yazılım harcamalarının 2015-19 arası TL bazında %25 YBBO kaydettiğini görüyoruz (toplam bilişim: %20, toplam bilgi ve iletişim: %16).

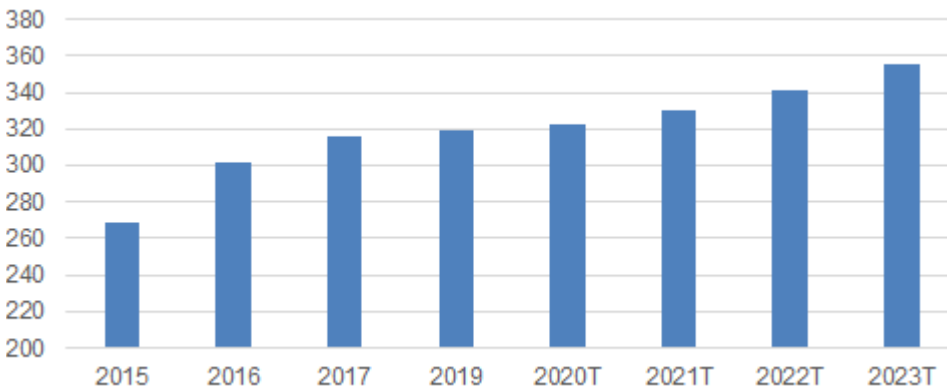
USD bazlı baktığımızda, yazılım harcamaları 2015-19 arası büyüme sergileyen tek alan durumunda (2015: 3,6 milyar dolar, 2019: 4,1 milyar dolar). Önümüzdeki dönemde büyüme dinamiklerinde değişiklik gerektirecek bir durum görmüyoruz ve yazılım segmentinin 2019-25 arasında %30 YBBO kaydetmesini bekliyoruz. Türkiye’nin özellikle KOBİ’lerin yazılım penetrasyonunun Avrupa ülkelerine göre son derece düşük bir seviyede bulunması, sektörün hızlı ve güçlü büyümesi için geniş bir alan sunmaktadır.

Şekil 1: ERP Yazılım Penetrasyonu (Tüm işletmeler)



Kaynak: Eurostat

Şekil 2: Türkiye EAS piyasası (Milyon dolar)



Kaynak: IDC, YKY Araştırma

Logo Yazılım

Güçlü temel dinamikler devam ediyor

Logo Yazılım'ı için AL önerimizi 12 aylık yeni hedef fiyatımız olan 69,5 TL ve %66 getiri potansiyeli ile sürdürüyoruz. Şirketin, i) yüksek büyüme potansiyeline sahip Türkiye yazılım sektöründe lider konumu ve Romanya operasyonlarında beklenen ivme, ii) enflasyonist fiyatlama yapabilme yeteneği, iii) yeni taslak yasa sayesinde e-dönüşüm gelirlerindeki büyümenin daha da hızlanma potansiyeli iv) tekrarlayan gelirlerindeki artış ve v) faaliyet marjlarında iyileşme yatırım hikâyesinde öne çıkan ana başlıklar. Hisse, 2022 tahminlerimiz ışığında 9,3 FD/VAFÖK ve 13,5 F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Özsermaye karlılığı %35'in üzerinde ve büyüme görünümü güçlü Logo için bu çarpan seviyelerini cazip buluyoruz.

- Türkiye yazılım pazarnın güçlü oyuncusu.** Türkiye İş Uygulamaları Yazılımları (EAS) pazarı, uluslararası benzerleriyle karşılaştırıldığında yüksek büyüme vaat etmektedir ve Logo, sektörün KOBİ bölümünün lideridir. Devlet tarafından desteklenen "E-dönüşüm" alanında da pazar lideri olan Logo, sayıları 800'ün üzerindeki iş ortaklarıyla Türkiye'nin her şehrinde yaygın satış ağına sahiptir. Ayrıca güçlü pozisyonu sayesinde ürün fiyatlarında enflasyonist artışları yapabilme kabiliyetine de sahiptir. Şirketin, güçlü pazar konumu ile Türkiye'de satışlarını 2022 yılında %50, 2021-26 arasında ise %37 yıllık bileşik büyüme oranıyla arttırmasını bekliyoruz.
- E-dönüşüm alanında yeni bir dönem daha başlıyor.** Taslak haindeki bir yasaya göre devlet 2022 yılı ortasında şirketlerin e-dönüşüm kullanmaları için ciro eşiğini minimum 4 milyon TL'ye indiriyor. Bu rakam 2023'te de 3 milyon TL olarak belirleniyor. Dolayısıyla taslağın yasallaşmasıyla e-dönüşüm gelirlerinde iki yıl içerisinde çok hızlı büyüme performansları söz konusu olacak.
- Romanya'da faaliyetler ivme kazanmaya devam ediyor.** Logo'nun Romanya'daki iştiraki Total Soft, Covid-19 nedeniyle 2020 yılında zor bir dönem yaşadı. 9A21'de ise toparlanma süreciyle Euro bazlı yaklaşık %4 büyüme gerçekleşti. 2022'de ise toparlanmanın hızlanmasıyla Romanya'da Euro bazlı büyümenin %7 olmasını bekliyoruz.

- Riskler -- i) Makroekonomik riskler, ii) Olası rekabet artışı**

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	545	29%	769	41%	1,170	52%	1,600	37%
VAFÖK	177	25%	277	56%	416	50%	585	40%
Net Kar	113	31%	208	84%	310	49%	443	43%
F/K (x)	18.4		18.9		13.5		9.5	
FD/VAFÖK (x)	10.7		13.5		9.3		6.3	
FD/Satış (x)	3.5		4.9		3.3		2.3	
Hisse Başına Kar (TL)	4.5		8.3		12.4		17.7	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.7%		1.5%		2.2%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4.2%		4.7%		9.7%		13.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL69.50

Potansiyel Getiri

66%

Fiyat Bilgileri

Kodu	LOGO.TI / LOGO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL41.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	4,190 / 305
Hisse Sayısı (mn)	100
Saklama Oranı	65%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	42.83 / 3.63

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

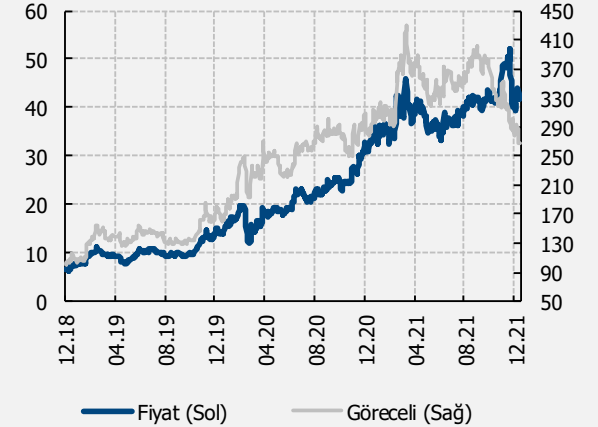
1 Aylık	52.00 / 39.50
1 Yıllık	52.00 / 32.26
Sene başından itibaren	43.98 / 41.56

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-17%	-17%
3 Aylık	7%	-27%
1 Yıllık	27%	-7%
Sene başından itibaren	1%	-9%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katak, CFA

behlul.katas@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	422	545	769	1,170	1,600
Brüt Kar	347	445	640	968	1,336
Faaliyet giderleri	-255	-332	-451	-686	-935
VAFÖK (**)	142	177	277	416	585
Amortisman	50	63	88	134	184
Faaliyet gelirleri	92	114	189	282	401
Finansal gelir/gider	-6	4	28	29	46
Diğer gelir/gider	6	1	12	18	24
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	92	118	229	329	471
Vergi	-5	-4	-17	-13	-19
Azınlık hisseleri / diğer	0	-1	-4	-6	-9
Net Kar	86	113	208	310	443
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	152	294	346	487	692
Stoklar	1	3	1	1	1
Ticari alacaklar	211	236	238	458	626
Diğer alacaklar	12	12	16	24	32
Dönen Varlıklar	376	544	600	970	1,352
Maddi duran varlıklar	377	507	614	740	883
Finansal yatırımlar	13	28	85	102	122
Diğer duran varlıklar	10	18	22	21	28
Duran Varlıklar	400	554	721	862	1,033
Toplam Varlıklar	776	1,098	1,321	1,832	2,385
Kısa vadeli finansal borçlar	32	27	67	94	132
Ticari borçlar	47	66	52	134	175
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	163	313	304	458	578
Kısa Vadeli Yükümlülükler	242	406	424	686	885
Uzun vadeli finansal borçlar	104	125	125	119	113
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	35	28	53	60	69
Uzun Vadeli Yükümlülükler	139	153	178	179	182
Azınlık Payları	26	35	40	46	56
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	369	502	679	920	1,262
Toplam Kaynaklar	776	1,098	1,321	1,832	2,385
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	121	183	276	445	626
Yatırım faaliyetlerinden	-66	-82	-83	4	5
Finansman faaliyetlerinden	115	159	56	182	161
Temettü Ödemesi	0	0	-30	-62	-93
Serbest Nakit Akışı	71	88	183	405	569
Net Borç	-16	-141	-153	-274	-447
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	82.2%	81.7%	83.2%	82.8%	83.5%
VAFÖK marjı	33.7%	32.5%	36.0%	35.6%	36.5%
Net Kar marjı	20.4%	20.7%	27.1%	26.5%	27.7%
Sermaye Karlılığı	26.0%	26.0%	35.2%	38.8%	40.6%
Satış Büyümesi	31%	29%	41%	52%	37%
VAFÖK Büyümesi	41%	25%	56%	50%	40%
Net Kar Büyümesi	30%	31%	84%	49%	43%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

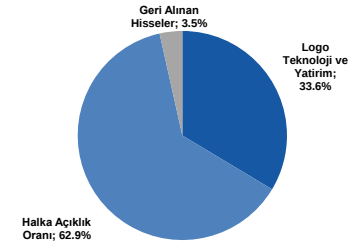
Şirket Tanıtımı

1984 yılında kurulan Logo Yazılım, yüksek ve hızlı büyüme potansiyeline sahip Türkiye İş Uygulamaları Yazılımları (EAS) pazarının, güçlü marka algısına sahip önde gelen oyuncularından biridir ve pazarda KOBİ'lere sağlanan hizmetlerde lider konumdadır. Şirket, aynı zamanda e-devlet çözümleri ve e-fatura gibi alanlarda da pazar lideridir.

Logo'nun Romanya'da mukim iştiraki Total Soft, görece daha büyük şirketlere proje bazlı EAS hizmetleri vermektedir. Logo, Total Soft'nun sonuçlarının tam konsolidasyona tabi tutulmaktadır.

Logo'nun Hindistan faaliyetleri ise Infoft isimli %50 paya sahip olduğu ortak girişim (JV) vasıtasıyla icra edilmektedir ve Logo, bu şirketin sonuçlarını özsermaye yöntemiyle konsolide etmektedir.

Ortaklık Yapısı



Yerli fiyatlardaki güçlü görünüm devam ediyor

Çin sektördeki ana oyuncu

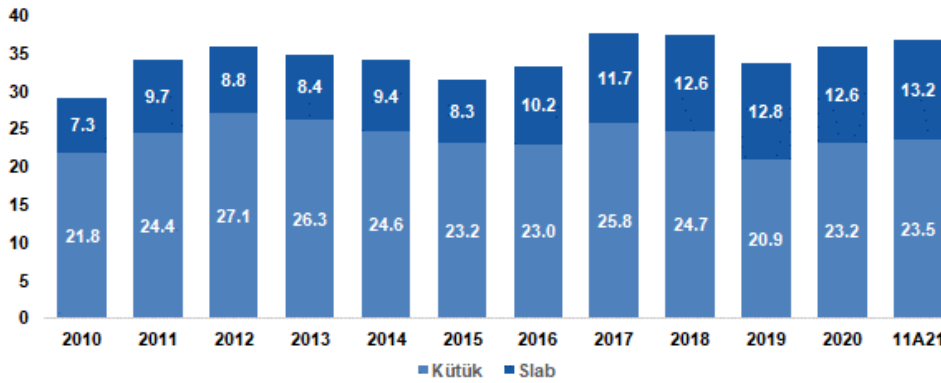
Dünya Çelik Birliği'ne göre 2021 yılının ilk 11 ayında küresel ham çelik üretimi, yıllık bazda %4.5 artışla 1.85 milyar tona ulaştı. Dünya Çelik Birliği, 2022 yılında çelik talebinin yıllık %2.2 artışla 1.9 milyar tona ulaşacağını öngörüyor.

Çin çelik talebinde 2022'de büyüme beklenmiyor. Çin'de çelik talebi hem hükümetin çelik üretimine sınırlama getirmesinden hem de gayrimenkul sektöründeki yavaşlamadan dolayı Haziran ayından beri gerileme eğilimindedir. 2022 yılında da hükümetin çevre koruma politikası devam ettiği için, çelik talebinin 2021 yılına benzer bir seviyede gerçekleşmesi bekleniyor.

Türkiye Demir Çelik Sektör Görünümü

2021 yılının ilk 11 ayında Türkiye 36.7 milyon ton'luk çelik üretimi ile dünyada 8. Sırada yer almaktadır. Bu dönemdeki ürün kırılımına baktığımızda Türkiye'nin kütük üretimi %12 oranında artışla 23.5 milyon ton'a ulaşırken, slab üretimi %15 artışla 13.2 milyon tona yükselmiştir. Kütük ağırlıklı olarak inşaat sektöründeki uzun çelik yapımında kullanılırken, slab otomotiv ve beyaz eşya sektöründeki yassı ürünlerin üretiminde kullanılır.

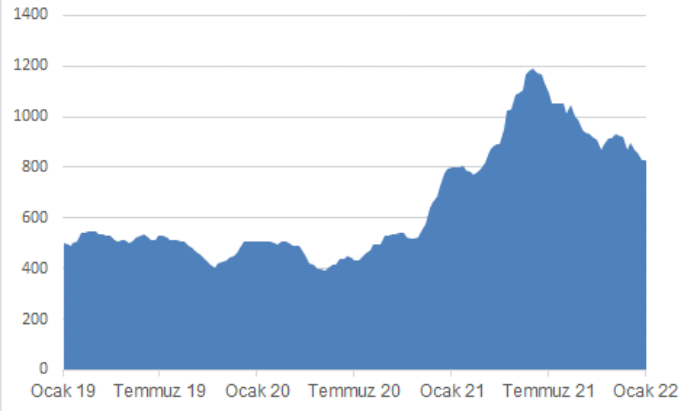
Şekil 1: Türkiye'nin Ham Çelik Üretimi (milyon ton)



Source: TÇÜD

Yüksek fiyatlar devam ediyor. 2021 yılında yerli HRC fiyatlarının ortalaması ton başına 948 dolar olarak gerçekleşti, 2020 yılında ise ton başına 508 dolar idi. Uzun çelik fiyat ortalaması da hem güçlü talep hem de hurda fiyatlarının artmasından dolayı ton başına 693 USD (2020: 447 USD) seviyesine ulaştı.

Şekil 2: HRC Fiyatları (USD/ton)



Kaynak Bloomberg

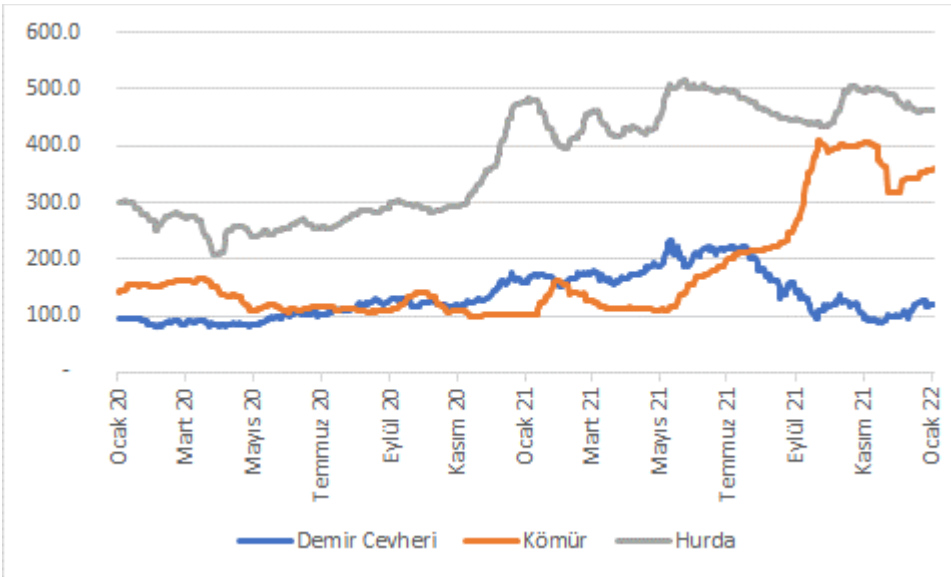
Şekil 3: Uzun Çelik Fiyatları (USD/ton)



Kaynak Bloomberg

Demir cevheri fiyatları ton başına 120 USD seviyesinde seyrediyor. Demir cevheri fiyatları 2021 yılının Ocak ayında ton başına 92 USD iken 2022 yılının başı itibarıyla 120 USD seviyesinde hareket ediyor. Diğer taraftan kömür fiyatları da 360 USD civarında işlem görüyor.

Şekil 4: Hammadde Fiyatları (USD/ton)



Kaynak Platts

ERDEMİR

İlk yarıyılıda güçlü görünüm devam

Erdemir'e ilişkin tahminlerimizi makro varsayımlarımızdaki değişikliklerle birlikte önceki beklentilerimizden daha güçlü bir görünümü yansıtacak şekilde revize ettik. Buna göre 12 aylık hedef fiyatımız 24.6 TL/hisse'den 42.4 TL/hisse'ye yükselirken AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Erdemir 2022 beklentimiz ışığında 3.6x FD/VAFÖK çarpanı ile işlem görmektedir ve bu da üç yıllık tarihsel çarpana kıyasla %32'lik iskontoya işaret etmektedir.

- **4Ç21'de tarihsel en iyi ikinci çeyrek.** Erdemir, güçlü iç talep ve yüksek çelik makası sayesinde çeyreksele bakımdan tarihinin en yüksek ton başına VAFÖK (404 USD) rakamını 3Ç21'de açıkladı. Böylece 9A21'deki ton başına VAFÖK 331 USD'ye ulaştı. Beklentimizden daha iyi gerçekleşen çelik makası sayesinde 4Ç21 için ton başına 270 USD olan VAFÖK beklentimizi 350 USD'ye güncelledik.
- **Yassı çelik fiyatlarının güçlü konumu devam ediyor.** Türkiye pazarında sıcak haddelenmiş rulo (HRC) ve soğuk haddelenmiş rulo (CRC) fiyatları 2021 yılı boyunca zirve seviyelerini test etmesine rağmen, tarihi seviyelerinin üzerinde kalmaya devam ediyor. HRC fiyatı Ocak ayının ilk haftasında 880 USD/ton seviyelerinde gerçekleşti.
- **İlk yarıyıl muhtemelen 2Y22'yi gölgede bırakacak.** Şirket siparişlerini 2 ay öncesinden aldığından Şirket'in 1Ç22 siparişlerini tamamlamak üzere olduğunu düşünüyoruz. Çelik fiyatları yüksek seviyelerde seyretmeye devam ediyor, bu nedenle 2022 ton başına VAFÖK beklentimizi 197 USD'den 233 USD'e güncelledik. Bu da yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık bazda %34 daralmaya işaret ediyor.
- **Cazip temettü fırsatı.** Hisse başına 4 TL temettü beklentimiz bulunuyor, bu da %13.2'lik temettü verimine işaret ediyor.
- **Riskler --** i) Talep ve fiyatlarda olası bir daralma, ii) Yüksek gerçekleşen hammadde maliyetleri ve iii) TL'nin değer kazanması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	32,048	17%	62,690	96%	93,246	49%	106,941	15%
VAFÖK	6,665	22%	24,642	270%	29,097	18%	25,285	-13%
Net Kar	3,309	0%	15,662	373%	18,777	20%	15,719	-16%
F/K (x)	9.9		4.2		5.7		6.8	
FD/VAFÖK (x)	3.7		2.3		3.6		4.5	
FD/Satış (x)	0.8		0.9		1.1		1.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.9		4.5		5.4		4.5	
Temettü Verimi (*)	2.6%		12.0%		13.2%		14.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	12.9%		5.0%		4.6%		5.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL42.40

Potansiyel Getiri

39%

Fiyat Bilgileri

Kodu	EREGL.TI / EREGL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL30.50
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	106,750 / 7,781
Hisse Sayısı (mn)	3500
Saklama Oranı	48%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,403.57 / 116.24

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

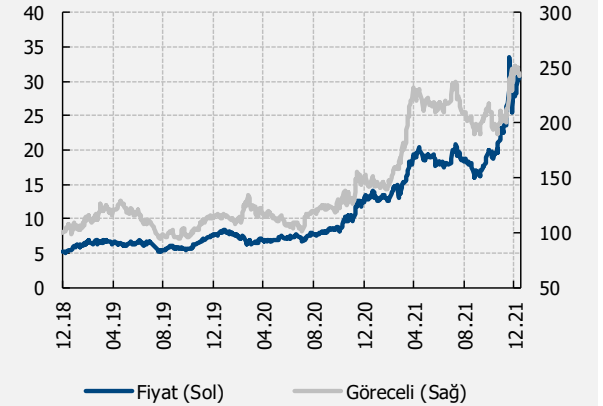
1 Aylık	33.60 / 25.44
1 Yıllık	33.60 / 12.59
Sene başından itibaren	30.86 / 28.16

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	14%	14%
3 Aylık	79%	22%
1 Yıllık	131%	69%
Sene başından itibaren	8%	-2%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özeti (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	27,465	32,048	62,690	93,246	106,941
Brüt Kar	5,011	5,925	23,722	28,593	24,631
Faaliyet giderleri	-702	-785	-997	-1,837	-2,107
VAFÖK (**)	5,458	6,665	24,642	29,097	25,285
Amortisman	1,150	1,525	1,917	2,341	2,762
Faaliyet gelirleri	4,309	5,140	22,725	26,755	22,524
Finansal gelir/gider	610	11	2,680	1,256	1,028
Diğer gelir/gider	110	433	145	431	258
İştirak Karı / Zararı	39	8	8	8	8
Vergi öncesi kar	5,067	5,592	25,557	28,451	23,817
Vergi	-1,573	-2,148	-8,945	-8,535	-7,145
Azınlık hisseleri / diğer	178	201	950	1,139	953
Net Kar	3,317	3,309	15,662	18,777	15,719
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	10,590	13,581	15,683	18,666	20,339
Stoklar	9,329	10,107	17,536	22,629	26,339
Ticari alacaklar	3,344	3,828	6,896	10,257	10,694
Diğer alacaklar	873	992	1,426	1,911	1,116
Dönen Varlıklar	24,137	28,507	41,540	53,463	58,488
Maddi duran varlıklar	20,899	26,379	35,139	42,131	49,436
Finansal yatırımlar	158	184	358	531	608
Diğer duran varlıklar	1,479	2,924	6,159	6,014	5,820
Duran Varlıklar	22,536	29,487	41,656	48,677	55,864
Toplam Varlıklar	46,673	57,994	83,196	102,140	114,352
Kısa vadeli finansal borçlar	5,559	3,786	4,113	5,635	9,411
Ticari borçlar	2,937	3,767	4,676	5,819	5,762
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	954	1,882	3,761	4,662	5,347
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,450	9,434	12,550	16,116	20,520
Uzun vadeli finansal borçlar	2,142	2,813	4,456	13,390	19,470
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,833	4,625	6,369	8,133	9,164
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,975	7,438	10,825	21,523	28,634
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31,247	41,122	59,820	64,501	65,198
Toplam Kaynaklar	46,673	57,994	83,196	102,140	114,352
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	7,243	7,316	9,610	13,464	15,217
Yatırım faaliyetlerinden	-1,622	-3,119	-6,359	-8,573	-9,673
Finansman faaliyetlerinden	-3,568	-1,743	-1,824	-2,384	-4,136
Temettü Ödemesi	-4,830	-816	-6,475	-14,096	-15,021
Serbest Nakit Akışı	5,621	4,196	3,250	4,891	5,544
Net Borç	-2,889	-6,983	-7,114	358	8,542
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	18.2%	18.5%	37.8%	30.7%	23.0%
VAFÖK marjı	19.9%	20.8%	39.3%	31.2%	23.6%
Net Kar marjı	12.1%	10.3%	25.0%	20.1%	14.7%
Sermaye Karlılığı	11.0%	9.1%	31.0%	30.2%	24.2%
Satış Büyümesi	2%	17%	96%	49%	15%
VAFÖK Büyümesi	-37%	22%	270%	18%	-13%
Net Kar Büyümesi	-41%	0%	373%	20%	-16%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	0.0	0.1
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	0.0	0.3

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Oyak Maden Metalürji'nin ana şirketi olan Erdemir, Türkiye'nin en büyük entegre yassı çelik üreticisidir. 1965 yılında faaliyet geçmiştir. Yıllık 3.85 milyon ton sıvı çelik kapasitesine sahiptir.

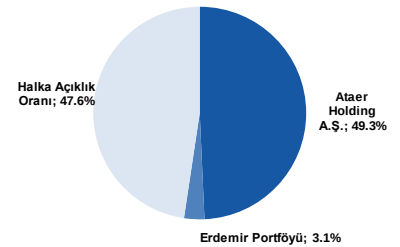
Oyak Maden Metalürji şirketlerinden olan İsdemir, Türkiye'nin hem uzun hem yassı ürünler üreten tek entegre tesisidir. Yıllık sıvı çelik kapasitesi 5.8 milyon ton'dur. İsdemir hisselerinin %95'i Erdemir, geri kalanı ise halka açıktır.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Güçlü temettü verimi; (ii) Çelik ürün fiyatlarında beklentilerin üzerinde artış; (iii) İç pazarda güçlü entegre üretici olarak yüksek hurda fiyatları; ve (iv) Kendi kendine yeterliliğe odaklanan yeni yatırımlar.

Potansiyel riskler: (i) Zayıf fiyat-maliyet makası; (ii) Hammadde maliyetleri toplam satılan malların maliyetlerinin %73'ünü oluşturduğundan beklentilerin üzerinde artan hammadde maliyeti; (iii) Koruyucu önlemler; (iv) Yeni açıklanan yatırımlarda gecikme ve maliyet aşımı ve (v) Satışlar dolar bazlı olmasından ve maliyetlerin sadece %20'sinin TL bazlı olmasından dolayı TL'nin değer kazanması.

Ortaklık Yapısı



KARDEMİR

İlk yarıyılıda sağlam görünüm

Makro varsayımlarımızdaki değişiklikler ile birlikte daha önceki beklentilerimizi, güçlü görünüm sayesinde yukarı çekmemiz neticesinde Kardemir için hedef fiyatımızı yukarı yönlü güncelliyoruz. Yeni hedef hisse fiyatımız olan 16.7 TL/hisse (önceki: 11 TL/hisse) %45 artış potansiyeli ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2022 tahminlerimiz ışığında 1.8x FD/VAFÖK ile işlem görüyor ve bu seviyelerin alım için halen cazip olduğunu düşünüyoruz.

- **Çelik fiyatlarında zayıflama bekleniyor.** Talep ve uzun çelik fiyatlarındaki güçlü görünüm sayesinde Kardemir'in 4Ç21'de ton başına 220 USD açıklamasını tahmin ediyoruz. Buna karşılık, 2022 yılında çelik fiyatlarının kademeli olarak düşmesini bekliyoruz, ancak Şirket'in daha fazla katma değerli ürün grubuna odaklanmasının ve yurtiçi hammadde tedarik avantajının karlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz.
- **Demiryolu tekerlek yatırımı devreye giriyor.** 2015 yılında demiryolu tekerliği yatırımına başlayan Kardemir, 2020 yılında Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları Taşımacılığının 600 adet monoblok demiryolu tekerleği ihalesini kazandı. Son olarak, Şirket 2022 yılında AB bölgesinde alıcılarla yapılan anlaşmaya göre 30 bin adet yük vagonu tekerleği ihraç etmeye hazırlanıyor. Bu yatırımın Türkiye'nin ithalata bağımlılığını da azaltması hedefleniyor.
- **Satış hacminin yaklaşık %6 artmasını öngörüyoruz.** Aralık ayında başlayan yüksek fırın bakımının Mart ayında tamamlanması öngörüyoruz. Bakımın 1Ç22 satış hacmini yıllık bazda azaltması beklenmesine rağmen, 2022 yılında satış hacminin 2.45 milyon ton olması hedefleniyor.
- **Temettü gündemde olabilir.** 2022 yılında temettü dağıtımı için güçlü adaylar arasında yer alabileceğini düşünüyoruz. 887 milyon TL olan temettü beklentimiz ise %7.1'lik temettü verimine işaret ediyor.
- **Riskler --** i) Talebin ve satış fiyatlarının beklenenden kötü olması; ii) Beklentimizin ötesinde yükselen hammadde maliyetleri ve iii) Zayıf TL.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	7,520	24%	14,457	92%	22,848	58%	26,327	15%
VAFÖK	1,246	92%	4,595	269%	5,701	24%	5,240	-8%
Net Kar	61	-25%	2,955	a.d.	3,737	26%	3,463	-7%
F/K (x)	61.8		2.8		3.3		3.6	
FD/VAFÖK (x)	3.7		1.6		1.8		1.9	
FD/Satış (x)	0.6		0.5		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	0.1		3.8		4.8		4.4	
Temettü Verimi (*)	0.0%		0.0%		7.1%		9.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	37.3%		40.6%		19.3%		12.7%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL16.70

Potansiyel Getiri

45%

Fiyat Bilgileri

Kodu	KRDMD.TI / KRDM.D.IS
Kapanış Fiyatı	TL11.55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	9,012 / 657
Hisse Sayısı (mn)	780.2260016
Saklama Oranı	89%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,556.30 / 128.01

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

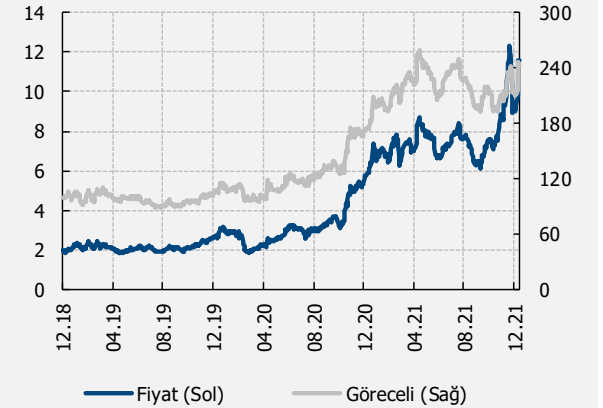
1 Aylık	12.34 / 8.91
1 Yıllık	12.34 / 6.11
Sene başından itibaren	11.60 / 9.22

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	6%	6%
3 Aylık	80%	22%
1 Yıllık	88%	37%
Sene başından itibaren	25%	14%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Aslı Kumbaracı

asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	6,076	7,520	14,457	22,848	26,327
Brüt Kar	548	1,144	4,594	5,773	5,287
Faaliyet giderleri	-97	-123	-246	-388	-448
VAFÖK (**)	651	1,246	4,595	5,701	5,240
Amortisman	200	225	246	317	400
Faaliyet gelirleri	450	1,021	4,349	5,384	4,840
Finansal gelir/gider	-314	-480	-348	-242	-135
Diğer gelir/gider	-172	-478	-149	-289	-377
İştirak Karı / Zararı	0	3	0	0	0
Vergi öncesi kar	-35	77	3,852	4,853	4,328
Vergi	116	-16	-897	-1,116	-866
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	81	61	2,955	3,737	3,463
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	215	1,440	3,036	3,770	4,344
Stoklar	1,746	1,820	2,466	3,074	3,577
Ticari alacaklar	964	1,281	1,301	1,645	1,896
Diğer alacaklar	407	390	1,200	1,211	1,395
Dönen Varlıklar	3,332	4,932	8,002	9,699	11,212
Maddi duran varlıklar	5,608	5,821	6,241	7,328	8,598
Finansal yatırımlar	15	14	14	14	14
Diğer duran varlıklar	71	53	57	74	80
Duran Varlıklar	5,694	5,888	6,312	7,416	8,693
Toplam Varlıklar	9,026	10,820	14,314	17,115	19,905
Kısa vadeli finansal borçlar	428	716	794	717	887
Ticari borçlar	2,259	2,519	3,506	3,642	4,488
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	466	1,584	1,856	1,927	2,135
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,154	4,818	6,156	6,287	7,510
Uzun vadeli finansal borçlar	1,528	1,533	1,411	1,045	1,140
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	463	565	776	962	1,213
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,991	2,098	2,187	2,007	2,353
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,881	3,903	5,972	8,822	10,042
Toplam Kaynaklar	9,026	10,820	14,314	17,115	19,905
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,227	1,691	4,020	3,799	3,249
Yatırım faaliyetlerinden	-545	-292	-666	-1,404	-1,671
Finansman faaliyetlerinden	-740	-173	-1,758	-1,660	-1,004
Temettü Ödemesi	0	0	0	-887	-1,121
Serbest Nakit Akışı	682	1,399	3,353	2,394	1,578
Net Borç	1,702	809	-832	-2,008	-2,318
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	9.0%	15.2%	31.8%	25.3%	20.1%
VAFÖK marjı	10.7%	16.6%	31.8%	25.0%	19.9%
Net Kar marjı	1.3%	0.8%	20.4%	16.4%	13.2%
Sermaye Karlılığı	2.0%	1.6%	59.9%	50.5%	36.7%
Satış Büyümesi	9%	24%	92%	58%	15%
VAFÖK Büyümesi	-63%	92%	269%	24%	-8%
Net Kar Büyümesi	-90%	-25%	a.d.	26%	-7%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.4	0.2	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	2.6	0.6	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(* *) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

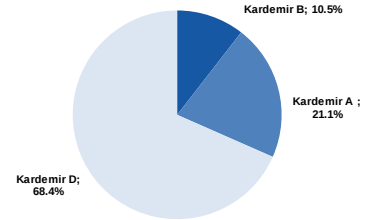
Kardemir, 1937 yılında Türk Hükümeti tarafından kurulan ilk uzun çelik üreticidir. 1995 yılına kadar Devlet tarafından kontrol edildi. Şirket kütük, inşaat demiri, profil, kangal, çubuk ve demiryolu ürünleri üretmektedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Hacim artışı (ii) Fiyat artışı ve (iii) Talepte beklentilerin üzerinde canlanma.

Potansiyel riskler: (i) Zayıf talep, (ii) TL'nin değer kaybetmesi ve (iii) Yüksek hammadde maliyetleri.

Ortaklık Yapısı



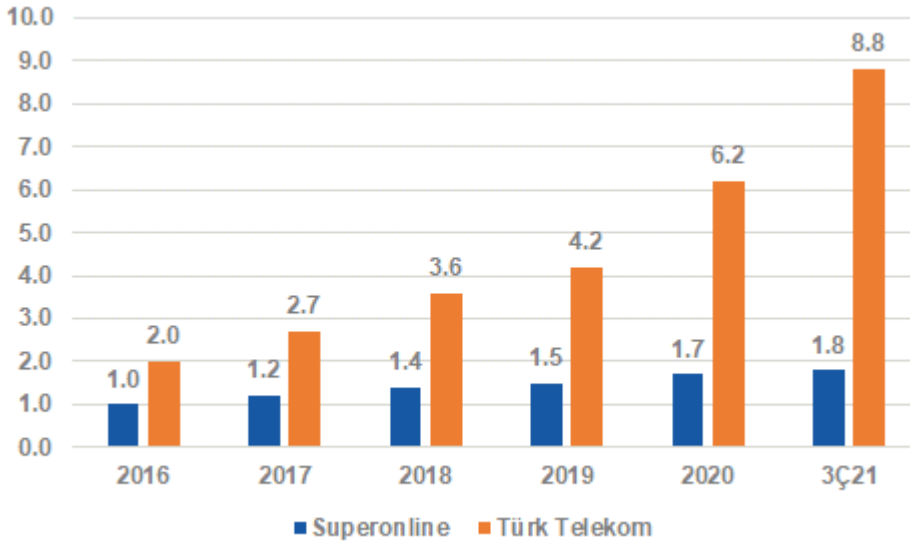
Yeni dönem başlıyor

Tüm gözler 5G ile ilgili gelişmelerde

5G yeni nesil telefon teknolojisi olup makineler, nesneler ve cihazlar dahil olmak üzere hemen hemen herkesi ve her şeyi bağlama yeteneğine sahiptir. 5G teknolojisinin sunduğu yeni özelliklerin başında yüksek hız ve kapasite artışı bulunmaktadır. 5G'nin test çalışmaları ve lansmanları dünya çapında birçok operatör tarafından hızla gerçekleştiriliyor. Özellikle Asya ülkeleri 5G'nin hızlı adaptasyonunda başı çeken ülkeler arasında yer almaktadır. 5G'ye geçişten bu yana Güney Kore'de veri kullanımı %65 mobil ARPU'da %30 artış göstermiştir.

5G için sağlam fiber ağı gerekmektedir ve bu nedenle 2022'de Türkiye'de de fiberleşmenin önemi devam edecektir. Türk Telekom Türkiye genelinde 81 ili kapsayan 353 bin km fiber ağına sahiptir. 2019 yılsonunda %37.1 olan fiber abonelerinin portföyündeki payı 9A21 itibarıyla %62.3'e yükselmiştir.

Şekil 1: Fiber Abone Sayısı (milyon)



Kaynak: BTK

Enflasyonist fiyatlama devam edebilecek mi?

Bugüne kadar tarife artışlarının artan talep ile birleştiğinde sektör için güçlü bir gelir büyümesi sağladığını ve bunu hem Turkcell'in hem de Türk Telekom'un finansallarında gözlemliyorduk. Her iki şirketin Şubat ayında 4Ç21 finansallarını açıklarken 2022 için olan öngörülerini de paylaşması bekleniyor. Yüksek enflasyonun fiyatlara ne kadar yansıtılacağı merak konusu olacaktır. Fiyat artışlarının hangi sıklıkta ve hangi oranda olacağı takip edilmesi gereken ana unsurlar olarak önce çıkarken yüksek paketlere geçiş stratejinin devam edeceğini düşünüyoruz.

TURKCELL

Tüm gözler fiyat artışında

Turkcell için 12 aylık hedef fiyatımızı makro ve risksiz getiri oranındaki değişiklik sonrası 22.2TL/hisse (önceki: 20.6 TL/hisse) olarak güncelliyoruz. Yeni hedef fiyatımız %14'luk yukarı yönlü potansiyele işaret ettiğinden tavsiyemizi AL'dan TUT'a revize ediyoruz. Şirket'in enflasyon üzerinde gelir büyümesini, fiyat artışları ile birlikte ARPU'su yüksek veri paketleri tarafından destekleneceğini düşünmemize rağmen mevcut seviyelerde hissenin olumlu görünümü fiyatladığı görüşündeyiz.

- 1Y22'de Paycell hisse satışı gerçekleşebilir.** Turkcell yönetimi %52 VAFÖK marjı ile çalışan Paycell'in büyüme potansiyelinden uzun süredir bahsediyordu. Bu bağlamda Turkcell, Paycell'in mevcut ve farklı pazarlarda büyümesini hızlandırarak iş hacminin büyütülme stratejisi kapsamında, şirkete kaynak sağlanması amacıyla kısmi hisse satış alternatiflerini değerlendirmeye karar verdiğini duyurdu. Bu işlemin yılın ilk yarısında gerçekleşmesini bekliyoruz.
- 2022'de uluslararası operasyonlarını payının artması bekleniyor.** 9A21 itibariyle Turkcell Uluslararası gelirler Grup gelirlerinin %10'unu oluşturmaktadır. Bu oranın kur hareketleriyle artmasını öngörüyoruz. Buradan gelecek katkı konsolide gelir büyümesini destekleyecektir. Ayrıca, daha yüksek veri kullanımı, dijital iş servisleri ve tekfin büyüme destekleyen diğer unsurlar olarak önce çıkacaktır.
- Enflasyonist fiyatlandırma sürdürülebilir büyüme için önemli.** Turkcell bugüne kadar gelir büyümesini genişleyen abone bazı ve fiyat düzeltmeleriyle enflasyonun üzerinde tutmayı başarmıştır. Şirket'in 2022 yılında müşteri kaybı pahasına bile gelir büyümesini enflasyonun üzerinde tutmak için fiyat artışlarına devam etmesini bekliyoruz.
- Riskler --** i) Fiyat artışlarının beklenenden düşük gerçekleşmesi ii) Ekonomik durgunluk ve iii) TL'nin yabancı para bazında değer kaybetmesinden dolayı yüksek yatırım harcaması.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	29,104	16%	34,932	20%	44,904	29%	52,786	18%
VAFOK	12,270	18%	14,643	19%	18,371	25%	22,182	21%
Net Kar	4,237	31%	4,130	-3%	4,851	17%	5,674	17%
F/K (x)	7.7		8.7		8.9		7.6	
FD/VAFOK (x)	3.4		3.2		2.8		2.2	
FD/Satış (x)	1.4		1.4		1.2		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	1.9		1.9		2.2		2.6	
Temettü Verimi (*)	2.3%		7.4%		4.8%		5.6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	19.4%		19.2%		19.3%		20.2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

TUT

Hedef Fiyat

TL22.22

Potansiyel Getiri

14%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TCELL.T1 / TCELL.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL19.54
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	42,988 / 3,133
Hisse Sayısı (mn)	2200
Saklama Oranı	54%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	272.98 / 23.24

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

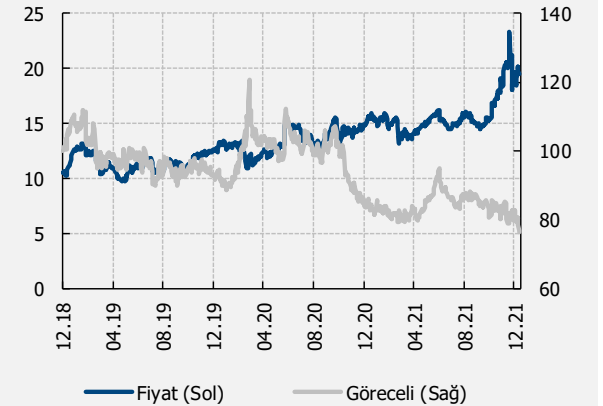
1 Aylık	23.30 / 18.03
1 Yıllık	23.30 / 13.22
Sene başından itibaren	20.16 / 18.46

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-2%	-3%
3 Aylık	33%	-9%
1 Yıllık	25%	-9%
Sene başından itibaren	6%	-4%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı

asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	25,137	29,104	34,932	44,904	52,786
Brüt Kar	8,054	8,943	10,388	13,022	15,836
Faaliyet giderleri	-2,335	-2,123	-2,557	-3,458	-4,012
VAFÖK (**)	10,427	12,270	14,643	18,371	22,182
Amortisman	5,047	5,952	7,047	9,058	10,648
Faaliyet gelirleri	5,719	6,820	7,831	9,565	11,824
Finansal gelir/gider	-3,011	-3,335	-9,689	-7,220	-6,801
Diğer gelir/gider	598	1316	6660	1709	1905
İştirak Karı /Zararı	-16	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	3,290	4,816	4,771	6,270	7,063
Vergi	-786	-387	-671	-1,449	-1,419
Azınlık hisseleri / diğer	30	3	0	0	0
Net Kar	3,246	4,237	4,130	4,851	5,674
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	10,239	11,861	12,226	14,818	17,419
Stoklar	178	204	295	383	443
Ticari alacaklar	3,138	3,482	3,860	4,041	4,117
Diğer alacaklar	5,777	5,037	6,038	6,205	6,339
Dönen Varlıklar	19,332	20,583	22,418	25,447	28,319
Maddi duran varlıklar	14,242	16,283	17,546	17,984	17,025
Finansal yatırımlar	42	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	12,100	14,632	15,976	16,129	16,302
Duran Varlıklar	26,383	30,915	33,522	34,113	33,327
Toplam Varlıklar	45,715	51,498	55,940	59,560	61,646
Kısa vadeli finansal borçlar	7,628	5,233	4,434	5,645	7,050
Ticari borçlar	2,953	3,706	2,893	3,007	2,788
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,074	2,627	3,336	3,581	3,453
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,656	11,565	10,663	12,233	13,291
Uzun vadeli finansal borçlar	12,677	16,354	20,129	18,918	16,555
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,299	2,795	2,818	3,295	3,437
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,977	19,148	22,947	22,212	19,992
Azınlık Payları	36	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	18,083	20,785	22,329	25,115	28,364
Toplam Kaynaklar	45,715	51,498	55,940	59,560	61,646
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	9,881	14,088	14,834	17,329	19,694
Yatırım faaliyetlerinden	-3,881	-7,776	-7,907	-9,028	-11,016
Finansman faaliyetlerinden	-3,478	-4,268	-8,276	-7,570	-6,535
Temettü Ödemesi	-1,010	-812	-2,586	-2,065	-2,425
Serbest Nakit Akışı	5,999	6,312	6,928	8,301	8,678
Net Borç	9,716	9,024	11,365	8,704	5,072
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	32.0%	30.7%	29.7%	29.0%	30.0%
VAFÖK marjı	41.5%	42.2%	41.9%	40.9%	42.0%
Net Kar marjı	12.9%	14.6%	11.8%	10.8%	10.7%
Sermaye Karlılığı	19.0%	21.8%	19.2%	20.4%	21.2%
Satış Büyümesi	18%	16%	20%	29%	18%
VAFÖK Büyümesi	19%	18%	19%	25%	21%
Net Kar Büyümesi	61%	31%	-3%	17%	17%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.5	0.4	0.5	0.3	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	0.9	0.7	0.8	0.5	0.2

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

Turkcell, Türkiye'de kurulmuş; yerleşik, entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri şirkettir. Müşterilerine mobil ve sabit şebekeleri üzerinden ses, data, TV hizmetleri ve katma değerli bireysel ve kurumsal servisler sunmaktadır.

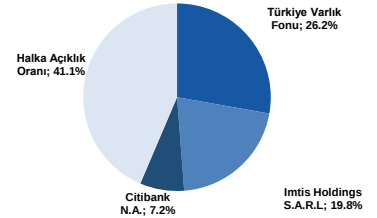
Dijital hizmetlere artan talep, artan data tüketimi ile daha yüksek tarife ve artan faturalı müşteri oranı şirketin karlılığını olumlu etkiledi. Yakın vadede aynı seyrin devam etmesini bekliyoruz.

Potansiyel katalizörler & riskler:

Potansiyel katalizörler: (i) Yüksek ARPU ile abone kazanımı ve (ii) Yüksek data tüketimi.

Potansiyel riskler: (i) ÖTV'de olası bir artış, (ii) Ekonominin daralması ve (iii) Agresif fiyatlama.

Ortaklık Yapısı



TÜRK TELEKOM

Fiberleşme önem kazanıyor

Türk Telekom için 12 aylık hedef fiyatımızı 14.1 TL'den 14.6 TL'ye revize ediyoruz ve %33 getiri ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Şirket'i beğenmemizin ana nedenleri arasında (i) enflasyonist ortamda fiyatlama becerisi, (ii) fiber alanındaki güçlü konumlanması ve (iii) mobil taraftaki değer odaklı stratejisi bulunuyor.

- Sabit genişbant büyümesi devam ediyor.** 2021 yılının ilk dokuz ayında sabit genişbant alanında net kazanımlar 653 bin'e ve genişbant abone tabanı 14.1 milyon'a dayandı. Şirket'in genişbant abone tabanının 2021 yılsonu itibariyle 14.3 milyon'a ulaşmasını öngörüyoruz. Güçlü talebe ek olarak, Şirket, müşteri tabanını ADSL'den yüksek hız sunan fiber paketlere taşımaya odaklanıyor. Bu da potansiyel olarak ARPU (birim gelir) büyümesini destekliyor.
- Fiberleşmeden büyümeye tam destek.** Türk Telekom 353 bin km fiber ağı uzunluğu ile Türkiye'nin 81 ilinde aktif konumdadır. 2019 yılsonu itibariyle abone portföyünün %37.1'ini oluşturan toplam fiber abone sayısı 8.8 milyona yükselerek abone portföyünün %62.3'ünü oluşturur hale geldi. Fiberleşme sürdürülebilir ARPU ve gelir açısından oldukça öneme sahip. Türk Telekom'un bu alanda lider operatör olmayı sürdüreceğini ve 2020-2023 yılları arasında genişbant gelirlerinde %28'lik YBBO sağlayacağını düşünüyoruz.
- Sınırlı kur riski halen var.** Hedge işlemleri sonrası Şirket'in Eylül'21 itibariyle net döviz uzun pozisyonu 58 milyon dolar olmuştu. Son çeyrek TL'nin USD karşısında sert değer kaybı hedge sözleşmelerinin korumasını sınırlayabilir ve şirket, 4Ç21'de eskiye nazaran az da olsa, halen kur farkı giderleriyle karşılaşabilir.
- Riskler --** i) Beklentilerden daha düşük gerçekleşen fiyatlama ii) İrrasyonel rekabet ve iii) Düzenleme ile ilgili riskler

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	28,289	20%	33,093	17%	41,264	25%	49,290	19%
VAFÖK	13,237	19%	16,207	22%	19,141	18%	22,860	19%
Net Kar	3,178	32%	4,822	52%	6,085	26%	7,779	28%
F/K (x)	8.2		5.6		6.3		4.9	
FD/VAFÖK (x)	3.2		2.9		3.2		2.7	
FD/Satış (x)	1.5		1.4		1.5		1.3	
Hisse Başına Kar (TL)	0.9		1.4		1.7		2.2	
Temettü Verimi (*)	2.1%		7.7%		7.5%		9.5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	26.3%		21.6%		11.7%		9.6%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL14.62

Potansiyel Getiri

33%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TTKOM.TI / TTKOM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL10.96
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	38,360 / 2,796
Hisse Sayısı (mn)	3500
Saklama Oranı	13%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	268.76 / 21.86

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

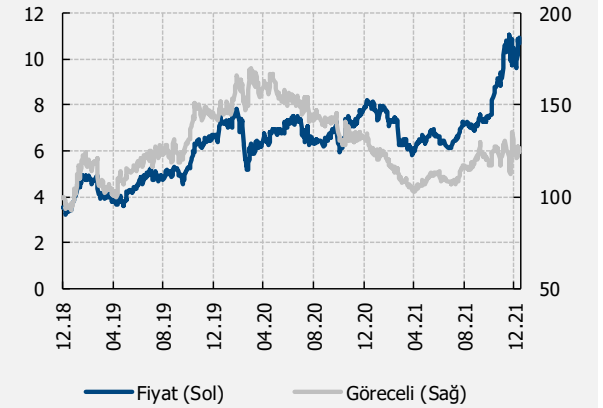
1 Aylık	11.04 / 9.63
1 Yıllık	11.04 / 5.84
Sene başından itibaren	10.96 / 9.63

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	2%	2%
3 Aylık	49%	1%
1 Yıllık	35%	-2%
Sene başından itibaren	14%	3%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Aslı Kumbaracı
asli.kumbaraci@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 67

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	23,657	28,289	33,093	41,264	49,290
Brüt Kar	11,359	13,183	15,909	19,045	22,746
Faaliyet giderleri	-4,985	-5,607	-5,989	-7,744	-9,252
VAFÖK (**)	11,170	13,237	16,207	19,141	22,860
Amortisman	4,716	5,319	6,288	7,840	9,365
Faaliyet gelirleri	6,424	7,862	9,919	11,300	13,494
Finansal gelir/gider	-3,534	-3,761	-5,416	-4,714	-3,886
Diğer gelir/gider	-489	-14	862	1316	495
İştirak Karı / Zararı	-2	-1	0	0	0
Vergi öncesi kar	2,735	3,802	5,366	7,903	10,103
Vergi	-328	-624	-543	-1,818	-2,324
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	2,407	3,178	4,822	6,085	7,779
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4,946	5,008	4,964	6,190	7,394
Stoklar	252	249	344	333	319
Ticari alacaklar	5,768	6,203	7,280	8,253	9,119
Diğer alacaklar	1,111	1,830	3,090	3,825	4,547
Dönen Varlıklar	12,077	13,289	15,678	18,601	21,378
Maddi duran varlıklar	16,075	17,611	21,288	25,169	29,734
Finansal yatırımlar	15	18	18	18	18
Diğer duran varlıklar	11,742	13,804	14,168	14,495	14,815
Duran Varlıklar	27,832	31,433	35,475	39,681	44,566
Toplam Varlıklar	39,909	44,723	51,152	58,282	65,945
Kısa vadeli finansal borçlar	6,409	6,116	4,034	4,300	4,784
Ticari borçlar	4,392	5,294	3,911	3,901	4,194
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,893	2,819	3,593	3,717	4,050
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,694	14,228	11,539	11,918	13,028
Uzun vadeli finansal borçlar	14,374	15,119	21,229	24,129	26,046
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,761	3,338	3,397	4,056	4,563
Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,773	18,457	24,626	28,185	30,609
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,443	12,037	14,987	18,179	22,307
Toplam Kaynaklar	39,909	44,723	51,152	58,282	65,945
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	11,183	13,639	16,054	16,517	17,983
Yatırım faaliyetlerinden	-4,807	-6,762	-10,209	-12,024	-14,293
Finansman faaliyetlerinden	-5,902	-7,030	-6,776	-5,856	-5,321
Temettü Ödemesi	0	-602	-1,873	-2,893	-3,651
Serbest Nakit Akışı	6,376	6,876	5,846	4,493	3,690
Net Borç	15,837	16,227	20,300	22,239	23,437
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	48.0%	46.6%	48.1%	46.2%	46.1%
VAFÖK marjı	47.2%	46.8%	49.0%	46.4%	46.4%
Net Kar marjı	10.2%	11.2%	14.6%	14.7%	15.8%
Sermaye Karlılığı	28.5%	29.6%	35.7%	36.7%	38.4%
Satış Büyümesi	16%	20%	17%	25%	19%
VAFÖK Büyümesi	32%	19%	22%	18%	19%
Net Kar Büyümesi	a.d.	32%	52%	26%	28%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.7	1.3	1.4	1.2	1.1
Net Borç / VAFÖK (x)	1.4	1.2	1.3	1.2	1.0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Müşterilerine mobil, genişbant, veri, TV, sabit ses ve yakınsama teknolojileri alanında yenilikçi hizmetlerini "Türk Telekom" tek markası altında sunan Türk Telekom Grubu dünya standartlarında entegre telekomünikasyon ve teknoloji hizmetleri sağlayıcısıdır.

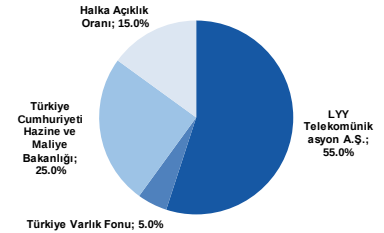
Şirket 2021 yılında gelir artışının %18 olması beklerken VAFÖK öngörüsü 16.2 milyar TL seviyesindedir.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler: (i) Faturalı müşterinde beklentilerden daha iyi büyüme, (ii) 5G ile ilgili gelişmeler ve (ii) Sabit genişbant tarafında beklentilerin üzerinde büyüme.

Potansiyel riskler: (i) Sabit hat imtiyaz sözleşmesine ilişkin belirsizlik, (ii) Altyapı ve teknoloji sistemlerinde olası kesintiler ve (ii) Fiyat baskısı.

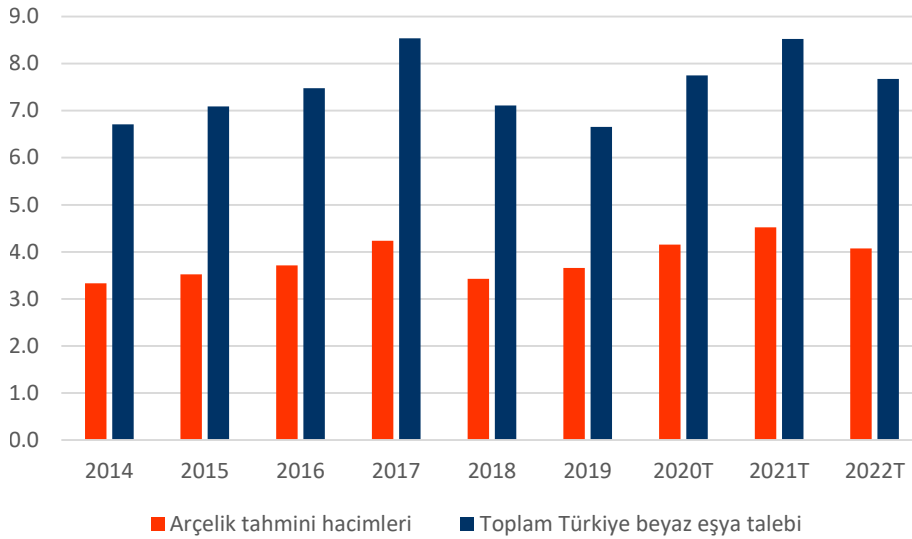
Ortaklık Yapısı



İç piyasada daha zor bir yıl

BESD verilerine göre Türkiye’de beyaz eşya satışları altı ana kategoride de 11A21’de özellikle yılın ilk yarısındaki düşük baz etkisiyle %19 gibi yüksek bir büyüme kaydetti. Bu güçlü büyüme döneminin arkasından oluşan daha yüksek baz etkisi ve kurdaki artış sonrası dayanıklı tüketim mallarına olan talepte yaşanabilecek olası düşüşler nedeniyle 2022 yılında toplam beyaz eşya sektörü hacimlerinin %10 daralmasını bekliyoruz. TV piyasası içinse koşullar özellikle panel tedariki nedeniyle yaşanan arz sıkıntısının kaynaklı olarak beyaz eşyaya kıyasla 2021 yılında daha zayıftı. Arz sorunları 2022’de de bir miktar devam edebilir ancak yılın ikinci yarısında bu sorunun azalmasını bekliyoruz. Yine de artan fiyatlar nedeniyle TV segmenti için de talep 2022’de kırılgan olabilir. Pazar payları noktasında ise bu sene ne TV piyasasında ne beyaz eşyada ARCLK ve VESTL için önemli değişimler beklemiyoruz.

Şekil 1: Toplam iç piyasa ve Arçelik’in tahmini iç piyasa satış hacmi (milyon adet)

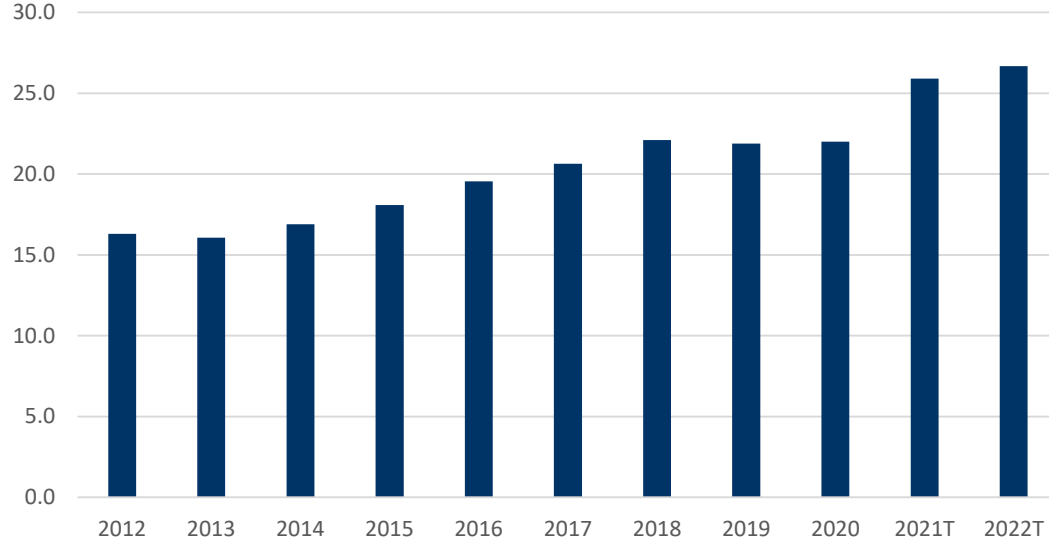


Kaynak: Arçelik, BESD, YKY Araştırma

İhracat piyasalarında ölçülü bir büyüme bekliyoruz

İhracat piyasalarında 2021 yılında büyüme (özellikle 1Y21’de) son derece yüksekti. Toplam hacimler 11A21 döneminde %37 arttı ve bu özellikle 2020 Nisan ve Mayıs aylarından kaynaklı çok düşük baz etkisiyle gerçekleşti. 2021’de ihracat hacimleri 2-2,5 milyon adet olan aylık normal hacim performansına geri döndüğü için 2022 yılının geneli için düşük baz etkisi olmayacak. Dolayısıyla tüm yıl için daha ölçülü (yaklaşık %3) bir hacim büyümesi bekliyoruz. ARCLK açısından yeni satın alınan Hitachi’nin Japonya dışındaki faaliyetleri ile Whirlpool’un Türkiye fabrikasının yılın tümü için finansallara önemli bir inorganik büyüme sağlamasını bekliyoruz.

Şekil 2: Türkiye beyaz eşya ihracat hacimleri (mln adet)



Kaynak: BESD, YKY Araştırma

ARÇELİK

Güçlenen bir global oyuncu

Arçelik için yeni makro ve operasyonel tahminlerimiz ışığında hedef fiyatımızı hisse başına 43,6 TL'den 78,7 TL'ye yükseltiyoruz ve %50 getiri potansiyeliyle AL önerimizi koruyoruz. Şirketin bu dönemde özellikle yurt dışı faaliyetlerindeki (TL'deki değer kaybı ve son yıllarda yapılan satın almalar -Hitachi ve Whirlpool'un Türkiye fabrikası – kaynaklı) büyüme görünümünü beğeniyoruz. 2022 yılında satışların Euro bazlı yaklaşık %12 ve TL bazlı %78 büyümesini bekliyoruz. Bu yıl ayrıca %10,3 civarında stabil bir VAFÖK marjı beklentimiz var ki bu da VAFÖK ve net karda sırasıyla yaklaşık %81 ve %72 gibi büyümelere işaret ediyor. Bu tahminlerimiz ışığında hisse mevcut seviyelerden 2022T 4,4x FD/VAFÖK ve 7,0x F/K gibi cazip çarpanlardan işlem görüyor. Ayrıca geri alım programının hisse performansını desteklemeye de devam edeceğini düşünüyoruz.

- Global operasyonlarda göz alıcı büyüme.** Beyaz eşya yurt dışı hacimlerinde 2022 yılında organik ve satın almalarından kaynaklı toplamda %12 büyüme bekliyoruz. Fiyat artışlarıyla birlikte yurt dışı satışlarının Euro bazlı %17 artacağını öngörüyoruz. Böylece yurt dışı faaliyetlerin 2022 yılında toplam satışların neredeyse %75'ine ulaşacağını düşünüyoruz ki bu da şirketi yurt içi oynaklıklardan koruyacak önemli bir unsur olarak ortaya çıkıyor.
- Türkiye hacimleri için daha zor bir yıl.** Türkiye'de beyaz eşya talebi özellikle 1Y21'deki düşük baz etkisiyle ve bir miktar öne çekilen taleple 11A21 döneminde %19 büyüdü. Bu yıl ise 2021'deki yüksek büyüme performansı sonrası pazarın (beyaz eşya) yaklaşık %10 daralmasını bekliyoruz. Ancak fiyat artışları sayesinde Arçelik'in yurt içi satış büyümesinin %25 düzeyinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- Görece stabil faaliyet marjları.** Geçen sene çelik ve plastik fiyatlarındaki artışlar sonrası marjlarda yaşanan düşüşün (VAFÖK marjında 2,2 puanlık azalma) arkasından bu yıl ham madde fiyatlarında stabil beklentiler ışığında şirketin VAFÖK marjının yıllık bazda hemen hemen sabit kalarak %10,3 olmasını bekliyoruz.
- Riskler --** i) Türkiye'de ve yurt dışında beklenenden kötü talep, ii) Ham madde fiyatlarında beklenenden hızlı yükseliş.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2020	Δ	2021T	Δ	2022T	Δ	2023T	Δ
Net satışlar	40,872	28%	68,026	66%	121,075	78%	155,074	28%
VAFÖK	5,065	52%	6,929	37%	12,524	81%	16,794	34%
Net Kar	2,848	200%	2,936	3%	5,045	72%	6,615	31%
F/K (x)	5.1		8.0		7.0		5.4	
FD/VAFÖK (x)	3.8		5.6		4.4		3.8	
FD/Satış (x)	0.5		0.6		0.5		0.4	
Hisse Başına Kar (TL)	4.2		4.3		7.5		9.8	
Temettü Verimi (*)	0.0%		6.4%		4.5%		8.2%	
Serbest Nakit Akış Verimi	20.0%		-51.8%		-17.6%		-1.1%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL78.70

Potansiyel Getiri

50%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ARCLK.TI / ARCLK.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL52.45
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	35,442 / 2,583
Hisse Sayısı (mn)	675.728205
Saklama Oranı	25%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	262.87 / 22.89

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

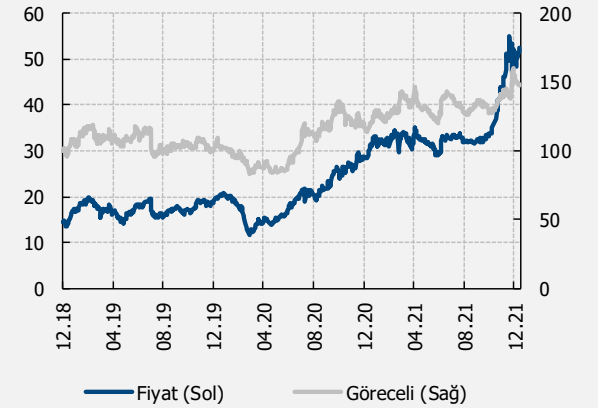
1 Aylık	55.05 / 47.00
1 Yıllık	55.05 / 29.12
Sene başından itibaren	52.45 / 48.40

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	5%	5%
3 Aylık	64%	12%
1 Yıllık	74%	27%
Sene başından itibaren	8%	-2%



10 Ocak 2022 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Behlül Katsa, CFA

behlul.katsa@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	31,942	40,872	68,026	121,075	155,074
Brüt Kar	10,259	13,806	20,474	37,401	48,887
Faaliyet giderleri	7,976	9,963	15,318	28,082	36,113
VAFÖK (**)	3,338	5,065	6,929	12,524	16,794
Amortisman	1,055	1,222	1,773	3,206	4,019
Faaliyet gelirleri	2,283	3,843	5,156	9,319	12,775
Finansal gelir/gider	-1,559	-1,572	-2,068	-3,915	-5,618
Diğer gelir/gider	370	1009	219	230	242
İştirak Karı /Zararı	19	217	212	377	483
Vergi öncesi kar	1,114	3,498	3,519	6,011	7,881
Vergi	-161	-619	-440	-721	-946
Azınlık hisseleri / diğer	-5	-31	-143	-245	-321
Net Kar	948	2,848	2,936	5,045	6,615

Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	6,937	12,002	7,670	8,435	3,993
Stoklar	5,630	7,096	14,331	25,217	32,002
Ticari alacaklar	9,498	12,149	21,433	33,171	42,061
Diğer alacaklar	1,117	1,814	1,904	2,095	2,304
Dönen Varlıklar	23,183	33,061	45,338	68,918	80,359
Maddi duran varlıklar	9,828	11,850	19,159	21,652	24,811
Finansal yatırımlar	3	6	6	6	6
Diğer duran varlıklar	1,716	1,633	1,679	1,727	1,778
Duran Varlıklar	11,547	13,488	20,844	23,385	26,594
Toplam Varlıklar	34,730	46,549	66,181	92,302	106,953
Kısa vadeli finansal borçlar	6,152	10,231	9,672	13,522	16,319
Ticari borçlar	5,564	9,645	14,982	25,217	32,002
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,999	3,951	7,522	12,781	13,420
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,715	23,827	32,176	51,520	61,740
Uzun vadeli finansal borçlar	8,803	6,844	13,648	14,982	15,628
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,395	1,854	3,581	5,394	5,027
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,199	8,698	17,229	20,376	20,655
Azınlık Payları	158	204	244	297	357
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,816	14,024	16,776	20,406	24,558
Toplam Kaynaklar	34,730	46,549	66,181	92,302	106,953

Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	1,195	4,290	-2,992	930	2,173
Yatırım faaliyetlerinden	-7	-9	-15	-19	-21
Finansman faaliyetlerinden	3,500	2,662	7,926	6,949	3,025
Temettü Ödemesi	0	0	-1,500	-1,600	-2,900
Serbest Nakit Akışı	-840	2,881	-12,243	-6,231	-388
Net Borç	8,018	5,073	15,651	20,069	27,954

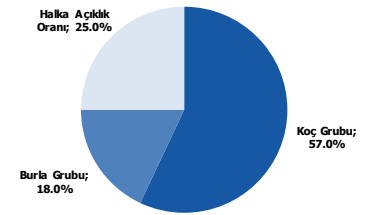
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	32.1%	33.8%	30.1%	30.9%	31.5%
VAFÖK marjı	10.5%	12.4%	10.2%	10.3%	10.8%
Net Kar marjı	3.0%	7.0%	4.3%	4.2%	4.3%
Sermaye Karlılığı	10.5%	23.9%	19.1%	27.1%	29.4%
Satış Büyümesi	19%	28%	66%	78%	28%
VAFÖK Büyümesi	22%	52%	37%	81%	34%
Net Kar Büyümesi	11%	200%	3%	72%	31%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.8	0.4	0.9	1.0	1.1
Net Borç / VAFÖK (x)	2.4	1.0	2.3	1.6	1.7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma
(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

Geniş bir yelpazede beyaz eşya ve elektronik eşya üretimi ve satışı yapan Arçelik yurt içi beyaz eşya piyasasında %58 payla dominant bir pozisyona sahip. Bunun yanı sıra özellikle Avrupa'ya ihracatta öncü konumda olan şirketin başta Pakistan, Güney Afrika, Bangladeş ve Hindistan olmak üzere bir çok ülkede de faaliyetleri bulunmaktadır. 2020 sonunda Hitachi'nin Japonya operasyonlarına %60 ortak olmak üzere anlaşmaya varan şirket yakın zamanda da Whirlpool'un Türkiye'deki 2,7 milyon adet kapasiteli fabrikasını da satın almayı kararlaştırmıştır.

Ortaklık Yapısı



ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.