



STRATEJİ VE HİSSE ÖNERİLERİ

15 Aralık 2020



Piyasa Görüşü: Pozitif (Korunuyor)

Aşıya yönelik haber akışı küresel hisse senetleri piyasasını desteklemeyi sürdürüyor... Kasım ayında, küresel hisse senedi piyasaları günümüze kadar olan en büyük aylık artışını gösterdi ve MSCI AC Dünya Endeksi USD bazında +%12.2'lik artış kaydetti. COVID-19 aşılı ile ilgili umut verici haberler performansın ana sebebidir. Kasım ayı boyunca, klinik denemelerin ümit verici sonuçlarına ilişkin duyurular, hisse senedi endekslerinin tüm zamanların en yüksek seviyelerine (ABD'de) veya yıllardır görülmemeyen seviyelere (Japonya) dönmesine yardımcı oldu. Yatırımcılar; etkili ve güvenli bir aşının yakın zamanda hazır olacağına ikna olmuş durumda ve buna ek olarak, merkez bankaları güvercin duruşlarını sürdürüyor ve etkili mali teşvikler 2021 yılı ekonomik görünümünü de desteklemeye devam edecek gibi görünüyor. Küresel düzeyde, enerji sektörü (petrol fiyatlarındaki toparlanmanın etkisiyle), finans sektörü ve konjonktürel artışlardan etkilenen sektör hisseleri belirgin bir şekilde daha iyi performans gösterirken defansif sektörler hisseleri (kamu hizmetleri/yan hizmetler, tüketici ürünleri ve telekomünikasyon) geride kaldı. Kısacası, hisse senedi piyasası yükseliş tasdiklenmiş görünmekte ve riskli varlıkların orta vadeli görünümü iyileşmektedir.

BIST olumlu performansına rağmen, rakiplerine göre hala yüksek iskontolu işlem görüyor... MSCI Türkiye Endeksi son iki ayda, dolar bazlı %15'lik bir yükseliş kaydetti ve MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler Endeksi'nin %3, MSCI Dünya Endeksi'nin %6 üzerinde bir performans sağladı. Yeni ekonomi yönetiminin olumlu mesajları, son dönemde yaşanan faiz artışı ve enflasyonla mücadele niyeti USD/TL paritesini daha stabil bir seviyeye getirdi ve CDS risk primi 360 mertebesine geriledi. Yeni ekonomi yönetiminin yapıcı adımları, yabancı yatırımcıların ilgisini de çekti ve Kasım ayında 1mlrUSD'lik Borsa'da alım gerçekleşti. Borsa İstanbul, son olumlu performansına rağmen 9.7x F/K ile işlem görürken, MSCI Gelişmekte olan ülkelere göre, tarihi ortalama iskonto seviyesi olan %24'ün üzerinde, %51'lik iskonto ile işlem görüyor.

Revize BİST-100 hedefimiz 1,710'la %23 yükselme potansiyeli içeriyor... Makro tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler neticesinde BİST-100 için hedefimizi %13 yükselterek 1,710'a revize ettik ve bu rakam %23 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Bu raporla ayrıca **KRDMD** ve **VERUS** için önerimizi Endeks Üzerinde Getiri'ye (Endekse Paralel Getiri'den) yükseltirken, **BRISA** ve **OTKAR**'ı Endekse Paralel Getiri'ye (Endeks Üzerinde Getiri'den) indirdik.

Kovid-19 sonrası ekonomik toparlanma bankacılık sektörünü cazip kılıyor... Kovid-19 kaynaklı dalgalanma sonrası iyileşen piyasa koşullarını, güncellenen makro tahminlerimizi ve daha düşük sermaye maliyetini hesaba katarak kapsamımızdaki sekiz banka için hedef fiyatlarımızı ortalama %20 artırıyoruz. Revizyonlar sonrası hedef fiyatlarımız takibimizdeki bankalar için ortalama %20 potansiyel getiriye işaret etmektedir. Önümüzdeki sene bu yıl ayrılan yüksek ihtiyati karşılıkların ardından potansiyel olarak daha düşük karşılık gideri beklerken komisyon gelirlerinde de yasal düzenlemelerin etkisinin azalmasıyla artış bekliyoruz. Kovid kaynaklı faaliyet giderlerindeki artışında 2021 yılında normalleşeceğini düşünüyoruz. Bunların ışığında takibimizdeki sekiz banka için 2020-22 kar tahminlerimizi ortalama %11 artırdık. 2021 yılında takibimizdeki bankalar için yıllık ortalama %13 (daha önce %18) ve 2020 için ise %32 (daha önce %16) net kar artışı öngörüyoruz. Bankalar arasında Garanti, Akbank ve Yapı Kredi en çok beğendiklerimizdir.

Hisse senetleri piyasası için temkinli pozitif görüşümüz devam ediyor... Model portföyümüz 17 Kasım kapanışlı son güncellemeye göre endeksin %10 oranında değer kazandığı dönemde piyasanın %2.7 altında getiri sağlasa da yılbaşından günümüze performansı endeksin %1.5 üzerindedir. Aşıyla ilgili global haber akışının ve yerel ekonomi yönetimindeki değişikliklerin önceki aylara göre görünürlüğü nispeten artırdığı görüşündeyiz. Bu, hisse senedi piyasasını desteklemeyi sürdürebilir. Türkiye'nin büyüme potansiyeline ve endeksin yükselme potansiyeline yatırım için en ideal hisselerden biri olan **KCHOL**'ü portföyümüze ekliyoruz. Bunun yanı sıra **TKFEN** de taahhüt segmentinin kârlılığında normalleşme beklentimiz ve pandemi sebebiyle ertelenen altyapı harcamalarının önemli ölçüde yeni proje potansiyeli barındırması sebebiyle portföyümüze girmiştir. Güncel portföyümüz **AKBNK, GARAN, KCHOL, SAHOL, TCELL, BIMAS, KOZAL, TKFEN, TTRAK, AVISA** ve **AKGRT** hisselerini içermektedir.



Makro Tahminler

Orta Vadeli Beklentiler: 2017-2021

				Baz Senaryo		Önceki Senaryo	
	2017	2018	2019	2020T	2021T	2020T	2021T
MAKRO GÖRÜNÜM							
GSYH Büyümesi (%)	7.4	3.0	0.9	0.1	5.0	-0.5	3.5
GSYH (mlr TL)	3,107	3,764	4,280	4,798	5,624	4,786	5,555
GSYH (mlr \$)	851	778	754	685	712	690	702
İşsizlik Oranı (% , yılsonu)	10.9	11.0	13.7	13.5	12.5	13.5	12.5
TÜFE (%)							
Ortalama	13.9	14.6	15.2	12.0	11.7	11.9	11.0
Dönem sonu	11.9	20.3	11.8	12.5	10.1	11.8	10.1
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (mlr TL) 1/	-47.4	-72.6	-123.4	-263.9	-241.8	-263.2	-166.6
GSYH'ye oran olarak	-1.5	-1.9	-2.9	-5.5	-4.3	-5.5	-3.0
Cari Denge (mlr \$)	-47.4	-27.1	8.0	-33.6	-28.5	-24.8	-34.7
GSYH'ye oran olarak	-5.6	-3.5	1.1	-4.9	-4.0	-3.6	-4.9
FINANSAL GÖRÜNÜM							
	2017	2018	2019	2020T	2021T	2020T	2021T
Döviz Kuru							
US\$/TL (ort.)	3.649	4.820	5.677	6.999	7.903	6.939	7.918
US\$/TL (dönem sonu, Aralık)	3.843	5.286	5.945	7.607	8.095	7.608	8.092
%	9.9	37.5	12.5	28.0	6.4	28.0	6.4
EUR/TL (ort.)	4.121	5.670	6.355	7.989	9.114	8.978	9.306
EUR/TL (dönem sonu, Aralık)	4.549	6.048	6.668	8.977	9.309	9.296	10.106
%	23.4	32.9	10.3	34.6	3.7	39.4	8.7
Reel Efektif Döviz Kuru (1995=100)							
Dönem sonu	89.1	76.4	75.3	64.2	66.5	68.2	65.2
% (yukarı yön değerlenmeyi göstermektedir)	-3.5	-14.3	-1.5	-14.7	3.6	-9.3	-4.4
2Y Gösterge Hazine Faizi (bileşik; %)							
Ortalama	11.8	18.5	17.8	11.7	11.8	11.6	12.0
Dönem sonu (Aralık)	13.4	19.7	11.7	13.5	10.5	13.5	11.5
Reel Faiz Oranı (bileşik, dönem sonu; %) 2/	-5.7	7.0	-0.7	3.1	2.3	2.2	1.5
Merkez Bankası Haftalık Repo Faizi (Dönem sonu; basit; %)	8.00	24.00	12.00	15.00	12.50	8.25	8.25

Kaynak: TCMB, Maliye Bk, TUIK, Oyak Yatırım, t=tahmin

1/ Maliye tanımı.

2/ Yıllık beklenen: (1+nominal faiz)/(1+dönem sonu enflasyon)

Portföy Önerileri



Portföy						
Hisse Kodu	Şirket	Hisse Fiyatı (TL)	Hedef Hisse Fiyatı (TL)	Yükseliş potansiyeli (TL)	Piyasa Değeri (USDmn)	3A Ort. İşlem Hacmi (USDmn)
AKBNK	Akbank	6.37	7.76	22%	4,174	90.1
GARAN	Garanti Bankası	9.66	11.83	22%	5,113	350.6
KCHOL	Koç Holding	19.54	25.00	28%	6,245	39.0
SAHOL	Sabancı Holding	10.67	14.00	31%	2,744	19.8
TCELL	Turkcell	15.59	21.50	38%	4,322	58.5
BIMAS	BİM	70.35	100.00	42%	5,383	29.1
KOZAL	Koza Altın	78.00	115.00	47%	1,499	22.8
TKFEN	Tekfen	16.25	20.00	23%	758	27.5
TTRAK	Türk Traktör	152.10	180.00	18%	1,023	7.0
AVISA	Avivasa	15.58	20.92	34%	353	1.4
AKGRT	Aksigorta	8.42	10.67	27%	325	3.0

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 14 Aralık 2020 kapanışlı veritabanı



Portföydeki Değişiklikler

Portföydeki Değişiklikler

Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık	Çıkarılanlar	Eklenenler	Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans*
AKBNK	12.0%		KCHOL	AKBNK	12.0%	-3.5%
GARAN	12.0%		TKFEN	GARAN	12.0%	4.1%
KCHOL	9.0%			TCELL	12.0%	-7.2%
SAHOL	9.0%			BIMAS	12.0%	-8.8%
TCELL	9.0%			TTRAK	12.0%	0.3%
BIMAS	9.0%			SAHOL	10.0%	-4.4%
KOZAL	8.0%			KOZAL	10.0%	-5.7%
TKFEN	8.0%			AVISA	10.0%	0.2%
TTRAK	8.0%			AKGRT	10.0%	0.9%
AVISA	8.0%					
AKGRT	8.0%					

Kaynak: Oyak Yatırım, *17 Kasım 2020-14 Aralık 2020



Portföyün Relatif Performansı

Hisse Performans	Getiri*	Relatif*	Eklendiğinden Bu yana relatif
AKBNK	6.3%	-3.5%	-7.3%
GARAN	14.7%	4.1%	-27.8%
TCELL	2.3%	-7.2%	-3.3%
BIMAS	0.6%	-8.8%	-19.7%
TTRAK	10.5%	0.3%	61.1%
SAHOL	5.3%	-4.4%	-3.3%
KOZAL	3.9%	-5.7%	-17.9%
AVISA	10.4%	0.2%	-8.2%
AKGRT	11.2%	0.9%	-6.0%
PORTFÖY	7.2%	-2.7%	
BİST 100	10.2%		

*17/11/2020-14/12/2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Yılbaşından	17/11/2020'den beri
BİST-100	17.5%	-20.5%	51.8%	-13.3%	26.4%	-17.6%	10.7%	47.6%	-21.0%	25.4%	21.4%	10.2%
Portföy	19.1%	-55.5%	96.2%	-0.3%	39.8%	-2.4%	13.8%	88.0%	-18.9%	49.5%	23.1%	7.2%
Relatif Getiri	1.4%	-44.0%	29.3%	15.0%	10.6%	18.5%	2.8%	27.4%	2.5%	19.3%	1.5%	-2.7%

Kaynak: Oyak Yatırım

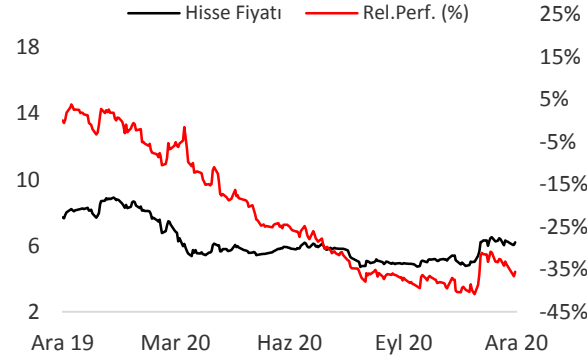
* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren



Hisse Önerileri*

** Hisseler portföydeki ağırlıklarına göre sıralanmıştır, tablolar 14 Aralık 2020 kapanışıyla hazırlanmıştır*

AKBNK		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		6.37			
Hedef Fiyat (TL)		7.76			
Yükseliş Potansiyeli		22%			
Piyasa Değeri (\$mn)		4,174			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		90.1			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Kar	5,690	5,417	5,968	7,068	
% marj	-5.8	-4.8	10.2	18.4	
Özsermaye Karlılığı (%)	13.5	11.0	10.4	11.2	
Temettü	1,600	0	0	0	
% ödeme oranı	15	28	0	0	
% temettü verimi	2.7	4.8	0	0	
F/K (x)	5.8	6.1	5.6	4.7	
F/DD (x)	0.8	0.6	0.5	0.5	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Akbank'ın görece yüksek sermaye ve likidite oranları gibi defansif niteliklerini cazip değerlemesi ile birlikte seviyoruz. Akbank görece düşük bir kaldıraç oranına ve daha da büyümek için yeterli miktarda serbest sermayeye sahiptir. Akbank'ın orta vadede kaldıraç oranını artırarak sermaye getirisini sermaye maliyetine yaklaştıracağına inanıyoruz. Akbank, aktif kalitesi açısından da oldukça korunaklı bir profile sahiptir. Toplam karşılıklar, takipteki kredilerin tamamını karşılamaktadır. Akbank'ın toplam serbest karşılıkları 1,1 milyar TL olup, piyasa değerinin %3,5'ine tekabül etmektedir.

Bu raporla, Akbank için hedef fiyatımızı azalan risksiz faiz oranı ve revize edilen makro tahminlere dayanarak %14 artırıp 7,76 TL'ye yükseltiyoruz. Akbank için 2020-22 kar tahminlerimizi ortalama %4 artırıyoruz. 2020 yılında %10 büyüdükten sonra 2021'de net karın bir önceki yıla göre %18 artacağını tahmin ediyoruz. 2020'de yasal düzenlemelerin etkisinin azalmasıyla yükselmesini beklediğimiz komisyon gelirleri, Kovid etkisinin azalması ile normalleşmesini beklediğimiz faaliyet giderleri ve kredi risk maliyetindeki potansiyel düşüş, bizim görüşümüze göre 2021'de Akbank'ın kar artışının ana itici güçleri olacaktır.

Katalistler

Kasım ayı BDDK bankacılık verileri hisse için önemli bir katalisttir.

Riskler

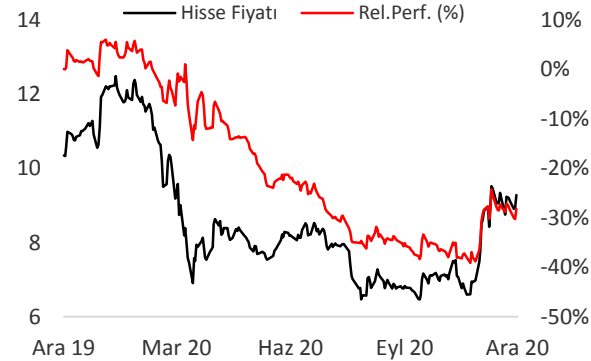
Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Akbank, 2021 tahmini 0,5 fiyat/defter değeri ve 4,7 fiyat/kazanç oranı ile işlem görürken, 2021 tahmini sermaye getirisi %11'dir. Akbank'ın %15 uzun vadeli sermaye getirisi ile 0,7 fiyat/defter değerinde işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Akbank, Türkiye'de ilk Kovid vakasının duyurulduğu 12 Mart'tan beri bankacılık endeksinin %12, BIST-100'ün ise %31 altında performans sergilemiştir.



GARAN		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		9.66			
Hedef Fiyat (TL)		11.83			
Yükseliş Potansiyeli		22%			
Piyasa Değeri (\$mn)		5,113			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		350.6			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Kar	6,638	6,159	7,172	8,897	
% marj	4.6	-7.2	16.5	24.0	
Özsermaye Karlılığı (%)	15.1	12.3	12.4	13.4	
Temettü	1,750	0	0	0	
% ödeme oranı	20	26	0	0	
% temettü verimi	3.1	4.3	0	0	
F/K (x)	6.1	6.6	5.7	4.6	
F/DD (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Garanti, düşük kaldıraç oranı, yüksek sermaye getirisi, iyi yönetilen varlık kalitesi ve güçlü sermaye yeterliliği ile rakipleri arasında öne çıkmaktadır. Garanti, 3Ç20 itibarıyla %26 gibi düşük bir maliyet-gelir oranına sahip olup maliyet verimliliği açısından rakipleri arasında lider konumdadır. Toplam mevduatlar içindeki yüksek vadesiz mevduat payı (3Ç20 itibarıyla %45, rakipler %30) sayesinde Garanti'nin çekirdek gelirleri devam eden makas daralmasından görece daha az etkilenmelidir. Garanti'nin net uzun döviz pozisyonu, 3Ç itibarıyla özkaynakların %14'üne (rakipler arasında en yüksek) denk gelmekte olup bankayı liradaki olası değer kayıplarına karşı korumaktadır. Garanti, 3Ç20 itibarıyla piyasa değerinin %11'ine ve takipteki alacaklarının %23'üne karşılık gelen 4,3 milyar TL'lik serbest karşılık tamponuna sahiptir.

Bu raporla, Garanti için hedef fiyatımızı azalan risksiz faiz oranı ve revize edilen makro tahminlere dayanarak %27 artırıp 11,83 TL'ye yükseltiyoruz. Garanti için 2020-22 kar tahminlerimizi ortalama %9 artırıyoruz. 2020 yılında %16 büyüdükten sonra 2021'de net karın bir önceki yıla göre %24 artacağını tahmin ediyoruz. 2020'de yasal düzenlemelerin etkisinin azalmasıyla yükselmesini beklediğimiz komisyon gelirleri, Kovid etkisinin azalması ile kredi risk maliyetindeki potansiyel düşüş, bizim görüşümüze göre 2021'de Garanti'nin kar artışının ana itici güçleri olacaktır.

Katalistler

Kasım ayı BDDK bankacılık verileri hisse için önemli bir katalisttir.

Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, fonlama maliyetlerindeki ani yükselişler ve TL'de hızlı değer kaybı değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran) ve daha iyi makro ortam yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Garanti, 2021 tahmini 0,6 fiyat/defter değeri ve 4,6 fiyat/kazanç oranı ile işlem görürken, 2021 tahmini sermaye getirisi %13'dür. Garanti'nin %16 uzun vadeli sermaye getirisi ile 0,8 fiyat/defter değerinde işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Garanti, Türkiye'de ilk Kovid vakasının duyurulduğu 12 Mart'tan beri bankacılık endeksinin %5, BIST-100'ün ise %25 altında performans sergilemiştir.



KCHOL		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		19.54			
Hedef Fiyat (TL)		25.00			
Yükseliş Potansiyeli		28%			
Piyasa Değeri (\$mn)		6,245			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		39			
Net Borç (TLmn)		-2,800			
FD (TLmn)		86,697			
TL mn	2017	2018	2019	2020T	
Net Kar	5,537	4,391	7,100	7,250	
Özsermaye Karlılığı (%)	17.5	12.6	18.1	16.2	
Temettü	1,009	531	859	870	
% ödeme oranı	18	12	12	12	
% temettü verimi	1.8	2.0	1.1	1.7	
F/K	8.9	11.3	7.0	6.8	
F/DD	1.5	1.4	1.2	1.0	

Hisseyi neden beğeniyoruz?

Türkiye'nin en büyük yatırım holding şirketi olan Koç Holding, Türkiye'nin büyüme potansiyeline ve endeksin yükselme potansiyeline yatırım için en ideal hisselerden biridir. Şirket hisseleri, son 5 yıllık ortalama %4 iskontoya kıyasla %26 iskonto ile ve yine son 5 yıllık ortalama F/K olan 8.8'e kıyasla 6.8x 2021 çarpanıyla işlem görüyor. Holding hisseleri sene başından bu yana riskli varlıklardan kaçış, iştiraklerin daha çok tercih edilmesi ve temettü ödemesine getirilen sınırlamanın etkisiyle endeksin %20, iştiraklerinin de %20 altında performans gösterdi. Şirket, Yapı Kredi Bankası dışındaki ana iştirakleri ile TL'de değer kaybına karşı döviz fiyatlı veya ihracata yönelik korunaklı bir portföye sahiptir. Avrupa'da muhtemel talep toparlanmasından ciddi anlamda pozitif etkilenecek şirketin aynı zamanda 9A20 sonu itibarıyla 362 milyon USD net nakit bulunuyor olup, bunun yaklaşık %85'i döviz cinsindedir. Son olarak, hep birlikte Koç Holding'in NAD'inin %46'sını oluşturan otomotiv sektörüyle olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Katalizörler

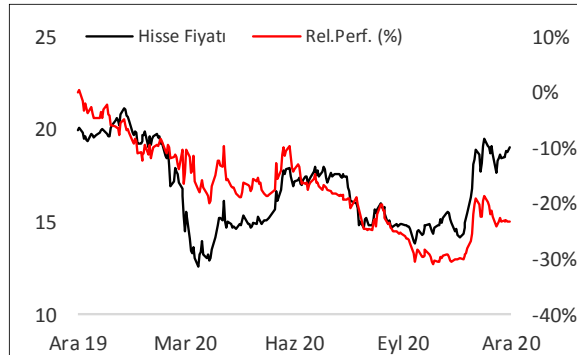
Türk hisse senetlerine yatırımcı ilgisinin artması, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha hızlı toparlanma, temettü ödemelerine uygulanan yasal kısıtlamanın kaldırılması, aşırı gelistirme konusunda olumlu haber akışı.

Riskler

Yatırımcı risk iştahının kötüleşmesi, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha uzun süren yavaşlama, temettü ödemelerine uygulanan sınırlamanın uzatılması, herhangi bir değer azaltıcı yatırım veya satın alma, Avrupa'da tüketici talebinde artan zayıflık .

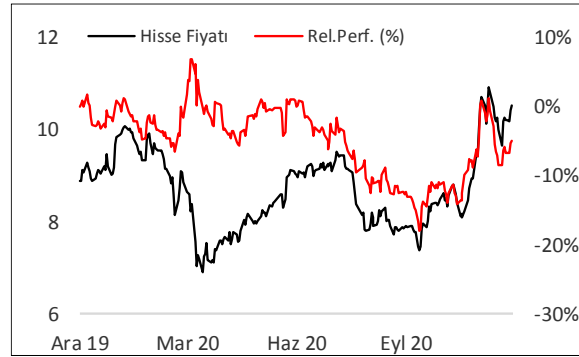
Değerleme

Hisselerle ilgili %28 yükselme potansiyeli içeren 25,00 TL/hisse hedef fiyatıyla Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunuyor.





SAHOL	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	10.67			
Hedef Fiyat (TL)	14.00			
Yükseliş Potansiyeli	31%			
Piyasa Değeri (\$mn)	2,744			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	20			
Net Borç (TLmn)	-1,800			
FD (TLmn)	56,599			
TL mn	2017	2018	2019	2020T
Net Kar	3,830	3,780	5,141	5,500
Özermaye Karlılığı (%)	13.7	12.1	14.5	13.8
Temettü	612	673	916	990
% ödeme oranı	16	18	18	18
% temettü verimi	2.8	2.8	3.1	4.2
F/K	5.7	5.8	4.2	4.0
F/DD	0.7	0.7	0.6	0.5



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Net aktif değerine göre %49 ve son 5 yıllık F/K oranına göre %35 ucuz çarpanda işlem gören Sabancı Holding hisselerinin oldukça ucuz olduğuna inanıyoruz. Gelirlerinin %90'ını Türkiye'de gerçekleştiren ve 2020'nin üçüncü çeyrek sonu itibarı ile 1,8 milyar TL net nakdi bulunan Sabancı Holding'in BİST hisseleri içinde güvenli hisselerden biri olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca giderek ağırlığı artan enerji segmentinin de banka-banka dışı kar dağılımını daha dengeli hale getirmektedir. Dahası, Enerjisa Üretim'in halka arzı öncesindeki borç azaltma girişimleri ve portföy optimizasyonları (Temsa ve Yünsa'nın satışı) olumlu gelişmeler olarak öne çıkmaktadır. Son olarak, net aktif değerinin toplam yarısını oluşturan Akbank ve Enerjisa hisseleri ile ilgili olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Katalistler

Enerjisa Üretim'in olası halka arzının önemli bir katalizör olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca perakende sektöründe artan karlılığın ve Türkiye ekonomisinde beklenenin ötesinde büyümenin şirketin karlılığına katkıda bulunacağına inanıyoruz.

Riskler

Azalan risk iştahı, Türkiye ekonomisinde beklenenden daha uzun süre yavaşlama, zayıf TL (Enerjisa Üretim'in kısa döviz pozisyonu).

Değerleme

Hisselerle ilgili %31 yükselme potansiyeline işaret eden 14.00 TL/hisse hedef fiyatımız ve Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemiz bulunmaktadır.



TCELL	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	15.59			
Hedef Fiyat (TL)	21.50			
Yükseliş Potansiyeli	38%			
Piyasa Değeri (\$mn)	4,322			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	58			
Net Borç (TLmn)	8,627			
FD (TLmn)	42,925			
<i>TL mn</i>	2018	2019	2020T	2021T
Net Satışlar	20,173	23,996	28,538	32,939
% büyüme	18%	19%	19%	15%
VAFÖK	9,097	10,745	12,503	14,091
% marj	45.1	44.8	43.8	42.8
Net Kar	2,021	3,246	4,014	4,666
% marj	10.0	13.5	14.1	14.2
Özsermaye Karlılığı (%)	13.1	19.1	19.8	19.7
Temettü	1,010	812	3,000	2,500
% ödeme oranı	50	25	75	54
% temettü verimi	5.5	2.9	2.4	8.7
F/K	17.0	10.6	8.5	7.4
FD/VAFÖK	4.7	4.0	3.4	3.0
F/DD	2.2	1.9	1.5	1.4

Hisseyi neden beğeniyoruz?

5G teknolojisinin uygulamaya geçmesini takiben, siber güvenlik ve dijital iş hizmetlerindeki girişimlerini de artırmasını beklediğimiz TCELL'in, gelecek yıllarda nakit akışını önemli seviyede artırma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Şirketin değerli iştirak portföyü (Superonline, Paycell ve Global Tower gibi) için stratejik alternatifleri düşündükleri takdirde ileriki dönemlerde gizli değerlerin açığa çıkmasını sağlayacaktır.

Telekom sektörünün Covid-19 salgınının yarattığı olumsuz etkilerinden, artan iletişim ve data kullanma ihtiyacını dikkate alarak, en az etkilenen sektörlerin başında geldiğini düşünüyoruz. TCELL'in mobil iletişim sektöründeki lider konumunu dikkate alarak artan iletişim harcamalarından en fazla fayda sağlayacak şirketlerin başında gelecektir. TCELL'in ekonomik dalgalanmalardan fazla olumsuz etkilenmeyen korunaklı ve dengeli bir gelir yapısı vardır. Artan akıllı telefon ve internet bağlantısı penetrasyonu, yüksek data kullanımı ve çapraz satış imkanları sayesinde TCELL'in büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

TCELL güçlü bilanço yapısı ve dengeli risk yönetimi ile kendisini ayırtmaktadır. Şirket bilançosunda önemli miktarda döviz pozisyonu taşımamayı hedeflemektedir (3Ç20 sonunda 10% döviz duyarlılık analizinde +21mn TL kâr etkisi). Güçlü nakit akımı yaratma kapasitesi, azalan yatırım harcaması ihtiyacı ile borçluluk seviyesini azaltmaktadır. Şirketin 3Ç20 sonu net borç/FAVÖK oranı 0.7x'tir ve bilançoda borç riski bulunmamaktadır.

Katalistler

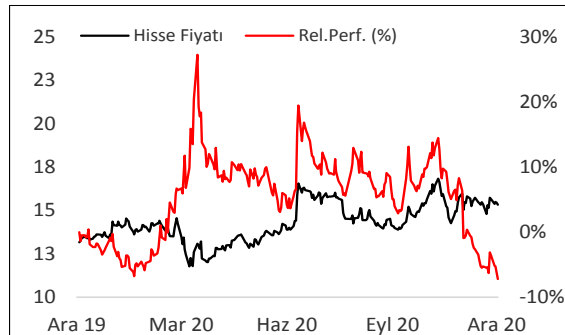
Daha yüksek data kullanımını sağlayacak tüketici güveninin artması. İştirakler ile ilgili stratejik alternatiflerin değerlendirilmesi.

Riskler

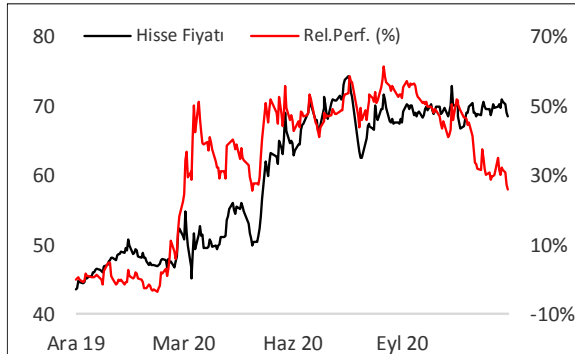
Tüketici talebindeki hızlı düşüş abone sayısındaki artışı ve abone başına elde edilen gelirin (ARPU) zayıflamasına sebep olabilir.

Değerleme

TCELL'in hisse performansı İMİS'in hisse satışının da paylar üzerinde negatif algı yaratmasının ardından son 3 ayda BIST100'ün %11 gerisinde kaldı. Son 12 aylık dönemde ise %7'lik daha az göreceli getiri sunan Turkcell için hedef fiyatımız pay başına 21,50 TL'dir bu son kapanış fiyatına göre %38'lik cazip bir getiri potansiyeli sunmaktadır. TCELL 2021 tahminlerimize göre operasyonel yatırım harcamaları hariç 3.0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.



BIMAS		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		70.35			
Hedef Fiyat (TL)		100.00			
Yükseliş Potansiyeli		42%			
Piyasa Değeri (\$mn)		5,383			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		29			
Net Borç (TLmn)		2,024			
FD (TLmn)		44,741			
<i>TL mn</i>					
	2018	2019	2020T	2021T	
Net Satışlar	32,323	40,212	55,432	67,882	
% büyüme	30%	24%	38%	22%	
VAFÖK	1,879	3,149	4,871	5,292	
% marj	5.8	7.8	8.8	7.8	
Net Kar	1,250	1,225	2,464	2,635	
% marj	3.9	3.0	4.4	3.9	
Özsermaye Karlılığı (%)	38.7	31.6	46.3	37.8	
Temettü	972	1,518	1,478	1,581	
% ödeme oranı	78	124	60	60	
% temettü verimi	1.4	2.3	3.6	3.5	
F/K	34.2	34.9	17.3	16.2	
FD/VAFÖK	23.8	14.2	9.2	8.5	
F/DD	12.2	10.1	6.7	5.7	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Şirketin defansif yapısının, yaygın mağaza ağının ve indirimli perakende odaklı iş modelinin tüketicilerin harcamalarının baskı altında olduğu bu dönemde avantaj olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. Son beklenti revizyonu güçlü 4Ç20'ye işaret etmektedir.

Kovid-19 ve şirketin süreci düzgün yönetimiyle 9A2020'de satışlar, FAVÖK ve net kar yıllık bazda sırasıyla %35, %51 ve %97 oranlarında artış kaydetmiştir. Son dönemdeki vaka sayıları ve kontrollü kapanma sürecinin de etkisiyle şirketin son çeyrek finansallarının da güçlü olmasını öngörüyoruz.

BİM geçen hafta BIM Fas hisselerinin %35'inin satışına ilişkin hisse alım-satım sözleşmesi imzalandığını açıklamıştır. Gerekli onayların alınmasıyla tamamlanacak satışla mevcut büyüme trendinin sürdürülmesi, geliştirilmesi ve bölgede uzmanlaşmış yatırımcılar ile yerelleşmeye katkı sağlanması amaçlanmaktadır. Satış tutarının USD70mn ABD Doları + kapanış düzeltmeleri (USD7 -12mn arasında olması beklenmektedir.) TFRS kayıtlarına göre kapanış düzeltmeleri hariç 455.000.000 TL karın özkaynaklar altında muhasebeleştirilmesi amaçlanmaktadır. Şirketin Eylül 2020 sonu net borç ve özkaynaklarının sırasıyla TL2milyar ve TL5.4milyar seviyesinde olduğu göz önüne alındığında gelişme olumludur.

Riskler

Rekabetin irrasyonelleşmesi, tüketici güveninde ciddi yavaşlama, işsizlikte kalıcı ciddi artış

Katalistler

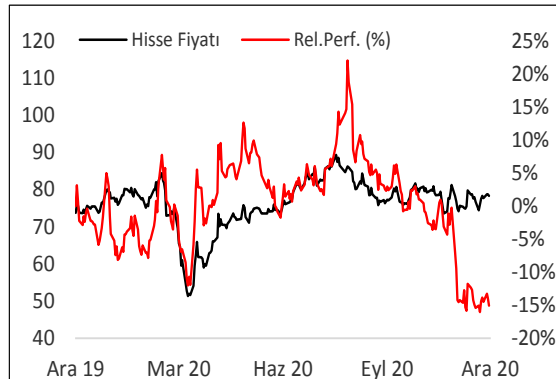
Temettü dağıtım oranı sınırlamasının kaldırılması, çeyrek sel sonuçlar

Değerleme

BİM için hisse başına TL100 hedef fiyatımız %42'lik yükselme potansiyeline işaret etmektedir.



KOZAL		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		78.00			
Hedef Fiyat (TL)		115.00			
Yükseliş Potansiyeli		47%			
Piyasa Değeri (\$mn)		1,499			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		23			
Net Borç (TLmn)		-5,543			
FD (TLmn)		6,352			
<i>TL mn</i>	2018	2019	2020T	2021T	
Net Satışlar	1,611	2,849	3,454	4,161	
% büyüme	66%	77%	21%	20%	
VAFÖK	900	1,823	2,264	2,743	
% marj	55.9	64.0	65.5	65.9	
Net Kar	1,174	1,767	2,065	2,537	
% marj	72.9	62.0	59.8	61.0	
Özsermaye Karlılığı (%)	34.5	36.3	30.0	27.0	
Temettü	0	0	0	0	
% ödeme oranı	0	0	0	0	
% temettü verimi	0	0	0	0	
F/K	10.1	6.7	5.8	4.7	
FD/VAFÖK	7.1	3.5	2.8	2.3	
F/DD	3.0	2.1	1.5	1.1	



Hiseyi neden beğeniyoruz?

Koza Altın, ons altın ve dolar bazlı iş modeline ek olarak, sahip olduğu güçlü bilanço yapısı ile Borsa İstanbul'da işlem gören defansif hisselerin arasında yer alıyor. 9A20 itibarıyla, şirketin sahip olduğu net nakit pozisyonu 5.5mlrTL'dir ve mevcut piyasa değerine oranı yaklaşık %46 seviyesindedir. Yılın ilk dokuz ayında, şirketin üretim tutarı yıllık bazda %21 daraldı ve 193bin ons olarak gerçekleşti. Dördüncü çeyrekte, şirketin mevsimsellik etkisinden yararlanmasını ve 82bin ons altın üretimi (-%25 y/y, +%37 ç/ç) gerçekleştirmesini bekliyoruz ve bu sayede, yıllık üretim tutarının da 275bin ons seviyesine (-%22 y/y) geri çekileceğini hesaplıyoruz. Dördüncü çeyrek için ortalama ons altın beklentimiz ise 1,850\$ mertebesinde. 2021 yılında, şirketin üretim rakamlarında %5'lik bir düşüş öngörüyoruz ve 265bin ons altın üreteceğini varsayıyoruz. 2021 yılı ortalama \$1,900 dolar ons altın beklentimize istinaden Koza Altın'ın sırasıyla; 4,161mnTL net satış hasılatı (+%21 y/y), +2,859mnTL FAVÖK (+%26 y/y) ve 2,537mnTL net kar (+%23 y/y) açıklamasını bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse şirket yönetimi, Ekim ayının ilk haftasında Mollakara Projesi ile ilgili detaylı açıklamalara yer vermişti. Proje yatırım maliyetinin yaklaşık 150mn USD civarında olması hesaplanırken, projede 500'e yakın personel istihdam edilmesi planlanıyor. Mollakara projesinde, rezervleri arttırmak amacıyla ek olarak 10.000m sondaj yapılması hedefleniyor. Yapılan fizibilite çalışmalarına göre, ilgili proje kapsamında yaklaşık 9-10 ton altın üretimi öngörülmüyor ancak metalurji çalışmalarının sonucuna göre, gelecekte ilgili projeye ilişkin olarak altın üretim miktarının 9-10 tondan 23-25 tona çıkması ihtimal dahilinde olduğu ifade edildi. Şirket yönetiminin beklentisine göre Mollakara projesi 4Ç22'de devreye alınabilir. Yıllık 70-75bin/ons üretim gerçekleştirilmesi ve 4 yıllık periyotta, toplamda 300bin ons altın üretimi yapılması planlanıyor. Açıklanan datalarla birlikte Mollakara projesi, defansif bir yaklaşımla mevcut değerlememizde yaklaşık %5-10 bandı aralığında yukarı yönlü bir risk oluşturuyor ancak olası rezerv artışları ile birlikte bu risk daha fazla da olabilir. Son olarak belirtmek isteriz ki, Mollakara projesi mevcut hedef fiyatımız içinde yer almıyor.

Katalistler

Altın fiyatlarında ve Dolar/TL kurunda artış, 5.5mlrTL net nakit pozisyonu, Mollakara Projesi ile ilgili potansiyel gelişmeler.

Riskler

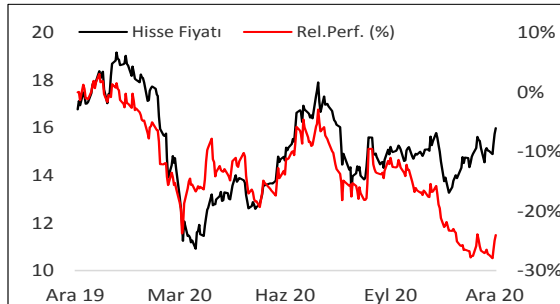
Altın, Dolar/TL ve üretim miktarlarında yaşanabilecek ani düşüş, nakit maliyetlerde meydana gelebilecek sert yükseliş.

Değerleme

Koza Altın için 'Endeks Üzeri Getiri' önerimizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız 115TL/hisse olup (önceki: 113.90TL/hisse), son kapanışa göre %47 yükseliş potansiyeli sunmaktadır. 2020 ve 2021 varsayımlarımıza göre Koza Altın sırasıyla; 5.8x F/K ve 2.8x FD/FAVÖK ve 4.7x F/K ve 2.3x FD/FAVÖK gibi ucuz sayılabilecek çarpanlarla işlem görüyor.



TKFEN	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	16,25			
Hedef Fiyat (TL)	20,00			
Yükseliş Potansiyeli	23%			
Piyasa Değeri (\$mn)	758			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	28			
Net Borç (TLmn)	-833			
FD (TLmn)	5,268			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T
Net Satışlar	12,147	14,603	13,600	13,091
% büyüme	62%	20%	-7%	-4%
VAFÖK	1,470	1,917	810	1,162
% marj	12.1	13.1	6.0	8.9
Net Kar	1,403	1,421	465	608
% marj	11.6	9.7	3.4	4.6
Özsermaye Karlılığı (%)	38.2	29.0	7.9	9.0
Temettü	422	426	140	180
% ödeme oranı	30	30	30	30
% temettü verimi	3.9	7.0	7.1	2.3
F/K	4.3	4.2	12.9	9.9
FD/VAFÖK	3.6	2.7	6.5	4.5
F/DD	1.4	1.1	0.9	0.8



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Pandemi döneminde Tekfen'in faaliyetlerini yürüttüğü bölgelerde ertelenen altyapı yatırımlarının 2021 yılıyla birlikte geri dönmeye başlayacağını düşünüyoruz. Öte yandan Hazar Bölgesi'nde politik görünümün düzelmeye başlamasının ardından; ertelenen altyapı harcamalarına ek olarak bölgenin yeniden inşası için gerçekleştirilmesi muhtemel projelerde de Tekfen'in yer alacağını düşünüyoruz. Gübre segmentinde ise pandemi döneminin ardından artış gösteren gıda talebiyle ve tarımsal üretim bilinciyle birlikte güçlü görünümün süreceğine inanıyoruz. Güçlü karlılığa sahip elleçleme hizmetlerinde ise pandemi dönemindeki kadar güçlü bir büyüme öngörmüyoruz. Zira emtialardaki fiyat artışları ve daha fazla fiyat artışı beklentisi müşterilerin son zamanlarda daha fazla ürün stoklamasına neden olmuştur.

Ek olarak mühendislik segmentinde, milli helikopter projesi gibi olası yeni projeler her ne kadar konsolide kârlılığı etkisi az olsa da Tekfen'in nakit akışını destekleyebilir. Tarım segmentinin ise başabaş noktasına gelmesinin ardından önümüzdeki yıldan itibaren hafif pozitif FAVÖK üreteceğini ve nakit akışını katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Mevcut ana faaliyetlerinin yanı sıra, polipropilen yatırımına ilişkin olası bir gelişme +200mn USD / yıl FAVÖK sağlayabilir. Ancak bu aşamada projeye ilgili önemli bir gelişme yok, bu nedenle polipropilen projesine ilişkin varsayımları henüz modelimize koymuyoruz.

Hatırlanacağı üzere pandemi döneminde taahhüt segmenti maliyetlerinde önemli seviyede artış yaşanmasına karşın projelerin ilerleme hızlarındaki ivme bozulmasından ötürü bu segmentin kârlılığı oldukça düşük seviyelere gerilemişti. 4Ç20'den itibaren müşterileriyle geçmiş dönemlerde artan maliyetlere ilişkin görüşmeler gerçekleştiren Tekfen'in; proje ilerleme hızlarında normale dönüşün ardından taahhüt segmenti kârlılığının önemli ölçüde düzeleceğini düşünüyoruz.

Katalistler

Hazar ve Orta Doğu bölgesinde ertelenmiş altyapı yatırımları. Taahhüt segmentinde projelerin ilerleme hızlarındaki normalleşmeye bağlı olarak daha yüksek kârlılık elde edilecek olması. Gübre segmentinde pandemic dönemde ve pandemi döneminin ardından güçlü görünümün devam etmesi.

Riskler

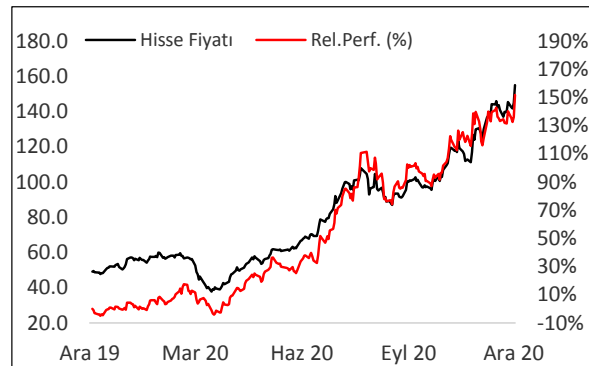
Operasyon bölgelerinde politik görünümün düzelmemesi ihtimali. Pandeminin kontrol altına alınmaması durumunda taahhüt segmentindeki beklenen iyileşmenin gecikmesi.

Değerleme

Modelimiz 2021 yılında 1,25 milyar ABD doları yeni proje eklenmesi varsayımıyla ve mevcut iş hacminden yaklaşık %70 tamamlanma oranı ve gelecek yıl edinilecek projelerden ise %20 tamamlanma oranıyla hala muhafazakar varsayımlara sahiptir ve varsayımlarımıza göre Tekfen payları 4.5x FD/FAVÖK ile cazip bir getiri imkanı sunmaktadır.



TTRAK		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		152.10			
Hedef Fiyat (TL)		180.00			
Yükseliş Potansiyeli		18%			
Piyasa Değeri (\$mn)		1,023			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		7			
Net Borç (TLmn)		-92			
FD (TLmn)		8,026			
<i>TL mn</i>	2018	2019	2020T	2021T	
Net Satışlar	3,909	3,806	5,916	7,704	
% büyüme	-7%	-3%	55%	30%	
VAFÖK	498	373	964	1,194	
% marj	12.7	9.8	16.3	15.5	
Net Kar	240	112	625	900	
% marj	6.1	2.9	10.6	11.7	
Özsermaye Karlılığı (%)	34.1	15.8	60.5	61.6	
Temettü	0	100	550	800	
% ödeme oranı	0	89	88	89	
% temettü verimi	3.7	0	1.2	6.8	
F/K	33.8	72.5	13.0	9.0	
FD/VAFÖK	16.1	21.5	8.3	6.7	
F/DD	12.5	10.6	6.2	5.0	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Tarmakbir (Tarım Alet ve Makinaları İmalatçıları Birliği) raporlarına göre, Türkiye'de 1.2-1.4 milyon adetlik traktör parkının yaklaşık %50'sinin 30 yaşından büyük olduğu tahmin ediliyor. Bir traktörün ortalama mekanik ömrünün ise yaklaşık 12bin saat (yaklaşık 24-30 yıl mekanik ömür) olduğu varsayılıyor. Traktör pazarındaki yaşlılığın piyasa oyuncuları için gelecek yıllarda da oldukça önemli seviyede satış hacmi potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. İç piyasa satışlarının artması TTRAK'ın operasyonel marjlarını da artırırken, ihracat adetlerinde ise gelecek yıllarda önemli seviyede değişim beklemiyoruz.

Hatırlanacağı üzere, pazarda önemli düzeyde ötelenmiş talep olmasına rağmen Covid-19 pandemisinin başlangıcında üretimin durması ve stok adetlerindeki eksiklik sebebiyle yetersiz satış adetleri gösteren Türk Traktör; pandeminin etkisinin azalmasının ardından son altı ayda bir önceki yıla göre oldukça güçlü bir büyüme gösterdi. Şirketin önümüzdeki çeyreklerde güçlü büyüme ivmesini koruyacağına inanıyoruz. 2020T ve 2021T'de 55 bin ve 60 bin adetlik traktör pazarı bekliyoruz ve Türk Traktör'ün ise %45-%50 bandında pazar payını koruyacağını düşünüyoruz.

2020'deki büyüleyici büyüme ivmesinin ardından, traktör pazarı için doymuş bir pazar durumu varsaymıyoruz. Bu bağlamda gelecek yıllarda 55-60 bin adetlik sürdürülebilir bir traktör pazarı bekliyoruz. Buna ek olarak, Tier 4 traktörlere geçiş, Türk Traktör'ün yerel pazar payını destekleyecek olup, şirket yalnızca Tier 4 için değil, aynı zamanda Tier 5 geçişi için de Ar-Ge faaliyetlerini tamamlamıştır. Tarımsal üretimin Covid-19 salgını sonrası artan önemi sayesinde, ihracat hacimleri için yukarı yönlü risklerin, aşağı yönlü risklerden daha fazla olduğunu düşünüyoruz. Uzun vadede, Şirket'in 12,5 bin-15,0 bin adet ihracat sevkiyatını sürdürmesini bekliyoruz. Türk Traktör'ün gelecek yıllarda AB pazarlarında Tier 5 traktörlere geçilmesi durumunda önemli seviyede ek yatırım ihtiyacı da olmayacak.

Katalistler

Yurtiçi ertelenmiş talebin büyüklüğü, Ziraat Bankası'nın traktör alımlarında sunduğu piyasa faiz oranlarına kıyasla düşük faiz oranları ve tarımsal üretimde diğer devlet teşvikleri.

Riskler

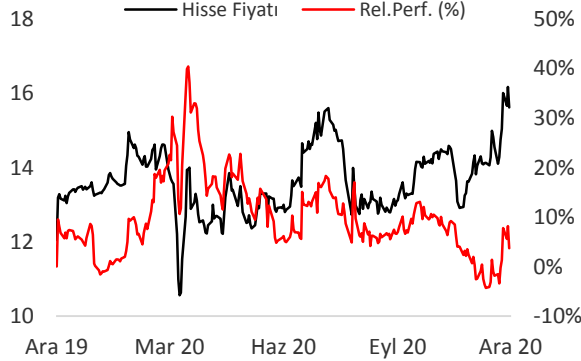
Tüketici güvenini ve tarımsal üretimi azaltabilecek makroekonomik şartlar oluşması.

Değerleme

TTRAK, BIST100 endeksine göre son 3 ayda yaklaşık %19 daha iyi performans gösterdi. Güçlü satış adetlerinden ve artan kâr marjlarından dolayı ise son bir yıllık periyotta endeks göreceli olarak %148'lik oldukça iyi bir getiri gördük. TTRAK için 180.00 TL / hisse hedef fiyatı ile %18'lik getiri potansiyeli görüyoruz. Varsayımlarımıza göre, TTRAK 2021 yılı için 6.7x FD/FAVÖK ve 9.0x F/K ile işlem görmektedir.



AVISA	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	15.58			
Hedef Fiyat (TL)	20.92			
Yükseliş Potansiyeli	34%			
Piyasa Değeri (\$mn)	353			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	1.4			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T
Net Kar	191	209	316	389
% marj	88.1	9.4	50.9	23.3
Özsermaye Karlılığı (%)	60.3	47.3	55.1	55.0
Temettü	48	100	160	237
% ödeme oranı	34	48	52	77
% temettü verimi	0.8	1.7	3.6	5.7
F/K (x)	14.7	13.4	8.9	7.2
F/DD (x)	7.6	5.5	4.4	3.6



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Önümüzdeki dönemlerde hem hayat branşının hem de emeklilik tarafının artan prim üretimi ve yükselen emeklilik varlık büyüklüğü ile karlılığı destekleyeceğini öngörmekteyiz. Artan katılımcı sayısı ve çok kanallı dağıtım ağı sayesinde, AvivaSa'nın emeklilik varlık büyümesinin 2022 yılına kadar üç yıllık (2019-22T) bileşik %27 artışla 46 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. AvivaSa'nın teknik gelir marjının, son üç yıllık ortalama %6,3'dan önümüzdeki üç yılda kârlı bir şekilde %8,6'ya yükseleceğini öngörüyoruz. Sermaye getirisinin, 2020-2022 döneminde ortalama %54 seviyesinde gerçekleşeceğini beklemekteyiz ki, bu oran takibimizdeki finansal sektör şirketleri arasında en yüksek sermaye getirisidir.

Bu raporla, AvivaSa için hedef fiyatımızı azalan risksiz faiz oranı ve revize edilen makro tahminlere dayanarak %14 artırıp 20,92 TL'ye yükseltiyoruz. AvivaSa için 2020-22 kar tahminlerimizi ortalama %13 artırıyoruz. Net karın 2020'de 316 milyon TL'den (yıllık +%51) 2021'de 389 milyon TL'ye (yıllık +%23) yükselmesini öngörüyoruz.

Katalistler

AvivaSa'nın ana katalizörleri olarak zorunlu işveren katkı payını, 18 yaş altının sisteme dahil edilmesini ve kıdem tazminatlarının bireysel emeklilik sistemine potansiyel transferini sayabiliriz.

Riskler

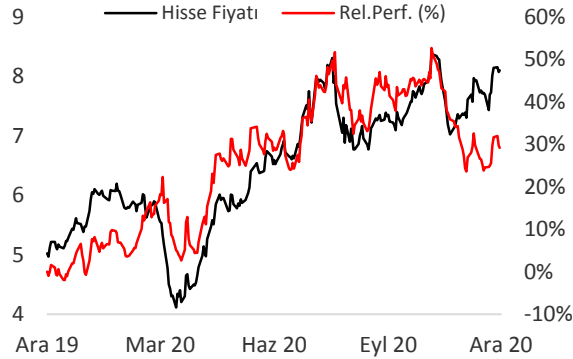
Beklenenden düşük GSYİH büyümesi, mevduat faizlerindeki ani yükseliş ve kurda değer kaybının hızlanması, değerlememiz üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturuyor. %25 devlet katkısındaki herhangi bir azalma aşağı yönlü bir risk olarak da sayılabilir. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz faiz oranı) ve daha iyi makro ortam ise yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

AvivaSa, 2021 tahmini 7,2x F/K ve 3,6x F/DD'de işlem görmektedir. 2021T sermaye getirisi beklentimiz %55'dir. 2030'a kadarki tahmin dönemimiz boyunca %77 temettü dağıtım oranını hesaba katıyoruz, bu da 2021 için %6'lık bir temettü getirisi olduğunu gösteriyor. Aksigorta, Türkiye'de ilk Kovid vakasının duyurulduğu 12 Mart'tan beri BIST-100'ün %23 altında performans sergilemiştir.



AKGRT		Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)		8.42			
Hedef Fiyat (TL)		10.67			
Yükseliş Potansiyeli		27%			
Piyasa Değeri (\$mn)		325			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		3.0			
TL mn	2018	2019	2020T	2021T	
Net Kar	228	366	450	505	
% marj	79.2	61.0	22.8	12.2	
Özsermaye Karlılığı (%)	33.8	45.3	45.0	41.1	
Temettü	110	202	202	247	
% ödeme oranı	0	87	89	55	
% temettü verimi	0	4.3	7.8	7.8	
F/K (x)	11.3	7.0	5.7	5.1	
F/DD (x)	3.6	2.9	2.3	1.9	



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Aksigorta'nın hisse başı karlılık büyümesinin, yüksek faaliyet karlılığı ve yatırım gelirindeki potansiyel artış sayesinde ileriye dönemlerde hızlanmasını bekliyoruz. Aksigorta için 3 yıllık (2019-22T) bileşik %15 kar büyümesi öngörmekteyiz. 2020'de teknik karın iyi gelişen motor branş marjlarının etkisiyle bir önceki yıla göre %155 artacağını (Covid etkisi düzeltilmiş +%62), 2021'de ise %5 düşeceğini (Covid etkisi düzeltilmiş +%50) tahmin ediyoruz. Ayrıca, yatırım portföy gelirinin daha yüksek getirili varlıkların tercih edilmesiyle 2021'de %21 artacağını düşünüyoruz. Uzun vadeli kombine oranı tahmin dönemimiz boyunca (2020-30T) %92 olarak varsayarken, Aksigorta için uzun vadeli sermaye getirisini %30 olarak öngörüyoruz.

Bu raporla, Aksigorta için hedef fiyatımızı azalan risksiz faiz oranı ve revize edilen makro tahminlere dayanarak %15 artırıp 10,67 TL'ye yükseltiyoruz. Aksigorta için 2020-22 kar tahminlerimizi ortalama %1 artırıyoruz. Net karın 2020'de 450 milyon TL'den (yıllık +%23) 2021'de 505 milyon TL'ye (yıllık +%12) yükselmesini öngörüyoruz.

Katalistler

Olası fiyat artışları ile birlikte motor sektöründe potansiyel olarak daha yüksek pazar payı kazanımları.

Riskler

Beklenenden daha düşük GSYİH büyümesi, TL'de hızlı değer kaybı ve asgari ücretin beklenenden daha çok artması değerlememiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. 10Y tahvil getirilerindeki potansiyel düşüş (risksiz oran), daha iyi makro ortam ve TL mevduat faizlerindeki yükselişler yukarı yönlü risklerdir.

Değerleme

Aksigorta, 2021 tahmini 5,1x F/K ve 1,9x F/DD'de işlem görmektedir. 2021T sermaye getirisi beklentimiz %41'dir. 2030'a kadarki tahmin dönemimiz boyunca %55 temettü dağıtım oranını hesaba katıyoruz, bu da 2021 için %8 temettü getirisine işaret ediyor. Aksigorta, Türkiye'de ilk Kovid vakasının duyurulduğu 12 Mart'tan beri BIST-100'ün sadece %7 üzerinde performans sergilemiştir.



Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları

Gerek makro tahminlerimizdeki revizyonlar gerekse modellerimizde kullandığımız risksiz getiri oranını %14'ten %13'e indirmemizin etkisiyle revize hisse fiyatlarımızla oluşan 12 aylık endeks tahminimiz 1,710 olmuştur (önceki tahmin 1,507). Söz konusu rakam %23'lük yükselme potansiyeline işaret etmektedir. 2020 için revize hisse başına net kar artışı beklentimiz %1'dir. Finansal sektör karlılığı için yıllık bazda %32 büyüme tahminimize karşılık finans dışı tarafta öngörülen %16'lık daralma bunda etkindir.

Takip eden sayfalardaki tablolarda detayları görülebileceği gibi revize tahminler ve konjonktür ışığında takibimizdeki hisselerden **KRDMD** ve **VERUS**'u Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyor, **OTKAR** ve **BRISA**'yı da Endeks Üzerinde Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz.

Hisse	Kapanış	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P.	Satışlar (2020)		FAVÖK (2020)		Net Kar (2020)		Satışlar ('21T)	FAVÖK ('21T)	Net Kar ('21T)
	(TL)	Eski	Yeni	Eski	Yeni	%	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni			
AKBNK	6.37	EÜ	EÜ	6.82	7.76	22%					5,832	5,968			7,068
ALBRK	1.86	EP	EP	1.72	1.94	4%					172	201			285
GARAN	9.66	EÜ	EÜ	9.34	11.83	22%					6,699	7,172			8,897
HALKB	5.35	EP	EP	5.90	6.12	14%					2,713	2,822			2,985
ISCTR	6.68	EP	EP	5.66	7.49	12%					6,005	7,028			8,141
TSKB	1.81	EA	EA	1.27	1.60	-12%					701	745			843
VAKBN	4.59	EP	EP	4.79	5.17	13%					4,182	5,258			4,869
YKBNK	3.06	EÜ	EÜ	2.83	3.81	25%					4,472	5,835			6,506
AKGRT	8.42	EÜ	EÜ	9.31	10.67	27%					446	450			505
AVISA	15.58	EÜ	EÜ	18.40	20.92	34%					316	316			389
AKCNS	15.61	EP	EP	12.10	15.60	0%	1,735	1,881	278	324	70	117	2,163	362	173
AKSA	11.68	EÜ	EÜ	11.70	13.80	18%	3,851	3,851	785	785	351	351	4,405	927	436
AEFES	21.8	EÜ	EÜ	30.50	34.00	56%	25,514	26,251	4,433	4,962	744	746	32,713	6,009	1,140
ARCLK	31.58	EÜ	EÜ	36.50	38.00	20%	39,540	40,112	4,794	4,715	2,512	2,452	48,887	5,617	2,189
ASELS	17.87	EP	EP	19.50	20.50	15%	18,826	15,897	3,921	3,466	4,150	4,840	21,785	4,749	5,744
AYGAZ	14.4	EÜ	EÜ	13.50	16.85	17%	10,380	10,380	456	456	-23	-23	12,020	481	448
BIMAS	70.35	EÜ	EÜ	82.00	100.00	42%	54,128	55,432	4,727	4,871	2,339	2,464	67,882	5,292	2,635
BRISA	19.08	EÜ	EP	19.70	20.00	5%	3,793	3,793	837	837	389	389	4,839	1,050	559
CEMTS	15.5	EA	EA	9.00	12.50	-19%	730	730	75	92	80	128	840	109	130
COLLA	63.65	EÜ	EÜ	62.50	73.00	15%	13,714	13,866	2,882	2,949	1,407	1,464	16,912	3,485	1,683
CIMSA	16.71	EP	EP	11.00	17.20	3%	1,950	2,232	332	431	78	168	2,570	496	218
DOAS	27.76	EA	EA	21.00	24.00	-14%	18,769	19,133	1,695	1,721	1,071	1,078	21,260	1,564	915
ENJSA	11.04	EÜ	EÜ	12.00	13.50	22%	23,125	23,125	5,486	5,486	1,750	1,750	25,438	6,035	1,810

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 14 Aralık 2020 tarihli kapanışlar

Hedef Fiyat ve Öneri Revizyonları



Hisse	Kapanış (TL)	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri P. %	Satışlar (2020T)		FAVÖK (2020T)		Net Kar (2020T)		Satışlar ('21T)	FAVÖK ('21T)	Net Kar ('21T)
		Eski	Yeni	Eski	Yeni		Eski	Yeni	Eski	Yeni					
ENKAI	7.28	EP	EP	7.70	8.25	13%	11,550	11,550	2,980	2,980	4,135	3,380	12,326	2,616	3,024
FROTO	123.8	EÜ	EÜ	142.00	155.00	25%	43,614	48,305	4,329	4,784	2,980	3,555	64,867	5,920	4,188
KRDMD	5.43	EP	EÜ	4.00	6.90	27%	7,359	7,359	1,099	1,099	-203	-203	9,054	1,688	791
KCHOL	19.54	EÜ	EÜ	22.00	25.00	28%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	7,100	7,100	a.d.	a.d.	7,250
KORDS	15.45	EP	EP	13.00	15.50	0%	4,356	4,356	510	510	112	112	5,436	725	276
KOZAL	78	EÜ	EÜ	113.90	115.00	47%	3,454	3,454	2,264	2,264	2,065	2,065	4,161	2,743	2,537
LOGO	121.4	EP	EP	84.50	111.00	-9%	532	537	191	196	122	135	707	259	174
MAVI	51.2	EP	EP	45.00	59.00	15%	2,395	2,385	406	406	18	18	2,885	513	37
MGROS	40.72	EP	EP	43.00	50.00	23%	28,658	28,417	2,372	2,123	-330	-294	33,673	2,614	280
MPARK	18.64	EÜ	EÜ	22.00	23.00	23%	4,010	4,010	970	970	90	90	4,709	1,158	120
ODAS	4.01	EP	EP	2.60	3.70	-8%	989	989	304	304	-564	-564	1,236	380	-27
ORGE	7.39	EP	EP	7.50	8.20	11%	155	155	60	56	50	48	172	62	55
OTKAR	239.4	EÜ	EP	217.00	251.00	5%	2,633	2,595	566	4,840	444	455	3,575	5,744	626
PGSUS	63.75	EP	EP	55.00	75.00	18%	4,775	4,844	673	517	-1,375	-1,773	9,332	2,117	-717
PETKM	4.85	EÜ	EÜ	4.71	5.54	14%	11,651	11,651	1,543	1,543	677	677	13,961	2,131	1,194
SAHOL	10.67	EÜ	EÜ	13.10	14.00	31%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	5,141	5,141	a.d.	a.d.	5,500
SISE	7.33	EÜ	EÜ	8.00	9.10	24%	20,050	21,182	3,960	4,228	1,942	2,748	26,900	5,676	3,228
TATGD	10.72	EP	EP	11.00	12.00	12%	1,480	1,451	166	161	90	173	1,716	185	125
TAVHL	19.85	EP	EP	18.95	20.00	1%	2,335	2,431	190	241	-1,907	-2,014	4,281	1,157	202
TKFEN	16.25	EÜ	EÜ	18.20	20.00	23%	13,600	13,600	810	810	465	465	13,091	1,162	608
TOASO	32.06	EÜ	EÜ	41.00	42.50	33%	21,311	23,756	2,865	3,032	1,680	1,980	34,547	3,802	2,613
TRGYO	3.83	EP	EP	3.45	3.67	-4%	1,150	1,150	598	598	929	929	1,238	599	977
TCELL	15.59	EÜ	EÜ	20.50	21.50	38%	27,930	28,538	12,473	12,503	3,995	4,014	32,939	14,091	4,666
THYAO	12.55	EP	EP	13.00	14.50	16%	45,804	45,538	6,638	6,814	-5,580	-6,591	76,619	15,370	860
TUPRS	104.8	EÜ	EÜ	98.00	120.00	15%	57,862	57,862	881	881	-2,921	-2,921	72,553	4,687	2,075
TTKOM	8.12	EÜ	EÜ	10.70	11.50	42%	28,065	28,001	12,980	13,201	2,800	3,188	32,430	14,919	4,266
TTRAK	152.1	EÜ	EÜ	175.00	180.00	18%	5,916	5,916	964	964	625	625	7,704	1,194	900
ULKER	22.06	EÜ	EÜ	30.00	30.00	36%	9,544	9,338	1,632	1,610	925	1,066	11,443	1,981	1,268
VERUS	43.7	EP	EÜ	52.00	57.00	30%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	110	70	a.d.	a.d.	306
YATAS	13.44	EÜ	EÜ	13.40	17.50	30%	1,610	1,721	286	303	146	136	2,230	393	205
ZOREN	2.71	EP	EP	2.75	3.00	11%	9,447	9,447	2,414	2,414	169	169	10,864	2,776	459

Kaynak: Oyak Yatırım tahminleri, 14 Aralık 2020 tarihli kapanışlar



Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BİST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BİST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştiremeyebilir.



Uyarı Metni

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.