

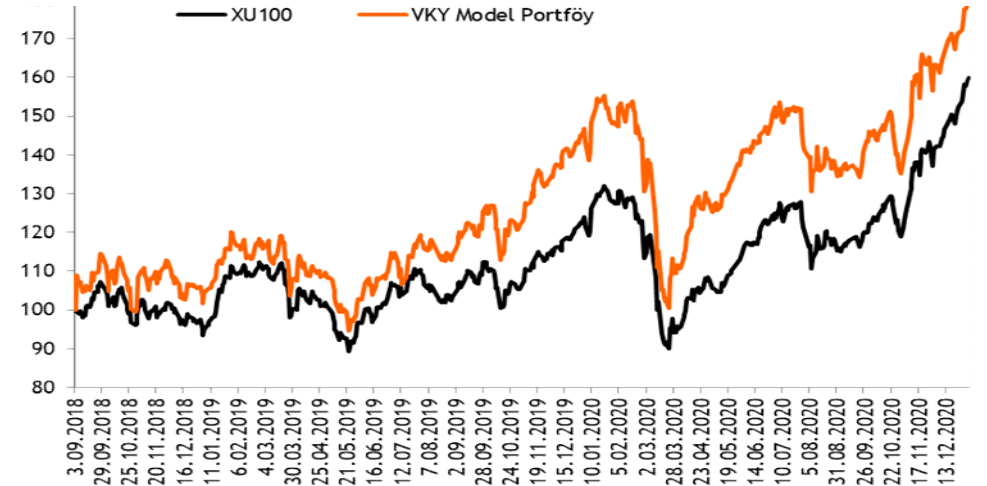
- ❑ Yurt içinde 2021 yılında ekonomideki iyileşmeye paralel, bankacılık sektörünün risk maliyetinin gerileyeceğini ve bunun da karlılık göstergelerinin pozitif etkilemesi beklentimiz ile benzerlerine göre güçlü sermaye yeterliliği, yüksek özkaynak karlılığı ve sağlam aktif kalitesine sahip bankalar portföyümüzde yer alıyor. 2021 yılında hem küresel hem de Türkiye ekonomisinin büyümesinden olumlu etkilenecek, salgınla ilgili kısıtlama ve seyahat yasaklarının olmadığı dönemde endeks getirisini yenmesini beklediğimiz, değerlendirme olarak halen potansiyeli bulunan hisseler portföyümüzde yer veriyoruz.
- ❑ **Garanti Bankası:** Güçlü sermaye tabanına sahip olan bankanın 2021 yılında benzer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığını sürdüreceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Akbank:** Güçlü sermaye yeterliliği ve likiditesiyle öne çıkan bankanın, 2021 yılındaki büyüme döneminde kredi tarafında daha iştahlı olmasını bekliyoruz.
- ❑ **Turkcell:** Güçlü abone bazına sahip olması, data talebinin sürmesi ve ARPU büyümesi şirketi cazip kılıyor. Halka arzlara olan talep nedeniyle iştirakleriyle ilgili potansiyel haber akışları, şirket hisselerini destekleyebilir.
- ❑ **Vestel Elektronik:** Hem yurt içi hem de ihracat talebindeki canlılığın yanı sıra Avrupa Futbol Şampiyonası kısa vadede şirket hisseleri için katalizör olacaktır.
- ❑ **Şişe Cam:** Girdi verdiği sektörlerdeki toparlanmanın desteği, operasyonel ve net kar tarafında yakalanacak büyümenin, pozitif fiyatlanmasını bekliyoruz.
- ❑ **Koç Holding:** Büyüme döneminde hem iç tüketimde hem de ihracat tarafındaki toparlanmadan faydalanmasını beklediğimiz şirketin, yüksek iskonto işlem gördüğünü ve mevcut fiyatların giriş fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.
- ❑ **Kardemir:** Artan çelik fiyatlarının ve talebin sonrasında karlılıkta iyileşme öngörüyor, yeni yönetimle birlikte borç azaltımının sürmesini bekliyoruz.
- ❑ **Pegasus:** Sektörde yaşanmasını beklediğimiz toparlanmayı, finansallarına hızlı yansıtacağı beklentimizle şirket hisselerini beğeniyoruz.

Model Portföy Önerilerimiz

	Piyasa değeri (mn TL)	BIST-100 ağırlık	Model Portföy ağırlık	12A Hedef fiyat (TL)	Mevcut fiyat (TL)	12Aylık Potansiyel	Beta
GARAN	43.974	5,6%	14,4%	12,60	10,47	20%	1,25
AKBNK	37.856	5,3%	13,9%	8,83	7,28	21%	1,15
TCELL	36.718	5,3%	12,4%	26,10	16,69	56%	0,70
VESTL	7.514	0,6%	12,3%	27,15	22,40	21%	1,00
SISE	23.403	2,9%	12,1%	9,30	7,64	22%	1,03
KCHOL	56.297	3,2%	11,8%	28,00	22,20	26%	1,13
KRDM	5.001	1,2%	11,6%	7,80	6,41	22%	1,19
PGSUS	7.493	0,7%	11,6%	96,90	73,25	32%	1,50

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

Model Portföy Performansı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

□ Neden Beğeniyoruz?

Güçlü sermaye tabanı, benzer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı ve ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle Garanti Bankası en çok beğendiğimiz bankalar arasında yer almaktadır. 2020 yılının ilk 9 ayında toplam 1,8 mlr TL karşılık ayıran bankanın toplam serbest karşılıkları 4,3 mlr TL'ye ulaşırken, takipteki krediler karşılık oranı ise bu dönemde %68,7'ye yükselerek mevduat bankaları arasında en yüksek seviyeye işaret etmektedir. Bu da bankanın risklere karşı daha korunaklı bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. 2021 yılında bankanın net faiz marjında bir önceki yıla göre 47 bp düşüş öngörmekle birlikte, düşük baz ve ekonomik toparlanmanın katkısı ile komisyon gelirlerinde %13,5 oranında artış bekliyoruz. Diğer yandan, risk maliyetinde tahmin ettiğimiz 94 bp gerilemenin yanı sıra 2020 yılı kadar yüksek tutarda serbest karşılık ayırmayacağı varsayımı ile birlikte bankanın 2021 yılı özkaynak karlılık oranının %15,3 düzeyine ulaşacağını tahmin ediyoruz (2020T: %11,0).

□ Değerleme

Garanti Bankası için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyeti %21,2, düzeltilmiş maddi özkaynak karlılık oranını ise %18,0 olarak hesaplıyoruz. Garanti Bankası için özkaynak karlılık seviyesi için yaptığımız yukarı yönlü revizyon sonucu hedef fiyatımızı 11,40 TL'den 12,60 TL'ye yükseltiyoruz.

□ Riskler ve Katalistler

Otoriteler tarafından yapılabilecek olası regülasyon değişimleri, banka karlılıkları için hem risk hem de fırsat potansiyeli taşıırken, ekonomi üzerinde salgın kaynaklı olumsuzlukların devamı, bankaların aktif kalitesine yönelik görünümde kötüleşmeyi beraberinde getirebilir. Buna karşılık, ekonominin beklenenden hızlı toparlanması ise bankaların risk maliyetleri tahminlerimizin üzerinde düşüş getirmesi, karlılık için yukarı yönlü potansiyel oluşturacaktır. Otaş kredisi için sağlanan anlaşma çerçevesinde kurulan özel amaçlı şirkette %22,1 ile Akbank'dan sonra en yüksek paya sahip olan Garanti Bankası'nda, Türk Telekom ile ilgili olası satış süreci de fiyatlamalar üzerinde etkili bir katalizör olacaktır.

Garanti Bankası - GARAN

Piyasa değeri (mn TL)	43.974
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	2.892
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	12,60
Hisse fiyatı (TL)	10,47
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	6,47 - 12,48
Halka açıklık oranı	48,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	9,9%	46,6%	-12,5%
BIST-100'e göreceli performans	-2,8%	11,5%	-33,0%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Toplam bankacılık geliri	25.046	27.141	33.736	35.957
Net faiz geliri	19.110	19.027	23.077	25.794
Net kar	6.638	6.159	6.141	9.849

Mevduat	217.279	248.751	317.077	370.980
Defter Değeri	46.688	53.766	58.297	70.590
Toplam Aktifler	359.477	391.152	480.002	576.693

Net faiz marjı (%)	5,8	5,3	5,5	5,0
Kredi/Mevduat oranı (%)	106	101	100	97
Takipteki kredi oranı (%)	4,9	6,9	5,6	6,0
Risk Maliyeti (%)	3,0	3,0	3,2	2,3

F/K (x)	5,0	7,6	7,2	4,5
PD/DD (x)	0,7	0,9	0,8	0,6
Özsermaye karlılığı	15,0%	12,3%	11,0%	15,3%
Temettü verimi	2,6%	3,5%	0,0%	0,0%

□ Neden Beğeniyoruz?

Güçlü sermaye yeterliliği ve yüksek likiditesi ile ön plana çıkan Akbank'ın 2021 yılında kredi büyümesinde daha iştahlı olmasını bekliyoruz. Büyüme ile birlikte yüksek seyreden kredi faiz oranlarının ise bankanın net faiz marjı için destekleyici olacağını düşünüyoruz. 3Ç20 itibarıyla bankanın LYY'nin (Otaş kredisi için kurulan şirket) tamamı için döviz kuru riskine ilişkin hedge uygulamasına başlamasıyla, net kar üzerindeki baskı ortadan kalktı. Bu gelişmenin, bankanın karlılık göstergelerini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz, bunun da hisse performansına pozitif yansımaları bekliyoruz. Banka'nın kredi-mevduat makasında 2021 yılının ilk çeyreği ardından kademeli toparlanma bekliyoruz, Akbank'ın 2021 yılında net faiz marjında 2020 yılına göre 50 bp gerileme beklerken, iyileşmesini beklediğimiz makro göstergelerle risk maliyetinde 90 bp düşüş öngörüyoruz. Bu doğrultuda bankanın özkaynak karlılığının %12,8 olacağını bekliyoruz (2020T: %10,6)

□ Değerleme

Akbank 2021 tahminlerimize göre 4,6x F/K, 0,6x P/D çarpanları ile işlem görmektedir. 2021'de karlılık göstergelerinde iyileşme beklentimiz sonucunda Akbank için hedef fiyatımızı 7,80 TL'den 8,83 TL'ye yükseltiyoruz.

□ Riskler ve Katalistler

Otaş kredisi için anlaşma çerçevesinde kurulan LYY'de %35,6 ile en yüksek pay sahibi banka Akbank'dır. Dolayısıyla da Türk Telekom'un satışına yönelik alınacak her aksiyon, banka için potansiyel pozitif fiyatlamaları beraberinde getirecektir. Sektörün geneli itibarıyla etkili olan i) Regülasyon değişimleri, ii) Salgın kaynaklı oluşabilecek riskler, iii) Ekonomideki toparlanmanın öngörülerimizden yavaş ya da hızlı gerçekleşmesi, banka performansları üzerinde etkili olan unsurlar olarak fiyatlamaları değiştirecektir.

Akbank - AKBNK

Piyasa değeri (mn TL)	37.856
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	792
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	8,83
Hisse fiyatı (TL)	7,28
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	4,7 - 8,9
Halka açıklık oranı	52,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	15,4%	40,3%	-16,2%
BIST-100'e göreceli performans	2,1%	6,7%	-35,8%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Toplam bankacılık geliri	18.666	20.457	25.509	26.277
Net faiz geliri	14.566	15.713	18.286	19.698
Net kar	5.690	5.417	6.088	8.240
Mevduat	188.391	224.055	312.571	358.654
Defter Değeri	43.809	54.382	60.471	68.712
Toplam Aktifler	327.642	360.501	471.067	536.783
Net faiz marjı (%)	5,4	5,6	5,1	4,6
Kredi/Mevduat oranı (%)	99	91	86	87
Takipteki kredi oranı (%)	4,2	7,3	6,3	6,5
Risk Maliyeti (%)	3,4	3,1	2,8	1,9

F/K (x)	4,8	7,8	6,2	4,6
PD/DD (x)	0,6	0,8	0,6	0,6
Özsermaye karlılığı	13,5%	11,0%	10,6%	12,8%
Temettü verimi	2,2%	3,5%	0,0%	0,0%

□ Neden Beğeniyoruz?

Salgının yayılımının azaltılması önlemleri kapsamında uzaktan çalışma ve eğitime geçilmesi, artan data ve dijital kanal kullanımı, şirketin gelirlerine 2020 yılında pozitif yansırken, dolaşım kısıtlamalarının etkisiyle roaming gelirlerinde daralma gözlemlendi. Şirket yılın genelinde güçlü ARPU performansı sergilerken, müşteri kazanımının devamı ve fiyatlandırma stratejisi sonrasında 2020 hedeflerinde yukarı güncellemeler izledik. 2020 yılında, yönetim ve ortaklık yapısına ilişkin uzun süredir süregelen sorunların çözülmesi de Turkcell için önemli dönüm noktalarından biri oldu. Türkiye Vartık Fonu, Turkcell'in değerinin yükseltilmesi adına, şirketin halihazırdaki stratejilerini destekleyeceği vurgusu, orta vadede hisse performansını güçlendirecektir. Salgına ilişkin en kötü geride kalmış olsa da esnek çalışma modellerinin artacak olması beklentimiz, büyüyen abone bazının etkisiyle birlikte, şirketin data ve dijital gelirlerindeki yükselişi 2021 yılında da desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. 2021 yılında şirketin konsolide satış gelirlerinde yıllık %16,7, FAVÖK'ünde %20 ve net karında %28 büyüme gerçekleşmesini öngörüyoruz.

□ Değerleme

Şirkete ilişkin İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ve Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları ile ulaştığımız 26,10 TL seviyesindeki hisse başı hedef fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımıza %56 yükseliş potansiyeli taşıyan Turkcell için kısa vadeli Endeksin Üzerinde Getiri, uzun vadeli AL önerilerimizi sürdürüyoruz.

□ Riskler ve Katalistler

Son dönemde gerçekleştirilen halka arzlarla gelen yüksek yatırımcı talebi dikkate alındığında, şirketin iştiraklerinin (Superonline, Global Tower, Paycell vb) halka arzına yönelik alınacak aksiyonlar ve haber akışları hisse için kısa vadede katalist olarak ön plana çıkabilir.

Turkcell - TCELL

Piyasa değeri (mn TL)	36.718
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	567
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	26,10
Hisse fiyatı (TL)	16,69
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	11,78 - 16,87
Halka açıklık oranı	54,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	8,7%	3,6%	18,0%
BIST-100'e göreceli performans	-3,8%	-21,2%	-9,7%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Ciro	21.293	25.137	28.675	33.434
FAVÖK	8.788	10.426	12.043	14.477
Net kar	2.021	3.246	4.099	5.241
FAVÖK marjı (%)	41,3	41,5	42,0	43,3
Net kar marjı (%)	9,5	12,9	14,3	15,7
Net Borç / (nakit)	12.684	9.716	21.678	26.058
Defter Değeri	15.922	18.046	19.104	20.508
Toplam Aktifler	42.765	45.715	48.648	55.235
F/K (x)	13,2	9,4	9,0	7,0
PD/DD (x)	1,7	1,7	1,9	1,8
FD/FAVÖK (x)	4,3	3,7	3,8	3,1
FD/Satışlar (x)	2,0	1,7	1,6	1,4
Özsermaye karlılığı	13,1%	19,1%	22,1%	26,5%
Temettü verimi	6,3%	3,0%	2,0%	5,6%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Salgının evde geçirilen zamanı artırmasıyla tetiklenen yenileme ihtiyacı ve ertelenen talebin, düşük faiz ortamı ve konut satışlarındaki artışla birlikte talebe yansımaları, Vestel'in yurt içinde hem beyaz eşya hem de TV satış performansına olumlu yansıdı. İhracat tarafında ise salgın etkisiyle tüketici talebindeki artışa karşılık, şirket müşterilerinin stoklu yakalanması ve ekonomilerin açılmasıyla birlikte talepte gözlenen sert yükseliş, beyaz eşya ve TV ihracatına olumlu yansırken, kurlardaki yukarı yönlü seyir ve hammadde fiyatlarındaki düşük seyir, şirketin kar marjlarını pozitif etkiledi. 2021 yılının ilk yarısında hem yurt içinde hem de ihracat tarafında beyaz eşya talebinin, esnek çalışma yöntemlerinin devamıyla evde geçirilen sürelerin artmasına bağlı olarak devam etmesini bekliyoruz. 2021 yılının tamamında şirket için beyaz eşya segmentinde iç piyasada %10, ihracat tarafında %15 hacim büyümesi, TV tarafında ise iç pazarda %5, ihracat tarafında %5-10 aralığında hacim büyümesi öngörüyoruz. Bununla birlikte, emtia ve panel fiyatlarında gözlenen yükseliş ve kurların daha stabil bir seyir izleyebileceği öngörümüze bağlı olarak, 2021 yılında marjlarda normalleşme görmeyi bekliyoruz.

❑ Değerleme

Tahminlerimizde yaptığımız yukarı revizyon ardından Vestel Elektronik için hedef fiyatımızı 19,60 TL'den 27,15 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız %21 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Vestel Elektronik için kısa vadeli Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi sürdürürken, uzun vadeli TUT önerimizi ise AL olarak güncelliyoruz.

❑ Riskler ve Katalistler

Emtia ve panel fiyatlarında gözlenen yükselişin hızlanması şirket kar marjlarının ve panel arzındaki sıkıntının devam etmesine bağlı olarak TV satış hacimlerinin olumsuz etkilenmesi beklenebilir. Panel arzında yaşanan sıkıntının azalması halinde, 2021 Haziran ayında yapılacak Avrupa Futbol Şampiyonası nedeniyle şirketin TV ihracat hacminde mart ayından itibaren güçlü bir büyüme görülebilir.

Vestel - VESTL

Piyasa değeri (mn TL)	7.514
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	116
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	27,15
Hisse fiyatı (TL)	22,40
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	8,91 - 22,4
Halka açıklık oranı	31,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	2,3%	25,1%	58,3%
BIST-100'e göreceli performans	-9,5%	-4,9%	21,2%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Ciro	15.852	17.174	20.506	26.030
FAVÖK	2.302	2.336	3.322	3.436
Net kar	371	324	1.476	1.562
FAVÖK marjı (%)	14,5	13,6	16,2	13,2
Net kar marjı (%)	2,3	1,9	7,2	6,0
Net Borç / (nakit)	4.091	5.416	5.793	5.292
Defter Değeri	3.229	3.691	5.674	8.170
Toplam Aktifler	17.961	19.452	26.269	32.620
F/K (x)	5,0	13,1	5,1	4,8
PD/DD (x)	0,6	1,1	1,3	0,9
FD/FAVÖK (x)	2,6	4,1	4,1	4,0
FD/Satışlar (x)	0,4	0,6	0,7	0,5
Özsermaye karlılığı	13,7%	9,4%	31,5%	22,6%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Küresel büyüme trendinin kırıldığı, salgın endişeleri nedeniyle birçok sektörün yeni normallere uyum sağlamak zorunda kaldığı 2020 yılını Şişe Cam'ın, güçlü bilanço yapısı, yabancı para gelirleri ve güçlü konumlanması ile hem operasyonel hem de net karlılık tarafında büyüme ile tamamlamasını bekliyoruz. Yıl içinde iş kollarının şirket çatısı altında birleştirilmesi ardından sağlanacak maliyet optimizasyonu ve sinerjinin, 2020 benzeri yıllarda oluşacak küresel riskleri aşmakta şirketi daha da güçlendireceğini düşünüyoruz. Segmentler bazında baktığımızda; Düz cam segmentinde 2020 yılının ikinci yarısından itibaren iç piyasa öncülüğünde hacimde gözlenen güçlü toparlanmanın, 2021 yılında ihracat ve dış pazarların da desteğiyle devam ederek, Şişe Cam'ın hem ciro hem de FAVÖK büyümesine en yüksek katkıyı veren segment olmasını bekliyoruz. Cam ambalaj segmentinde, salgının etkilediği HoReCa kanalına karşılık, ev tüketiminin artması, sağlık ve hijyene verilen önemin yükselmesi ve ihracatların desteğiyle, toplam hacimde 2020 yılında görülmesini beklediğimiz yükselişin, 2021 yılında da korunmasını ve güçlü performansın devamını öngörüyoruz. Kimyasallar segmentinde hacim ve fiyat tarafında 2020 yılında gözlenen aşağı yönlü eğilimin ardından, 2021 yılının daha dengeli ancak, marjların baskılandığı bir yıl olacağı görüşündeyiz. Cam ev eşyası segmentinin ise 2020 yılındaki hacimdeki zayıflığın 2021 yılında geri alınarak pozitif bir performans sergileyeceğini düşünüyoruz. Segmentlerdeki görünümün yansıması olarak Şişe Cam'ın 2021 yılında %29 ciro, %37 FAVÖK ve %51 net kar büyümesi kaydedeceğini öngörüyoruz.

❑ Değerleme

Şişe Cam için hisse başı fiyat hedefimizi, tahminlerimizde yaptığımız yukarı revizyon ardından 7,60 TL'den 9,30 TL'ye yükseltiyoruz. Şirket için kısa vadeli Endeksin Üzerinde Getiri, uzun vadeli AL önerilerimizi koruyoruz. Şirket hisseleri 2021T 5,4x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

❑ Riskler ve Katalistler

Ekonomilerde yeniden kapanmalar görmemiz, doğalgaz fiyatlarındaki yükselişler, ürün fiyatlarındaki gerilemeler, en önemli riskler olarak öngörülebilir.

Şişe Cam - SİSE

Piyasa değeri (mn TL)	23.403
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	1.308
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	9,30
Hisse fiyatı (TL)	7,64
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	3,62 - 7,77
Halka açıklık oranı	49,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	5,7%	10,7%	48,0%
BIST-100'e göreceli performans	-6,5%	-15,8%	13,4%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Ciro	15.550	18.059	21.380	27.116
FAVÖK	3.384	3.831	4.144	5.681
Net kar	2.289	1.905	2.014	3.035
FAVÖK marjı (%)	21,8	21,2	19,4	20,9
Net kar marjı (%)	14,7	10,5	9,4	11,2

Defter Değeri	12.696	14.623	22.563	25.645
Toplam Aktifler	27.809	38.751	45.550	51.249

F/K (x)	5,6	6,2	11,6	7,7
PD/DD (x)	1,0	0,8	1,0	0,9
FD/FAVÖK (x)	5,1	4,9	7,3	5,4
FD/Satışlar (x)	1,1	1,0	1,4	1,1
Özsermaye karlılığı	20,3%	13,9%	10,8%	12,6%
Temettü verimi	2,7%	2,8%	2,4%	1,5%

□ Neden Beğeniyoruz?

2021'de yurt içindeki büyümenin yurt içi tüketimi canlandırması ve küresel ekonomilerdeki normalleşme ile Avrupa'ya ihracat artışının, Holding'in otomotiv ve dayanıklı tüketim segmentine büyüme ve karlılık açısından olumlu katkı vereceğini, net rafineri marjlarında beklediğimiz toparlanmanın da Holding'in enerji segmentinin operasyonel karlılığını destekleyeceğini öngörüyoruz. 2020 yılında Tüpraş'ın vergi finansallarında zarar açıklaması ve Arçelik'in salgına bağlı ihtiyatlılık nedeniyle temettü dağıtımını yapmaması sonucunda Holding'in iştiraklerinden elde ettiği toplam temettü gelirleri yıllık bazda %57,9 oranında azalmıştı. 2021 yılında bu sınırlamanın kaldırılması halinde Holding'in, iştiraklerinden gelebilecek temettü gelirlerinde artış bekliyoruz. Tüpraş'ın ise 2022 yılından itibaren temettü dağıtımına tekrar başlayacağını öngörüyoruz.

□ Değerleme

Koç Holding net aktif değerine göre %35,7 ile tarihsel tek haneli olan ortalamasının üzerinde iskonto edilmiş işlem görürken, mevcut seviyeleri yatırım için cazip buluyoruz. Net aktif değerlemesi sonucunda, Koç Holding için hedef fiyatımızı 25,20 TL'den 28,00 TL'ye revize ediyoruz.

□ Riskler ve Katalistler

Pozitif tarafta, yabancı yatırımcı girişlerinin artmasıyla birlikte, şirket hisselerinin iskonto oranının tarihsel ortalama seviyesine yaklaşabileceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, iştirak portföyündeki şirketlerin çoğunlukla tüketime dayalı segmentlerde yer alması ve ekonomide olası yavaşlama süreçlerinden negatif etkilenme riskleri göz önünde bulundurulmalıdır. Enerji segmenti şirketlerinin ürün marjlarında yaşanabilecek dalgalanmalar, bankacılık sektöründe olası regülasyon değişiklikleri ve salgına bağlı olarak getirilen temettü sınırlamasının sürmesi, hedef fiyatımız üzerindeki risk unsurlarıdır.

Koç Holding - KCHOL

Piyasa değeri (mn TL)	56.297
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	293
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	28,00
Hisse fiyatı (TL)	22,20
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	12,59 - 22,2
Halka açıklık oranı	22,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	16,5%	49,6%	9,8%
BIST-100'e göreceli performans	3,1%	13,8%	-15,9%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Ciro	142.756	153.289	164.296	207.895
FAVÖK	13.540	10.696	19.393	20.374
Net kar	5.537	4.391	7.875	6.459
FAVÖK marjı (%)	9,5	7,0	11,8	9,8
Net kar marjı (%)	3,9	2,9	4,8	3,1
Defter Değeri	33.284	36.282	44.584	47.814
Toplam Aktifler	125.276	151.344	633.969	669.199
F/K (x)	6,5	11,7	7,1	8,7
PD/DD (x)	1,1	1,4	1,3	1,2
FD/FAVÖK (x)	4,5	6,9	23,9	22,8
FD/Satışlar (x)	0,4	0,5	2,8	2,2
Özsermaye karlılığı	17,5%	12,6%	19,5%	14,0%
Temettü verimi	1,8%	2,1%	1,3%	2,1%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Karlılık açısından zayıf geçen 2019 yılı ardından 2020 yılında da salgınla ilgili endişelere bağlı olarak ürün fiyatları ve marjlarda baskı görmemiz, şirketin operasyonel ve net karlılık performansına 2020 yılının son çeyreğine kadar negatif yansıdı. Salgına ilişkin endişeleri geride bırakan Çin'in talebi ve küresel ekonomilerin 2021 yılında yeniden büyüme trendine dönecek olmasının etkisiyle birlikte, 2020 yılının son çeyreğinde ürün fiyatlarında ve marjlarda gözlenen iyileşmenin 2021 yılında da süreceğini öngörüyoruz. 2020 yılının son çeyreğine kadar ortalama 53 \$/ton seviyesindeki ton başı FAVÖK'ün, artan çelik fiyatlarının etkisiyle birlikte yılın son çeyreğinde 120 \$/ton (4Ç19: 25 \$/ton) seviyesine yükselmesini, 2021 yılının genelinde de bu seviyelere yakın seyretmesini bekliyoruz. Yönetimsel sorunların, yeni yönetim kurulu ile birlikte aşılmasının yanı sıra yükselen ürün fiyatlarının desteğiyle birlikte borçluluğun azaltılmasına yönelik 2021 yılında alınacak aksiyonların, şirketin orta vadede 3,5 mn ton üretim hedefine doğru daha hızlı yol almasını destekleyeceğini düşünüyoruz.

❑ Değerleme

Ürün fiyatları ve ton başı FAVÖK öngörülerimizde yapmış olduğumuz yukarı revizyonlar sonrasında Kardemir (D) için hedef fiyatımızı 3,60 TL'den 7,80 TL'ye yükseltiyoruz. Kardemir için kısa vadeli Endekse Paralel Getiri önerimizi Endeksin Üzerinde Getiri, uzun vadeli TUT önerimizi ise AL olarak güncelliyoruz. Şirket hisseleri 2021T 3,2x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

❑ Riskler ve Katalistler

Ton başı FAVÖK ve ürün fiyatlarına yönelik beklentilerimiz, küresel ekonomilerdeki toparlanmanın 2021 yılında talep tarafını destekleyeceği öngörümüze bağlıdır. Toparlanmanın gecikmesi, TL'deki hızlı değer kaybı ve maliyet unsurlarındaki hızlı yükselişler, hisse performansını negatif etkileyecektir.

Kardemir (D) - KRDMD

Piyasa değeri (mn TL)	5.001
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	1.375
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	7,80
Hisse fiyatı (TL)	6,41
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	1,81 - 6,41
Halka açıklık oranı	89,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	20,3%	79,1%	125,7%
BIST-100'e göreceli performans	6,4%	36,2%	72,8%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Ciro	3.821	4.159	7.570	8.395
FAVÖK	1.208	445	1.138	1.941
Net kar	557	55	28	935
FAVÖK marjı (%)	31,6	10,7	15,0	23,1
Net kar marjı (%)	14,6	1,3	0,4	11,1
Net Borç / (nakit)	1.167	1.165	1.300	1.007
Defter Değeri	2.797	2.656	3.779	4.797
Toplam Aktifler	5.635	6.178	7.186	7.734
F/K (x)	3,1	37,6	178,6	5,3
PD/DD (x)	0,6	0,8	1,3	1,0
FD/FAVÖK (x)	2,4	7,3	5,5	3,2
FD/Satışlar (x)	0,8	0,8	0,8	0,8
Özsermaye karlılığı	24,9%	2,0%	0,9%	21,8%
Temettü verimi	0,0%	9,4%	0,0%	0,0%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Havacılık sektörü üzerinde salgına bağlı sağlık endişeleri ve seyahat kısıtlamalarının yarattığı olumsuzluklar, 2020 yılında şirketin yolcu sayısına negatif yansırken, haziran ayından itibaren normalleşme sürecinde iç hatlar tarafında dış hatlara göre daha hızlı toparlanma izledik. Yolcu sayısındaki düşüş ve birim gelirlerdeki zayıflığa karşılık, etkin maliyet kontrolü şirketin finansalları üzerinde salgın kaynaklı olumsuzlukları sınırladı. 2021 yılında aşılama, toplumsal bağışıklığa ulaşma süresi ve güvenli yolculuk adına sektöre getirilecek düzenlemeler yakından izlenmeye devam edilecektir. Düşük maliyetli havayolu şirketi olarak 2021 yılında sektörde yaşanmasını beklediğimiz büyüme döneminde i) Esnek ve karlılığa dayalı iş modeli, ii) Güçlü bilanço yapısı ve yönetimi, iii) Uzun uçuş ve iş seyahatlarına göre kısa mesafeli uçuşların daha hızlı toparlanacağı beklentisi ile Pegasus'un ön plana çıkabileceği görüşündeyiz. 2021 yılında toplam kapasitenin (ASK) 2019 yılının %80 seviyesine ulaşacağını, toplam yolcu sayısının ise 23 mn'a yaklaşarak 2019 yılının %75'i seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

❑ Değerleme

Hedef çarpan modeline göre değerlediğimiz Pegasus için 2021T 6,8x FD/FAVÖK çarpanına göre hedef fiyatımızı 96,90 TL (önceki: 74,50 TL) seviyesine yükseltiyoruz. Pegasus için kısa vadeli Endeksin Üzerinde Getiri, uzun vadeli AL olan önerilerimizi sürdürüyoruz.

❑ Riskler ve Katalistler

Salgınla ilgili en kötünün geride kaldığı görüşümüze karşılık, vaka sayılarında artışın yeniden seyahat kısıtlamalarına yol açması, sektöre yönelik negatif fiyatlamaları beraberinde getirebilecek en önemli risk unsur olarak dikkate alınmalıdır.

Pegasus Hava Taşımacılığı - PGSUS

Piyasa değeri (mn TL)	7.493
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	535
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	96,90
Hisse fiyatı (TL)	73,25
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	23,62 - 83,5
Halka açıklık oranı	36,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	15,6%	53,2%	-6,2%
BIST-100'e göreceli performans	2,3%	16,5%	-28,2%

mn TL	2018	2019	2020 T	2021 T
Ciro	8.277	11.025	4.949	12.188
FAVÖK	1.356	3.632	594	3.413
Net kar	507	1.333	-1.485	488
FAVÖK marjı (%)	16,4	32,9	12,0	28,0
Net kar marjı (%)	6,1	12,1	a.d.	4,0
Net Borç / (nakit)	3.781	6.568	12.450	13.300
Defter Değeri	3.753	5.342	5.852	6.553
Toplam Aktifler	13.665	21.059	30.689	33.653
F/K (x)	4,6	6,6	a.d.	15,4
PD/DD (x)	0,6	1,7	1,3	1,1
FD/FAVÖK (x)	4,5	4,2	34,9	6,1
FD/Satışlar (x)	0,7	1,4	4,2	1,7
Özsermaye karlılığı	16,2%	29,3%	-26,5%	7,9%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%