

MODEL PORTFÖY

Sonbahar için defansif bir portföy

Ağustos ayı portföyünde ağırlıklı olarak yer bulan emtia temasına ait hisselerin ağırlığını Eylül portföyümüzde azaltıyoruz. Enerji fiyatlarının yükselmekte olduğu son dönemde **ENKAI**'yı dahil ederken EREGL'yi hız kesen yassı çelik fiyat ivmesini de göz önünde bulundurarak portföyümüzden çıkarıyoruz. **KRDMD** ise daha dirençli ürün fiyatları ve çok daha düşük piyasa çarpanları ile EREGL'den daha cazip olması nedeniyle portföyümüzdeki yerini koruyor. ENKA İnşaat'ın yanı sıra Stellantis çatısı altında ihracat ivmesini sürdürmesini beklediğimiz **TOASO** da portföyümüze dahil oluyor. **TCELL** ise beklenen 3Ç bilanço performansı ve düşük betası sayesinde piyasa dalgalanmalarına karşın portföy performansını koruyabilir. Bankacılık endeksinin ağırlığını bir kademe daha düşürerek %17 olarak belirlerken, **GARAN ve YKBNK** portföyümüzde yerini koruyor. Ağırlığı artan **TUPRS**'in yanısıra **BIMAS, OTKAR, THYAO ve VESTL**'i de daha düşük ağırlıklarla portföyde tutuyoruz.

- **Bankacılık endeksi'nin performansı BIST-100'e göre hala pozitif ama ayrışma azaldı:** Ağustos güncellemesinde belirttiğimiz gibi Bankacılık endeksinin performansı BIST 100'e göre olumlu ayrışsa da fark Eylül başından itibaren negatife döndü. Bankacılık bilançolarının ikinci çeyrekteki güçlü performansının üçüncü çeyrekte de bozulmadan devam etmesini beklessek de gerek kredi büyümesi üzerindeki engeller gerekse faiz indirimlerinin yol açabileceği makro belirsizlikler bankacılık hisselerinin olumlu ayrışmasını sınırlandırabilir. Bankacılık endeksinin ağırlığını BIST 100 genelinde %15.7 olup biz kendi portföyümüzde bu ay için %18'den %17'ye indiriyoruz.
- **ENKAI ve TUPRAS: Artan enerji fiyatlarının iki kazananı.** Artan enerji gereksinimi sayesinde ENKAI'nin santrallerinin önümüzdeki dönemde daha verimli çalışmasını bekliyoruz; petrol fiyatlarının yukarı ivmesi de Rusya'da büyük bir emlak portföyü olan şirket için olumlu olabilir. Diğer taraftan, artan ürün makası sayesinde Tüpraş'ın ikinci çeyrekte başlayan pozitif kar ivmesini üçüncü çeyrekte de devam etmesini bekliyoruz.
- **TOASO. Stellantis çatısı altında değer kazanmaya devam edebilir.** Her ne kadar TOASO hisseleri kısa sürede oldukça pozitif bir performans sergilese de Stellantis'in ürün gamı ve stratejilerine ilişkin açıklamaların olumlu olmasını bekliyoruz.
- **TCELL. Olumlu geçmesi beklenen üçüncü çeyrek performansı ve defansif özellikleri ile portföye dahil ediyoruz.** Letterone Holding'in Ekim ayında bir yıllık lock-up dönemi bitse de bu durumun hisse üzerinde önemli bir baskı yaratmasını beklemiyoruz.
- **BIMAS, enflasyona karşın etkin koruma sağladığından, THYAO, üçüncü çeyrekte iyi bir karlılık beklentisi olduğundan, OTKAR ve VESTL ise güçlü 2021 büyümeleri nedeniyle portföyde yer alıyor.**

Model Portföy

	Ağırlık (%)	Piyasa değ. (TL Mil.)	Hacim* (TL Mil.)	Potansiyel getiri (%)
Tüpraş	12.0	26,920	409	57
Bim Birleşik Mağazalar	12.0	41,047	180	29
Turkcell	10.0	33,990	155	17
Enka İnşaat	9.0	56,784	26	29
Türk Hava Yolları	9.0	17,678	895	51
Garanti Bankası	9.0	38,136	1,330	15
Tofaş Otomobil Fab.	8.5	23,940	125	29
Yapı Ve Kredi Bankası	8.0	20,104	470	53
Kardemir (D)	8.0	5,071	597	107
Vestel	7.5	9,373	74	44
Otokar	7.0	7,392	88	51

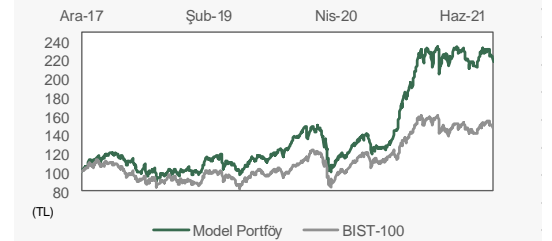
	Model Portföy	BIST-100
Banka Ağırlığı (%)	17.0	15.6

Portföy Değişiklikleri

Eklenenler	ENKAI	TCELL	TOASO
------------	-------	-------	-------

Çıkarılanlar	EREGL
--------------	-------

Portföy Performansı



Getiri (%)	Portföy	BIST-100	BIST-30
Son 1 Ay	(4.4)	(3.0)	(3.5)
Son 3 Ay	(1.4)	0.3	(0.4)
Son 6 Ay	3.8	3.6	7.0
Son 1 Yıl	18.0	7.9	4.2

*Son 3 aylık ortalama günlük

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Model portföy detayları

İsim	Hisse Kodu	Ağırlık (%)	BIST-100 ağırlık (%)	Piyasa değ. (TL Mil.)	Kapanış (TL)	Hedef fiyat (TL)	Getiri potansiyeli (%)	Fiili dolaşım (%)	Ort. günlük hacim* (TL Mil.)	Haftalık β** (XU100 rel.)
BIST-100	XU100	-	-	1,054,256	1,392	-	-	33	12,500	-
Model Portföy	-	-	-	280,435	-	-	34	40	4,349	0.98
Tüpraş	TUPRS TI	12.0	3.8	26,920	107.50	169.07	57	49	409	1.18
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS TI	12.0	7.2	41,047	67.60	87.00	29	60	180	0.42
Türkcell	TCELL TI	10.0	5.2	33,990	15.45	18.04	17	54	155	0.80
Enka İnşaat	ENKAI TI	9.0	1.9	56,784	10.14	13.07	29	12	26	0.45
Türk Hava Yolları	THYAO TI	9.0	2.5	17,678	12.81	19.35	51	50	895	1.35
Garanti Bankası	GARAN TI	9.0	5.3	38,136	9.08	10.43	15	48	1,330	1.18
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO TI	8.5	1.6	23,940	47.88	61.90	29	24	125	1.18
Yapı Ve Kredi Bankası	YKBNK TI	8.0	1.8	20,104	2.38	3.65	53	30	470	1.11
Kardemir (D)	KRDMD TI	8.0	1.3	5,071	6.50	13.44	107	89	597	1.23
Vestel	VESTL TI	7.5	0.8	9,373	27.94	40.30	44	31	74	0.93
Otokar	OTKAR TI	7.0	0.6	7,392	308.00	465.18	51	27	88	1.19

20 Eylül 2021 kapanışı itibarıyla

*Son 3 ay

**Son 2 yıl

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Model Portföy

Bim Birleşik Mağazalar (BIMAS Tİ; AL; Kapanış: TL67.60; Hedef: TL87.00)

İçinde bulunduğumuz yüksek enflasyonist ortamdan perakendecilerin olumlu etkilenmeye devam edebileceğini düşünüyoruz. Gıda perakendecileri arasında en güçlü bilançoya ve en yüksek karlılığa sahip olan BIMAS'ı da portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Şirket Türkiye'deki indirim marketlerinin yanı sıra, hem Fas'taki iştiraki hem de Türkiye'deki süpermarket operasyonu FİLE ile güçlü büyümesini sürdürüyor. Son portföy güncellememizden bu yana BIMAS, BİST-100'ün %10 üzerinde performans göstermiştir.

BIM için 12A HF'miz olan TL87'ye indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi ile ulaştık. Hedef fiyatımız %25 artış potansiyeline işaret ediyor. Şirket bizim tahminlerimize göre 17,9x 2021 F/K ve 7,5x F/D FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor. Takibimizdeki diğer gıda perakendecisi MGROS'un ise çarpanları aynı dönem için sırasıyla 12,9x ve 4,7x seviyesindedir (tek seferlik etkiler hariç, karşılaştırılabilir veriler).

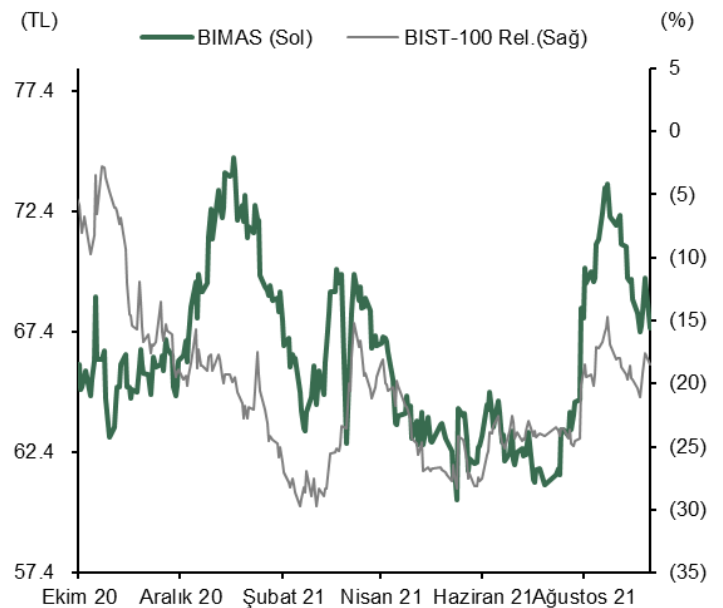
Hedef fiyatımız için aşağı yönlü riskler şunlardır: 1) Beklenenden daha olumsuz bir perakende yasaının devreye girerek, tüm organize perakendecileri olumsuz etkilemesi, 2) İndirim marketlerinin arasındaki sıkı rekabet sebebiyle, bu segmentte büyümeleri yavaşlaması, 3) Enflasyonun beklenenden hızlı gerilemesi.

BIMAS – hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	55,495	68,681	83,019
FAVÖK	5,067	5,914	6,834
Net kar	2,607	2,218	2,659
Net borç	2,317	4,666	4,800
Net kar büyümesi (%)	112.8	(14.9)	19.9
FD/FAVÖK (x)	8.8	7.7	6.9
F/K (x)	16.2	19.1	15.9
Temettü verimi (%)	0.0	3.1	3.8
PD/DD (x)	5.9	7.0	6.5
Net borç/FAVÖK (x)	0.5	0.8	0.7
Özsermaye verimliliği (%)	45.7	33.5	42.4
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(5.2)	6.5	2.0
BIST-100 relatif (%)	(1.6)	6.4	(18.5)
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)		41,047 / 4,737	
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			179.5
Fiili Dolaşım (%)			60

Kaynak: Bim Birleşik Mağazalar, TEB Yatırım Hesaplamaları

BIMAS – fiyat performansı



Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Enka İnşaat (ENKAİ T1; AL; Kapanış: TL10.14; Hedef: TL13.07)

Enka İnşaat'e yönelik olumlu görüşümüz; 1) elektrik fiyatlarında güçlü seyir öngördüğümüz yakın vadede sahip olduğu elektrik santrallerinin yeniden faaliyete geçmesiyle artması beklenen karlılık, 2) petrol fiyatlarının yüksek seyretmesi ile faaliyet gösterdiği pazarlarda altyapı yatırımlarının artması ve taahhüt segmentine olası olumlu katkı, 3) yarattığı değer büyük bir kısmı yabancı para olduğundan Türkiye ekonomik döngüsünden ayrışma potansiyel düşünmekteyiz. Şirketin, Haziran 2021 bilançosunda bulunan 4,6 milyar ABD doları net nakti piyasa değerinin %68'ine karşılık gelirken değerlememize göre ENKAİ'nın mevcut piyasa değeri, 2,5 milyar ABD doları seviyesinde net aktif değere sahip gayrimenkul varlıklarını ihmal etmektedir.

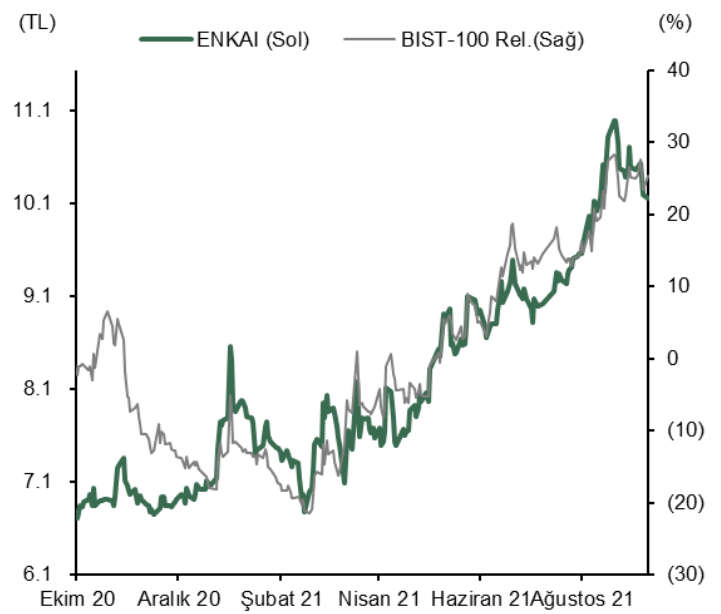
Enka İnşaat için 12A hedef değerimiz olan 13,07'yi iş kollarını ayrı ayrı değerlendirmemize dahil edildi. Hesaplamamızda 10%'luk holding iskontosu ve %3,5 imtiyaz hisseleri iskontosu uygulayarak ulaştık. Taahhüt segmenti için İNA ve benzer şirket değerlemesine eşit ağırlık verdik. Gayrimenkul ve enerji segmentleri için İNA değerlendirme metodolojisini kullandık. İNA modellerimizde %6,5 risksiz faiz oranı ve %5,0 özsermaye risk primini kullandık.

Tahminlerimize yönelik aşağı yönlü riskler arasında şunlar yer alıyor: 1) Beklentilerimizin gerisinde gerçekleşebilecek taahhüt segmenti karlılığı; 2) petrol fiyatlarının kalıcı ve uzun süre düşük seyretmesi ile taahhüt segmentindeki büyüme beklentilerini sınırlandırması ve 3) Rusya gayrimenkullerinde doluluk oranlarında düşüş

ENKAİ - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	11,456	18,682	22,548
FAVÖK	2,712	4,924	4,644
Net kar	4,361	4,609	2,544
Net borç	(19,396)	(30,527)	(31,274)
Net kar büyümesi (%)	17.5	5.3	(48.6)
FD/FAVÖK (x)	9.3	5.4	4.4
F/K (x)	9.3	10.3	20.0
Temettü verimi (%)	6.0	5.4	2.7
PD/DD (x)	0.9	0.9	0.9
Net borç/FAVÖK (x)	(7.2)	(6.2)	(6.7)
Özsermaye verimliliği (%)	9.9	8.5	4.3
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	1.4	15.4	47.4
BIST-100 relatif (%)	5.2	15.3	17.8
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)	56,784 / 6,553		
Ort. günlük hacim (TL Mil.)	26.0		
Fili Dolaşım (%)	12		

Kaynak: Enka İnşaat; TEB Yatırım Hesaplamaları

ENKAİ - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Garanti Bankası (GARAN TI; AL; Kapanış: TL9.08; Hedef: TL10.43)

6 Ağustos'taki model portföy güncellememizden bu yana GARAN nominal %1,73 , BIST 100 rölative %2,83 getiri sağladı. GARAN hissesinin temelleri bakımından olumlu görüşümüzü korumamıza karşın, yılın son çeyreğinde TCMB'nin olası faiz değişiklikleri sebebiyle oluşabilecek makroekonomik belirsizlikler sebebiyle hisse ağırlığını 1 puan azaltıyoruz.

Yılın ilk iki çeyreğinde özel bankalar ortalamasının üzerinde bir kredi büyümesi sağlayan Garanti Bankası'nın kredi hacminin üçüncü çeyrekte sektör ortalamalarıyla uyumlu gelişmesini bekliyoruz. Ek olarak kredi-mevduat makasında ve net faiz marjı tarafında da pozitif gelişmeler görülmesini bekleriz. BDDK'nın bireysel kredilerin risk ağırlığının artırılması yönünde son dönemde aldığı kararın bankanın yüksek sermaye yeterliliği sayesinde büyüme performansı üzerinde çok kısıtlayıcı olmayabileceğini düşünüyoruz. Yüksek seyreden enflasyon oranı sebebiyle bankanın TÜFEX varlığının da önemli bir tampon vazifesi görmesini değerlendiriyoruz.

GARAN'ın diğer bankalara göre rekabet üstünlükleri:

1. 2Ç21 itibarıyla TL5.6bn büyüklüğe ulaşan sektördeki en yüksek serbest karşılık varlığına sahip olması,
2. TÜFEX etkisinden arındırılarak bakıldığında rakiplerine göre en yüksek net faiz marjı yaratımı kapasitesi,
3. 2Ç21 itibarıyla vadesiz mevduatların toplam mevduatlara oranı bakımından ikinci en yüksek orana sahip olması.

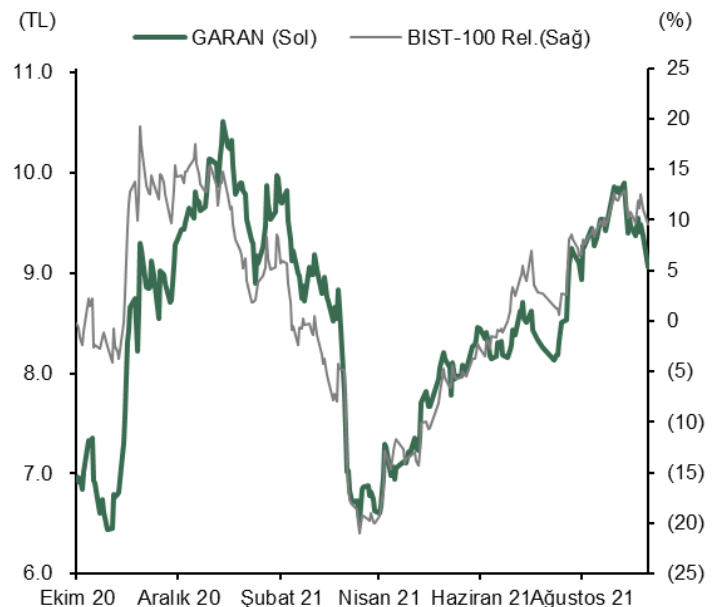
GARAN son kapanışı itibarıyla kendi üç yıllık ortalama F/K'sına göre %15 iskontolu işlem görmekte olup, PD/DD bakımından iskontosu ise %8 seviyesindedir.

12 aylık hedef fiyatımız için aşağı yönlü riskler ise şunlardır: 1) 2Ç21'de Grup 2 yeniden yapılandırılan kredilerin toplam kredilere oranının yaklaşık %9'a ulaşması, pandemi koşullarının ağırlaşması vb. ihtimallerle ekonomik aktivitede görülebilecek bir yavaşlamayla birlikte aktif kalitesi problemlerini beraberinde getirme olasılığı, 2) Döviz kurlarında ani artış, 3) Yüksek seyreden enflasyon sebebiyle fonlama maliyetlerinin yılın geri kalanında artma olasılığı, 4) Ülke risk primini yükseltecek politik/ekonomik gelişmeler.

GARAN - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Faaliyet karı	8,639	13,130	16,342
Net kar	6,238	9,848	12,583
Net kar büyümesi (%)	1.3	57.9	27.8
F/K (x)	6.3	4.0	3.1
PD/DD (x)	0.6	0.6	0.5
Özsermaye verimliliği (%)	10.8	14.8	16.4
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(3.1)	11.3	39.3
BIST-100 rölative (%)	0.6	11.2	11.3
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			38,136 / 4,401
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			1,330.4
Fiili Dolaşım (%)			48

Kaynak: Garanti Bankası; TEB Yatırım Hesaplamaları

GARAN - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Kardemir (D) (KRDMD T1; AL; Kapanış: TL6.50; Hedef: TL13.44)

Kardemir'e yönelik olumlu görüşümüz; 1) artan katma değerli ürünlerin ağırlığıyla daha karlı ürün gamı; 2) rekabetçi maliyet tabanına sahip olması (cevher ihtiyacının yaklaşık% 70'ini yurt içinde daha ucuza temin etmektedir) 3) Döviz açık pozisyonunda önemli azalma ve güçlü nakit yatırımı ile net nakite geçiş ile birlikte finansal gelirlerde önemli artış beklentimize dayanmaktadır.

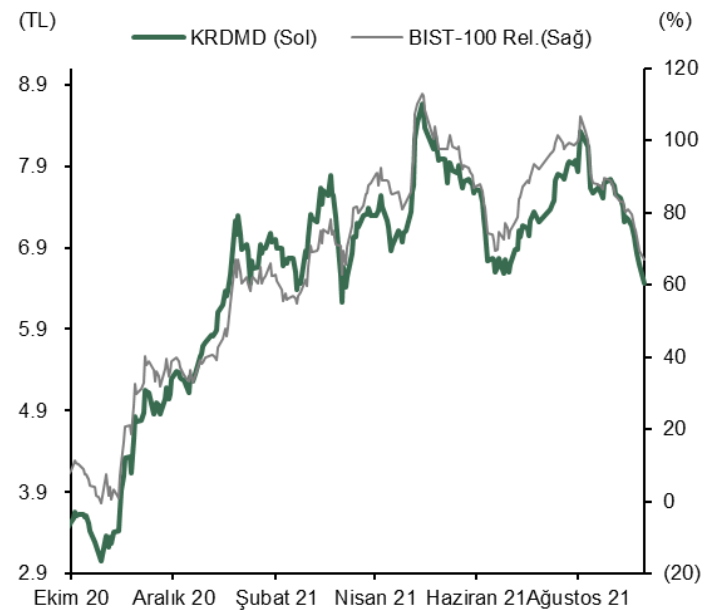
KRDMD için 13,44 TL'lik 12A HF'miz %107'lik bir yukarı potansiyele işaret ediyor. Kardemir'in hedef değerini İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metodolojisini kullanarak değerlendiriyoruz. D grubu payların değerlendirilmesi yapılırken A ve B sınıfı paylara tanınan yönetim kurulu imtiyazlarını dikkate almaktayız. Kardemir'in yönetim kurulunun kontrolü için %20 prim tahsis ediyoruz ve yönetim kurulu atamalarındaki kontrol gücü olmaksızın varsayımsal bir Kardemir hissesi (nötr hisse) için adil bir fiyata ulaşıyoruz. Daha sonra, her bir hisse sınıfı için adil hisse fiyatına hisse başı değerine yönetim kontrol primini ekliyoruz. %20 olarak varsaydığımız kontrol primini ilgili yönetim kurulu kontrolüne göre üç hisse sınıfına bölerek her bir hisse sınıfı için hesaplamaktayız.

Görüşümüze aşağı yönlü riskler arasında: 1) Çin çelik üretiminde keskin bir artış ve Çin ihracatında ani artış; 2) dünya ekonomik büyümesinin yavaşlaması, 3) arz/talep dengesizlikleri nedeniyle artan hammadde fiyatları; ve 4) Türk çelik talebinde keskin bir düşüş.

KRDMD – hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	7,520	11,814	11,823
FAVÖK	1,246	3,681	2,618
Net kar	61	2,264	1,652
Net borç	809	(210)	(1,711)
Net kar büyümesi (%)	(24.8)	3633.3	(27.1)
FD/FAVÖK (x)	7.2	2.2	2.6
F/K (x)	a.d.	3.4	4.6
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0
PD/DD (x)	2.0	1.2	1.0
Net borç/FAVÖK (x)	0.6	(0.1)	(0.7)
Özsermaye verimliliği (%)	1.6	45.0	23.6
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(14.6)	(4.3)	100.6
BIST-100 relatif (%)	(11.4)	(4.3)	60.3
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			5,071 / 585
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			596.6
Fiili Dolaşım (%)			89

Kaynak: Kardemir; TEB Yatırım Hesaplamaları

KRDMD – fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Otokar (OTKAR TI; AL; Kapanış: TL308.00; Hedef: TL465.18)

Otokar'ın, küresel zırhlı araç pazarında etkinliğini artırarak çekici bir büyüme hikayesi sunduğuna inanıyoruz. Sahip olduğu zırhlı araç ürün portföyü ve güçlü satış kanalı Otokar'ın uzun vade de faaliyet gösterdiği bölgelerde etkin bir savunma sanayi oyuncusu olabileceğine işaret ediyor. Güçlü 2Ç21 sonuçları sonrasında yoğun ticari ve savunma iş yüküne bağlı olarak, karlılıktaki olumlu seyrin önümüzdeki çeyreklerde gücünü korumasını bekliyoruz.

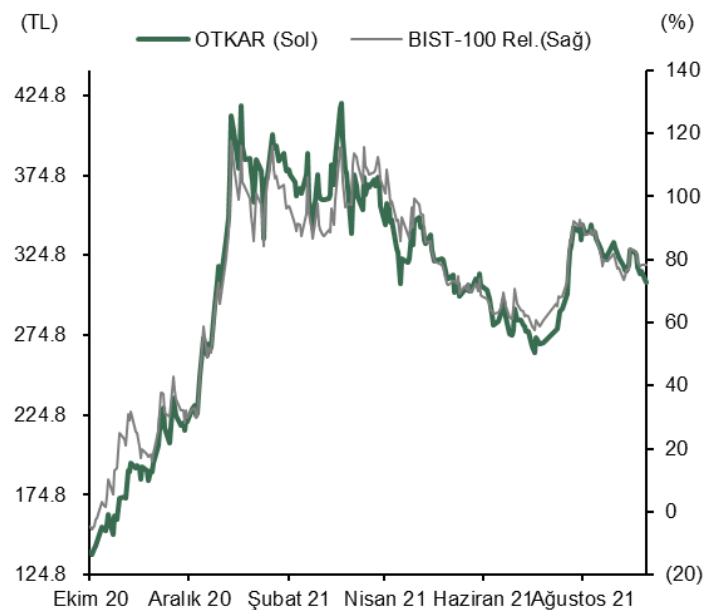
Otokar'ın 12A hedef fiyatımız olan TL465,18/hisse'ye İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve 16x F/K (dört yıllık ortalamasına uygun olarak) çarpanına eşit ağırlık vererek ulaşıyoruz. Güçlü kısa vadeli nakit yaratma beklentilerimizi yansıtmak için, 2021T 16x'in F/K çarpanını değerlememize eşit ağırlıkla yansıtıyoruz. İNA modelimiz için, 2020-25 için %22,2 özsermaye maliyeti ve sonrasında %14,2 ve 2020-25 için %17,5 ve sonrasında %10,1 borç maliyetini kullanarak ortalama %15,9 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ne (AOSM) ulaşıyoruz.

Hedef değerimize aşağı yönlü riskler; 1) Zırhlı araç teslimatlarında bir yıldan fazla gecikme, 2) Orta Doğu, Doğu Avrupa ve Orta Asya gibi ihracat pazarlarında kemer sıkma önlemleri, 3) Ek sözleşmelerin güvence altına alınamaması, 4) TL'nin USD karşısında değer kazanması.

OTKAR - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	2,909	4,040	4,853
FAVÖK	672	910	1,135
Net kar	618	868	1,069
Net borç	1,337	1,417	1,454
Net kar büyümesi (%)	75.8	40.4	23.1
FD/FAVÖK (x)	12.7	9.8	7.9
F/K (x)	12.2	8.7	7.1
Temettü verimi (%)	5.3	8.6	10.6
PD/DD (x)	7.5	5.1	4.0
Net borç/FAVÖK (x)	2.0	1.6	1.3
Özsermaye verimliliği (%)	75.2	69.9	63.5
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(8.1)	9.5	127.0
BIST-100 relatif (%)	(4.6)	9.4	81.3
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			7,392 / 853
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			88.5
Fili Dolaşım (%)			27

Kaynak: Otokar; TEB Yatırım Hesaplamaları

OTKAR - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Turkcell (TCELL TI; TUT; Kapanış: TL15.45; Hedef: TL18.04)

Turkcell'in 3. çeyrekte yapmış olduğu fiyat artırımlarının abone başına gelir (ARPU) büyümesini olumlu etkileyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, turizmdeki toparlanma nedeniyle ön ödemeli abone sayılarında artışın 3. çeyrek operasyonel performansı desteklemesini bekliyoruz. Güçlü 3. çeyrek beklentimize ek olarak TCELL'in daha defansif bir hisse olması sebebiyle (0.8 beta) önümüzdeki dönemlerde piyasadaki olası dalgalanmalara karşı portföyümüzü koruyucu etkisi olacağına düşünüyoruz. Hisse'nin bu sene şimdiye kadar ödediği ve son taksitini Kasım ayında ödeyeceği nakit temettüleri son hisse fiyatı üzerinden %7,6'lık bir temettü verimine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde de şirketin düzenli temettü ödemesini bekleriz. 2021 tahminlerimize göre TCELL 7.8 F/K ve 3.0 FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Bu çarpanlar Gelişmekte olan Ülke Telekom çarpanlarına göre sırasıyla %31 ve %35 iskontoludur.

TCELL'de "TUT" önerimiz bulunmasına rağmen yukarıda bahsi geçen sebeplerle önümüzdeki dönemlerde piyasaya kıyasla daha iyi performans göstermesini bekleriz. TCELL için indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi ile belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyatımız TL18.04 olup son kapanış fiyatına kıyasla %17 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

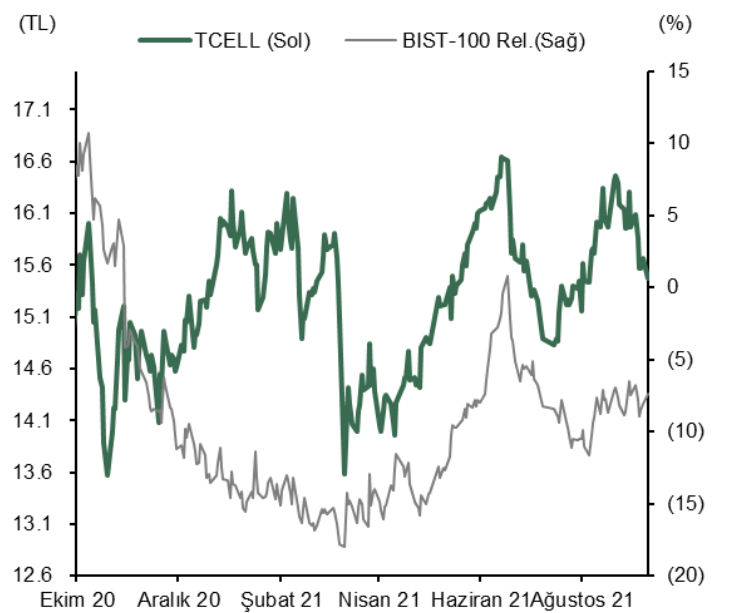
Hisse üzerinde 1-yıllık "lock-up"/satmama taahhüdü bulunan Letterone (%19,8 hisseye sahip)'ın bu taahhüdü Ekim'de sonlansa da hisse üzerindeki yaşanabilecek olası baskının satılabileceğini düşündüğümüz hisse miktarı sınırlı olacağından çok anlamlı olmayabileceğini düşünüyoruz.

Hedef fiyatımıza için aşağı yönlü riskler: 1) faiz oranlarında ani ve kalıcı artış, 2) kurlarda düzenli ve kalıcı artış, 3) 5G ihalesinde ve eski frekans ihale yenilenmelerinde beklentiden daha yüksek ödemeler, 4) rekabet sonucu kullanıcı başına karlılık büyümesinde yavaşlama

TCELL - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	29,104	34,094	39,989
FAVÖK	12,597	14,486	17,034
Net kar	4,237	4,395	5,369
Net borç	9,024	8,694	10,852
Net kar büyümesi (%)	30.5	3.7	22.2
FD/FAVÖK (x)	3.5	3.0	2.6
F/K (x)	8.1	7.8	6.4
Temettü verimi (%)	2.4	7.5	6.4
PD/DD (x)	1.7	1.5	1.3
Net borç/FAVÖK (x)	0.7	0.6	0.6
Özsermaye verimliliği (%)	21.8	20.3	22.2
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(3.4)	(4.2)	14.8
BIST-100 relatif (%)	0.3	(4.3)	(8.3)
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)		33,990 / 3,923	
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			155.4
Fiili Dolaşım (%)			54

Kaynak: Turkcell; TEB Yatırım Hesaplamaları

TCELL - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Türk Hava Yolları (THYAO TI; AL; Kapanış: TL12.81; Hedef: TL19.35)

Türk Hava Yolları'na yönelik olumlu görüşümüz, 1) sağlam kargo operasyonlarına, 2) kısa mesafeli tatil amaçlı seyahat pazarındaki güçlü konumuna ve 3) kapsamlı maliyet düşürme girişimlerine dayanmaktadır. Öte yandan kargo operasyonlarının yeniden yapılandırılmasının ve düşük maliyetli taşıyıcı markası Anadolujet'in orta ve uzun vadede önemli potansiyeli açığa çıkarabileceğini düşünüyoruz.

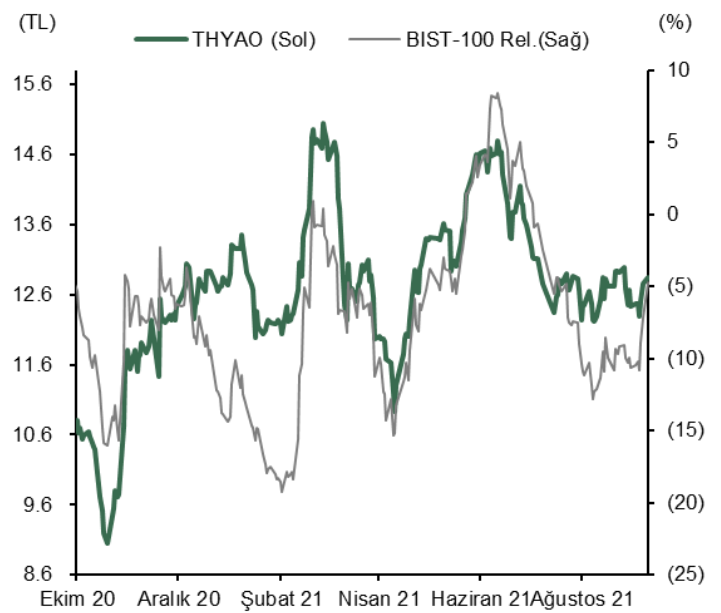
Türk Hava Yolları'nı, hedef FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz. Buna göre, 2021 FD/FAVÖK 6x'in çarpanını kullanıyoruz ve 2021 hedefini 2022 ve 2023 için %9,9'luk Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ye (AOSM) göre indiriyoruz. Değerlememize potansiyel normalleştirme metriklerini yansıtmak için, 2022 FD/FAVÖK'ü 5,45x (2021 hedefi olan 6x çarpanını %9,9 AOSM'ne göre indirgenmiş) ve 4,96x'lik 2023 (2022 hedef çarpanının, %9,9'luk AOSM'ye göre indirgenmiş) çarpanlarına eşit ağırlık veriyoruz. Havacılık sektörünün yüksek oynaklığı nedeniyle İNA analizini değerlememize dâhil etmiyoruz. Hedef çarpanında her 0,5x değişiklik, 12A HF'mizi 11,8 TL/hisse oranında değiştiriyor.

Hedef değerimize aşağı yönlü riskleri şunlardır: 1) beklenenden daha zayıf havacılık talebindeki toparlanma, 2) daha yüksek ve sürdürülebilir ham petrol fiyatları ve 3) beklenenden daha zayıf maliyet düşürücü önlemler.

THYAO - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	46,448	76,790	108,954
FAVÖK	8,261	15,891	21,752
Net kar	(5,588)	1,065	2,416
Net borç	109,296	134,192	139,761
Net kar büyümesi (%)	(223.2)	119.1	126.8
FD/FAVÖK (x)	12.7	8.8	7.1
F/K (x)	a.d.	16.5	7.3
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0
PD/DD (x)	0.4	0.4	0.4
Net borç/FAVÖK (x)	13.2	8.4	6.4
Özsermaye verimliliği (%)	a.d.	2.5	5.0
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	4.5	(11.9)	20.3
BIST-100 relatif (%)	8.4	(12.0)	(3.9)
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			17,678 / 2,040
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			895.4
Fili Dolaşım (%)			50

Kaynak: Türk Hava Yolları; TEB Yatırım Hesaplamaları

THYAO - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Tofaş Otomobil Fab. (TOASO TI; AL; Kapanış: TL47.88; Hedef: TL61.90)

Stellantis çatısı altında TOASO'nun yeni ve daha değerli projelerle, daha büyük bir müşteri kitlesine ulaşmasını, bunun da şirketin değerine olumlu yansımaları bekliyoruz. Stellantis'in TOASO'nun grup içerisindeki rolü hakkında yapacağı açıklamaların şirketin performansını önümüzdeki dönemde de destekleyebileceğine inanıyoruz. Hala birtakım belirsizlikler olsa da TOASO'nun yeni ürün gamının 4Ç21'de açıklanacağını düşünüyoruz. Bu da hissede varolan pozitif momentumu destekleyebilir.

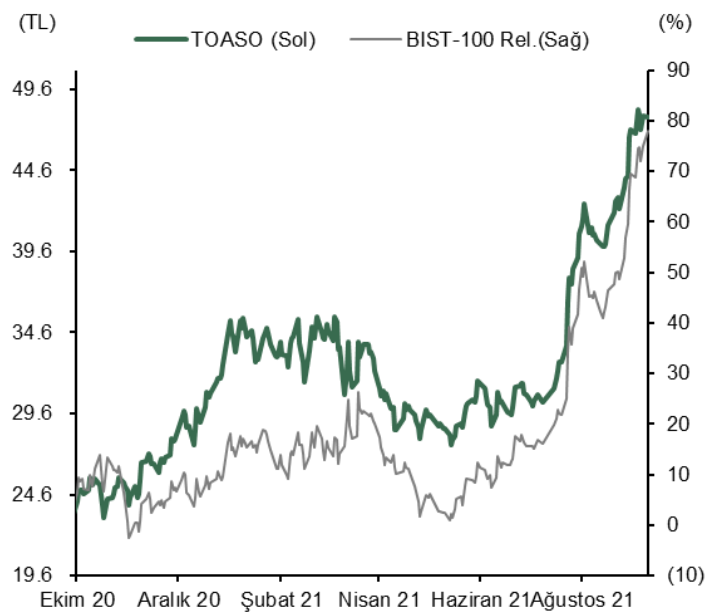
TOASO için hedef fiyatımız olan TL61,90, %29'luk artış potansiyeline işaret ediyor. Şirket mevcut durumda son beş yıllık ortalamalarına yakın çarpanlarla işlem görüyor olsa da, Egea/Tipa gibi büyük projelerin açıklandığı dönemlerde, bugüne kıyasla yaklaşık %30 daha yüksek çarpanlarla işlem görmüştü.

Hedef fiyatımız için en büyük aşağı yönlü riskler, mevcut çip krizinin beklenenden uzun sürmesi ve olası Stellantis projelerinin açıklanmasının ertelenmesi olabilir.

TOASO – hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	23,653	32,210	39,349
FAVÖK	3,026	4,178	4,894
Net kar	1,774	2,742	3,340
Net borç	2,439	3,624	5,866
Net kar büyümesi (%)	20.7	54.6	21.8
FD/FAVÖK (x)	8.5	6.5	5.9
F/K (x)	13.5	8.7	7.2
Temettü verimi (%)	6.3	9.1	11.1
PD/DD (x)	5.4	4.2	3.5
Net borç/FAVÖK (x)	0.8	0.9	1.2
Özsermaye verimliliği (%)	40.3	53.9	53.1
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	18.7	65.7	124.9
BIST-100 relatif (%)	23.2	65.6	79.7
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			23,940 / 2,763
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			125.0
Fiili Dolaşım (%)			24

Kaynak: Tofaş Otomobil Fab.; TEB Yatırım Hesaplamaları

TOASO – fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Tüpraş (TUPRS TI; AL; Kapanış: TL107.50; Hedef: TL169.07)

Genişleyen ağır petrol makası ve petrol ürünleri talebinde makul bir toparlanma beklentisi ile desteklenen nakit üretimine ilişkin iyileşme beklentilerimizle, Tüpraş için olumlu görüşüyoruz. Şirketin önemli yatırım yaptığı orta distilat karlılıklarındaki (jet yakıtı ve dizel) zayıf toparlanmaya rağmen, Tüpraş, kendi lehine daha pozitif seyreden ağır ham petrol makası ve önemli stok kazançları sayesinde 2Ç21'de güçlü karlılık toparlanması yaşadı. Bu trendlerin devam etmesi ve artan ürün karlılıkları ile desteklenmesi sayesinde yılın ikinci yarısından da güçlü sonuçların devam etmesini bekliyoruz.

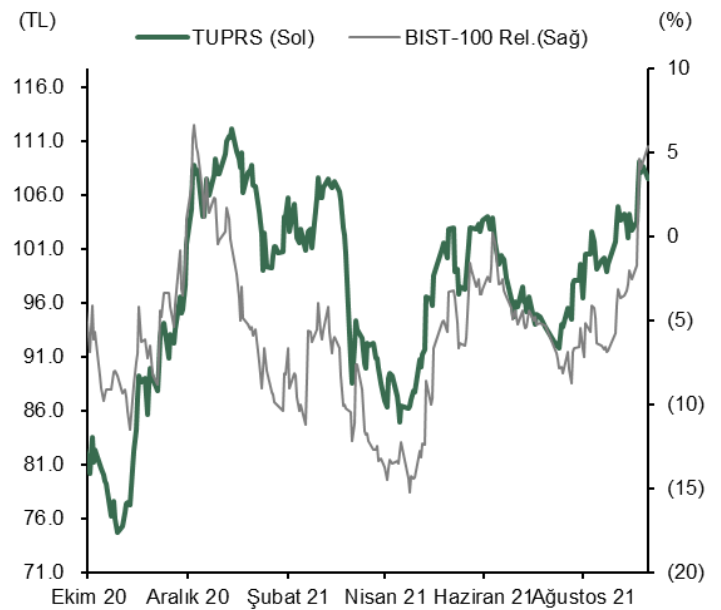
İş kollarının ayrı ayrı değerlendirildiği metodolojimize göre, 12A HF'miz 169,1 TL/hisse'lik bir hedef değerine işaret ediyor. Değerlememizde, rafineri işi için İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve uluslararası emsal karşılaştırma analizine eşit ağırlık atadık. Benzer şirket karşılaştırması için, Avrupa emsallerinin 2022/23T FD/FAVÖK çarpanını kullanıyoruz. 2022 tahminleri için 9,0x'lik hedef F/K çarpanına dayanarak, Opet'i (Tüpraş'ın %40 iştiraki) 3,2 milyar TL olarak değerlendiriyoruz.

Tahminlerimize yönelik aşağı yönlü riskler arasında şunlar yer alıyor: 1) Covid-19 döneminden sonra özellikle küresel petrol ürünleri için beklenenden daha yavaş talep toparlanması; 2) arzla ilgili olası riskler nedeniyle ağır ham petrolün diğer petrolere göre farkın daralması ve 3) arz endişeleri nedeniyle petrol fiyatlarındaki büyük artış.

TUPRS – hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	63,244	128,621	152,230
FAVÖK	494	6,962	6,347
Net kar	(2,494)	3,601	3,818
Net borç	9,420	8,426	8,173
Net kar büyümesi (%)	(574.2)	244.4	6.0
FD/FAVÖK (x)	73.5	5.2	5.6
F/K (x)	a.d.	7.6	7.1
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	7.7
PD/DD (x)	2.4	1.8	1.5
Net borç/FAVÖK (x)	19.1	1.2	1.3
Özsermaye verimliliği (%)	a.d.	27.3	22.7
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	8.4	5.8	33.4
BIST-100 relatif (%)	12.5	5.7	6.5
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			26,920 / 3,107
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			408.9
Fili Dolaşım (%)			49

Kaynak: Tüpraş; TEB Yatırım Hesaplamaları

TUPRS – fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Vestel (VESTL Tİ; AL; Kapanış: TL27.94; Hedef: TL40.30)

Güçlü operasyonel performans gösteren VESTL'i portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Özellikle yılın ikinci yarısında yükselen girdi maliyetleri sebebiyle marjların bir miktar baskı altında kalmasını beklesek de talebin beklentilerimizin ötesinde gerçekleşmesi, operasyonları ve dolayısıyla net karı destekliyor. Diğer yandan şirket bu yıl için toplamda hisse başına TL7,04 temettüyü üç eşit taksitte dağıtma kararı aldı ve ilk taksiti 30 Temmuz tarihinde ödedi. Kalan iki taksitin (toplamda TL4,69) verimi yaklaşık %16,8'lik temettü verimine işaret ediyor. Uzun yıllar sonra ilk kez temettü ödeyen şirketin önümüzdeki yıllarda da temettü dağıtımına devam etmesini bekliyoruz.

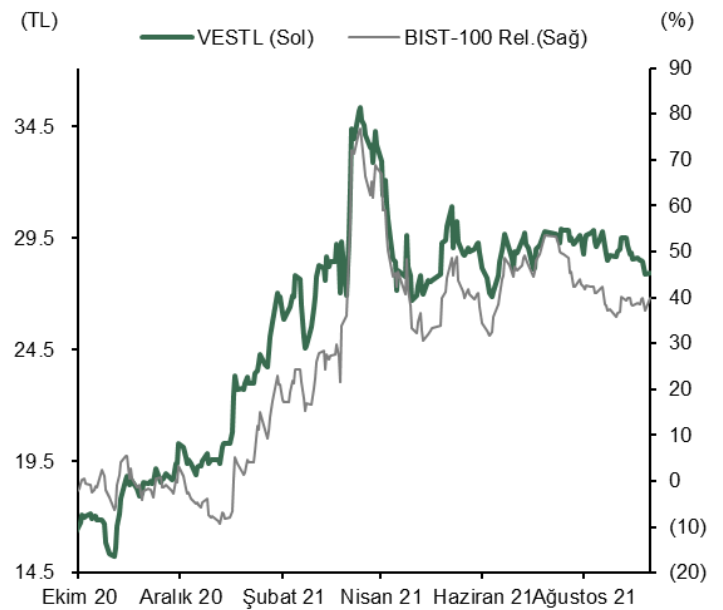
VESTL için hedef fiyatımız olan TL39, %40 artış potansiyeline işaret ediyor. 2021 sonu tahminlerimize göre VESTL 7,3x F/K ve 5,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. En yakın benzerleri ARCLK 7,8x F/K ve 5,1x FD/FAVÖK, VESBE ise 7,4x F/K ve 5,6x FD/FAVÖK çarpanına sahip.

Hedef fiyatımız için en büyük aşağı yönlü riskler talepte beklenenden daha sert düşüş yaşanması ve girdi maliyetlerindeki sert yükselişin beklediğimizden daha uzun süre devam etmesi olarak sayılabilir.

VESTL - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Net satışlar	21,546	28,481	33,056
FAVÖK	3,602	3,584	4,324
Net kar	1,773	1,378	2,102
Net borç	5,613	8,177	8,182
Net kar büyümesi (%)	447.0	(22.3)	52.5
FD/FAVÖK (x)	4.2	4.6	4.1
F/K (x)	5.3	6.8	4.5
Temettü verimi (%)	25.2	4.4	6.7
PD/DD (x)	1.3	1.5	1.2
Net borç/FAVÖK (x)	1.6	2.3	1.9
Özsermaye verimliliği (%)	32.9	20.9	30.3
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(4.7)	3.2	72.9
BIST-100 relatif (%)	(1.1)	3.1	38.1
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			9,373 / 1,082
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			73.9
Fili Dolaşım (%)			31

Kaynak: Vestel; TEB Yatırım Hesaplamaları

VESTL - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Yapı Ve Kredi Bankası (YKBNK Tİ; AL; Kapanış: TL2.38; Hedef: TL3.65)

6 Ağustos'taki model portföy güncellememizden bu yana YKBNK nominal %-0,81, BIST 100 rölatif %0,26 getiri sağlayarak bankacılık endeksinde beklediğimiz yataylaşma eğilimine uyumlu bir performans gösterdi. YKBNK'nin mevcut hedef fiyatımıza göre yaklaşık %49'luk yukarı yönlü potansiyelinin devam etmesi sebebiyle portföyümüzde aynı ağırlıkla bulundurmaya devam ediyoruz.

YKBNK'nin üçüncü çeyrekte sektör ortalamalarından daha yüksek bir kredi büyümesi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Geçen yılın aynı dönemine göre daha yüksek seviyede bulunan kredi faiz oranları üzerinden gerçekleştirilen kredi genişlemelerinin ileriki dönemlerde bankanın faiz marjları üzerinde pozitif etkide bulunmasını bekleriz. 2021 yılında ekonomik büyümenin yılın başındaki tahminlerin üzerinde gerçekleşmesi olasılığının artması ve artan ekonomik aktiviteyle birlikte oluşacak karşılık iptalleri de net karın büyümesine pozitif katkı sunabilir.

YKBNK son kapanışı itibarıyla kendi üç yıllık ortalama F/K'sına göre %21 iskontolu işlem görmekte olup, PD/DD bakımından iskontosu ise %8 seviyesindedir.

YKBNK'nin diğer bankalara göre rekabet üstünlükleri:

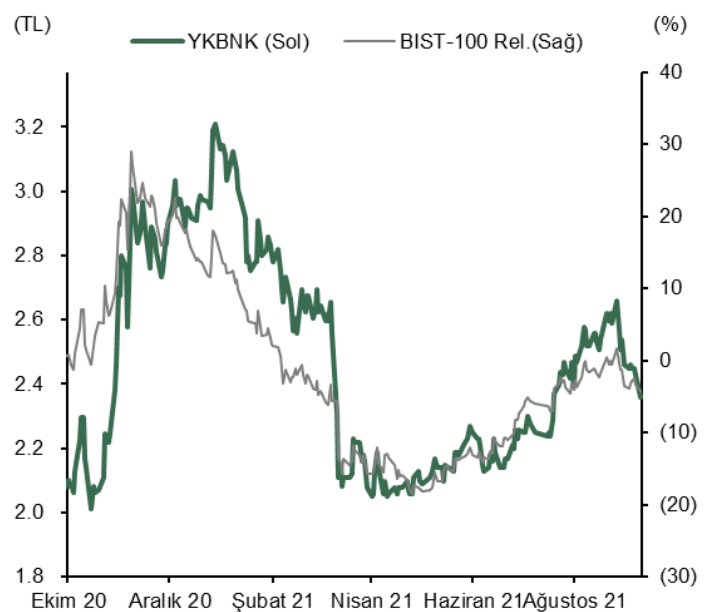
1. Özel bankalar içinde en yüksek TÜFEX varlığına sahip olması, içinde bulunduğumuz yüksek enflasyon döneminde bunun bir koruma kalkanı özelliği göstermesi,
2. 1Ç21'de %462 olan YP likidite karşılama oranını 2Ç21'de %503'e çıkararak bilanço açıklayan bankalar arasında en yüksek YP likidite karşılama oranına sahip banka konumunda olması,
3. Bireysel bankacılık ve küçük montanlı krediler üzerindeki yoğunlaşması sebebiyle ücret ve komisyon gelirleri kalemlerinde sürdürülebilir karlılık avantajının değişen regülasyon ortamında dahi devam etmesi,
- 4.

12 aylık hedef fiyatımız için aşağı yönlü riskler ise şunlardır: 1) 2Ç21'de Grup 2 yeniden yapılandırılan kredilerin toplam kredilere oranının %8'e ulaşması, pandemi koşullarının ağırlaşması vb. ihtimallerle ekonomik aktivitede görülebilecek bir yavaşlamayla birlikte aktif kalitesi problemlerini beraberinde getirme olasılığı, 2) Döviz kurlarında ani artış, 3) Yüksek seyreden enflasyon sebebiyle fonlama maliyetlerinin yılın geri kalanında artma olasılığı, 4) Ülke risk primini yükseltecek politik/ekonomik gelişmeler.

YKBNK - hisse detayları

TL Mil.	2020	2021T	2022T
Faaliyet karı	6,552	8,333	10,031
Net kar	5,080	6,250	7,723
Net kar büyümesi (%)	41.1	23.0	23.6
F/K (x)	4.1	3.3	2.7
PD/DD (x)	0.4	0.4	0.3
Özsermaye verimliliği (%)	11.4	12.4	13.6
Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(6.3)	10.7	20.5
BIST-100 relatif (%)	(2.8)	10.6	(3.7)
Piyasa değeri (TL/USD Mil.)			20,104 / 2,320
Ort. günlük hacim (TL Mil.)			469.7
Fili Dolaşım (%)			30

Kaynak: Yapı Ve Kredi Bankası; TEB Yatırım Hesaplamaları

YKBNK - fiyat performansı

Kaynak: Rasyonet; TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, 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. Ayrıca yine, TEB 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 önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.