



2Y22 Türkiye Strateji Raporu

Uzun Vadeli Görünüm ve Hisse Tercihlerimiz

31 Mayıs 2022

Global Menkul Değerler Araştırma Departmanı

2Y22 Strateji – Yönetici Özeti

Küresel piyasalardaki görünüm

- Dünya para bolluğunun yaşandığı bir dönemden çıkıyor. Bu aynı zamanda küresel ekonomilerin çok hızlı büyüdüğü bir dönemin de sonuna işaret ediyor. Baz senaryomuza göre, küresel büyümede ivme kaybı yaşanmasını, büyümedeki yavaşlamanın ve baz etkisinin enflasyonu da aşağı çekmesini öngörüyoruz. Kötü senaryoda ise küresel çapta resesyon ve enflasyonun yüksek kalmaya devam etmesi (stagflasyon) riski bulunuyor.
- Hisse senedi piyasaları, özellikle de gelişmiş ülke borsaları, 2020-2021 yıllarında genişlemeci para politikalarının etkili olduğu ortamda en fazla kazanç sağlayan finansal enstrümanlardan olmuştur. Yanı sıra emtia fiyatları da pandemiden çıkış ve normalleşme ortamında yine en fazla değer yaratan varlık sınıfında yer almıştı. 2022 yılı bol likiditenin geri çekileceği ve bu hızlı büyüme döneminin sonu olacaksa, gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarında ve emtia fiyatlarında gerileme ihtimaller dahilindedir.
- Nitekim 2022 yılına Fed'in parasal sıkılaştırma mesajları ile girdik. Yılbaşından beri tahvil faizlerinde hızlı bir yükseliş görülürken yükselen faizler nedeniyle büyüme odaklı/yüksek faize hassas hisselerden kaçış tetiklendi. Nasdaq 2021 yılı sonunda test ettiği tarihi zirve seviyelerden yaklaşık %30 civarında düşüş göstererek ayı piyasasına girdi, S&P500 endeksi ayı piyasasına girmek için sınıra yaklaştı.
- 2022 yılının geri kalanında da ana gündem, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artırımı sürecine başlamasını takiben büyüme ve enflasyonun bu ortamda nasıl şekilleneceği olacak. Eğer büyüme, faiz artırımları sonrasında korkulduğu kadar hasar almazsa, hisse senedi piyasaları yaşadıkları düzeltme sonrası tekrar yönünü yukarı çevirebilir ki bu en olumlu senaryo olacaktır. Öte yandan atılan faiz adımları çerçevesinde enflasyon konusunda da Fed bir sonuç almaya başlarsa faiz artırımlarında duraksama görülebilir. Bu da olumlu senaryoyu besleyecek diğer bir unsur olacaktır.
- Rusya-Ukrayna arasındaki çatışma 2022 yılının kara kuğusu oldu. Batılı ülkelerin Ukrayna'daki savaş nedeniyle uyguladığı kapsamlı yaptırımların Rus ekonomisi üzerinde yaratacağı hasar savaşın boyutunun derinleşmesini engelleyebilir. Ancak kısa süre içerisinde bir anlaşmaya varılmasını beklemiyoruz. Bölgedeki duruma ilişkin haber akışları zaman zaman dalgalanma yaratabilir.

2Y22 Strateji – Yönetici Özeti

Yurt içi piyasalar

- Dünya için zor ve dalgalı geçecek bir yıl beklerken, yurt içi piyasalarda yatırımcılar yüksek enflasyon ortamında reel getiri arayışıyla BIST'e talep göstermeye devam edebilirler. Ucuz çarpanlar ve güçlü bilançolar hisseleri destekleyecek ana faktörler olarak öne çıkıyor. 2021 yılında BIST100 endekste TL bazlı getiri %25,8, dolar bazlı kayıp ise %30 olmuştu. 2022 yılında Mayıs sonuna kadar olan dönemde TL bazında getiri %31,2 iken dolar bazlı kazanç %8 olarak gerçekleşti. Dolar bazında kat edeceğimiz yolumuz hala uzun. Ancak bunun için TL'de bir dengelenme görmemiz şart olacak.
- Endeksteeki yükseliş eğiliminde son yıllarda sanayi hisselerinin rolü büyük oldu. Mevcut durumda BIST100 endekse katkı olarak ilk onda sadece bir banka hissesi (AKBNK) bulunuyor. Sınai endeksindeki bu etkinin ve katkının 2022 yılının geri kalanında devam etmesini bekliyoruz. Enflasyon muhasebesine geçişin bilançolar üzerinde yaratacağı baskı, enflasyonun altında kalması beklenen özkaynak getirileri ve makro politikaya ilişkin belirsizlik bankacılık endeksinin getirisini sınırlayabilir.
- **Riskler:** Hisse senedi piyasasında gördüğümüz yüksek cazibeye rağmen risklere de değinmek isteriz. Seçimlere bir yıl kala uygulanan genişlemeci politikaların devam etmesi, cari açık ve kur seviyesi göz önüne alındığında önemli bir risk faktörü olarak öne çıkıyor. Cari açık yılbaşındaki beklentilerin çok üzerine çıktı ki bu durum TL üzerindeki baskıyı artırıyor. Cari açığı yavaşlatmak için büyümeyi de yavaşlatmak gerekiyor. Ancak seçimler öncesinde bu yönde bir politika uygulanmasını beklemiyoruz. Bu nedenle TL'deki baskı her türlü kısa vadeli önleme rağmen devam edebilir. Kur Korumalı Mevduat ürünü bir süre için kurdaki yükselişin önüne set çekip zaman kazandırmıştı. Ancak bu ürünün akıbeti ve enflasyona endeksli yeni bir finansal enstrüman beklentisi de piyasalarda belirsizlik yaratan unsurlar olarak öne çıkıyor. Öte yandan Türkiye'nin bulunduğu konum itibarıyla jeopolitik risklere her daim açık olduğunu da unutmamak gerekiyor. En son düzenlenen Milli Güvenlik Kurulu toplantısından güney sınırlarımızda başlayabilecek yeni bir hareketin sinyali verildi. Tüm bunların dışında erken seçim olasılığı da yurt içi piyasalarda dalgalanmayı artırma potansiyeli yüksek olan bir faktör olarak öne çıkıyor. Olası bir erken seçim sürece dair belirsizlik nedeniyle ilk etapta borsada kısmi geri çekilme, döviz kurlarında yukarı yönde harekete neden olabilir. Ancak bu dalgalanmanın kalıcı olmasını beklemiyoruz. İlk etki sonrasında seçim sonuçlarına ilişkin iyimser beklentilerin satın alınacağını düşünüyoruz.

2Y22 Strateji – Yönetici Özeti

Hisse seçim kriterlerimiz

- Bu ortamda sağlıklı bilanço görünümü, büyüme potansiyeli, yatırım hikayesi olan ve cazip çarpanlara sahip hisselerin öne çıkacağını düşünüyor ve uzun vadeli perspektifte dengeli bir portföy oluşturulmasını uygun buluyoruz. Bu anlamda şirketlerin farklı segment ve coğrafyalarda faaliyetlerinin olması da bir avantaj sağlayacaktır.
- Finansal açıdan bakıldığında, artan enflasyona paralel satış gelirlerinde güçlü büyümeler görülecektir. Bunun yanı sıra özellikle piyasalardaki belirsizlik ve dalgalanma ortamına karşı, kurumsal yönetim, sektörel avantajlar ve etkin maliyet yönetimini özellikle ilk çeyrekte gördüğümüz şirketleri de öne çıkartmaya özen gösteriyoruz.
- 2022 yılının kalanı için en beğendiğimiz şirketler: **YKBNK**, **FROTO**, **SISE**, **TAVHL**, **SOKM**, **VESTL** ve **KORDS**'dir.

Öne Çıkardığımız Hisse Senetleri			
Hisse	Hedef Fiyat (TL)	Tavsiye	Getiri Pot.
YKBNK	6.8	AL	49%
FROTO	428.2	AL	42%
SISE	29.3	AL	42%
TAVHL	69.8	AL	51%
SOKM	22.3	AL	68%
VESTL	36.22	AL	37%
KORDS	67.4	AL	42%

UZUN VADELİ MODEL PORTFÖYÜMÜZ

YKBNK (AL, HF: 6,80 TL – Getiri Potansiyeli: %49)

Yapı Kredi Bankası, yüksek TÜFEX portföyü, müşteri kazanımı ve sağlıklı finansallarıyla uzun vadeli portföyümüzde yer alıyor. Banka, 2022 tahminlerimize göre 1,84x F/K, 0,48x PD/DD ile oldukça cazip seviyelerde işlem görmektedir.

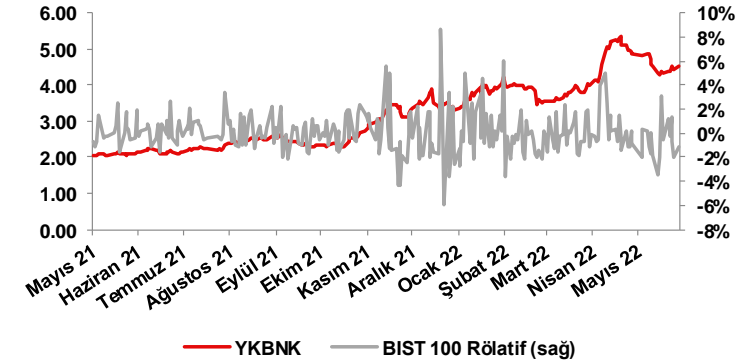
- Yükselen enflasyon ortamında Yapı Kredi'nin özkaynaklarının %92'si büyüklüğünde olan TÜFEX portföyü nominal anlamda karlılığa önemli katkı sağlıyor. Enflasyon beklentileri 2022 yılı başında %30-35 seviyesinde oluşmuştu. Jeopolitik risklerin artışı ile birlikte tarım, endüstriyel ve enerji emtia ürünlerindeki fiyat artışları ve genişleyici para politikası enflasyonun beklentilerin oldukça üzerinde seyretmesine sebep oldu. Bu anlamda, güçlü TÜFEX portföyünün enflasyona karşı koruma sağlaması sebebiyle Yapı Kredi'yi beğeniyoruz.
- Yapı Kredi son bir yılda 1,6 milyon yeni müşteri kazandı. Bu müşteriler önemli ölçüde mobil uygulama üzerinden işlemlerini yapması sayesinde komisyon üretimini artırırken, operasyonel harcamalardaki artış komisyon üretimine kıyasla çok daha limitli kalıyor. 1Ç22'de çeyrek bazda net komisyon gelirleri %22 artmış, operasyonel harcamalar ise %6 daralmıştı. Yapı Kredi'nin komisyon gelirlerinde artış, operasyonel giderlerde azalış trendini önümüzdeki yıllarda da devam ettirmesini bekliyoruz. Müşteri kazanımının en büyük pozitif etkilerinden bir tanesi de vadesiz mevduat miktarındaki artış. 1Ç22'de vadesiz mevduat %22 artışla 46,5 milyar TL seviyesine yükselmişti. Vadesiz mevduat artışı, güçlü kredi talebiyle beraber net faiz marjına pozitif anlamda katkı sağlıyor.
- Enflasyonist ekonominin yarattığı güçlü kredi büyümesi ve 4Ç sonu itibariyle yürürlüğe giren Kur Korunmalı Mevduat (KKM) ile TL fonlama maliyetlerindeki düşüş sayesinde net faiz marjlarında genişleme görüldü. Yapı Kredi'nin 2021'nin son çeyreğinde %3,64 olan net faiz marjı, 1Ç22'de %5,02 seviyesinde gerçekleşti. Bu yıl içerisinde fonlama maliyetlerinde majör bir artış beklenmemesi ve kredi talebinin sürmesi sebebiyle 2022'de net faiz marjında daralma öngörmüyoruz. Takipteki krediler rasyosu ise %4 ile sağlıklı bir düzeydedir (2021 sonu: 4,7).

Finansal Göstergeler

	2019	2020	2021	S12A
Net Kar/(Zarar)(mn TL)	3,600	5,080	10,490	16,295
F/K	4.8x	3.7x	1.9x	2.4x
PD/DD	0.4x	0.4x	0.3x	0.5x
Özsermaye Karlılığı	8.7%	10.7%	16.5%	20.9%
Hisse Başına Kar (TL)	0.43	0.60	1.24	1.93

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	-7%	30%	116%	35%
Rölatif (BIST 100)	-10%	0%	21%	3%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	262.0	297.3	306.0	338.5
Ort. İşlem Hacmi (TLmn)	1191.5	1315.2	1047.6	1408.1



FROTO (AL, HF: 428,20 TL – Getiri Potansiyeli: %42)

Türkiye'nin lider ihracatçısı konumunda yer alması, yurt dışında gerçekleştirdiği satın alma ile kapasitesini arttırması ve güçlü bilanço yapısına sahip olması sebebiyle Ford Otosan'ı 12 aylık hedef fiyatımız olan 428,20 TL ile uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz. Hedef fiyatımız %42 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

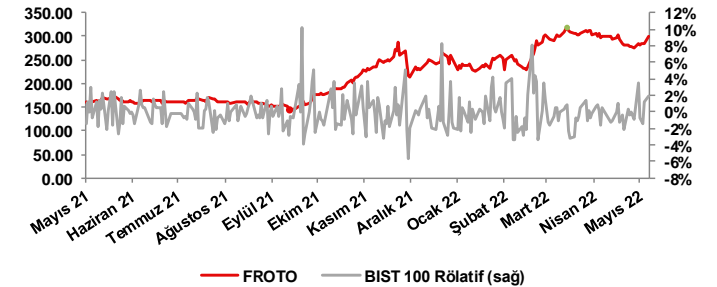
- İhracat odaklı satış yapısı sayesinde TL'nin değer kaybından olumlu etkilenmesini beklediğimiz Ford Otosan'da, Craiova fabrikasının satın alınması ile birlikte yurt dışı satış gelirlerinde önümüzdeki yıllarda oldukça güçlü büyüme görüleceği kaçınılmazdır. Yeni model elektrikli araçların ve Volkswagen ile yeni nesil 1 tonluk ticari aracın Ford Otosan bünyesinde üretiminin gerçekleştirileceği göz önünde bulundurulduğunda satış gelirlerinde yaşanacak büyümenin dikkat çekeceğini düşünüyoruz. 2022 yılı satış gelirlerinde yıllık TL bazında %117 büyüme beklerken FAVÖK rakamında ise %94 yükseliş olacağını tahmin ediyoruz.
- Hammadde maliyetlerindeki artıştan dolayı FAVÖK marjının 2022 yılını %11,9 ile tamamlayacağını öngörüyoruz.
- Şirket'in, 2021 yılında açıkladığı güçlü yatırım programına rağmen 2022 net borç / FAVÖK rasyosu tahminimiz 0,8x seviyesinde olup bu seviyeyi makul olarak değerlendiriyoruz.
- FROTO, 2023 tahminlerimize göre 4,6x F/K ve 3,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla yurt dışı benzerlerine kıyasla sırasıyla %35 ve %14 iskontolu işlem görmektedir.

Finansal Göstergeler

	2019	2020	2021	S12A
Ciro	39,209	49,451	71,101	82,724
FAVÖK	3,350	5,283	9,464	10,623
Net Kar	1,959	4,195	8,801	9,783
FAVÖK Marjı	9%	11%	13%	13%
Net Marj	5%	8%	12%	12%
FD/FAVÖK	7.2x	3.8x	3.5x	10.9x
F/K	10.7x	4.9x	3.3x	10.8x
FD/Satış	0.6x	0.4x	0.5x	1.4x
Net Borç/FAVÖK	0.9x	0x	0.5x	0.9x
Özkaynak Karlılığı	42.0%	59.6%	86.7%	117.9%
Aktif Karlılığı	11.9%	17.2%	20.6%	19.6%

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	1%	16%	86%	25%
Rölatif (BIST-100)	-3%	-10%	4%	-5%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	1.8	2.3	1.9	2.1
Ortalama İşlem Hacmi (mn)	522.4	673.2	431.9	573.7



SISE (AL, HF: 29,30 TL – Getiri Potansiyeli: %42)

Şişecam için hedef değerimizi 29,30 TL'ye yükseltiyor, AL önerimizi sürdürüyoruz. Şirket'in farklı segment ve coğrafyalarda faaliyet göstermesi, borçluluk rasyosunun makul seviyelerde olması ve küresel benzerlerine göre iskontolu işlem görmesi dolayısıyla uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz.

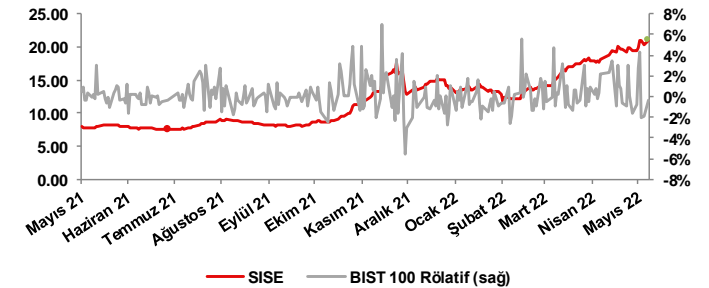
- Güçlü talep ve olumlu kur etkisi ile oto hariç tüm segmentlerde belirgin büyüme eğiliminin devamını beklerken, özellikle ABD'deki soda operasyonlarının konsolide edilmeye başlanmasının bu yıl önemli bir katkı sağlayacağını düşünüyoruz.
- Hatırlanacağı gibi Şişecam ABD'de Ciner ile süren ortaklığı kapsamında Aralık 2021 itibarıyla hakim ortak pozisyonuna gelirken yatırımın büyüklüğünü de artırma kararı aldı. 1Ç22'de konsolide edilmeye başlanması ile olumlu katkısı görülürken, sonraki çeyreklerde de yıllık bazda büyüme eğilimini destekleyeceğini öngörüyoruz.
- Şişecam'da ilk çeyrekte konsolide ciroda %199 artış görülürken, Şirket artan enerji maliyetlerine ve doğal gaz kesintisine karşın faaliyet karlılık yıllık ve çeyrek bazda artırmayı başardı. Şirket'in satış gelirlerinin 2022 yılında yıllık %110 büyümesini, FAVÖK marjının ise %23 ile geçen yılın hafif altında gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- SISE, 2023 tahminlerimize göre 4,5x F/K ve 4,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %46 ve %27 iskontolu işlem görmektedir.

Finansal Göstergeler

	2019	2020	2021	S12A
Ciro	18,059	21,341	32,058	43,346
FAVÖK	3,831	4,405	7,562	10,685
Net Kar	2,700	2,825	9,224	11,361
FAVÖK Marjı	21%	21%	24%	25%
Net Marj	15%	13%	29%	26%
FD/FAVÖK	5.3x	3.6x	4.6x	8.3x
F/K	4.1x	4.2x	1.6x	5.7x
FD/Satış	1.1x	0.8x	1.1x	2x
Net Borç/FAVÖK	1.8x	1.3x	1.5x	1.3x
Özkaynak Karlılığı	14.1%	12.6%	18.7%	21.0%
Aktif Karlılığı	7.0%	6.4%	10.4%	11.4%

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	16%	70%	171%	52%
Rölatif (BIST-100)	12%	31%	53%	16%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	141.3	118.3	100.5	110.9
Ortalama İşlem Hacmi (mn)	2796.4	2007.0	1320.0	1768.6



TAVHL (AL, HF: 69,80 TL - Getiri Potansiyeli: %51)

Hisse başına 69,80 TL hedef değer ile %51 yükseliş potansiyeline sahip olan Tav Havalimanları'nı uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz. Farklı coğrafyalarda faaliyet göstermesi ve Almatı Havalimanı ile desteklenen büyüme ile temel olarak beğendiğimiz hisselerin yaz döneminde sektöre görece de olumlu ayrışabileceğine inanıyoruz.

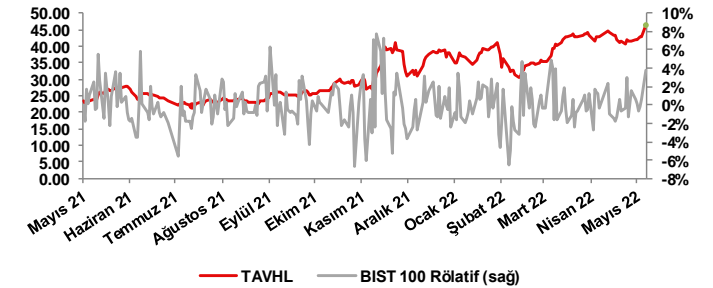
- Pandemi sınırlamalarının etkisinin geride kalmasıyla yaz aylarında güçlü trafik verileri kaydedilebileceğini, Rusya-Ukrayna savaşına bağlı olarak turist girişinde görülebilecek azalışın ise diğer ülkelerle telafi edilebileceğini düşünüyoruz.
- Antalya Havalimanı'nın Ocak 2027'den sonraki döneminde (Aralık 2051'ye kadar) işletilmesi için düzenlenen ihaleyi Tav-Fraport kazandı. Finansman süreci başarıyla tamamlandı. Sürecin gelişimi, Şirket'in sonraki dönemki performansına dair önemli bir güvence olarak görülebilir. Şirket'in 2021 yılında Tunus borç yapılandırması, mücbir sebep başvurusuyla işletme sürelerinde uzatma hakkı kazanması gibi birçok başarılı adımla zorlu dönemlerde mücadele yeteneğini ispat ettiğini hatırlatalım.
- Almatı Havalimanı'nın portföye eklenmesi ile USD bazlı gelir üretiminin yanı sıra önceden turizm ağırlıklı olan portföyün kargo geliri yüksek bir havalimanı ile daha dengeli bir hale gelmesi sağlandı.
- Ocak-Nisan döneminde hizmet verilen toplam yolcu sayısı 2021'e kıyasla %143 artarken, 2019'un %73'ü düzeyinde gerçekleşti. Şirket 2022 yılında yıllık %37-46 artışla 71-76 milyon yolcu sayısına ulaşmayı hedefliyor.
- TAVHL 2023 tahminlerimize göre 7,6x FD/FAVÖK çarpanı ile global benzerlerine kıyasla cazip fiyatlarda işlem görüyor.

Finansal Göstergeler

	2019	2020	2021	S12A
Ciro	4,756	2,415	5,459	7,253
FAVÖK	2,445	204	1,616	2,185
Net Kar	2,415	-2,283	522	-421
FAVÖK Marjı	51%	8%	30%	30%
Net Marj	51%	-95%	10%	-6%
FD/FAVÖK	5x	74.7x	13.9x	16x
F/K	3.7x	n.m.	13.3x	n.m.
FD/Satış	2.6x	6.3x	4.1x	4.8x
Net Borç/FAVÖK	1.4x	28.9x	9.5x	8.2x
Özkaynak Karlılığı	27.7%	n.m.	3.4%	n.m.
Aktif Karlılığı	9.5%	n.m.	1.0%	n.m.

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	8%	37%	97%	36%
Rölatif (BIST-100)	4%	6%	11%	4%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	8.8	10.7	9.5	10.2
Ortalama İşlem Hacmi (mn)	377.1	425.3	313.8	399.6



SOKM (AL, HF: 22,30 TL - Getiri Potansiyeli: %68)

Cazip değerlemesi, hızlı mağaza büyümesi ve borçsuz yapısı sebebiyle Şok Marketler'i %68 getiri potansiyeli sunan 22,30 TL hedef fiyat ile uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz.

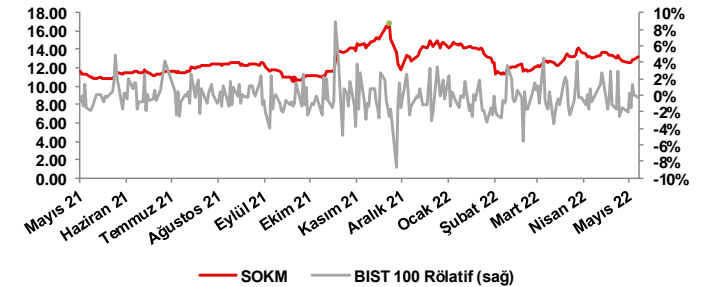
- Yüksek gıda enflasyonunun satış gelirleri üzerindeki desteği ile 2022 yılında şirket beklentisine paralel yıllık %61 ciro büyümesi tahmin ediyoruz. Azalan alım gücüyle beraber tüketicilerin tercihini düşük fiyatlı ürünlerden yana kullanacak olması indirim marketlere olan talebin yüksek kalmasını sağlayacaktır. Buna ek olarak, Cepte Şok uygulamasının sunduğu eve teslim seçeneği tüketicilerin Şok Marketler'e olan talebi destekleyecektir.
- 2022 yılı başında asgari ücrette açıklanan zam kararı, artan elektrik ve lojistik giderleri, 1Ç22'de operasyonel gider / satış oranında kısmi artışa neden oldu. Şirket'in FAVÖK marjının 2022 yılında ılımlı bir daralma ile %8,9 düzeyinde oluşmasını bekliyoruz.
- Şok Marketler, finansal borçluluğunun bulunmaması ve düşük net borç / FAVÖK rasyosu sayesinde defansif bir yapıya sahiptir.
- SOKM, 2022 tahminlerimize göre 11,1x F/K ve 2,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla yurt dışı benzerlerine kıyasla sırasıyla %75 ve %65 iskontolu işlem görmektedir.

Finansal Göstergeler

	2019	2020	2021	S12A
Ciro	16,052	21,354	28,412	32,231
FAVÖK	1,470	2,099	2,622	2,913
Net Kar	-298	272	319	498
FAVÖK Marjı	9%	10%	9%	9%
Net Marj	-2%	1%	1%	2%
FD/FAVÖK	5x	3.5x	3.3x	3.5x
F/K	n.m.	22.3x	22x	16.3x
FD/Satış	0.5x	0.3x	0.3x	0.3x
Net Borç/FAVÖK	1.1x	0.6x	0.6x	0.7x
Özkaynak Karlılığı	1110.5%	107.1%	64.3%	66.9%
Aktif Karlılığı	n.m.	3.5%	3.3%	4.3%

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	2%	17%	18%	1%
Rölatif (BIST-100)	-2%	-10%	-34%	-23%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	8.4	8.8	6.1	7.4
Ortalama İşlem Hacmi (mn)	110.3	112.3	79.2	96.3



VESTL (AL, HF: 36,22 TL – Getiri Potansiyeli: %37)

Hisse başına 36,22 TL hedef fiyat ile %37 yükseliş potansiyeline sahip olan Vestel Elektronik'i uzun vadeli model portföyümüze ekliyoruz. Geniş ürün seçenekleri sayesinde elektronik sektöründeki güçlü pazar payı, gelecek dönemde tamamlayacağı kapasite artışı ve cazip çarpanlara sahip olması sebebiyle VESTL'i temel anlamda beğeniyoruz.

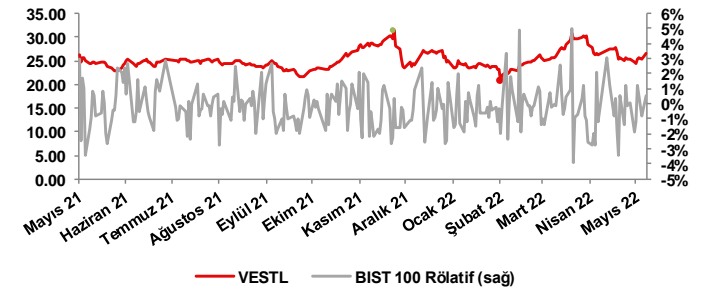
- Şirket'in %82,5 bağlı ortaklığı konumunda olan Vestel Beyaz Eşya tarafındaki büyümeden de orta-uzun vadede önemli katkı sağlamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, Şirket'in otomotiv sektöründe elektrikli araçlar için kullanılacak şarj cihazlarının üretimini sağlayacağı beklentisi hali hazırda olan operasyonlarına ek katkı yaratacak potansiyele sahip olduğunu belirtelim.
- 2022 yılında doğru ürün fiyatlama ve kurdaki yükselişin de desteğiyle Şirket'in yıllık %74 büyüme ile 56,65 milyar TL satış geliri kaydedeceğini öngörüyoruz. Oldukça başarılı geçen 2021 yılının ardından, 2022 yılının başlarında yaşanan hammadde fiyatlarındaki artış nedeniyle FAVÖK marjının ılımlı bir azalışla %12,7 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.
- Öte yandan Vestel Elektronik Temmuz 2018'de Meta Nikel Kobalt Madencilik San. ve Tic. A.Ş. şirketinin %50'sini 250 milyon USD bedelle satın almıştır. Geçmiş yıllarda önemli bir katkı sağlamayan şirketin önümüzdeki dönemde artan nikel fiyatlarının etkisiyle büyüme ve karlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz.
- Net borç / FAVÖK rasyosunun yıl sonunda 1,7x ile makul bir seviyede oluşmasını bekliyoruz (1Ç22: 2,0x).
- VESTL, 2022 tahminlerimize göre 3,6x F/K ve 2,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla yurt dışı benzerlerine kıyasla sırasıyla %67 ve %45 iskontolu işlem görmektedir.

Finansal Göstergeler

	2019	2020	2021	S12A
Ciro	17,174	21,546	32,506	38,046
FAVÖK	2,336	3,602	5,484	6,091
Net Kar	352	1,907	2,154	2,147
FAVÖK Marjı	14%	17%	17%	16%
Net Marj	2%	9%	7%	6%
FD/FAVÖK	3.6x	2.6x	2.9x	3.6x
F/K	8.3x	1.8x	2.5x	4.1x
FD/Satış	0.5x	0.4x	0.5x	0.6x
Net Borç/FAVÖK	2.3x	1.6x	1.8x	2x
Özkaynak Karlılığı	9.3%	25.7%	20.9%	19.2%
Aktif Karlılığı	1.8%	7.0%	5.0%	4.4%

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	1%	17%	6%	0%
Rölatif (BIST-100)	-3%	-10%	-40%	-24%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	8.1	10.0	5.8	8.0
Ortalama İşlem Hacmi (mn)	212.2	267.4	151.2	211.5



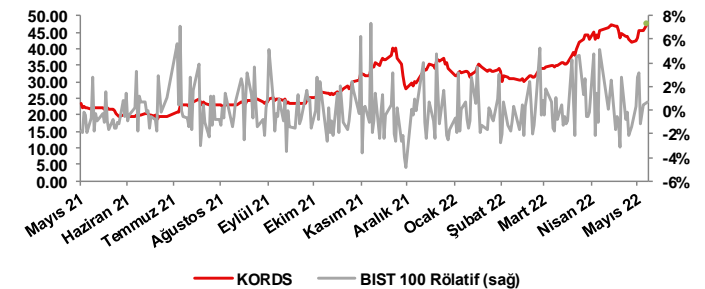
KORDS (AL, HF: 67,40 TL - Getiri Potansiyeli: %42)

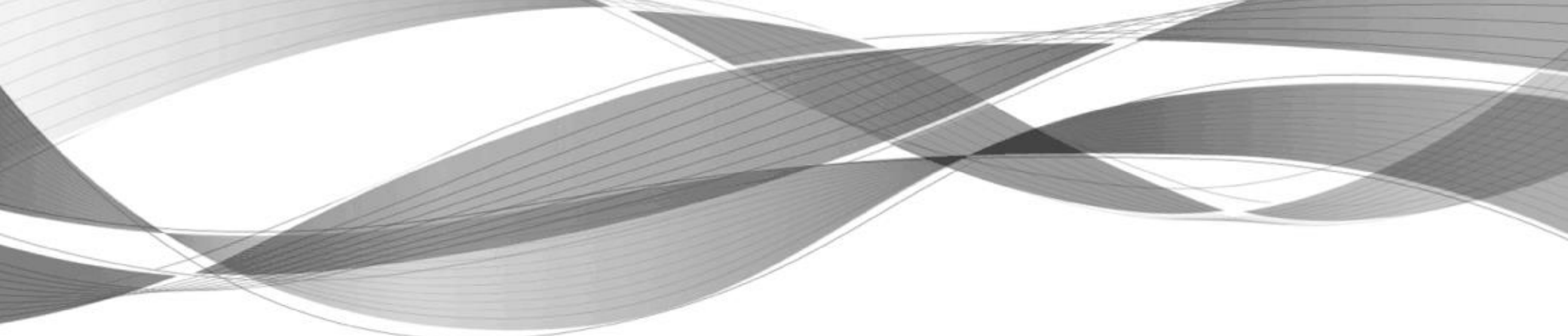
Döviz bazlı gelir yapısı, iyileşen marjlar, cazip çarpanlar ve yurt dışı şirket satın almaları ile dikkat çeken Kordsa'yı %42 getiri potansiyeli ve 67,40 TL hedef fiyat ile uzun vadeli model portföyümüze dahil ediyoruz.

- Hacimsel bazda yaşanan artış, özellikle lastik güçlendirme ve kompozit tarafında güçlü talep, kurdaki yükselen hareket de göz önüne alındığında USD bazlı %24 büyüme olacağını tahmin ediyoruz (TL bazında %114 ciro büyümesi). Avrupa'da faaliyet gösteren Microtex Composites'in %60'ını satın alarak yeni bir coğrafyaya adım atan Kordsa orta vadede yatırımların meyvelerini toplayacaktır.
- 1Ç22'de yıllık bazda oldukça güçlü büyümeler olduğu gözlemlendi. Beklentilerin üzerinde gelen operasyonel sonuçların ardından 2022 FAVÖK marjı tahminimizi %17,1 olarak belirledik (2021: %15,4). Hammadde fiyatlarındaki artışı ürün fiyatlarına yansıtılabildiği için marjların bu seviyede devam edeceği düşüncesindeyiz.
- Kordsa'nın tam anlamıyla küresel bir şirket olması ve tümüyle döviz cinsinden elde edilen geliri sayesinde kurdaki yukarı yönlü hareketten pozitif etkilendiğini söyleyebiliriz.
- Şirket satın almaları ve yatırım harcamalarına ek olarak temettü dağıtması da yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirilebilir.
- KORDS, 2022 tahminlerimize göre 5,4x F/K ve 4,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Finansal Göstergeler				
	2019	2020	2021	S12A
Ciro	5,137	4,536	7,891	10,537
FAVÖK	747	574	1,218	1,737
Net Kar	378	150	856	1,054
FAVÖK Marjı	15%	13%	15%	16%
Net Marj	7%	3%	11%	10%
FD/FAVÖK	6.1x	9.5x	6.5x	9x
F/K	4.3x	14.8x	2.8x	8.8x
FD/Satış	0.9x	1.2x	1x	1.5x
Net Borç/FAVÖK	3.2x	4.4x	3.5x	2.8x
Özkaynak Karlılığı	13.4%	4.6%	13.2%	13.9%
Aktif Karlılığı	5.3%	2.0%	6.1%	6.3%

Hisse Performansı				
	1A	3A	12A	YBB
Nominal	4%	52%	116%	43%
Rölatif (BIST-100)	0%	17%	22%	9%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	2.6	3.7	2.8	3.3
Ortalama İşlem Hacmi (mn)	118.8	142.2	89.9	122.7





Bu yayında yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

