

Koç Holding

Cazip iştirak portföyünü yüksek iskonto ile satın alma fırsatı. Koç Holding'in güncel iştirak değerlerinden hesapladığımız net aktif değerine göre iskontosu %36 seviyesine ulaşmış olup, son 3 yıllık ortalaması olan %15'lik iskonto oranının oldukça üzerindedir. Mevcut fiyat seviyelerinin, temel dinamikleri güçlü olan şirketlerden oluşan Holding portföyüne yatırım yapmak için fırsat sunduğunu düşünüyoruz.

Otomotiv ve beyaz eşya sektöründeki iştirakler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki tüketim artışı temasından faydalanacaktır. Koç Holding iştirakleri sadece iç pazarda değil, ihracat ve yurtdışı operasyonları sayesinde küresel olarak tüketim harcamalarındaki artış ile büyüme dinamiklerini desteklemektedir. E-ticaret gibi büyüyen kanallar, dolaylı olarak hafif ticari araç satışlarını desteklemekte ve Holding'in otomotiv iştiraklerinin büyümesine katkı sunmaktadır. Arçelik ise hem organik büyümesi, hem de yaptığı satın almalar ile ölçeğini büyütürken küresel oyuncu olma yolunda hızla ilerlemektedir.

Enerji iş kolu son dönemde performans olarak geride kalsa da, 2021 ve 2022'de toparlanma bekliyoruz. Tüpraş Türkiye'deki güçlü konumu ve cazip nakit akışı potansiyeli ile enerji iş kolunda Koç Holding için en önemli varlık olmayı sürdürmektedir. Pandemi nedeniyle yakıt tüketiminde yaşanan düşüş 2020 yılında rafineri marjlarında olağandışı baskıya yol açsa da, 2021 ve 2022'de aşılama, artan hava trafiği ve ekonomik toparlanma ile karlılıkta iyileşme öngörüyoruz.

Yapı Kredi makroekonomik dalgalanmalara karşı güçlü performansını devam ettiriyor. Özellikle özel Türk bankalarında, varlık kalitesinde beklentilerden iyi bir seyir öngörüyoruz. Bu durum da, artan fonlama maliyetleriyle daralan net faiz marjının karlılık üzerindeki baskısını hafifletebilir. Yapı Kredi'nin risk maliyeti görünümünü güçlendirmesi ve 2018'den bu yana sürdürdüğü etkili varlık yönetimini beğeniyoruz. Dirençli net faiz marjı (2021T: %3,3, 2020: %3,8), güçlü komisyon gelirleri (yıllık +%15) ve risk maliyetinde daralma (2021T: 120bp, 2020: 251bp) ile 2021 yılında özkaynak karlılığında iyileşme öngörüyoruz. 7,2mlrTL (yıllık +%42) olan 2021 net kar tahminimiz %15,3 özkaynak karlılığına işaret etmektedir.

Döviz endeksli gelirler ile Koç Holding için makro riskler sınırlı. Koç Holding iştiraklerinin toplam gelirlerinin yaklaşık %50'si yurtdışı operasyonlardan veya döviz endeksli gelirlerden oluşmaktadır. Yurtiçi piyasada faaliyet gösteren iştirakler de genelde sektörlerinde lider pozisyonda olduklarından, makroekonomik şokları daha iyi yönetme kapasitesine sahiptirler.

Hedef Fiyatımızı 31.80 TL olarak belirliyoruz. Koç Holding için hedef net aktif değer hesaplamamızda, halka açık iştirakler için YF Araştırma hedef fiyatlarını, halka açık olmayan varlıklar için ise defter değerlerini kullanıyoruz. Değerlememizde %15 Holding iskontosu varsayımı kullanarak, 31,80 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Buna göre hissede %63 seviyesinde yükseliş potansiyeli öngörüyoruz. İştirak değerlemelerindeki değişimin hedef fiyatımız üzerindeki etkisi sırasıyla FROTO, TUPRS, YKBNK ve ARCLK için en yüksektir. Diğer yandan Holding iskontosu varsayımındaki %5'lik değişimler KCHOL hedef fiyatımız üzerinde %6 artış/düşüşe yol açmaktadır.

Genel / Public

Endeks Üzeri Getiri

Tavsiye

Hedef Fiyat	TL31.80
Hisse Fiyatı (04-07-2021)	TL19.45
Getiri potansiyeli	63%

Bloomberg Hisse Kodu	KCHOL TI
Piyasa Değeri (TLmn)	49,323

Halka Açıklık Oranı	22%
Hisse adedi (mn)	2,536
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	259

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	3%	0%	15%
Nominal (USD)	2%	-7%	-9%
BIST100'e göre	7%	5%	-3%

Tahminler (TLmn)	2020	2021T	2022T
Net Kar	9,273	9,353	11,973

Değerleme	2020	2021T	2022T
F/K	5.3x	5.3x	4.1x
PD/DD	1.1x	0.9x	0.8x
Temettü verimi	3.0%	4.6%	5.1%

KCHOL vs. İştirakler	Hedef Fiyat	Potansiyel
FROTO	205.0	18%
TOASO	45.0	44%
TUPRS	142.0	48%
YKBNK	3.40	55%
ARCLK	37.0	14%
TTRAK	200.0	14%
OTKAR	320.0	13%
KCHOL	31.80	63%

Serhat Kaya

+90 (212) 334 98 36

serhat.kaya@yf.com.tr

KOÇ HOLDİNG MEVCUT NET AKTİF DEĞERİ

Halka Açık İştirakler	Hisse Fiyatı	Piyasa Değeri Milyon TL	KCHOL % İştirak Payı	KCHOL Payının Değeri	Net Aktif Değer İçindeki Payı	Sector
TUPRS	95.7	23,953	39.3%	9,406	12%	Enerji
ARCLK	32.4	21,880	40.6%	8,875	11%	Dayanıklı Tüketim
FROTO	174.2	61,129	38.7%	23,626	31%	Otomotiv
TOASO	31.3	15,650	37.6%	5,883	8%	Otomotiv
YKBNK	2.2	18,499	43.6%	8,073	10%	Bankacılık
AYGAZ	13.4	4,014	40.7%	1,633	2%	Enerji
TTRAK	176.0	9,393	37.5%	3,522	5%	Otomotiv
OTKAR	283.9	6,814	44.7%	3,044	4%	Otomotiv
TATGD	8.3	1,122	43.7%	490	1%	Gıda
MAALT	192.0	1,059	36.8%	390	1%	Turizm
Halka Açık İştirakler Toplamı		163,512		64,942	84%	

Halka Açık Olmayan İştirakler	Defter Değeri Milyon TL	KCHOL Payının Değeri	Net Aktif Değer İçindeki Payı
İştirakler ve diğer varlıklar	8,368	8,368	11%
Holding solo net nakit pozisyonu	3,882	3,882	5%

Toplam Net Aktif Değeri	77,192
Koç Holding piyasa değeri	49,323
İskonto	-36.1%

KOÇ HOLDİNG HEDEF NET AKTİF DEĞERİ

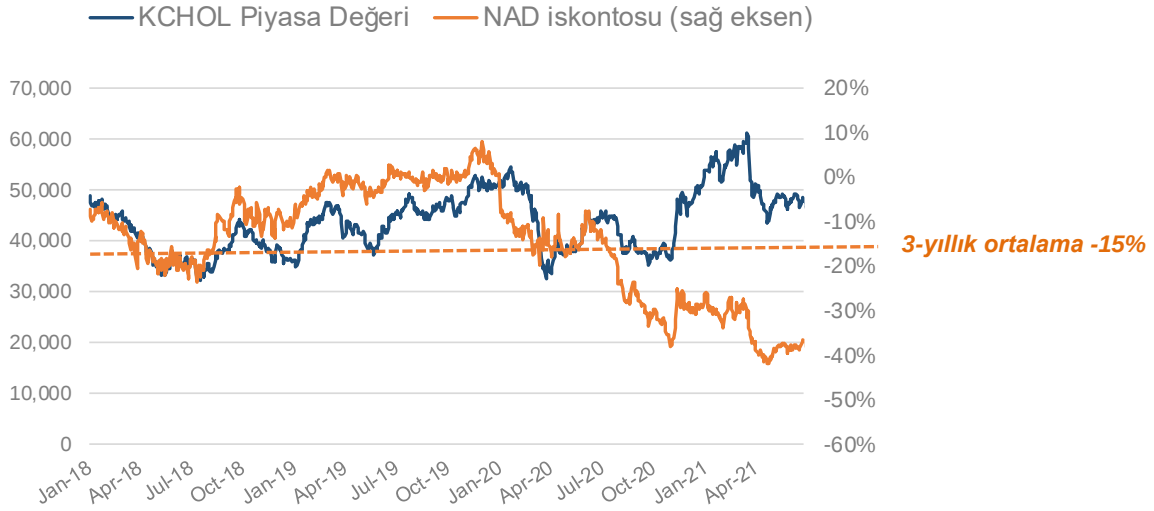
Halka Açık İştirakler	Hedef Fiyat	Hedef P. Değeri Milyon TL	Yükseliş Potansiyeli	KCHOL payının Hedef Değeri	Hedef NAD İçindeki Payı	Değerleme Yöntemi
TUPRS	142.00	35,560	48%	13,964	15%	İNA
ARCLK	37.00	25,002	14%	10,141	11%	İNA
FROTO	205.00	71,937	18%	27,803	29%	İNA
TOASO	45.00	22,500	44%	8,458	9%	İNA
YKBNK	3.40	28,720	55%	12,533	13%	DDM
AYGAZ	m.d.	4,014		1,633	2%	Piyasa Değeri
TTRAK	200.00	10,674	14%	4,003	4%	İNA
OTKAR	320.00	7,680	13%	3,431	4%	Çarpan Değerlemesi
TATGD	m.d.	1,122		490	1%	Piyasa Değeri
MAALT	m.d.	1,059		390	0%	Piyasa Değeri
Halka Açık İştirakler Toplamı		208,267		82,846	87%	

Halka Açık Olmayan İştirakler	Hedef P. Değeri Milyon TL	KCHOL Payının Değeri	Net Aktif Değer İçindeki Payı	Değerleme Yöntemi
İştirakler ve diğer varlıklar	8,368	8,368	9%	Defter Değeri
Holding solo net nakit pozisyonu	3,882	3,882	4%	Defter Değeri

Hedef Net Aktif Değeri	95,096
Holding İskontosuz Varsayımı	-15%
Hedef Piyasa Değeri	80,832
Hedef Hisse Fiyatı	31.80
Mevcut Hisse Fiyatı	19.45
Yükseliş Potansiyeli	63%

Kaynak: YF Araştırma

Koç Holding: Tarihsel NAD İskonto Gelişimi



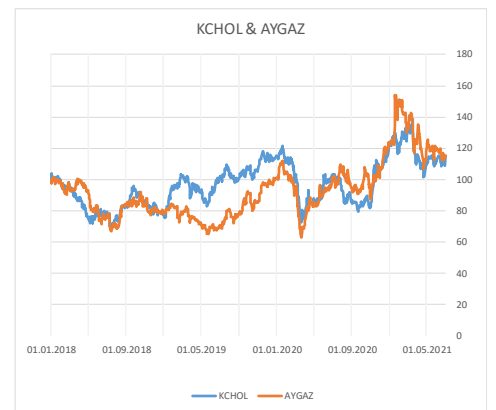
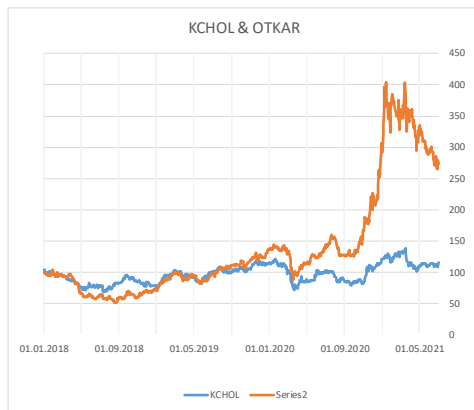
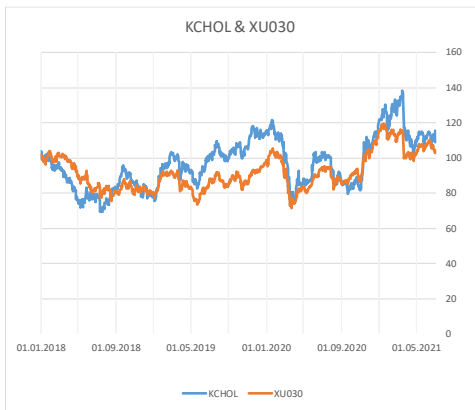
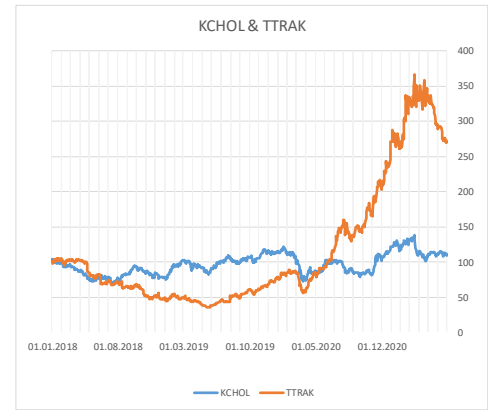
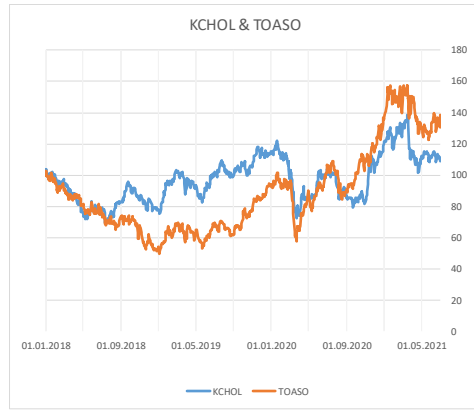
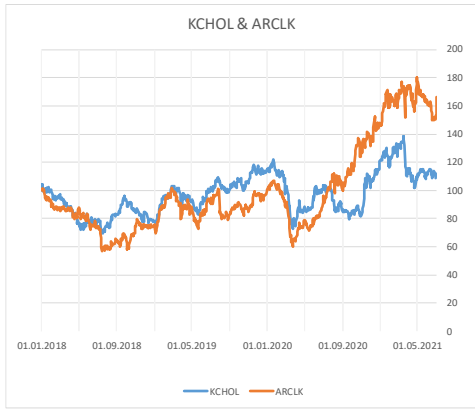
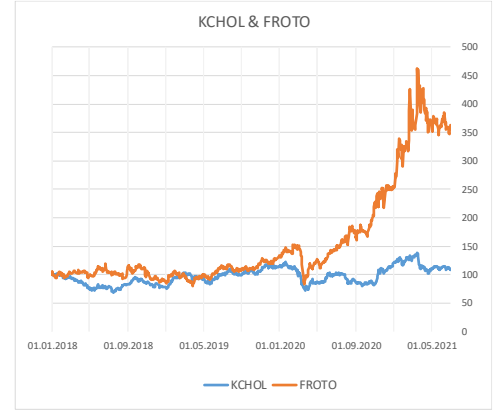
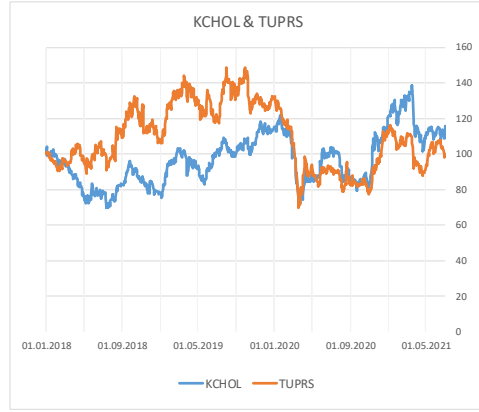
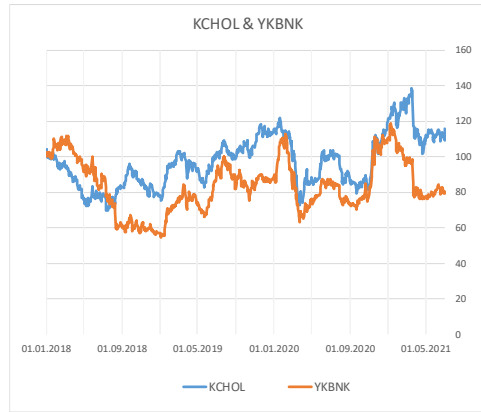
Source: YF Securities Research

Koç Holding: Hedef Fiyat Duyarlılık Analizi

KCHOL - Hedef Fiyat duyarlılık analizi	KCHOL Hedef Fiyat Etkisi
Holding iskontosunda %5 değişim	5.9%
İştirak hedef değerlemesinde %20 değişim	
FROTO	5.8%
TUPRS	2.9%
YKBNK	2.6%
ARCLK	2.1%
TOASO	1.8%
TTRAK	0.8%
OTKAR	0.7%

Kaynak: YF Araştırma

Koç Holding: İştiraklere göre hisse senedi performansı



Kaynak: YF Araştırma

Koç Holding (KCHOL) Şirket Profili

Koç Holding, kuruluş tarihi 1926 yılına dayanan Türkiye'nin en büyük holding şirketidir. Firmanın varlıkları, enerji, dayanıklı tüketim, otomotiv, finans ve diğer kategorileri olmak üzere toplamda 5 ana başlıkta toplanmaktadır. Koç Holding'ün iştirak portföyünde büyüme odaklı ve defansif özellikli şirketler dengeli şekilde yer almakta olup, iştiraklerin ağırlıkla döviz cinsi veya dövizde endeksli elde ettiği gelirler sonucu holdingin TL'deki değer kaybına karşı dayanıklı yapısı bulunmaktadır.

Koç Holding'in iştirakleri ve stratejik ortaklıkları aşağıda listelenmektedir;

Koç Holding – İştirakler					
Sektör	Enerji	Otomotiv	Dayanıklı Tüketim	Finans	Diğer
İştirakler	Tüpraş Aygaz Opet Entek	Ford Otosan Tofaş Türk Traktör Otokar Otokoç Otomotiv	Arçelik Bilkom	YapıKredi Koçfinans	Tat Koçtaş Setur Divan Koç Sistem Token Zer Inventram
Küresel Ortaklıklar		Ford Motor Co. Stellantis CNH Industrials	LG Electronics		King Fisher Kagome Sumitomo

Koç Holding 1986 yılında halka arz oldu. Firmanın hisse senetleri 10 Ocak 1986 yılından bugüne "KCHOL" koduyla Borsa İstanbul (BİST)'da işlem görmektedir. Firmanın ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Koç Holding Ortaklık Yapısı	%
Koç Aile Üyeleri Tarafından Sahip Olunan Firmalar	45,05
Koç Ailesi Üyeleri	19,24
Vehbi Koç Vakfı	7,26
Koç Holding Emekli ve Yardım Sandığı Vakfı	1,99
Diğer	26,46
	100

Kaynak: YF Araştırma

KOÇ HOLDİNG – İŞTİRAKLER

FROTO (Endekse Paralel Getiri, Hedef Fiyat: 205TL)

Yeni anlaşmalar üretim kapasitesini elektrikli araçlarla birlikte 650 bin adet seviyesine çıkaracak.

Ford Otosan yüksek büyüme hızına sahip e-ticaret sektöründe de yoğun olarak kullanılan ve geniş kullanıcı kitlesine sahip güçlü hafif ticari araç ürün yelpazesine sahiptir. Ford Avrupa, Ford Otosan fabrikalarındaki düşük maliyetli üretimin avantajını kullanarak pazar payı kazanırken, geniş ölçekli ve etkin yerel tedarik zincirine sahip rekabetçi maliyet tabanı, sürdürülebilir büyüme performansını desteklemektedir. Ford ayrıca, pazar payı kazanımlarının korunmasına yardımcı olacak ticari araçları için elektrifikasyon planlarını da geçtiğimiz aylarda açıklamıştır. Son olarak, Ford Otosan'ın ürettiği ve fikri mülkiyet haklarına sahip olduğu ağır kamyonlar, şirketin uzun vadede değer yaratma potansiyeli bulunan başka bir alandır. Özellikle gelecekte yapılabilecek elektrikli kamyon, Ford Otosan için yatırım temasında öne çıkabilecek başka bir unsur olabilir.

Ford Otosan, Mart 2021 tarihinde Ford Motor Co. ile yeni nesil Ford Custom modeli hakkındaki görüşmelerin sonuçlandırıldığını duyurdu. 2023 yılının ilk yarısında üretime başlanması beklenen projede, Ford Otosan, 1 ton orta ticari aracın (yeni nesil Transit Custom) 3 farklı tipte (dizel, hibrit ve tam elektrikli) üretileceğini açıkladı. Ford Motor Company ve Volkswagen AG arasındaki stratejik işbirliğinin parçası olarak, Volkswagen'in yeni nesil 1- ton ticari araçlarını da Ford Otosan üretecek. Ford Otosan, üretim için 5 yılda 1,39 milyar Euro büyüklüğünde yatırım yapılacağını, sonuç olarak 1-ton kamyonet üretim kapasitesinin yıllık 180 binden 405 bin seviyesine çıkarılacağını belirtti. Ayrıca 2020 yılında Ford Otosan kazandığı teşvik paketi kapsamında 2026 yılına kadar 2 milyar Euro civarında yatırım yapacağını açıklamıştı. Yatırımlar sonucu üretim kapasitesinin yıllık 455 bin adetten 650 bin adet seviyesine çıkması bekleniyor.

FROTO Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T
Satış Geliri	18,289	25,341	33,292	39,209	49,451	69,070	77,118
FAVÖK	1,485	2,000	2,840	3,350	5,283	7,234	7,954
Net Kar	955	1,490	1,683	1,959	4,195	5,689	6,135
Ödenen Temettü (Bilanço dönemi)	790	1,204	1,284	1,095	3,250	3,982	4,294
Yatırım Harcaması	499	806	1,079	1,236	909	5,040	6,230
Net Borç	1,663	1,798	3,090	3,005	-43	1,208	3,607

Kaynak: YF Araştırma

Ford Otosan – Değerleme

Ford Otosan için İNA modelimizde, 2021-2025 yılları arasındaki nakit akışı projeksiyonu yapıyor ve devam eden değer hesaplamamızı 7,5x FD/FAVÖK çarpanına göre yapıyoruz. Buna göre hisse senedi için 205,0 TL hedef fiyata ulaşırken, mevcut hisse senedi fiyatına göre %18 yükseliş potansiyeli hesaplıyoruz.

Ford Otosan'ın güçlü finansalları ve temel göstergeleri olmasına rağmen, biz Koç Holding üzerinden Ford Otosan'a yatırım yapmayı tercih ediyoruz. Son 12 aylık dönemde FROTO hissesi %224 yükselmişken, KCHOL ise sadece %15 yükselmiştir.

Ford Otosan İNA Analizi

Milyon EURO	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	6,852	7,221	9,063	9,503	9,943
% büyüme	11%	5%	26%	5%	5%
FAVÖK	718	745	905	957	1,009
% büyüme	9%	4%	22%	6%	5%
% marj	10.5%	10.3%	10.0%	10.1%	10.2%
Vergiler	-	-	-	-	-
İşletme sermayesi	(24)	(13)	(66)	(16)	(16)
ciroya oran	4%	4%	4%	4%	4%
Yatırım Harcamaları	(500)	(583)	(583)	(250)	(250)
ciroya oran	7.3%	8.1%	6.4%	2.6%	2.5%
Serbest Nakit Akımı	194	148	256	692	744
Ortalama Sermaye Maliyeti (EUR)	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
2021-2026 Serbest Nakit Akımı	1,580				
Uç Değer Hesaplaması (7.5x FAVÖK)	5,475				
Toplam Firma Değeri	7,055				
Net Borç	186				
Hisse Fiyatı	174.20				
Hedef Fiyat	205.03				
Yükseliş Potansiyeli	18%				

Kaynak: YF Araştırma

TOASO (Endeks Üzeri Getiri, Hedef Fiyat: 45TL)

FCA-PSA birleşmesi Tofaş'ın fırsatlarını artırıyor.

Tofaş'ın mevcut üretim anlaşmalarına göre şirketin yıllık üretim kapasitesinin (450 bin adet) 250 bin civarındaki bölümü al ya da öde çerçevesinde ihracat için ayrılmıştır. Anlaşma sayesinde Tofaş'ın ihracattaki düşüslere karşı risklere koruması bulunmaktadır. Sonuç olarak, Tofaş için kısa vadeli risklerin sınırlı kaldığı ancak al ya da öde metodunun yeni anlaşmalarda adet bazında azaltılması veya devam ettirilmemesi ihtimali yatırım temasında ana risk faktörü olarak düşünülmektedir.

Yeni anlaşmaların mevcut modellerin yeni nesilleri için yapılması gerektiği de not edilmelidir. Doblo için yapılan sözleşme 2022 yılsonunda sona ererken, Egea/Tipo sözleşmesi 2024 yılsonuna kadar devam edecektir.

FCA-PSA firmalarının Stellantis bünyesinde birleşmeleri sonucu, Tofaş daha büyük bir otomotiv grubunun parçası olarak operasyonlarını sürdürmektedir. PSA markalarının Türkiye'de üretimi bulunmazken, yapılan ortaklık sonucu ortaya çıkacak sinerjinin Tofaş'ın yatırımlarını genişletmesinde fırsat oluşturabileceğine inanıyoruz. Öte yandan PSA'nın yeni bölgelerde satış ağının kullanılabilmesi Tofaş'ın ihracat faaliyetlerinde Avrupa'dan sonra ikinci bir katalizör görevi görebilir.

TOASO Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T
Satış Geliri	14,236	17,468	18,603	18,897	23,557	32,586	37,703
FAVÖK	1,367	2,001	2,533	2,480	3,026	3,800	4,204
Net Kar	970	1,283	1,330	1,482	1,784	2,620	2,913
Ödenen Temettü (Bilanço dönemi)	350	800	880	1,200	1,500	1,965	2,185
Yatırım Harcaması	1,230	668	543	693	893	1,000	1,090
Net Borç	2,632	2,571	3,047	1,125	2,439	1,196	2,914

Kaynak: YF Araştırma

Tofaş – Değerleme

Tofaş'ı İNA metodu ile değerlemekteyiz, 2021 – 2024 yılları arasındaki dönem için nakit akış projeksiyonu yapıyorken, devam eden değer hesaplamasında 6,0x FD/FAVÖK çarpanını kullanıyoruz. TOASO için ulaştığımız hedef fiyat 45 TL olup, mevcut hisse senedi fiyatına göre %44 yükseliş potansiyeli bulunmaktadır.

Tofaş için Endeks Üstü Getiri tavsiyemiz bulunmakta olup, yeni nesil Doblo için duyurabilecek potansiyel yatırım kararının hisse senedi fiyat performansını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. FCA-PSA birleşmesinin ortaya çıkaracağı sinerji ve düzenli temettü ödemeleri de Tofaş'ı orta ve uzun vadeli yatırımlar için de cazip kılacaktır.

Tofaş İNA Analizi				
Milyon EURO	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	3,259	3,459	3,715	3,882
% büyüme	11%	6%	7%	4%
FAVÖK	380	386	388	389
% büyüme	1%	2%	1%	0%
% marj	11.7%	11.2%	10.4%	10.0%
Vergiler	(6)	(6)	(6)	(6)
İşletme sermayesi				
<i>ciroya oran</i>	0%	0%	0%	0%
Yatırım Harcamaları	(100)	(400)	(300)	(300)
<i>ciroya oran</i>	-3.1%	-11.6%	-8.1%	-7.7%
Serbest Nakit Akımı	274	(20)	82	83
Hisse Fiyatı	31.30			
Hedef Fiyat	45.00			
<i>Yükseliş Potansiyeli</i>	44%			
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti (EUR)	8.3%			

Kaynak: YF Araştırma

Türk Traktör (TTRAK) HF: TL200.0 (Endekse Paralel Getiri)

Türk Traktör'ün pazar payı 2018 yılındaki %43'ten 2020 yılında %49 seviyesine ve 2021 yılının ilk 5 aylık döneminde ise %55'e güçlü toparlanma sergilemiştir. 2020 yılında faiz oranlarının düşük seyri, yüksek düzeydeki teşvikler ve güçlü hasat dönemi, yurtiçi satış performansının 2021 yılında da devamını sağlamıştır. İlk 5 ayda şirketin satışları geçen seneye göre %80 yükseliş kaydetmiştir. Firma yönetimi yurtiçi satış hacimlerini 2020 yılında 22,4 bin seviyesinden 2021 yılında 29-32,5 bin seviyesine çıkmasını bekliyor. İhracat operasyonları da güçlü kalmaya devam ediyor. Firma geçen sene 12,6 bin olan ihracat satış adetini 2021 yılında 14,3-15,8 bin aralığında bekliyor. Tarımsal emtia fiyatlarının güçlü seyri sonucu küresel olarak traktör talebi de güçlü seyretmektedir. Türk Traktör son 2 yıldır yüksek serbest nakit akımı üretirken, işletme sermayesi gereksinimindeki düşüş de nakit üretimine yardımcı olmuştur. İşletme sermayesinde daha fazla iyileştirme için alanın sınırlı olduğunu ve serbest nakit akımı üretiminin bu yıl normalleşeceğini düşünüyoruz.

TTRAK Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T
Satış Geliri	3,443	4,215	3,909	3,806	6,243	8,937	9,664
FAVÖK	512	492	498	373	1,057	1,406	1,501
Net Kar	370	321	240	112	776	994	1,068
Ödenen Temettü (Bilanço dönemi)	250	300	-	100	850	850	900
Yatırım Harcaması	104	142	226	130	126	271	273
Net Borç	720	685	1,360	650	-596	-485	-338

Kaynak: YF Araştırma

Türk Traktör – Değerleme

Türk Traktör'ü İNA yöntemi ile değerlerken, 2026 yılına kadar serbest nakit akışı projeksiyonu yapıyor ve hedef 6,0x FD/FAVÖK çarpanı ile devam eden değer hesap ediyoruz. Hedef fiyat olarak 200 TL'ye ulaşırken, hisse senedinin mevcut fiyatına göre %14 yükseliş potansiyeli bulunmaktadır.

TTRAK İNA Analizi	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Milyon TL						
Satış Geliri	8,937	9,664	10,918	12,320	13,886	15,636
% büyüme	43%	8%	13%	13%	13%	13%
FAVÖK	1,406	1,501	1,674	1,888	2,129	2,350
% büyüme	33%	7%	12%	13%	13%	10%
FAVÖK marjı	15.7%	15.5%	15.3%	15.3%	15.3%	15.0%
Vergi	(138)	(198)	(221)	(249)	(281)	(309)
İşletme Sermayesinde Değişim	(258)	(326)	(319)	(140)	(157)	(175)
Yatırım Harcaması	(271)	(273)	(331)	(373)	(421)	(474)
Serbest Nakit Akımı	738	703	803	1,126	1,270	1,392
Ortalama Sermaye Maliyeti	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
2021-2026 nakit akışının değeri	3,706					
Devam eden değer	5,666					
Toplam Firma Değeri	9,372					
Net Borç (Nakit)	-287					
Mevcut Hisse Fiyatı	176.00					
Hedef Fiyat	200.0					
Yükseliş Potansiyeli	14%					

Kaynak: YF Araştırma

OTKAR (Endeks Üzeri Getiri, Hedef Fiyat: 320TL)**Zırhlı Araçlar Büyüme Potansiyeli Sunuyor**

Otokar'ın savunma segmentindeki ürün gamı Ar-Ge çalışmaları sonucu genişlemeye devam ediyor. Şirket 4x4, 6x6, 8x8 ve paletli savunma araçları ile ihracatta büyüme potansiyeli vaat ediyor. 2017 yılına kadar daha çok 4x4 araçlar ile ilerleyen ihracat, 8x8 ihalesinin kazanılmasıyla ivme kazandı. Ayrıca 2020 yılında Afrika'dan da ilk 8x8 araç siparişi kazanıldığı açıklandı. Otokar yönetimi geçtiğimiz aylarda Tulpar hafif tank modelinin de testlerinin tamamlanarak üretimi hazır hale geldiğini duyurdu. Olası Tulpar satışı da büyümeyi destekleyecektir.

Otokar savunma sanayi alanındaki faaliyetlerinin yanı sıra ticari araç ve şehir otobüsleri de üretmektedir. Firma, IVECO ile yapılan anlaşma kapsamında 2021 yılsonunda otobüs üretimine başlamayı hedeflediğini geçtiğimiz yıl açıklamıştı. Bizim tahminimiz, IVECO ile yapılan anlaşmanın yıllık ciroya 100 milyon USD civarında ilave katkı yapabileceği yönündedir.

Otokar – Değerleme

Otokar'ın hisse senedi fiyatı Mart ayında görülen zirve seviyesinden kaydedilen 32% düşüş sonucu, aynı dönemde BIST100'e göre %23 ve KCHOL'e göre %21 daha düşük getiri sunmuştur. Bu düzeltme sonrasında hisse için tavsiyemizi Endeks Altı Getiri'den Endekse Paralel Getiri'ye revize ediyoruz. Savunma alanında olası yeni siparişler, hisse senedi fiyatında yükseliş potansiyeli için kilit öneme sahip olmayı sürdürecektir. Otokar için değerlememizde 10x F/K hedef çarpan ile 2022 tahminlerimizi kullanırken, bulduğumuz değeri 2021 yılsonuna indirgeyerek 320,0 TL hedef fiyata ulaşıyoruz(13% yükseliş potansiyeli).

Otokar Ciro Kırılımı Milyon USD	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T
<u>Yurtiçi</u>	<u>339</u>	<u>122</u>	<u>88</u>	<u>101</u>	<u>135</u>	<u>165</u>
Ticari	176	100	79	98	130	150
+Iveco					0	10
Savunma	164	22	9	4	5	5
<u>Export</u>	<u>150</u>	<u>227</u>	<u>343</u>	<u>314</u>	<u>379</u>	<u>470</u>
Ticari	95	127	169	123	110	100
+Iveco					9	90
Savunma	54	100	174	190	260	280
<u>Total</u>	<u>489</u>	<u>349</u>	<u>431</u>	<u>415</u>	<u>514</u>	<u>635</u>
Ticari	271	227	248	221	240	250
+Iveco					9	100
Savunma	218	122	182	194	265	285

Otokar Özet Veriler Milyon TL	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T
Revenue	1,785	1,679	2,431	2,909	4,318	5,906
EBITDA	186	226	432	672	961	1,116
% margin	10.4%	13.5%	17.8%	23.1%	22.2%	18.9%
Net Income	99	164	352	618	754	849
% margin	5.6%	9.8%	14.5%	21.3%	17.5%	14.4%

Hedef F/K Çarpanı	10.0
2022 Karına göre hedef piyasa değeri	8,617
2021-sonu hedef hisse fiyatı	320.0
Mevcut Fiyat	283.9
Yükseliş Potansiyeli	13%

Kaynak: YF Araştırma

ARCLK (Endeks Üzeri Getiri, Hedef Fiyat: 37TL)

2020 yılı Arçelik için verimli bir yıl olduğunu, güçlü yurtiçi talebi, maliyetlerin ve döviz kurlarındaki dinamiklerin istenen şekilde seyretmesiyle %67 ciro büyümesi ve %14,6 FAVÖK marjı sonuçlarıyla kanıtladı. Güçlü baz etkisinde yavaşlama olsa da ciro büyümesinin güçlü kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Buna karşılık, FAVÖK marjları girdi maliyetlerindeki yükseliş nedeniyle baskı altında. Faaliyetlerden elde edilen nakit akışı, normalleşmenin etkisiyle İşletme sermayesinin satışlara oranı %20'den %25'e çıkması sonucu baskılanabilir. Bu trendler 1.çeyrek sonuçlarında FAVÖK marjının %8,4'e düşüşü (Bir seferlik gelirler çıkarıldığında), ve işletme sermayesinin / satışlara oranının %27 seviyesine yükselmesiyle desteklendi.

Arçelik, Türk üreticileri arasında güçlü ve genişleyen operasyonlarıyla özel bir konuma sahip, uluslararası satışları firmanın cirosunun 3'te 2'sini oluşturuyor. Stratejik hamle ile Asia-Pasifik bölgesindeki mevcudiyeti artırarak (Şuan cironun %10'u bu bölgeden gelmekte.) firma Hitachi satın alımını bu yıl tamamlayacak ve 220 milyon Euro yatırım harcamaları gerçekleştirecek. Firmanın stratejik büyüme hamlesini beğeniyoruz. Arçelik'in düşük Net Borç/FAVÖK oranı 1,4 seviyelerinden 2.0x seviyelerine ulaşacaktır. Bunlara ek olarak, Arçelik, hisse geri alım programı duyurarak hisse senetlerinin %10'nu piyasadan satın alacağını duyurdu. (2,4 Milyar TL), bizim değerlemelerimiz hisse geri alım programını kapsamamaktadır.

Bizim güncel Hedef Fiyatımız, İNA (16% risksiz faiz oranı, 5% sonsuz büyüme, 80% ağırlık) ve benzer şirket karşılaştırmasına (20%) dayanmaktadır.

Yapı Kredi (YKBNK) Endeks Üzeri Getiri, Hedef Fiyat: 3,40TL

Türk bankacılık sektörü, artan enflasyon, fonlama maliyetleri ve net faiz marjlarındaki baskıyla makro oynaklıkların yoğun olduğu bir dönemden geçmektedir. Beklenen enflasyon düşüşü, faiz indirimleri ve bunlara bağlı olarak küresel gelişmelere (artan faiz oranları, düşen risk iştahı) karşı TL'nin değeri, değerlemeler için ana etkenler olmaya devam ediyor. Pandeminin olumsuz etkilerini sınırlamak için parasal genişlemeyi kullanarak, bütçe ve TCMB rezerv harcamalarını artırarak geçen yıl %1,8 büyüdükten sonra Türkiye'nin bu yıl da %5 civarında büyümesini bekliyoruz. Bu politikaların sürdürülebilirliği belirsiz olsa da, Şirketlerin nakit akışlarını, borçluluklarını ve regülasyonlarla ödeme şartlarını destekleyici kolaylıklar sağlandı.

Yapı Kredi'nin risk maliyeti görünümünü güçlendirmesi ve 2018'den bu yana sürdürdüğü etkili varlık yönetimini beğeniyoruz. Dirençli net faiz marjı (2021T: %3,3, 2020: %3,8), güçlü komisyon gelirleri (yıllık +%15) ve risk maliyetinde daralma (2021T: 120bp, 2020: 251bp) ile 2021 yılında özkaynak karlılığında iyileşme öngörüyoruz. 7,2mlrTL (yıllık +%42) olan 2021 net kar tahminimiz %15,3 özkaynak karlılığına işaret etmektedir. Gelecek yılda da Banka'nın güçlü sonuçlar açıklayabileceğini (yıllık +%26, %15,6 özkaynak karlılığı) ve hatta sürdürülebilir özkaynak karlılığı tahminimiz olan %14,2'yi aşabileceğini düşünüyoruz. Banka'nın 2021T 2,5x F/K ve 0,32 PD/DD çarpanları uzun vadeli yatırım için hissenin cazip seviyelerde olduğuna işaret ediyor.

Sermaye maliyetini artırabilecek ve uluslararası benzer değerlemelerini aşağı çekebilecek yukarıda bahsedilen hassasiyetler ve küresel gelişmelerin piyasa fiyatlamasında geri çekilmelere yol açabileceğinin altını çiziyoruz. Diğer bir risk faktörü ise, Banka'da %20 paya sahip Unicredit'in Ekim/Kasım döneminden sonra olası hisse satışlarıdır. Ancak, güncel değerlemeler göz önüne alındığında, bu satış hisse fiyatı üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaz.

mın TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	Uç Değer
Net Kar	5,080	7,204	9,050	9,917	11,065	12,574	14,891	
İştirak Gelirleri	884	1,095	1,357	1,561	1,795	2,064	2,374	
Net Kar (İştirakler hariç)	4,390	6,328	7,964	8,669	9,629	10,923	12,992	9,015
Defter Değeri	47,564	56,518	68,762	77,774	87,848	99,315	112,949	
(-) İştirakler	10,057	11,165	12,282	13,510	14,861	16,347	17,982	
Solo Defter Değeri	37,508	45,352	56,480	64,264	72,987	82,968	94,967	66,835
Solo Özkaynak Karlılığı	12.4%	15.3%	15.6%	14.4%	14.0%	14.0%	14.6%	12%
Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı	14.2%							
Sermaye Mliyeti	23%							
Risksiz Getiri Oranı	16.0%							
Hisse Risk Primi	5.0%							
Beta	1.32							
Uç Değer Büyümesi	4%							
Hedef PD/DD	0.55							
Hedef Defter Değeri	24,980							
İştirakler	3,740							
Hedef Piyasa Değeri	28,720							
Hedef Fiyat	3.40							
Son Fiyat (02.07.2021)	2.19							
Yukarı Potansiyeli	55%							

Kaynak: YF Araştırma

TUPRS (Endeks Üzeri Getiri, Hedef Fiyat: 142TL)**Rafineri marjlarında toparlanma bekleniyor**

Petrol ürünlerine olan talep Kovid-19 aşılmasında kaydedilen hızlanma, hava trafiğindeki toparlanma ve küresel ekonomik aktivitede yaşanan yükseliş sonucu iyileşme trendi içerisindedir. Öte yandan, özellikle ağır ham petrol arz-talep dengesinin gevşemesi, Tüpraş için daha iskontolu petrol satın alma beklentisini kuvvetlendirmektedir. Ayrıca İran'ın petrol satışına yönelik ABD yaptırımlarının kalkması ihtimali, Tüpraş'ın ucuz petrole ulaşımına daha fazla imkan sağlayabilir. Bu faktörlere bağlı olarak rafineri marjlarının 2021 ve 2022 yıllarında kademeli iyileşme kaydetmesini, Tüpraş'ın stok etkisi hariç FAVÖK performansının 2022'de yaklaşık 800 milyon dolar seviyesine yükselmesini tahmin ediyoruz. Bu rakam 2018 yılındaki 1,2 milyar USD seviyesinden aşağıda olsa da 2020 yılında gerçekleşen 142 milyon USD stok etkisi hariç FAVÖK'e göre oldukça yüksek iyileşme potansiyeline işaret etmektedir.

Tüpraş son 2 yıl içerisinde temettü ödemelerinin kesilmesi ve zayıf gelen finansal sonuçları nedeniyle Koç Holding'in portföyünde geride kalanlardan oldu. Tüpraş hisse senedi fiyatı, son 24 aylık süreçte %17 düşerken, KCHOL'e kıyasla %27 ve BIST100'e göre ise %40 daha düşük performans gösterdi. 2021 ve 2022 tahminlerimize göre TUPRS 4,9x ve 4,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görürken, hissenin pandemi öncesinde ortalama değerlendirme çarpanı 6,5x seviyesindeydi.

TUPRS Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T
Satış Geliri	34,855	53,948	88,552	89,601	63,244	120,204	142,643
FAVÖK	3,195	5,637	8,539	3,807	494	7,063	8,070
Net Kar	1,793	3,812	3,713	526	-2,494	1,080	4,615
Ödenen Temettü (Bilanço dönemi)	1,557	3,406	3,794	-	-	-	1,500
Yatırım Harcaması	884	1,095	940	1,336	1,059	1,680	2,275
Net Borç	6,084	6,249	11,967	8,424	9,420	14,589	11,771

Tüpraş – Değerleme

Tüpraş'ı İNA yöntemi ile değerlerken, 2025 yılına kadar serbest nakit akışı projeksiyonu yapıyor ve hedef 5,5x FD/FAVÖK çarpanı ile devam eden değer hesap ediyoruz. Hedef fiyat olarak 142 TL'ye ulaşırken, hisse senedinin mevcut fiyatına göre %48 yükseliş potansiyeli öngörüyoruz.

Milyon TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	120,204	142,643	160,022	170,920	179,466
Faaliyet Karı	6,211	7,098	8,343	8,890	9,597
FAVÖK	7,063	8,070	9,445	10,133	10,989
FAVÖK (Milyon USD)	841	887	988	1,010	1,043
FAVÖK Stok etkisi hariç (Milyon USD)	341	787	938	1,010	1,043
FAVÖK marjı	5.9%	5.7%	5.9%	5.9%	6.1%
(-) işletme sermayesi	-5,302	-112	-87	-54	-43
(-) yatırım harcamaları	-1,680	-2,275	-2,389	-2,508	-2,634
(-) vergi	0	-1,065	-1,251	-1,334	-1,440
Serbest Nakit Akışı	81	4,618	5,718	6,236	6,873
Ortalama Sermaye Maliyeti	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
Nakit akışlarının değeri	15,402				
Uç Değer	31,111				
Firma Değeri	46,513				
Net Borç	12,514				
İştirakler ve azınlık payları	1,671				
Özsermaye Değeri	35,670				
Hedef Fiyat	142.0				
Yükseliş Potansiyeli	48%				

Kaynak: YF Araştırma

Yatırım Finansman Securities

Meclis - i Mebusan Caddesi No: 81 Fındıklı
Beyoğlu / İstanbul 34427
TURKEY

Tel: +90 (212) 317 69 00
Fax: +90 (212) 282 15 50
- 51
Bloomberg: YATF
www.yf.com.tr

Levent Durusoy	Executive Vice President	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
Institutional Sales			
Burak Demircioğlu	Head of Sales & Trading	burak.demircioglu@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 42
Levent Mutlu	Trading Director	levent.mutlu@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 40
Alper Yenilmez	Salesperson	alper.yenilmez@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 49
Nil Tola	Sales Trader	nil.tola@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 51
Mehmet Ali Sukuşu	Senior Settlements Officer	mehmetali.sukusu@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 42
Equity Research			
Serhan Gök	Head of Research	serhan.gok@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 39
Serhat Kaya	Steel, Automotive, Contractors, Oil & Gas, Defence, Conglomerates	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Miraç Başcı	Associate	mirac.basci@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 89
Macroeconomic Research			
Erol Gürçan	Economist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 317 98 37

© 2021 YF Securities. All rights reserved

Yatırım Finansman Menkul Değerler (YF Securities) research refrains from rating parent companies (TSKB and İsbank) to avoid any potential conflicts of interest between YF Securities and rated companies, in connection with, but not limited to, loan agreements or business deals.

YF Securities, its clients and employees may hold a position in the rated securities and may perform investment banking or other services for the covered companies. Strict limitations on trading apply for analysts; it is prohibited for analysts to trade equities on a daily basis, and any trading of equities by analysts, may only be conducted through the brokerage services provided by YF Securities.

Companies under the coverage of YF Securities are rated on the basis of their expected performance relative to the BIST index. The following ratings are used to accurately reflect analysts' research and opinions regarding their coverage:

OutPerform: Rated for stocks which YF Securities expects to outperform the BIST-100 index over a 12-month horizon.

MarketPerform: Rated for stocks, which YF Securities expects to perform in line with the expected BIST-100 return over a 12-month horizon.

UnderPerform: Rated for stocks, which YF Securities expects to underperform the BIST-100 index over a 12-month horizon.

The information on this document is provided by Yatırım Finansman (YF) Securities Inc. and it is not to be construed as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or the provision of an offer to provide investment services. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Therefore, making decisions with respect to the information in this report may cause inappropriate results. All prices, data and other information are not warranted as to completeness or accuracy and are subject to change without notice. Any form of reproduction, dissemination, copying, disclosure, modification, distribution and/or publication of information, opinions and comments provided on this document is strictly prohibited. The information presented in this report has been obtained from sources believed to be reliable. (YF) Securities Inc. cannot be held responsible for any errors or omissions or for results obtained from the use of such information.