HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

ŞUBAT 2017

Basım tarihi 2 Şubat 2017

YATIRIM FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur | TÜRKİYE İŞ BANKASI

Yatırım stratejisi özeti

Ana temamız:

Türk hisse senetleri, Fitch tarafından Türkiye'nin uzun vadeli döviz cinsi kredi notunun indirilmesine rağmen yılın ilk ayında %10 getiri sağladı. BİST-100'ün 1 yıl ileriye dönük F/K'sı Ocak ayında son 7 yılda gördüğü en düşük seviyeden tepki gösterdiği için Ocak ayındaki performansı Türk hisse senetlerinin düşük değerleme çarpanlarına bağlıyoruz. TL bazında BİST-100'ün çift haneli performansına rağmen, Türk hisse senetleri dolar bazında Gelişmekte Olan Piyasaların %2 altında performans gösterdi. Ocak ayındaki performans neticesinde BİST-100'ün 1 yıl ileriye dönük F/K'sı son 1 yıl ortalamasına ulaştı. Bu nedenle, hisse senetlerindeki yukarı yönlü trendin kısa vadede devam edebilmesi için jeopolitik risklerde önemli iyileşmenin olması gerektiğini düşünmekteyiz.

Makro Görünüm:

ABD'de politik otoritenin dolar konusundaki görüşünün netleşmesini bekliyoruz. Başkan Donald Trump son olarak Almanya, Japonya ve Çin'i para birimlerini bilinçli olarak değersiz kılmaya çalışmakla suçladı. Trump aşırı değerli gördüğü doları gevşetmek istiyor. Ancak son dönemdeki söylemleri onu bu konuda destekleyebilecek olan ülkelerden uzaklaştırmakla kalmıyor, ajandasında yer alan diğer politika uygulamalarının hayata geçmesi için başvuracağı ABD kongresinde de elini zayıflatıyor. Başkan'ın sebep olabileceği belirsizlik ortamı doların tam ters istikamette yön almasına sebebiyet verebilir. Bu durum FED'in olası politika hamlelerini ertelemesine yol açabilir. Başkanın 28 Şubat'taki kongre sunumu ilk dönem politikalarına dair düşüncelerin somutlaşmaya başlayacağı ilk tarih olabilir. TL dahil tüm para birimlerinin tabi olacağı yüksek volatilite ortamında TCMB'nin TL'yi savunmak adına tüm finansal enstrumanlarıyla hazır olması gerektiğine inanıyoruz. Ancak Merkez Bankası'nın bozulan enflasyon görünümü ile de mücadele etmesi gerektiği de bir gerçek.

4Ç16 kar sezonu başladı:

Yeni girdiğimiz 4Ç16 kar sezonunda şimdiye kadar Garanti Bankası, Akbank, Anadolu Hayat ve Tofaş yüksek net kar artışları açıkladılar. Araştırma kapsamımızda olan diğer şirketlerin 4Ç16'da net karlarının 4Ç15'e göre ortalama %41 gerileyeceğini tahmin ediyoruz. TL'nin 4Ç16'da değer kaybetmesi neticesinde oluşan kur farkı zararları net karların düşüşünde etkili olan en büyük faktör. Operasyonel tarafta ise kapsamımızdaki banka dışı şirketlerin 4Ç16'da cirolarının ortalama %12, FAVÖK'lerin ise %13 artacağını tahmin ediyoruz. ASELS, BIMAS, DOAS, ENKAI, EREGL, HLGYO, TKFEN ve TMSN'ın 4Ç16'da hem FAVÖK hem de net karlarında yüksek artış açıklayacaklarını tahmin ediyoruz.

YF Model Portföy hisseleri:

Model portföyümüze Halk GMYO'yu ekliyoruz. **Garanti Bankası** (güçlü sermaye oranları, disiplinli marj yönetimi) ve **Yapı Kredi** (operasyonel performansta iyileşmenin devamı, Unicredit'te gelişmeler nedeni ile aşırı satıldığını düşünüyoruz) tercih ettiğimiz bankalar arasında yer almaktadır. Bankalar dışında, portföyümüzde **Bim** (defansif iş modeli, gıda enflasyonunda artış beklentisi), **Çimsa** (yüksek temettü verimliliği), **Halk GMYO** (yüksek NAD iskontosu, yeniden değerleme gelirleri ile net karda artış potansiyeli), **Tofaş** (yeni modeller sayesinde yüksek büyüme, defansif ihracat modeli) ve **Türk Traktör** (yüksek yurtiçi traktör talebi, yüksek temettü verimliliği) bulunmaktadır.

Ayın önemli gündem maddeleri

1. hafta (6-9 Şub)	2. hafta (13-17 Şub)	3. hafta (20-24 Şub)	4. hafta (27-28 Şub)
7 Şub - EREGL 4Ç16 Finansalları & Analist Toplantısı	13 Şub - TKNSA, 4Ç16 Finansal Sonuçları	20 Şub - VAKBN, 4Ç16 Finansal Sonuçları	
8 Şub - TTKOM, 4Ç16 Finansal Sonuçları	14 Şub - Cari İşlemler Açığı, Aralık 2016	22 Şub - KKO, Ocak	
8 Şub - Sanayi Üretimi, Aralık	15 Şub - İşgücü İstatistikleri, Kasım		

Sermaye hareketleri ve makro temeller üzerine...

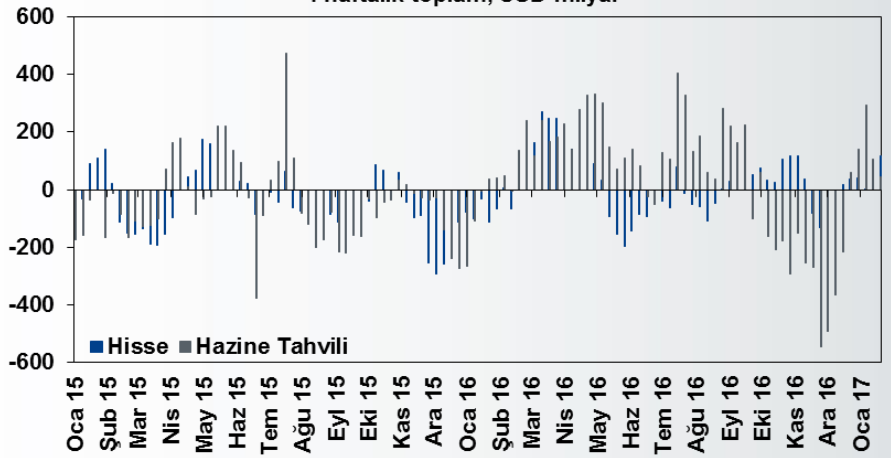
ABD başkanlık seçimlerinin hemen ertesinde seçilmiş başkan Donald Trump'ın genişlemeci mali politika uygulamalarına yönelik açıklamaları bu ülkede büyümenin beklenenden daha hızlı yükselmesi ihtimalini doğurdu. Enflasyon beklentileri kanalı üzerinden ABD merkez bankası FED'in tahmin edilenden daha agrasif bir sıkılaşmaya gideceği spekülasyonu küresel çapta bir belirsizliğe yol açtı. ABD doları hem nominal hem de reel olarak değerlenirken uluslararası piyasalarda borçlanma maliyetleri yükseldi, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal durum aniden sıkılaştı. Gelişmiş ülke uzun vadeli tahvil faizlerindeki sert yükselişler neticesinde gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışları gerçekleşti. Kasım ayı başından 2016 yıl sonuna kadar Türkiye'de de, ağırlığı yahvil/bono olmak üzere, portföy çıkışları söz konusu oldu. Getiri eğrisi hemen her vadede yükselirken özellikle yeni yılla birlikte dozu artan parasal sıkılaşma neticesinde getiri eğrisi yataylaştı. Fitch'in Türkiye yatırım yapılabilir ülke notunu kıracağına yönelik beklentinin tümüyle fiyatlamalara yansımasıyla birlikte özellikle hisse piyasalarında yatırımcı ilgisi geri döndü.

Fitch ülke notunu kırarken siyasi ve jeopolitik gelişmelere atıfta bulundu. Ancak yılın son çeyreğinde ülkede büyüme dinamiklerinin beklenildiği oranda bir canlılık gösterememiş olması da dikkat çekici oldu. Yapılan makroihtiyati düzenlemeler ve uygulamaya koyulan kamu teşvikleri ile iç talepteki ılımlı toparlanmanın ilk çeyreğe taşınacağı kanaatindeyiz. Bunun ilk sinyalleri gelmeye başlamış durumdadır. 13 haftalık ortalamada yıllıklandırılmış olarak baktığımızda tüketici kredilerinde büyüme hızı %9,5'e yükselmiş ve hemen hemen tüm segmentlere yayılmıştır. Burada tespit ettiğimiz bir risk önceden yüklemeli olarak yapılan tüketim harcamaları (örneğin, binek otomobili ve dayanıklı tüketim malı) sebebiyle tüketici kredilerindeki mevcut yükseliş trendinin bir parça yavaşlama ihtimalidir. Öte yandan ticari kredilerde de hızlanma söz konusudur. Son çeyrekte artış trendini başlatan ticari kredi büyüme hızına yine 13 haftalık ortalamada yıllıklandırılmış olarak bakıldığında %9,1 değerine ulaşmaktadır. KOBİ'lere yönelik faiz oranlarındaki azalış ve kredi garanti fonunun işlevi öne çıkmaktadır.

Türkiye'nin 2017 yılında ticaret hadleri (ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranı) muhtemelen zayıflayacak ve cari denge ve TL üzerinde baskı yaratacaktır. Ancak biz yine de 2017 yılında net ihracatın büyümeye katkısı hususunda iyimseriz. Buna temel olarak TL'deki zayıflık neticesinde artan rekabet avantajı, euro bölgesindeki iktisadi faaliyetin hızlanıyor olması, paritedeki değer kaybı ihtimalinin sınırlı olması, Rusya ile düzelen ilişkiler neticesinde hem mal ticaretinin hem de turizm gelirlerinin yükselmesine yönelik beklentilerimizi gösterebiliriz. Son üç aydır gelen dış ticaret verileri neticesinde beklentilerimizin geçtiğimiz Aralık ve bu yılın Ocak ayında bir miktar karşılanmaya başladığını ifade etmeliyiz. Kasım ve Aralık aylarında euro bölgesine yapılan altın hariç ihracat yıllık bazda %4,7 arttıktan sonra resmi olmayan TİM verilerine göre bölgeye ihracat Ocak ayında yaklaşık %10 yükselmiştir. Rusya'ya ve Irak'a yapılan ihracat ise Ocak ayında, sırasıyla, %57 ve %42 artmıştır. PMI verilerine göre yeni ihracat siparişleri Ocak ayında genişleme bandına tekrar dahil olmuştur.

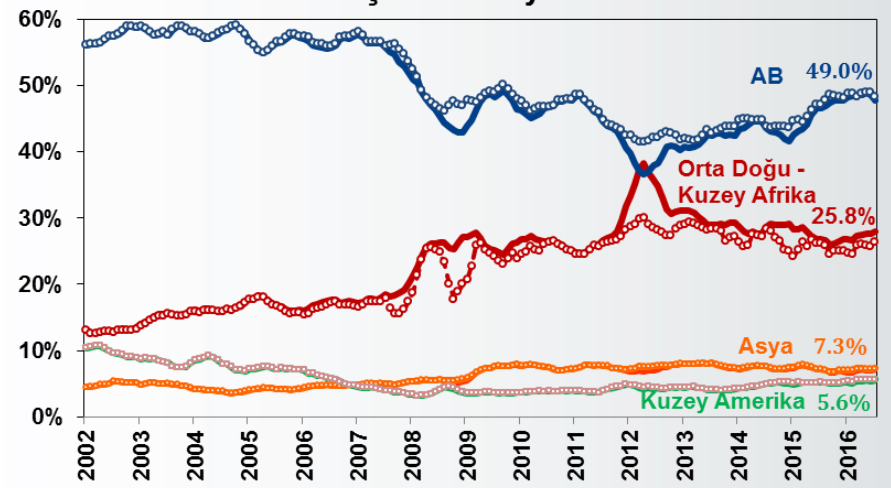
Yabancıların Portföy Hareketleri

4 haftalık toplam, USD milyar



Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman Menkul Değerler

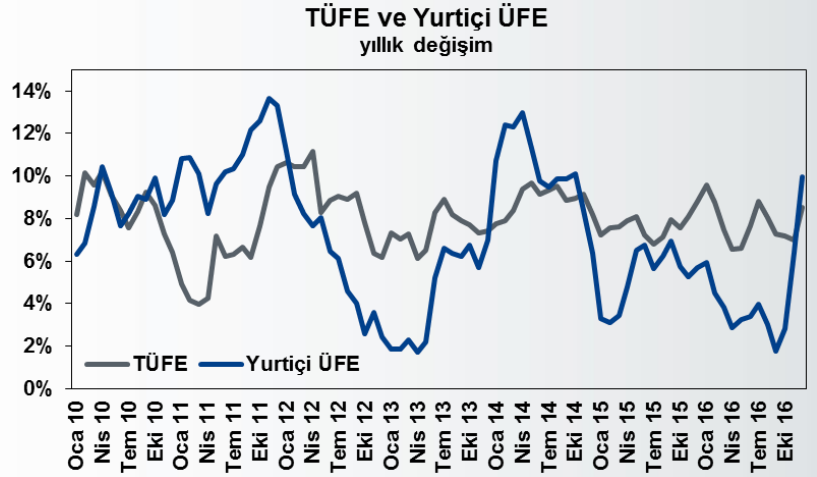
Dış Pazar Payları



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman Menkul Değerler

Enflasyon görünümü kötüleşti...

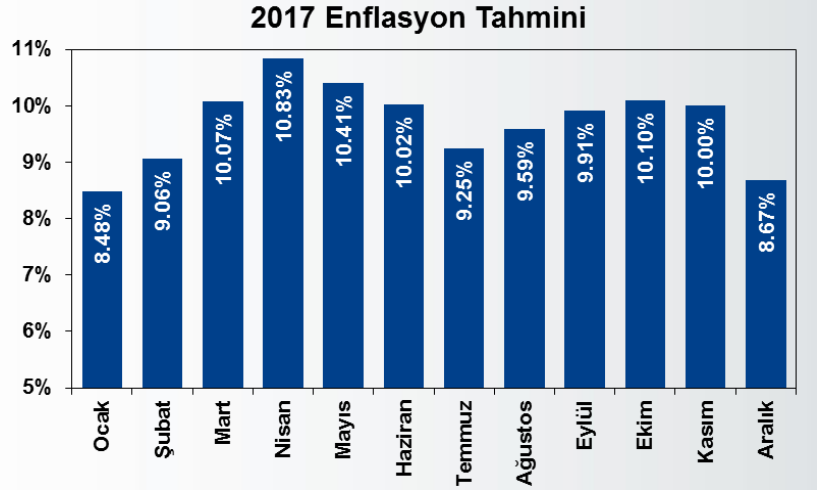
Enflasyon görünümündeki kötüleşme 2017 yılının ilk yarısında makroekonomi tartışmalarının odağında olacaktır. 2016 yılında iktisadi faaliyetteki zayıflık neticesinde dezenflasyonist bir ortam söz konusuydu. Ancak yılın son çeyreğinde maliyet baskısı öne çıkmaya başladı ve bu durum ilk önce enerji fiyatlarında kendisini gösterdi. Öte yandan motorlu taşıtlar ve alkol / tütün gibi ürünler üzerindeki ÖTV düzenlemeleri ile yönlendirilen diğer fiyatlar manşet enflasyona rekor denebilecek düzeyde katkı yaptılar. Kasım ayına kadar gelen süre zarfında ana trendi aşağı yönlü seyreden çekirdek mallar enflasyonu TL'deki hızlı değer kaybı neticesinde kur geçişkenliği kanalı üzerinden Aralık ayında anlamlı bir artış kaydetti. Gıda enflasyonu ise, yine Kasım ayına kadar geçen süre zarfında, turist sayısı ve turizm gelirlerindeki düşüş ile alınan tedbirler neticesinde, tarihsel ortalamalarının gerisinde kaldı; ancak Aralık ayında kötü hava şartlarının etkisiyle sert bir yükseliş yaşadı. Tüm bu faktörler sonucunda 2016 yılında manşet enflasyonu %8,5 seviyesinde gerçekleşti. 2017 yılında ise enflasyon görünümü üzerindeki risklerin büyük bir ağırlığının yukarı yönlü olduğu kanısı hakimdir. Gıda kaleminde oluşan düşük baz ve TL cinsinden ithal fiyatlarının olası yukarı yönlü patikası bu risklerden bazılarıdır.



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman Menkul Değerler

TCMB 2017 yılı için enflasyon tahminini %8,0 olarak güncellemiştir. Böylece Ekim ayı enflasyon raporuna kıyasla (%6,5) 1,5 puan yukarı yönlü güncelleme söz konusu olmuştur. TL cinsinden ithalat fiyatları güncellemesinin enflasyon üzerindeki etkisi 1,3 puan; gıda fiyatlarındaki güncellemenin etkisi 0,4 puan; çıktı açığındaki yükselmenin etkisi -0,4 puan ve diğer etkiler 0,2 puan olarak hesaplanmıştır.

Merkez Bankası'nın güncellediği bu tahmin bizim %8,67 olarak revize ettiğimiz yıl sonu tahminimizin anlamlı bir şekilde altında kalmıştır. Yıllık Makro Strateji içerisinde verdiğimiz tahmin %8,47 olmakla birlikte o raporda tahminimiz üzerindeki riskleri yukarı yönlü gördüğümüzü belirtmiştik. Bu risklerin, gıda fiyatları ve kur geçişkenliği özelinde Ocak ayı itibarıyla gerçekleşmeye başlıyor olduğuna hükmediyoruz.(örneğin, bizim 2017 yılı için gıda enflasyonu varsayımımız %7,0 idi). Dolayısıyla TCMB'nın yenilediği gıda enflasyonu varsayımı olan %9,0'u baz alırsak enflasyon tahminimiz üzerinde 25 baz puan daha yukarı yönlü risk görmekteyiz. Öte yandan mevcut kur riski de devam etmektedir.



Kaynak: Yatırım Finansman Menkul Değerler

TCMB'nin günlük likidite yönetimi

TCMB döviz kurunda yaşanan sert yükselişlerin önüne geçmek için Ocak ayı boyunca likidite yönetimine ilişkin olarak bazı önemli adımlar attı.

Banka 10 Ocak'ta Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitlerini 22 milyar Türk Lirası'na düşürdü, YP zorunlu karşılık oranlarında tüm vade dilimlerinde 50 baz puan indirime gitti.

TCMB 12 Ocak'tan başlayarak 1 hafta vadeli repo ihalesi açmadı (bu ihaleler hala kullanılmamaktadır).

Merkez Bankası 13 Ocak'ta Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitlerini 11 milyar Türk Lirası'na düşürdü. Ayrıca Borsa İstanbul bünyesindeki repo pazarlarında TCMB tarafından yapılan fonlama tutarı sınırlandırılabileceğini açıkladı.

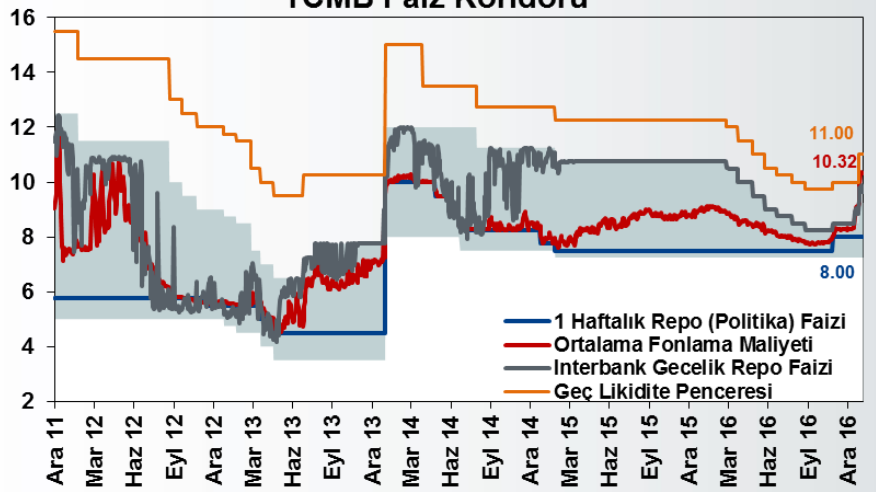
TCMB 16 Ocak'ta bankaları Geç Likidite Penceresi'nden borçlanmaya itecek yukarıdaki önlemi devreye soktu ve bu pencere aktif olarak kullanılmaya başlandı. Ocak ayının son gününde bu pencere ile sağlanan fonlama toplam fonlamanın %62'sini aştı.

Banka 17 Ocak tarihinde Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları (swap) piyasasını devreye soktu. 1 hafta vadeli ihalelerde TCMB swap işlemlerinin TL bacağında ilk gün %8,0 olarak uyguladığı faizi yedi işgünü içerisinde %11,0'e yükseltti. Bu yolla bankaların TL maliyetlerini artırarak yurtdışı piyasalarda TL kısa pozisyon alınmasını engellemek istedi.

TCMB 24 Ocak'ta düzenlediği toplantıda bir haftalık repo faizinde herhangi bir yönde değişiklik yapmadı. Banka karar öncesi son dokuz işgününde kullanılmayan bu faizi mevcut %8,00 seviyesinde korudu. Merkez Bankası son dönemde aktif olarak kullandığı iki fonlama aracında, yani marjinal fonlama oranında ve geç likidite penceresinde ise, sırasıyla 75 ve 100 baz puanlık artışlar gerçekleştirdi. Marjinal fonlama oranı %9,25'e çıkarken, geç likidite penceresinde faiz %11,00'e yükseldi. Bu kararla bir haftalık repo ihalelerinden fonlama gündemden çıkmış oldu. Ayrıca gerekli görüldüğü takdirde, bankaların geç likidite imkanına yönlendirilmeye devam edeceği belirtildi. Bu pencerenin yoğun bir şekilde kullanılması ile sadeleşme politikasıda terk edildi.

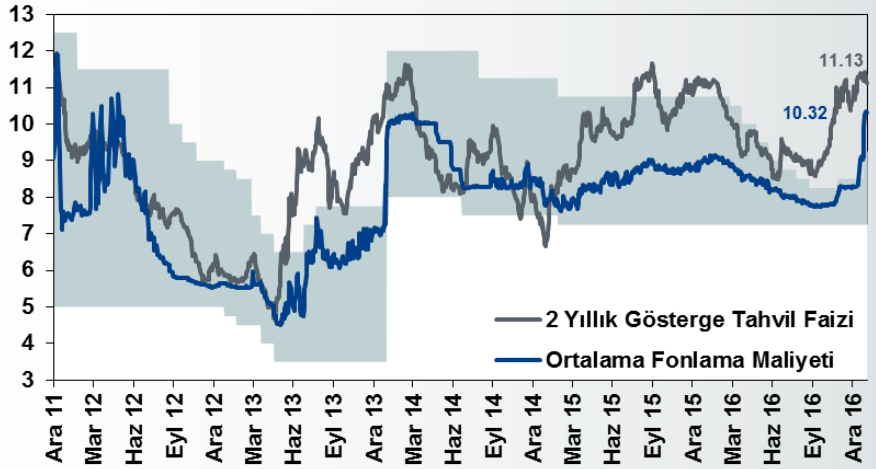
Tüm bu işlemlerde TCMB piyasadaki TL likiditesini kısıtlamayı ve TL maliyetlerini yükseltmeyi hedefledi. 6 Ocak tarihinde %8,28 seviyesinde bulunan bankaların ağırlıklı ortalama fonlama maliyetleri Ocak ayı sonunda %10,34'e kadar yükseldi. Bu durum fonlama maliyetlerinin 200 baz puanın üzerinde yükseldiğine işaret etmektedir.

TCMB Faiz Koridoru



Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman Menkul Değerler

Gösterge Faiz ve Fonlama Maliyeti



Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman Menkul Değerler

TCMB’nin günlük likidite yönetimi

bin TL	DEPO	REPO KOTASYON				REPO İHALESİ			
	Kotasyon Yöntemiyle Gerçekleştirilen 1 Gecelik Depo Satış İşlemleri (%9,25)	Kotasyon Yöntemiyle BİST'te Gerçekleştirilen Repo Satış İşlemleri (%9,25)	Kotasyon Yöntemiyle Direk Olarak Gerçekleştirilen Repo Satış İşlemleri (%9,25)	Kotasyon Yöntemiyle GLP Repo Satış İşlemleri (%11,00)	Toplam Kotasyon (Depo + Repo, %9,25)	1 Haftalık Repo İhalesi (%8,0)	Geç Likidite Penceresi (%11,00)	TOPLAM FONLAMA	AOFM
30.12.2016	24,188,800	33,692,000	615,000	-	58,495,800	37,000,000	-	95,495,800	8.31%
02.01.2017	23,607,000	23,859,000	580,000	-	48,046,000	37,000,000	-	85,046,000	8.28%
03.01.2017	21,858,100	27,736,000	250,000	-	49,844,100	37,000,000	-	86,844,100	8.29%
04.01.2017	22,159,400	24,975,000	-	-	47,134,400	37,000,000	-	84,134,400	8.28%
05.01.2017	22,122,400	26,100,000	-	-	48,222,400	36,000,000	-	84,222,400	8.29%
06.01.2017	22,222,400	25,168,000	-	-	47,390,400	36,000,000	-	83,390,400	8.28%
09.01.2017	21,147,900	29,925,000	30,000	-	51,102,900	35,000,000	-	86,102,900	8.30%
10.01.2017	22,125,900	29,570,000	-	-	51,695,900	33,000,000	-	84,695,900	8.31%
11.01.2017	9,650,100	42,321,000	120,000	-	52,091,100	31,000,000	-	83,091,100	8.31%
12.01.2017	10,580,100	40,755,000	263,000	-	51,598,100	24,000,000	-	75,598,100	8.34%
13.01.2017	10,175,000	50,755,000	365,000	-	61,295,000	17,000,000	-	78,295,000	8.39%
16.01.2017	9,705,900	35,000,000	-	19,000	44,705,900	10,000,000	14,101,500	68,826,400	8.74%
17.01.2017	9,930,900	31,000,000	-	-	40,930,900	5,000,000	28,099,200	74,030,100	9.04%
18.01.2017	9,743,200	34,000,000	-	-	43,743,200	-	26,298,400	70,041,600	9.06%
19.01.2017	9,842,100	38,000,000	-	-	47,842,100	-	30,597,400	78,439,500	9.09%
20.01.2017	8,808,300	40,000,000	-	-	48,808,300	-	34,196,400	83,004,700	9.12%
23.01.2017	8,991,400	41,000,000	-	-	49,991,400	-	25,748,400	75,739,800	9.01%
24.01.2017	8,961,700	38,000,000	-	-	46,961,700	-	33,047,400	80,009,100	9.12%
25.01.2017	7,509,900	56,000,000	-	-	63,509,900	-	-	63,509,900	9.25%
26.01.2017	8,591,900	31,000,000	-	-	39,591,900	-	25,225,000	64,816,900	9.93%
27.01.2017	9,962,200	26,000,000	-	-	35,962,200	-	50,348,000	86,310,200	10.27%
30.01.2017	9,882,900	25,000,000	-	-	34,882,900		53,545,000	88,427,900	10.31%
31.01.2017	10,125,900	28,000,000	-	-	38,125,900		62,974,000	101,099,900	10.34%
01.02.2017	10,005,500	27,000,000			37,005,500		58,304,000	95,309,500	10.32%

Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman Menkul Değerler

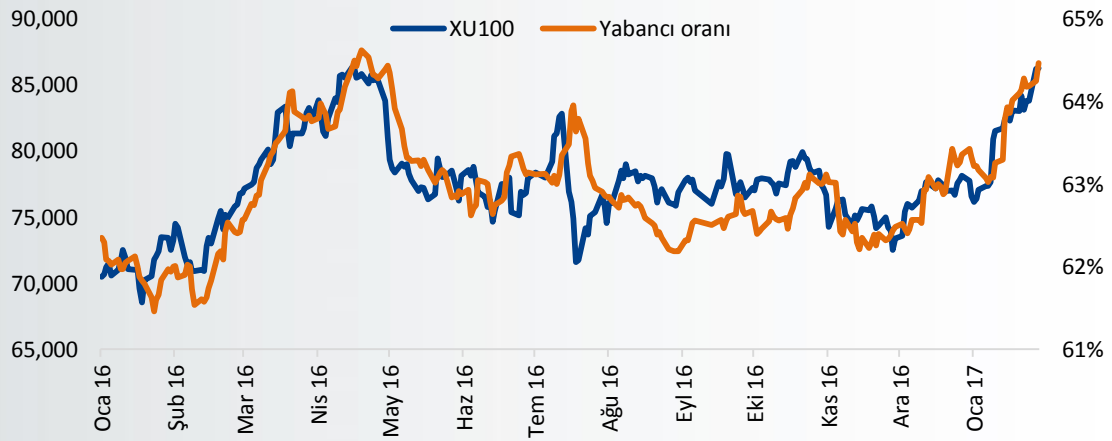
Temel Makroekonomik Göstergeler

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
GSYİH (milyar TL)	1394.5	1569.7	1809.7	2044.5	2337.5	2558.1	2877.6
GSYİH (milyar $)	774.0	876.0	948.7	933.0	856.4	845.6	801.4
GSYİH Reel Büyüme	11.1%	4.8%	8.5%	5.2%	6.1%	2.5%	3.6%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	10.5%	6.3%	7.4%	8.2%	8.8%	7.61%	8.67%
TÜFE (yıllık, ortalama)	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.72%	8.64%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	11.04%	6.16%	10.03%	7.97%	10.78%	10.90%	11.76%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	8.83%	8.35%	7.37%	9.34%	9.71%	9.80%	10.16%
Politika Faizi (dönem sonu)	5.75%	5.50%	4.50%	8.25%	7.50%	8.50%	9.00%
Politika Faizi (ortalama)	6.14%	5.73%	4.88%	8.65%	7.57%	7.56%	8.75%
USD/TL (dönem sonu)	1.8889	1.7776	2.1304	2.3230	2.9128	3.4546	3.7200
USD/TL (ortalama)	1.6725	1.7919	1.9036	2.1915	2.7227	3.0226	3.5551
EURO/TL (dönem sonu)	2.4438	2.3452	2.9344	2.8258	3.1833	3.6841	3.8688
EURO/TL (ortalama)	2.3250	2.3040	2.5300	2.9116	3.0222	3.3454	3.7474
Faiz Dışı Fazla (IMF Tanımlı; GSYİH'ye oranı)	1.0%	0.3%	0.9%	0.3%	0.8%	1.8%	1.6%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-1.5%	-2.0%	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.7%	-2.0%
İhracat (milyar $)	135.0	152.5	151.8	157.6	143.8	140.5	145.8
İthalat (milyar $)	-240.8	-236.5	-251.7	-242.2	-207.2	-197.2	-207.5
Dış Ticaret Dengesi (milyar $)	-105.9	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.8	-61.7
Cari Denge (milyar $)	-75.0	-48.5	-64.7	-43.6	-32.2	-35.4	-37.8
Cari Denge / GSYH (%)	-9.7%	-5.5%	-6.8%	-4.7%	-3.8%	-4.2%	-4.7%

Yatırım Finansman Menkul Değerler

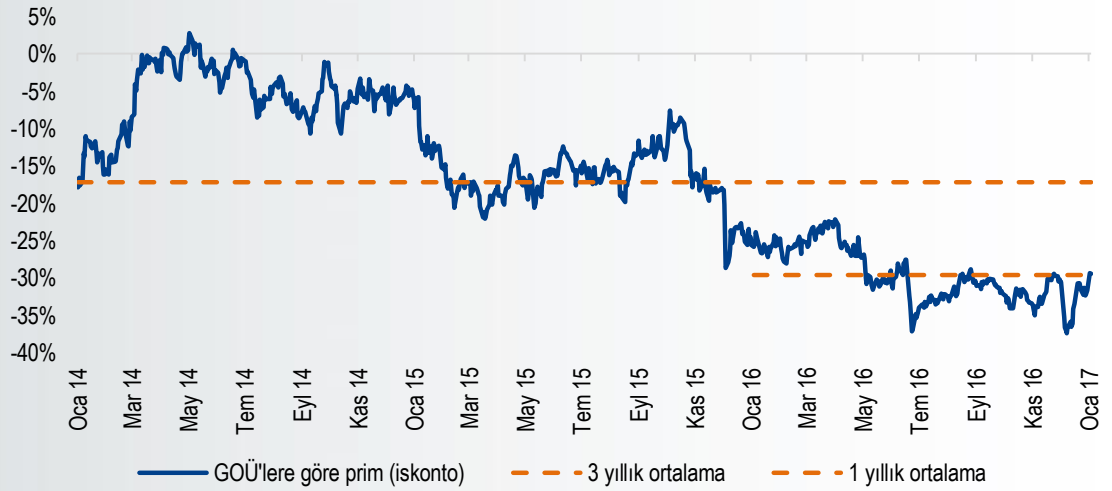
Kısa vadeli görünüm...

Yabancı yatırımcılar son 2 aydır net alıcı konumunda



Kaynak: Matriks

BIST-100'in GOÜ'lere iskontosu



Kaynak: Bloomberg

Yabancı yatırımcılar Aralık ayında hisse senedi piyasasında 175mn USD'lık net alım gerçekleştirdiler. Ocak ayı verileri henüz yayınlanmadı fakat günlük takas verileri net alımın Ocak ayında da devam ettiğine işaret etmektedir. Yabancı yatırımcıların takas oranı Ocak ayında son 3 yılın yükseğine ulaşmış durumdadır. Bu durum, Fitch'in kredi notu indiriminin yabancı yatırımcıların Türkiye'deki risk iştahına pek etkisi olmadığını göstermektedir. BİST-100 Ocak ayında TL bazında yüksek performans göstermiş olsa da USD bazında gelişmekte olan piyasaların %2 altında performans gösterdi. Bu durum BİST-100'ün Ocak ayında GOP'lara artan ilgiden faydalandığını göstermektedir.

12 aylık ileriye dönük F/K çarpanlarına göre, BIST100, MSCI GOÜ endeksine göre %29 iskontolu işlem görmektedir. Son 3 yıl ortalama %17 iken son 1 yıl ortalama %30 seviyelerindedir.

BİST-100'in GOP'lara göre iskontosunun son 1 ortalamasına gelmiş olmasını, yabancı takasın son 3 yıl zirvesine ulaşmış olmasını göz önünde bulundurarak BİST-100'ün yukarı yönlü hareketinin kısa vadede devam etmeyeceğini tahmin ediyoruz.

Kur farkı zararları 4Ç16 net karlarını aşağıya çekiyor...

Takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin 4Ç16 net karlarında %48'lik bir daralma bekliyoruz. 4Ç16'da yüksek kur farkı açıklayacak olan TTKOM'u hariç tuttuğumuzda net karlardaki ortalama düşüşün %22 olmasını bekliyoruz. Migros, Torunlar GYO, Kardemir ve Aksa Enerji'nin 4Ç16'da kur farkı zararından olumsuz etkilenecek diğer şirketler olmalarını bekliyoruz.

Gelirlerdeki yıllık %12'lik artışın katkısı ile, FAVÖK'te yıllık bazda %13'lük bir artış bekliyoruz. ASELS, BIMAS, DOAS, ENKAI, EREGL, HLGYO, TKFEN, TOASO ve TMSN'ın hem FAVÖK hem de net kar artışı açısından dikkat çekici bir performans sergilemeleri bekleniyor.

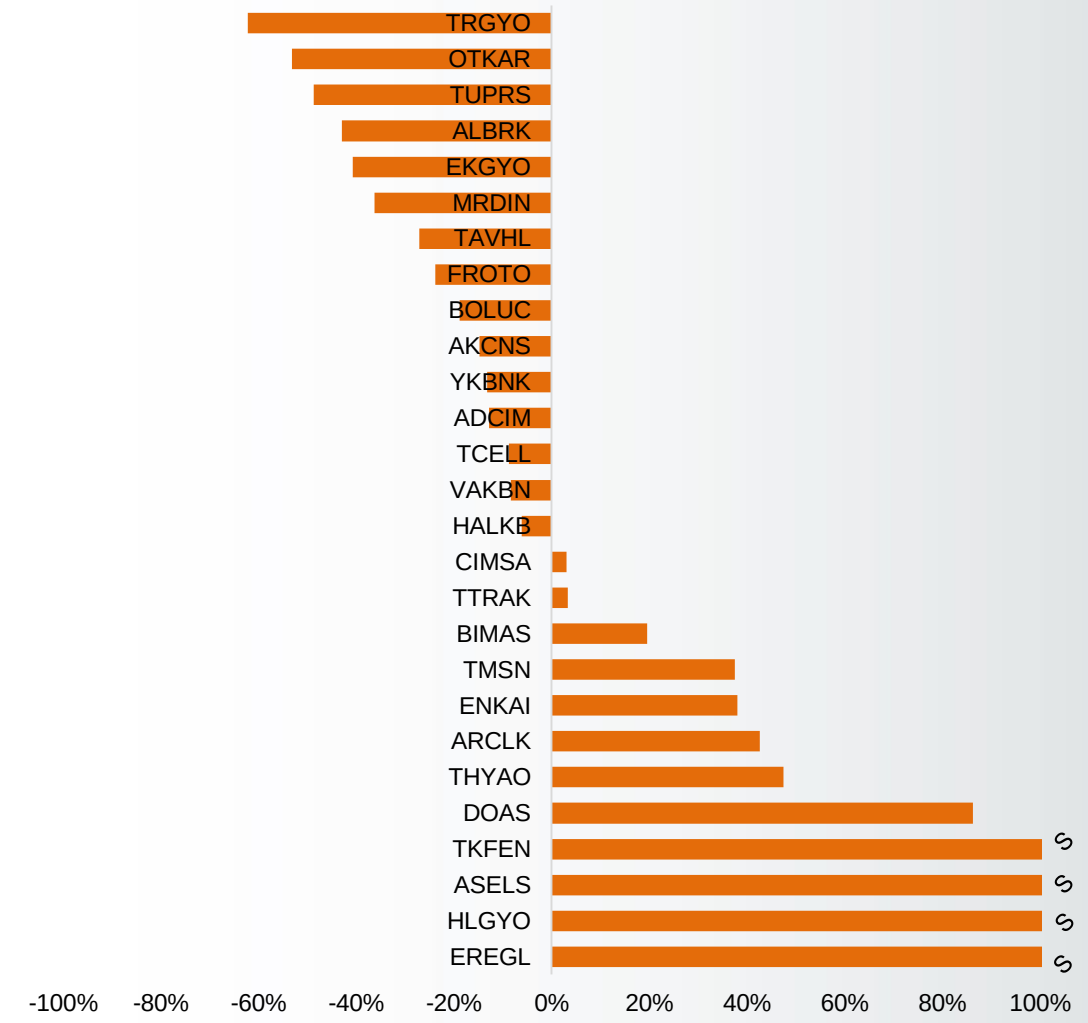
Sektörel bazda, 4Ç16'da çelik ve traktör sektörlerinde FAVÖK büyümesinin etkilyici olmasını bekliyoruz. Sağlam fiyat artışları ve yüksek beygirli traktör segmentindeki güçlü talep neticesinde 4Ç16'da traktör üreticilerinin FAVÖK büyüme oranları güçlü olacaktır. Çelik fiyatları ve hammade maliyetleri arasındaki farkın daha açılması Türkiye çelik sektöründe sağlam FAVÖK büyümesine neden olacaktır.

Öte yandan, havacılık ve teknoloji perakende sektörlerinde FAVÖK rakamının keskin bir şekilde daralmasını bekliyoruz. Zayıf turizm aktivitesi ve ortalama bilet fiyatlarındaki düşüş 4Ç16'da havacılık sektöründeki şirketlerin operasyonel performansını olumsuz etkileyecektir. Gıda dışı perakende şirketlerinin 4Ç16'da yüksek TL dalgalanması ve zayıf tüketici görünümünden olumsuz etkileneceğini düşünüyoruz.

Sektörel bazda, telekom ve perakende sektörlerinde net zarar görülüyor. Perakende şirketlerinin operasyonel karlılıklarının zayıflaması ve Migros'un bu dönem gerçekleştirdiği yüksek net kur farkı zararı perakende sektöründe net zarar oluşumuna sebep oldu. Gelişen operasyonel performanslara rağmen, Türk Telekom'un bu dönemki net kur farkı zararı telekom sektöründe net zarara sebep olacaktır.

Buna karşılık, kontrat bazlı çalışan şirketler ve çelik üreticilerinin 4Ç16'da güçlü net kar büyümesi gerçekleştirmelerini bekliyoruz. Her iki sektörde de artan operasyonel performans 4Ç16'da güçlü net kar artışının başlıca sebebi olarak gözüküyor.

4Ç16 net kar artış tahminlerimiz (4Ç15'e göre)



Kaynak: YF Araştırma

BIST 100 Kısa Vadeli Hedefimiz

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi

Geçmiş performansımız

İyi Senaryo: Son 3 ayda BIST-100 F/K çarpanı en yüksek 9.3x seviyesini gördü. İyi seneryoda ilk hedefin tekrar bu zirveye doğru olacağını tahmin ettiğimiz için Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **91,900** seviyesi olarak belirliyoruz. Bu seviye %6 getiri potansiyeli taşımaktadır.

Kötü Senaryo: BİST-100 F/K çarpanı son 13 ayda 2 kez 8.3x seviyesinden geri döndü. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için dip seviyenin bu çarpanın işaret ettiği ve %6'lık aşağı yönlü potansiyel taşıyan **82,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

Kısa vadeli hedefimiz: Jeopolitik risklerde iyileşme olması durumunda BİST-100'ün yukarı yönlü hareket etme ihtimali bulunmaktadır. Fakat anayasa değişikliği referandumu öncesinde piyasalarda olası dalgalanmalar nedeniyle kısa vadede Endeks hedefimizi **82,000** olarak belirliyoruz.

BIST100 Hedefimizi Nasıl Belirliyoruz: Tarihi veriler üzerinden gerçekleştirdiğimiz analizimize göre, BIST100 F/K çarpanı ayda ortalama 57bp ve bir ayda en fazla 140bp değişim gösteriyor. BIST-100 için iyi ve kötü senaryo hedeflerimizi çarpanlarının uzun ve kısa vadede pik ve dip noktalarını alarak ve bir sonraki ay beklenen haber akışı sebebiyle F/K'sında beklenebilecek değişiklikleri de göz önünde bulundurarak belirliyoruz.

Bankalar: Fitch'in not indiriminin maliyetlere etkisi sınırlı…

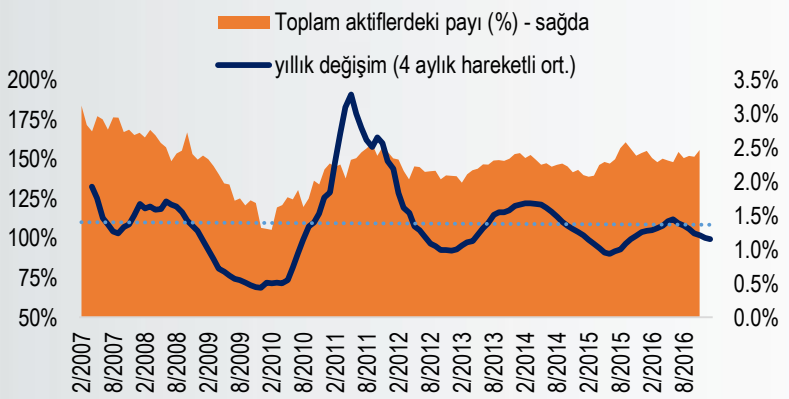
Fitch, Türkiye'nin ulusal kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirdi. 2016 yılı Eylül ayında da Moody's Türkiye'nin kredi notunu indirmişti. Ekim ayı Strateji Raporumuzda da paylaştığımız gibi, kredi notu indiriminin ilk etkisini yabancı para fonlama maliyetlerindeki artış olarak görmeyi bekliyoruz. Eylül'deki not indiriminden sonra, sendikasyon kredisi alan bankaların maliyetleri yaklaşık 25 baz puan artış göstermişti. Dolar bazındaki döviz mevduat maliyetleri de beklentimiz dahilinde 40 baz puandan fazla yükseldi. Diğer etki ise, Bankalar için sermaye yeterlilik oranı açısından gelmektedir...

Sendikasyon kredi maliyetleri 15 baz puan daha yükselebilir: Fiyatlama konusunda, büyük çaplı bankaların Moody's in not indirimi sonrasında 25 bp daha fazla ödedikleri açıklamıştı. Bazı bankaların açıklamalarına göre, yapılan sözleşmelerde eğer iki kredi derecelendirme kuruluşu da not indirimi yapması halinde kredi maliyetinin 25 yerine 40 bp artacağı belirtilmiştir. Bu sebeple, daha önceden gerçekleşen 25bp maliyet artışı sonrası, önümüzdeki dönemlerdeki sendikasyon kredileri maliyetlerinin ek olarak sadece 15 bp daha artması gündemdedir.

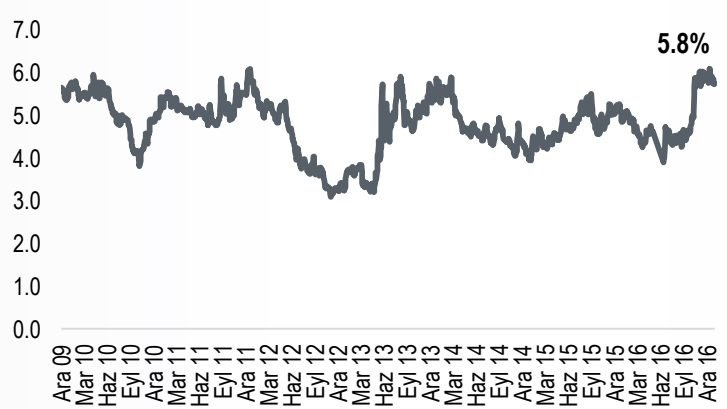
Sendikasyon kredilerindeki yenileme oranları, ekonomideki yavaşlama dönemlerinde sık sık gündeme gelmektedir. 2016 yılı ortası yaşanılan darbe girişimi sonrasında alınan sendikasyon kredilerine baktığımızda, yenileme oranının yaklaşık %92 olduğunu hesaplıyoruz. Ancak, şu aşamada sınırlı seviyede düşen yenileme oranlarını, arz kaynaklı değil, kredi ihtiyacının azalması ile de açıklayabiliriz. 2016 yılı başındayken de bankalar YP kredi büyüme hedefleri tek haneli rakamlardaydı. Bu sebeple, büyümede düşen iştah, bankaların sendikasyon yenileme oranlarını da etkilediğini düşünüyoruz. 2017 yılı için de, yabancı para kredi büyüme beklentilerinin TL'ye göre daha düşük (tek haneli) olduğunu gözlemliyoruz. Bu sebeple, yenileme oranlarındaki muhtemel gerilemenin tek başına maliyet artışı veya arzın azalması ile değil, dış kaynak ihtiyacının da azalması ile bağlantılı olabileceğini düşünüyoruz.

Not indiriminin etkilendiği diğer alan ise sermaye yeterlilik oranları. Bankalar, sermaye yeterlilik oranlarını (SYR), Fitch kurumunun notlarını baz alarak yapmaktadır. Kredi notunun indirilmesi ile, SYR'leri yaklaşık 100-150 bp düşürmesi beklenmektedir. Ancak, BDDK geçtiğimiz haftalarda International Islamic Rating Agency (IIRA) kurumunu da baz alınabilecek şirketler arasında olduğunu açıkladı. Dolayısıyla, bankalar Fitch yerine yatırım yapılabilir seviyede notu bulunan IIRA şirketini baz aldıklarında, SYR'lerinde bir azalma yaşamayacaklardır. Halkbank, BDDK'nın listesindeki diğer kurumları baz alacağını açıklayarak, SYR'lerde bir olumsuz yönde değişiklik olmayacağını açıkladı. Diğer bankalar da bu değişikliği değerlendirmektedir.

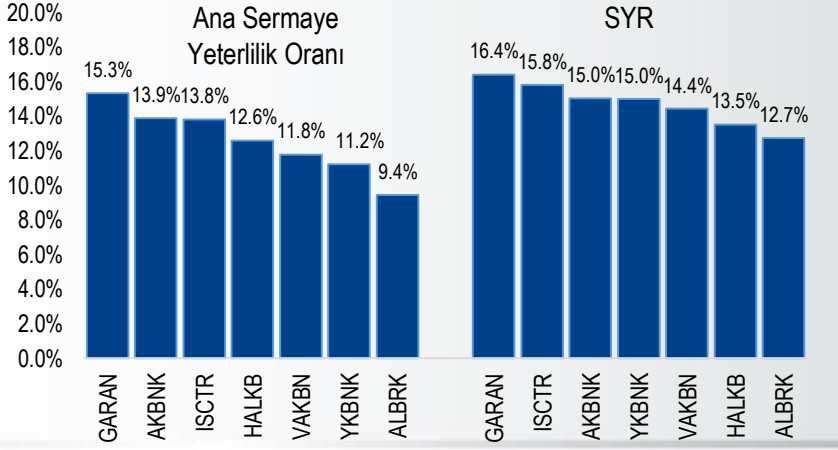
Sendikasyon kredileri – yıllık bazda yenileme



Türkiye – 10 yıllık Eurobond Faizi (%)



3Ç16 – Sermaye Yeterlilik Oranları



Kaynak: BDDK, Bloomberg, Şirket finansalları, Yatırım Finansman Araştırma

Otomotiv Sektörü

Türkiye'de otomotiv talebi 4Ç16'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %14 artış kaydetti. TL'nin sepet karşısındaki %13'lük değer kaybına rağmen talepteki bu artışın, yılbaşında kur artışı nedeniyle gelebilecek zamlar nedeniyle öne çekilen talepten kaynaklandığını düşünüyoruz. Bu nedenle kısa vadede otomotiv talebinin zayıf seyredeceğini öngörmekteyiz.

Ocak ayında binek araç talebinin %16 düştüğünü, hafif ticari araç satışlarının ise %5 gerilediğini tahmin ediyoruz. Böylece hafif araç talebinde Ocak ayında %13'lük bir düşüşün yaşandığını tahmin ediyoruz.

Anayasa referandumu öncesinde TL'deki ve/veya tüketici güvenindeki olası dalgalanmalar nedeniyle otomotiv talebindeki zayıflığın devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle 2017'nin ilk yarısında satışlarız düşük seyredeceğini fakat yılın ikinci yarısında güçlü bir toparlanma sürecine girileceğini öngörüyoruz. Yılın ilk 5 ayında hafif araç satışlarının (binek + hafif ticari) ortalama %19 gerileyeceğini, yılın geri kalanında ise satışların ortalama %9 artacağını öngörüyoruz. Böylece 2017 genelinde satış hacminin sadece %1 gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Bu öngörüler çerçevesinde (yılın ilk yarısında düşük talep, TL'de zayıflık), ihracat ağırlıklı iş modeline sahip olan Tofaş ve Ford Otosan'ın, yurtiçi talebe göreceli daha duyarlı olan Doğuş Otomotiv'den daha iyi sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz. Buna karşın, 4Ç16'daki yüksek iç talep ve Doğuş Otomotiv'in artan pazar payı nedeniyle şirketin 4Ç16'da iyi operasyonel sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Ocak ayında BİST-100'ün %8 altında performans gösteren DOAS'ın, 4Ç16 sonuçları nedeniyle kısa vadede hisse performansının düzeleceğini fakat bunun kısa soluklu olabileceğini düşünmekteyiz.

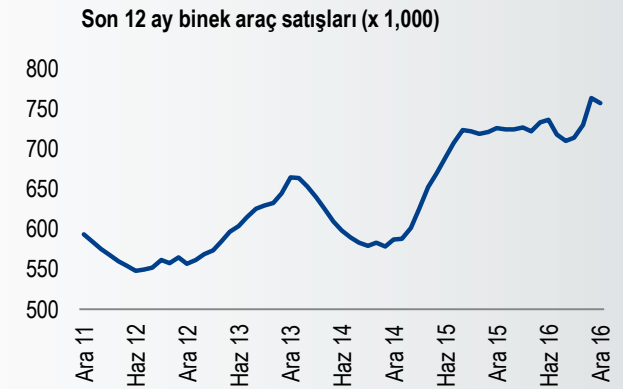
Türk Otomotiv Sektörüne Dair Beklentilerimiz

(adet)	Oca-17 (Tah.)	Oca-16	y/y değ.	2017T	2016	y/y değ.	S11A17* (Tah.)	S11A16*	y/y değ.
Binek	19,677	23,358	-16%	752,802	756,938	-1%	733,125	733,580	0%
Hafif Ticari	8,846	9,355	-5%	224,997	226,782	-1%	216,152	217,427	-1%
Hafif Araçlar	28,523	32,713	-13%	977,799	983,720	-1%	949,276	951,007	0%

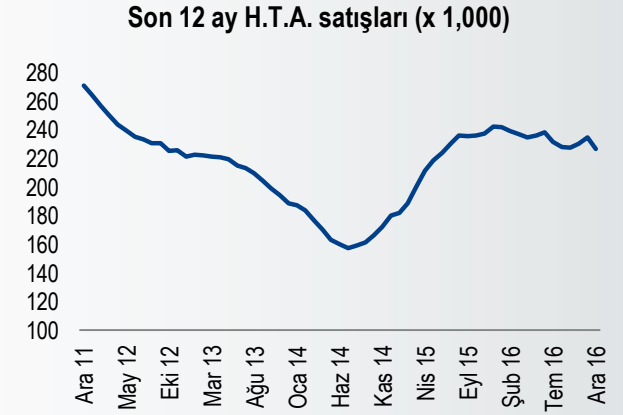
** Yılın kalan aylarını ifade ediyor.*

Kaynak: ODD, YF Araştırma

Türkiye'de 12 Aylık Binek Oto Satışları



Türkiye'de 12 Aylık HTA Satışları



Kaynak: ODD

Savunma Sanayi

Irak ve Suriye'de gerçekleştirilen askeri operasyonların yanı sıra Türkiye sınırlarında teröristlere karşı sürdürülen mücadele sonucunda, 2016 yılında Türkiye'de kamunun savunma harcamaları yıllık bazda %11 artış gösterdi. Ortadoğu bölgesindeki askeri operasyonlar bu yıl da devam edecektir ve Türkiye'de iç güvenlik çalışmaları da artmaya devam edeceği için kamunun savunma harcamalarını istikrarlı bir şekilde büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, ordunun mevcut ekipmanının modernizasyon gerekliliği gelecek dönemlerde savunma harcamalarını destekleyecektir. Not etmek gerekirse, Türk ordusu NATO'nun en büyük ikinci ordusu olmasına rağmen Türkiye'de kişi başına savunma harcaması NATO ortalamasına göre düşük seviyede bulunuyor.

Türk ordusunun artan ekipman talebi neticesinde savunma sanayii şirketlerinin bakiye siparişleri tarihlerinin en yüksek seviyesine ulaştı. Yakın vadede savunma sanayiinde yoğun proje teslimatlarının şirketlerin toplam gelirlerini artıracağını tahmin ediyoruz.

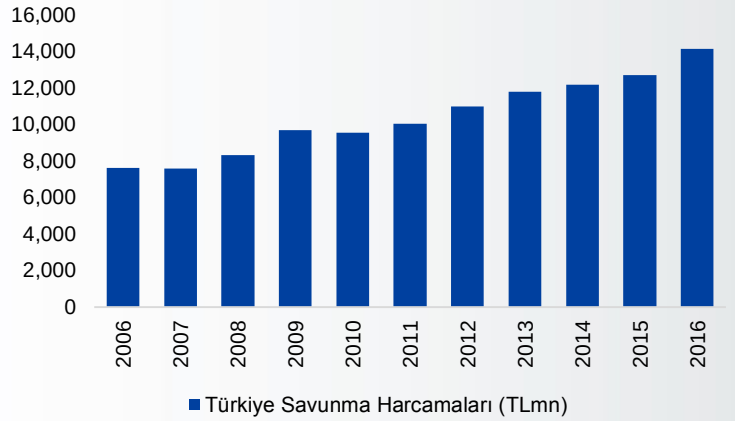
Muhtemel büyük ölçekli projeler orta vadede savunma sanayii şirketleri için güçlü bir büyüme potansiyeli sunuyor. Bu projelerin bir kısmı Altay Tankı, MİLGEM İ-Sınıfı Fırkateyn, Hava Savunma Sistem Modernizasyonu Seri Üretimi, HAVASOJ (Stand-off Jammer), Milli Muharip Uçak ve Uzun Menzilli Hava Savunma Füze Sistemi olarak sıralanabilir. Orta vadede savunma sanayiindeki şirketler için bu projeler sağlam gelir yaratma potansiyeli oluşturuyor.

Otokar Altay tankı için bir prototip geliştirdi ve bu protoipi seri üretimini gerçekleşirebilmek için fiyat teklifiyle birlikte Savunma Sanayii Müsteşarlığı'na sundu. Aralık 2016'da tank için gerekli her türlü test başarılı bir şekilde sonuçlandı. Savunma Sanayii Müsteşarlığı'nın (SSM) Altay tankının seri üretimi için son kararını 1Ç17'de açıklaması bekleniyor. Eğer Otokar ihaleyi kazanırsa, yeni bir üretim tesisi inşa edilmeye başlanacak ve tamamlanması 2 yıl sürecek. Üretim tesisinin tamamlanmasının ardından, üretim sürecinin başlaması ve gelecek 5 yıllık dönemde 250 adet tankın SSM'ye satılması gerçekleşecek. Ayrıca şirket seri üretim sürecinin başlamasıyla birlikte tankın ihracatını da gerçekleştirebilecek. Otokar'ın tank başına 12.8mn dolar gelir elde etmesini bekliyoruz. Aselsan hangi şirket seri üretimi gerçekleştirecek olursa olsun projede alt-yüklenici olacak. Aselsan'ın tank başına 3mn dolar gelir elde edeceğini tahmin ediyoruz.

Hava Savunma Sistem Modernizasyonu seri üretiminin 1Y17'de başlaması bekleniyor. Aselsan bu projeye dahil olacak ve projeden orta vadede 1 mlr dolar gelir elde edeceğini tahmin ediyoruz. Ancak, Hava Savunma Sistem Modernizasyonu projesini Rusya'yla birlikte geliştirme fikri de gündemde yer alıyor.

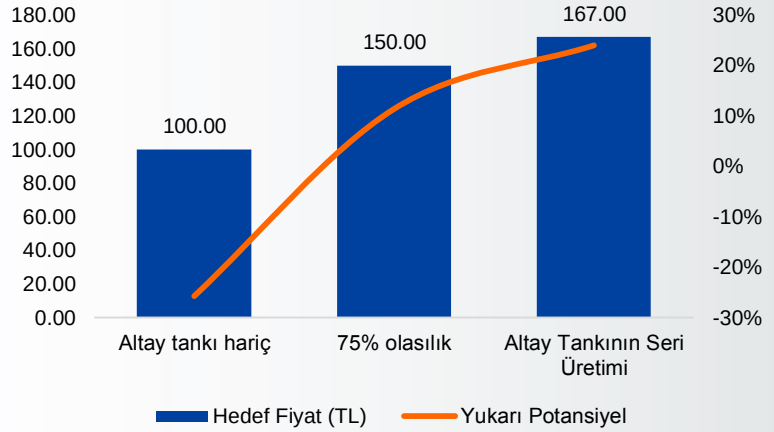
MİLGEM İ-Sınıfı Fırkateyn projesinin inşaatı Ocak 2017'de başladı. Projenin 2021 yılında tamamlanması bekleniyor. Aselsan projeye yüksek teknoloji ürünü olan elektronik sistemler sunacak ve şirketin projeden gemi başına 100 mn Euro gelir elde etmesini bekliyoruz.

Kamunun Savunma Harcamaları (TLmn)



Kaynak: Maliye Bakanlığı

Otokar Duyarlılık Analizi



Kaynak : YF Araştırma

YF Model Portföy

Halk GYO'yu cazip değerlemesi ve uzun vadede yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle YF Model Portföy'e dahil ediyoruz.

Şu anda Model Portföyümüz Bim, Çimsa, Halk GYO, Garanti Bankası, Tofas, Türk Traktör ve Yapı Kredi Bankası'ndan oluşmaktadır.

Kısaca hisseleri Model Portföy'de tutma nedenlerimiz:

Bim: Defansif iş yapısı, güçlü bilanço, gıda enflasyonunda beklenen artışın benzer mağaza satışlarında yaratması beklenen olumlu etki.

Çimsa: Artan kapasite, varlık satışının sağlayacağı ek nakit akışı, yüksek temettü verimi.

Garanti Bank: Güçlü sermaye rasyoları, maliyet kontrolü çalışmaları ve volatil ortamlarda iyi yönetilen marjlar

Halk GYO: Yüksek NAD iskontosu, yeniden değerleme gelirlerinin net kar performansına potansiyel olumlu etkisi.

Tofas: Yeni modellerin katkısıyla artan gelir ve FAVÖK büyümesi, ihracatta al-ya da-öde kontratları ile riski azaltan iş modeli ve yüksek temettü verimi potansiyeli.

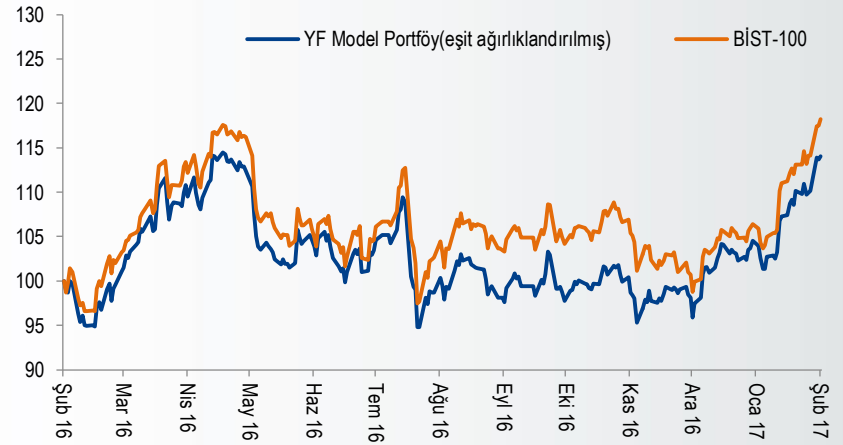
Türk Traktör: Tarım alanına artan teşvik ve destekler, yüksek yurtiçi traktör talebi, yüksek temettü verimi.

Yapı Kredi Bankası: Unicredit ile ilgili haberler nedeniyle hisse fazla satıldı, operasyonel iyileşme fiyatlara henüz yansımadı.

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %15 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. Geçtiğimiz ay Model Portföy'ümüz %13 getiri sağlarken BİST-100'ün bu dönemde getirisi %14 seviyesindeydi.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
BIMAS	TL 52.75	TL 60.00	14%	05-Oca-17	-5%	8%
CIMSA	TL 17.95	TL 19.70	10%	05-Oca-17	-2%	12%
GARAN	TL 8.37	TL 9.75	16%	05-Oca-17	-1%	13%
HLGYO	TL 0.99	TL 1.10	11%	02-Şub-17	-	-
TOASO	TL 26.26	TL 30.00	14%	05-Oca-17	0%	14%
TTRAK	TL 79.70	TL 86.50	9%	05-Oca-17	-2%	12%
YKBNK	TL 3.83	TL 4.10	7%	05-Oca-17	1%	15%

Model Portföy'ün son 12 aydaki performansı



Bim

Yatırım tezi:

Bim, hızlı büyüyen yüksek iskonto süpermarket kanalının en büyük oyuncularından bir tanesidir. Çift haneli büyüyen benzer mağaza büyümesine ek olarak şirketin mağaza sayısının 2016 yılında %14, 2017'de ise %11 artacağını tahmin ediyoruz. Böylece önümüzdeki 3 yıl satış gelirlerinde YBBO'nun %18 olmasını tahmin ediyoruz. Yüksek ciro artışına rağmen şirket karlılık konusunda başarılı bir geçmişe sahip. Şirketin FAVÖK marj hedefi %5.0 iken, son 10 yılda ortalama FAVÖK %5.1 oldu. Standart sapma ise 49bp seviyesiyle sınırlı kaldı.

Bim borçsuz yapısı ve düşük kur riski nedeniyle TL ve faiz oranlarında olası dalgalanmalara karşı sağlam bir yapıya sahiptir. 3Ç16 itibariyle şirketin 633mn TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

Bölgedeki jeopolitik risklerin azalmasından sonra Şirket çevre ülkelere yatırım yapmayı planlıyor. İran muhtemel ülkelerin başında gelmektedir.

Kısa vadeli görünüm:

Gıda perakendecileri bir süredir düşük gıda enflasyonundan olumsuz etkilenmektedir. Rusya'ya gıda ihracatının tekrar başlaması önümüzdeki dönemde gıda enflasyonunu yüksek tutabilir. Bu durum Bim gibi gıda perakendecilerinin benzer mağaza satış artışını olumlu etkileyecektir.

Bim kısa zaman önce hisse geri alım programı açıkladı ve bunun için 300mn TL kaynak ayırdı. Bu rakam şirketin piyasa değerinin halka açık kısmının %3'ünü oluşturmaktadır.

BIMAS (Endeks Üzeri)				Bim Birleşik Mağazalar
Sektör				Perakende
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		52.75	60.00	14%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	8%	7%	7%	5%
BIST100'e göre relatif	-3%	-4%	-9%	-13%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR9.7mn		TL36.3mn
Piyasa Değeri		EUR3,932mn		TL16,015mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Net Satışlar	**17,428**	**20,191**	**24,214**	**28,062**
Büyüme	*21%*	*16%*	*20%*	*16%*
FAVÖK	**865**	**1,013**	**1,202**	**1,394**
Büyüme	*40%*	*17%*	*19%*	*16%*
Net Kar	**583**	**657**	**811**	**986**
Büyüme	*48%*	*13%*	*23%*	*22%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	17.8	15.2	12.8	11.0
F/K	27.5	24.4	19.7	16.2

Kaynak: Yatırım Finansman

Kaynak: Bloomberg

Çimsa

Yatırım tezi:

Çimsa'yı (i) bölgesel çeşitliliği, (ii) güçlü terminal ağı ile ihracat kabiliyeti, (iii) kapasite arttırımlarının katkısıyla güçlü büyüme görünümü ve (iv) beyaz çimentonun satış bileşimi içerisindeki payını arttırması ile beğeniyoruz.

Öngörülen hammadde maliyetlerinin sektör üzerinde baskı oluşturmasına rağmen yoğun yatırım döneminin bitmesiyle Çimsa istikrarlı bir FAVÖK performansı sunmaktadır. Ayrıca, güölü temettü ödeyen şirketler arasında olan Çimsa için 2016 – 2019 yılları arası temettü getirisinin %11 – 13 aralığında olacağını öngörmekteyiz.

2017 yılı itibariyle beyaz çimentonun satış bileşimi içerisindeki payını arttırmasıyla Çimsa'nın orta vadede daha sağlam bir kar büyümesi sunacağını düşünüyoruz. Eskişehir tesisinde yapılan yatırım 2017 yılının ilk yarısı tamamlanacaktır ve böylece Şirket'in beyaz klinker üretim kapasitesi 1,1 milyon tondan 1,5 milyon tona çıkacaktır.

Kapasite ve modernizasyon yatırımlarının katkısıyla Çimsa'nın FAVÖK performansının 2017 yılında 419 milyon TL'ye çıkacağını ve marjın ise %31'in üzerinde kalacağını öngörmekteyiz. Afyon ve Eskişehir yatırımlarının FAVÖK üzerindeki toplam net etkisinin yıllık 75 milyon TL olucağını hesaplamaktayız.

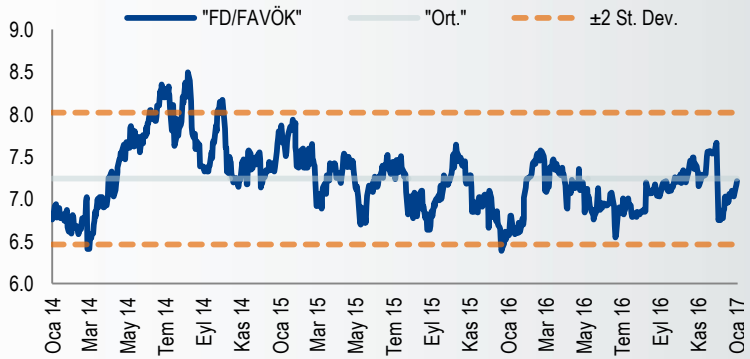
Kısa vadeli görünüm:

Afyon yatırımının sonuna gelindi ve bu yatırım ile Afyon'daki 500bin tonluk klinker kapasitesi 1,5milyon tona çıkarılmış olacak. Afyon'daki yeni tesis tam anlamıyla 2017 yılının ilk çeyreğinde devreye girecektir ve Şirket eski tesisin bulunduğu arsayı satışa çıkarma kararı aldı. Bu satış gerçekleştiği takdirde Şirket'e 100 -150 TL'lik bir nakit akımı sağlanacağını düşünmekteyiz

Ayrıca, 2017 yılında temettü getirisinin %9,3 oranında ve hisse başına temettünün ise 1,67TL olmasını beklemekteyiz. Güçlü temettü getirisinin aşağı yönlü riskleri kısa vadede kısıtladığını düşünmekteyiz.

CIMSA (Endeks Üzeri)				Çimsa
Sektör				Çimento
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		17.95	19.70	10%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	14%	18%	37%	29%
BIST100'e göre relatif	2%	5%	16%	7%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR0.6mn		TL2.3mn
Piyasa Değeri		EUR595mn		TL2,425mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Net Satışlar	**1,171**	**1,184**	**1,386**	**1,540**
Büyüme	*7%*	*1%*	*17%*	*11%*
FAVÖK	**360**	**375**	**426**	**485**
Büyüme	*13%*	*4%*	*13%*	*14%*
Net Kar	**245**	**266**	**295**	**293**
Büyüme	*27%*	*8%*	*11%*	*-1%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	9.0	8.6	7.6	6.7
F/K	9.9	9.1	8.2	8.3

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Halk GMYO

Yatırım tezi:

2010 yılında kurulan Halk GYO, Halkbank grup şirketlerindendir. 3Ç16 itibarıyla 1,8 milyar TL portföy değerine sahip olan şirketin İFM'de (İstanbul Finans Merkezi) 661mnTL'lik ekspertiz değerine sahip arsası (portföyün %36'sı), ofis, otel ve konut projeleri bulunmaktadır.

İFM'deki binaların katkısı sayesinde, şirketin kira gelirlerinin 2015 yılındaki 42mn TL seviyesinden 2020 yılında 284mnTL'ye yükseleceği beklentisi ile, şirketin uzun vadeli iyi bir yatırım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Orta vadede ise, yaklaşık 1.1 milyar TL tutarındaki yatırım planının, 2017 ve 2020 yılları arasında serbest nakit akımını negatife döndürebilir.

Referans Bakırköy ve Eskişehir Panorama konut projelerinin tamamlanmasının ardından, devam eden Sancaktepe Bizim Aydos ve Erzurum Şehristan konut projelerindeki teslimlerin 2018'de olmasını bekliyoruz. Bu iki konut projelerindeki teslimlerle 2018 yılında satış gelirine 238mnTL (satış gelirinin %76'sı), 2019 yılında 96 mn TL (satış gelirinin %56'sı) katkı yapmasını bekliyoruz. Halk GYO'nun konut projeleri, hedef net aktif değerimizin %24'üne denk gelmektedir.

Şirketin projeleri için 2017 ve 2020 yılları arasında yaklaşık 1,1 milyar TL tutarında yatırıma gereksinim duymasını öngörüyoruz. 300 mn TL'nin devam eden konut projeleri için ayrıldığında, Halk GYO'nun önümüzdeki dönemde yaklaşık 600mn TL tutarında finansmana ihtiyacı olabilir. Bu borçlanma varsayımı ile, 2018 yılında net borç'un sermayeye oranın 0.4 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Halk GYO, 2016 yılsonu itibarıyla muhasebe standardında yaptığı değişiklik ile portföyündeki gayrimenkulleri bilançodaki maliyet değeri yerine gerçek değeri ile bilançoya yansıtacağını açıkladı. Bu gelişme de, yılsonu net karına yeniden değerleme geliri olarak katkı sağlayabilir.

İFM Projesi finansallarda 661 mn TL değerinde, arsa olarak belirtilmektedir. Önümüzdeki dönemde, arsa olarak belirtilen İFM, proje kapsamına alındığında net aktif değerinde bir artış yaratabileceğini ve bunun da hisse performansına olumlu yansıyacağını düşünüyoruz. Ancak, bu konudaki zamanlama henüz net degildir.

Halk GYO'nun piyasa değeri, net aktif değerine göre %57 iskontolu işlem görmekte olup, bu rakam muadil şirketleri ortalaması olan %45'ten daha düşük seviyededir.

HLGYO (Endeks Üzeri)				Halk G.M.Y.O.
Sektör				Gayrimenkul Yatırım Ort.
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		0.99	1.10	11%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	9%	10%	6%	3%
BIST100'e göre relatif	-2%	-2%	-10%	-15%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR1.0mn		TL4.0mn
Piyasa Değeri		EUR192mn		TL782mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Net Satışlar	**100**	**83**	**69**	**316**
Büyüme	*15%*	*-16%*	*-17%*	*359%*
FAVÖK	**63**	**46**	**38**	**100**
Büyüme	*0%*	*-26%*	*-19%*	*167%*
Net Kar	**57**	**45**	**37**	**77**
Büyüme	*-6%*	*-21%*	*-19%*	*110%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	11.5	15.6	19.2	7.2
F/K	13.6	17.2	21.3	10.1

Kaynak: Yatırım Finansman

Garanti Bankası

Yatırım tezi:

Garanti Bankası'nın karlılık odaklı büyüme stratejisini beğeniyoruz. Banka, 2016 yılında %2 aktif karlılığı, %15 özkaynak karlılığı ile karlılık konusunda en iyi performansı gösteren bankalar arasındadır. Swap ile düzeltilmiş net faiz marjı 2016 yılında 35 baz puan artış gösterdi. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içindeki payı %24'e ulaştı. Bankanın fonlama yönünden esnekliği ve yüksek vadesiz mevduat ağırlığı, banka için rekabet avantajıdır. Fonlamadaki avantajının yanında, kredilerde disiplinli şekilde fiyatlamanın devam etmesi ile, 2017 yılında da net faiz marjını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Garanti'nin yakın izlemedeki kredileri toplam krediler içindeki payı %5 ile rakipleri arasında en yüksek seviyeye yükseldi. Net takibe düşen krediler 4. çeyrekte çeyreksel %37 azaldı. Bankanın 300mn TL tutarındaki serbest karşılıkları kredi kalitesindeki muhtemel bozulma için de tampon görevinde olabilir.

Garanti'nin maliyetlerinde kontrollü olması, performansını olumlu etkilemektedir. 2016 yılında faaliyet gider artışı, yıllık enflasyon artışı hedefinin oldukça altında yıllık %4 artış kaydetmiştir. Gider-gelir oranı 2015 yıl sonu %47 iken, 2016 yıl sonunda %40'a gerilemiştir.

Garanti'nin sermaye yeterlilik oranı %16,2 ile, en yüksek sermaye oranına sahip bankalardan birisidir. Önümüzdeki dönemde, yüksek sermaye oranının, kredi büyüme iştahı konusunda etkili olmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayrıştırabilir. Garanti %15,1 ana sermaye yeterlilik oranı ile muadil bankalar arasında en yüksek seviyeye sahip bankalardan biridir.

Garanti Bankası %40 gider-gelir oranı ile, verimlilik artışı için hala alanı olduğuna inanıyoruz. Verimlilik oranlarındaki iyileşme, karlılığa olumlu katkı yapabilir

Bankanın marjlarında 2017 yılında olumlu gelişimin devamı.

GARAN (Endeks Üzeri)				Garanti Bankası
Sektör				Bankacılık
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		8.37	9.75	16%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	10%	2%	15%	19%
BIST100'e göre relatif	-1%	-9%	-3%	-1%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR198.4mn		TL743.4mn
Piyasa Değeri		EUR8,616mn		TL34,944mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Defter Değeri	**30,981**	**35,539**	**40,222**	**46,076**
Büyüme	*16%*	*15%*	*13%*	*15%*
Net Kar	**3,407**	**5,071**	**5,545**	**6,797**
Büyüme	*-7%*	*49%*	*9%*	*23%*
Karlılık	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Özkaynak Karlılığı	11.8%	15.2%	14.6%	15.8%
Çarpanlar	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
F/K	10.3	6.9	6.3	5.2
F/DD	1.1	1.0	0.9	0.8

Kaynak: Yatırım Finansman

Kaynak: Bloomberg

Tofaş

Yatırım tezi:

Tofaş, ihracat tarafındaki al-ya da-öde kontratları ile otomotiv sektöründe benzersiz bir iş modeline sahiptir. Al-ya da-öde kontratları ihracat gelirlerini dalgalanmalara karşı korurken maliyet artı sabit kar marjı fiyatlama yöntemi ise ihracat karlılığını maliyetlerdeki dalgalanmalara karşı korumaktadır.

Tofaş Egea modelinin station wagon ve hatchback versiyonlarının üretimine 2016 yılında başladı. 2017 yılında yeni modeller ve kapasite artışının etkisiyle satış adet artışının % 12, satış gelir artışının %27 olacağını tahmin ediyoruz. Şirket ihracat tarafında zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Şirketin 2017 yılında FAVÖK artışının ise %29 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Tofaş yeni yatırımlarını dış kaynaklarla finanse etmektedir ve finansmanın maliyeti al-ya da-öde kontratlarla korunmaktadır. Finansmanların vadesi de modellerin tahmini ömrü kadardır. Bu nedenle şirketin nakit akışında kısa ve orta vadede hiç bir bozulma öngörmüyoruz. 2017 yılı için nakit temettü tahminimiz olan 1.1TL, %4.2 temettü verimine işaret etmektedir.

Kısa vadeli görünüm:

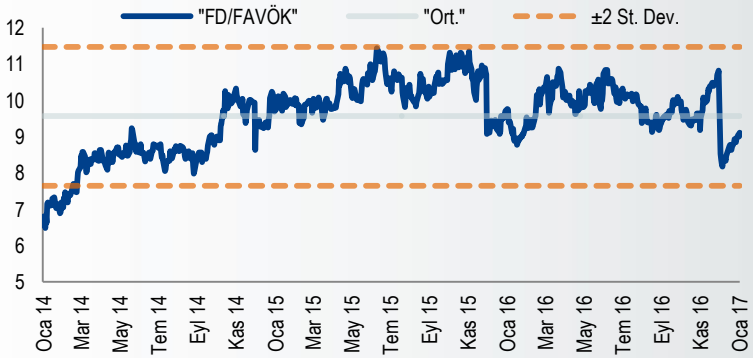
Yeni model lansmanları ardından Tofaş yüksek talebi karşılamakta zorlanmaktadır. Şirket kısa vadede boyahaneye yapacağı yatırımla kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e çıkarmayı planlıyor.

Ticari amaçlı kullanılan araçların yenilenmesinde ÖTV alınmamasını öngören teşvik paketi Tofaş'ın yurtiçi satışlarını olumlu etkileyecektir.

OSD'nin açıkladığı aylık ihracat verilerinde Tofaş'ın artan satış verileri hisse senedi performansını destekleyecektir.

TOASO (Endeks Üzeri)				Tofaş Otomobil Fab.
Sektör				Otomotiv
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		26.26	30.00	14%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	7%	16%	30%	43%
BIST100'e göre relatif	-4%	3%	10%	18%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR4.9mn		TL18.4mn
Piyasa Değeri		EUR3,223mn		TL13,130mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Net Satışlar	**9,921**	**14,097**	**18,091**	**18,706**
Büyüme	*33%*	*42%*	*28%*	*3%*
FAVÖK	**1,069**	**1,301**	**1,765**	**1,817**
Büyüme	*28%*	*22%*	*36%*	*3%*
Net Kar	**831**	**996**	**1,387**	**1,035**
Büyüme	*45%*	*20%*	*39%*	*-25%*
Çarpanlar	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	15.3	12.6	9.3	9.0
F/K	15.8	13.2	9.5	12.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Türk Traktör

Yatırım tezi:

Tarım sektöründeki düşük makineleşme oranı, devam etmekte olan tarımsal alan konsolidasyonları ve aşırı yaşlı traktör parkı sebebiyle, Türkiye Traktör pazarının gelecek dönemlerde güçlü büyüme potansiyeli mevcuttur. Türkiye traktör pazarında lider konumunda olan Türk Traktör güçlü talepten en çok fayda sağlayacak şirket olacaktır. Geçtiğimiz altı aylık dönemde şirketin ihracat rakamlarında bir zayıflık olmasına rağmen, yurtiçi piyasadaki yüksek talep 2016 yılında devam etti ve hem şirketin toplam satış hacmini hem de gelirlerini destekledi. Orta vadede, şirket yurtiçi traktör pazarındaki güçlü talepten faydalanmaya devam edecektir.

Dolar bazlı birim hammadde maliyetlerindeki düşüş sayesinde Türk Traktör'ün FAVÖK marjı 9A16'da yıllık bazda 1.7 puan artarak %14.9 oldu. Sağlam fiyatlama gücü nedeniyle, FAVÖK marjının 2017 yılında %14.7'de yatay kalmasını bekliyoruz. İstikrarlı karlılık oranları ve sağlam ciro büyümesi sonucunda, Türk Traktör'ün FAVÖK rakamının 2016 ve 2018 yılları arasında %10 YBBO ile artmasını bekliyoruz.

Sakarya'daki yeni fabrika inşaatına rağmen Türk Traktör'ün beş yıllık ortalama temettü ödeme oranı %95 oldu. Türk Traktör'ün temettü ödeme politikasına bağlı kalacağını tahmin ediyoruz ve temettü ödeme oranının %90 olmasını bekliyoruz, ki bu da şu anda %7.7 temettü verimine denk geliyor.

Kısa vadeli görünüm:

3Ç16'daki sert daralmanın ardından ertelenmiş talep neticesinde Türk Traktör'ün yurtiçi satış hacmi 4Ç16'da toparlandı ve %31 yıllık büyüme oranı gerçekleştirdi.

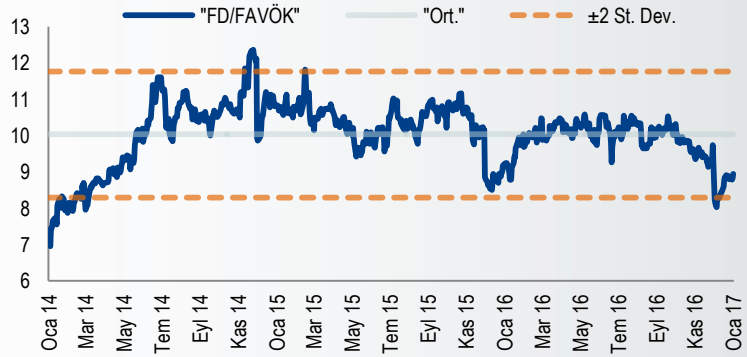
4Ç16'da artan satış hacmi ve güçlü fiyat artışları ile Türk Traktör'ün FAVÖK rakamının yıllık bazda %32 oranında büyümesini bekliyoruz.

Tarımsal destek ödemeleri için ayrılan devlet bütçesinin 2017 yılında yıllık bazda %10 artması bekleniyor, ki bu da traktör satışlarını destekleyecektir. Buna ek olarak, tarım kredilerine uygulanan faiz indirimleri traktör talebini güçlendirmeye devam edecektir.

Türk Traktör'ün inşaat ekipmanı pazarındaki artan tanınırlığı ciro büyümesini yakın gelecekte destekleyecektir.

TTRAK (Endeks Üzeri)				Türk Traktör
Sektör				Otomotiv
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		79.70	86.50	9%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	6%	1%	17%	23%
BIST100'e göre relatif	-4%	-10%	-1%	1%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR2.3mn		TL8.9mn
Piyasa Değeri		EUR1,044mn		TL4,254mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Net Satışlar	**3,103**	**3,349**	**3,712**	**4,078**
Büyüme	*14%*	*8%*	*11%*	*10%*
FAVÖK	**416**	**481**	**536**	**600**
Büyüme	*26%*	*16%*	*11%*	*12%*
Net Kar	**257**	**327**	**339**	**393**
Büyüme	*-2%*	*27%*	*4%*	*16%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	12.3	10.6	9.5	8.5
F/K	16.6	13.0	12.6	10.8

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yapı Kredi Bankası

Yatırım tezi:

Yapı Kredi, 9 aylık net karı yıllık %93 artış göstermesine rağmen, yılbaşından bu yana endeksin %4 altında performans gösterdi. Yapı Kredi, hisse büyük çaplı bankalar arasında yabancı payı olarak yılbaşından bu yana düşüş gösteren tek banka oldu. Yabancı payı %54'ten %46'ya geriledi. Hisse senedi performansı İtalya'dan gelen negatif haber akışı ve TL'nin değer kaybından olumsuz etkilendi. Bankanın operasyonel performansındaki toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz ve değerleme çarpanlarının 5.3x F/K ile son iki yılın en düşük seviyelerinde olması nedeniyle alım için fırsat yarattığına inanıyoruz.

Yapı Kredi'nin özkaynak karlılığı yılbaşından bu yana 400 baz puan artış gösterdi. Bu artışın 100 baz puanı Visa gelirlerinin etkisi ile oluştu. Düşük baz etkisi, swap fonlamanın azalması ve faiz dışında gelirler net karı destekledi.

Bankanın ana ortaklarından Unicredit'in İtalya'daki durumu ve politik risklerin artması ile YKB'nin hisse performansı olumsuz etkilendi. Ancak, banka operasyonel performans ve sermaye rasyolarında iyileşme görüldü.

Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı, karlılıktaki artış ile birlikte, yılbaşından bu yana 120 baz puan artış gösterek, %15'e yükseldi. Ancak, bankanın ana sermaye yeterlilik oranı muadil bankalara göre daha düşük seviyede kalmış olması, volatilitenin arttığı piyasalarda hisse performansını daha olumsuz etkileyebiliyor. Banka yönetimi, TL'nin her 10 kuruşluk değer kaybında sermaye yeterlilik oranının 10-15 baz puan negatif yönde etkilediğini belirtmektedir. Sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankanın önümüzdeki dönem için büyüme hedeflerini olumsuz etkileyebilir.

Banka yönetimi Fitch'in not indiriminin sermaye oranlarına yaklaşık 100 baz puan negatif etkileyeceğini belirtti. Ancak, bankanın sermaye oranlarındaki bu düşüşten kaçınabilecek olanaklara sahip olduğunu düşünüyoruz. Sermaye oranı hesabı için farklı bir kredi derecelendirme kuruluşunun seçilmesi veya risk ağırlıklı varlıklarda olası bir optimizasyon ile banka bu düşüşten kaçınabilir.

Kısa Vadeli Görünüm:

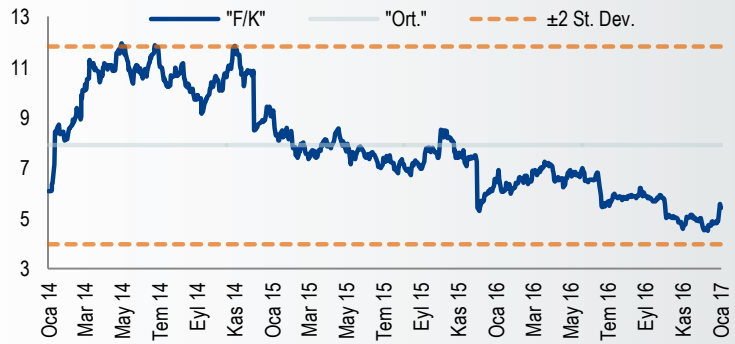
2017 beklentilerimize göre, 5.3x F/K ile son bir yıllık F/K ortalamasının %11 altında işlem görüyor

TL'nin değer kazanması, hisse performansı açısından olumlu algılanabilir.

Unicredit'in sermaye yeterliliği ile ilgili haber akışı, hisse performansını olumlu etkileyebilir.

YKBNK (Endeks Üzeri)			Yapı Ve Kredi Bankası	
Sektör				Bankacılık
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		3.83	4.10	7%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	12%	5%	3%	16%
BIST100'e göre relatif	0%	-7%	-13%	-4%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR29.2mn		TL110.1mn
Piyasa Değeri		EUR4,105mn		TL16,649mn
Finansallar (mn TL)	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Defter Değeri	**23,084**	**25,667**	**28,501**	**32,042**
Büyüme	*14%*	*11%*	*11%*	*12%*
Net Kar	**1,861**	**3,009**	**3,135**	**3,855**
Büyüme	*-10%*	*62%*	*4%*	*23%*
Karlılık	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Özkaynak Karlılığı	8.6%	12.3%	11.6%	12.7%
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
F/K	8.9	5.5	5.3	4.3
F/DD	0.7	0.6	0.6	0.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Şubat 2017 Aylık Takvimi

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma
		1 İtfa: 570 milyon TL @ 10.00 İmalat Sanayi PMI Verisi (Ocak) @ 11.00 TİM İhracat verileri (Ocak) @ 12.00 İTO Geçinme Endeksi (Ocak)	2 @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (4. Hafta, 2017) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (4. Hafta, 2017)	3 @ 10.00 TÜFE (Ocak) @ 10.00 ÜFE (Ocak)
6 @ 10.00 TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Ocak) @ 14.30 Reel Efektif Döviz Kuru (Ocak)	7 @ 17.30 Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Ocak) 18.04.2018 itfa tarihli Kuponsuz Devlet Tahvili TL cinsi (ilk ihraç)	8 İtfa: 664 milyon TL @ 10.00 Perakende Satış Hacim Endeksi (Aralık) @ 10.00 Sanayi Üretimi (Aralık)	9 @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (5. Hafta, 2017) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (5. Hafta, 2017)	10 @ 14.30 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Kasım)
13	14 11.02.2026 itfa tarihli Sabit Kuponlu Devlet Tahvili 6 ayda bir kupon ödemeli TL cinsi (yeniden ihraç) 13.02.2019 itfa tarihli Kira Sertifikası TL cinsi (doğrudan satış) @ 10.00 Ödemeler Dengesi (Aralık)	15 İtfa: 2.456 milyon TL @ 11.00 Merkezi Yönetim Konsolide Bütçesi (Ocak) @ 10.00 İşgücü İstatistikleri (Kasım)	16 @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (6. Hafta, 2017) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (6. Hafta, 2017) @ 10.00 Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Aralık)	17
20 @ 10.00 Tüketici Güven Endeksi (Şubat)	21 22.09.2021 itfa tarihli Sabit Kuponlu Devlet Tahvili 6 ayda bir kupon ödemeli TL cinsi (yeniden ihraç)	22 İtfa: 2.045 milyon TL @ 14.30 Kapasite Kullanım Oranı (Şubat) @ 14.30 Reel Kesim Güven Endeksi (Şubat)	23 @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (7. Hafta, 2017) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (7. Hafta, 2017)	24 @ 14.30 Konut Satış İstatistikleri (Ocak)
27	28 @ 10.00 Dış Ticaret Dengesi (Ocak) @ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Aralık) @ 11.00 Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Ocak) @ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Aralık)			

UYARI NOTU: Bu rapor gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu raporun herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya raporda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer raporun alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen raporu sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu raporun içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu raporda yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş sorumlu değildir. Burada 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. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporun içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Raporun içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu raporun içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., Ana ortağı veya İştiraki raporda yer alan şirketlerle iş ilişkisi içinde bulunabilir veya bulunmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar bu raporu yatırım kararı verilirken bakılacak faktörlerden sadece biri olarak düşünmelidir ve sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

-Ek olarak, Yatırım Finansman (YF) Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü, Şirketin ortaklık yapısı gereği TSKB ve Türkiye İş Bankası için yatırım tavsiyesi yapmaktan sakınmaktadır.

-Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin takibi altında bulunan Şirketler BIST100 endeksine görece beklenen performanslarına göre notlandırılmıştır. Raporda geçen hisse senedi hedef fiyatları 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

-Aşağıdaki notlandırma analistlerin takipleri altındaki hisseler için araştırmalarını ve düşüncelerini tam olarak yansıtmak için kullanılmıştır:

Endeks Üzeri Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
Endekse Paralel Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
Endeks Altı Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427
Beyoğlu / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00
Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

Yatırım Finansman Menkul Değerler			
Levent Durusoy	Koordinatör	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü			
Mehmet Akif Daşıran	Vekil Müdür	akif.dasiran@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 39
Can Uz	Başekonomist	can.uz@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Yatırım Danışmanlığı Bölümü			
Göksel Tekiner	Müdür Yrd.	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 44
Kemal Ozan Sayın	Kıdemli Uzman	ozan.sayin@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 70
Kamer Külek	Uzman Yrd.	kamer.kulek@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 47

Hizmet Noktalarımız			
Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 263 00 24
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Samsun	+90 (362) 431 46 71
Fındıklı	+90 (212) 334 98 00	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Çiftehavuzlar	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72