

# HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

TEMMUZ 2017

Genel Yatırım Tavsiyesi kapsamındadır

Basım tarihi 12 Temmuz 2017

YATIRIM  
FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE  
BANKASI



**Ana temamız:** Son iki haftada, küresel çapta faiz oranlarında artış gözlense de, hisse senedi piyasası geçtiğimiz ayda olumlu performansını sürdürdü. GOÜ endeksleri Mayıs ayı sonundan beri neredeyse aynı seviyelerde kalmasına rağmen, BIST100 gelişmekte olan ülkelerden dolar bazında %2 daha iyi performans gösterdi. Güçlü kar görünümü ve GOÜ'ye göre yüksek iskonto, hisse senedi piyasasını olumlu etkilemiştir. Küresel piyasalardaki faiz oranlarındaki artış, risk iştahında veya küresel likidite ortamında bozulmaya işaret ediyor olabilir. 2Ç17 kar sezonu öncesinde, kısa vadede hisse senedi piyasası için olumlu algının devam etmesini bekliyoruz. Ancak, küresel faiz oranlarını yakından takip etmek gerektiğini düşünüyoruz. Çünkü, şu ana kadar «carry trade» desteği, Türk varlık fiyatlamalarında önemli etkide bulunmaktadır.

**2Ç17 kar sezonu başlıyor:** Takibimizdeki bankaların 2Ç17'de net karının çeyreksele %14 daralmasını, yıllık ise %5 artış göstermesini bekliyoruz. TL mevduat maliyetlerindeki artış nedeni ile, net faiz marjında ortalama 40 baz puan çeyreksele daralma görebiliriz. Ayrıca, bankaların swap kullanımı ve maliyetlerinin artması nedeni ile, karlılıklarında düşüş bekliyoruz. Sanayi tarafında ise yıllık %38 VAFÖK artışı, net karda yıllık %26 büyüme bekliyoruz. TL'nin değer kaybı, ihracat odaklı şirketlerin operasyonel performansını olumlu etkilerken, tüketici güvenindeki toparlanma, yurtiçi tüketime dayalı şirketlerin performansını olumlu etkilemektedir. Finans sektörü dışındaki şirketler arasından, **AKSEN, PGSUS, TUPRS, KRDM, EREGL, TAVHL, TTKOM ve TCELL** hisselerinin net karda göze çarpan kar artışı gerçekleştirmesini bekliyoruz. Operasyonel olarak, **THYAO, PGSUS, TKNSA, KRDM, EREGL, TUPRS ve ASELS** hisselerinin 2Ç17'de güçlü VAFÖK artışı gerçekleştireceğini düşünüyoruz.

## YF Model Portföy hisseleri:

Model portföyümüze bu ay herhangi bir değişiklik yapmıyoruz. **Garanti Bankası** (güçlü sermaye oranları, disiplinli marj yönetimi) ve **Yapı Kredi** (operasyonel performansta iyileşmenin devamı) tercih ettiğimiz bankalar arasında yer almaktadır. Bankalar dışında, portföyümüzde **Aksa Enerji** (Karlı Afrika yatırımları, varlık satışları ile düşen borçluluk oranı, cazip fiyat), **Bim** (defansif iş modeli, gıda enflasyonunda artış beklentisi), **Bolu Çimento** (Çimento şirketleri arasında yüksek operasyonel karlılığı, yüksek temettü verimi), **Halk GMYO** (yüksek NAD iskontosu, İFM projesi ile NAD artış beklentisi), **Kordsa** (global satış ağı sayesinde düzenli ciro artışı, kar marjı yüksek yeni ürünlerin artan payı, artan kapasite ve düzenli temettü ödemeleri) ve **Tofaş** (yeni modeller sayesinde yüksek büyüme, defansif ihracat modeli) bulunmaktadır.

## Aylık önemli gündem maddeleri

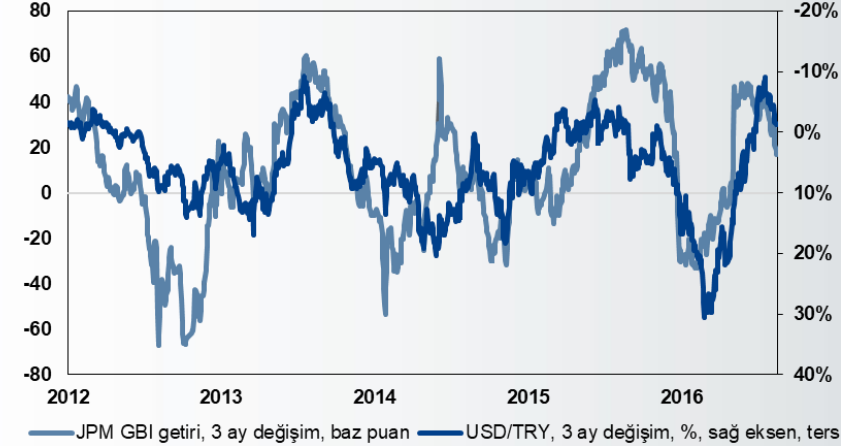
| 1.hafta (10-14 Temmuz)               | 2.hafta (17-21 Temmuz)                     | 3.hafta (24-28 Temmuz)                        | 4.hafta (31 Tem – 4 Ağu)                             |
|--------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 10 Temmuz – Sanayi Üretimi (Mayıs)   | 17 Temmuz – İşgücü verileri, Nisan         | 24 Temmuz – Konut Satışları Verileri, Haziran | 31 Temmuz – Dış ticaret verileri, Haziran            |
| 13 Temmuz – Ödemeler Dengesi (Mayıs) | 20 Temmuz – Tüketici Güven Endeksi, Temmuz | 25 Temmuz - KKO, Temmuz                       | 31 Temmuz – Bankacılık sektörü kar verileri, Haziran |
|                                      | 21 Temmuz – 2Ç17 TAVHL Finansal Sonuçlar   | 25 Temmuz - RKGE, Temmuz                      | 3 Ağustos – TÜFE, Temmuz                             |
|                                      |                                            | 26 Temmuz – AKBNK 2Ç17 Finansal Sonuçlar      | 4 Ağustos – Reel Efektif Kur Endeksi, Temmuz         |
|                                      |                                            | 27 Temmuz – TCMB PPK Toplantısı, Temmuz       |                                                      |

**Geçtiğimiz iki hafta boyunca Euro bölgesinden gelen haberler borçlanma araçları için can sıkıcıydı.** FED, ECB ve BoJ gibi önemli merkez bankası başkanlarının şahinleşen tonlamaları küresel piyasaları tedirgin etti. Yaklaşık 4 yıl önce büyük yatırımcılar ucuz paranın sonunu konuşmaya başladıklarından beri ABD tahvil getirileri, her yıl, 20 ile 50 baz puan arasında yükselmekteydi. Fakat özellikle 2016 yılından beri tahvil piyasasındaki bu tip hareketler daha sık hale geldi. 27 Haziran'da, Mario Draghi Sintra'da yaptığı konuşma sırasında reflasyonist etkilerin geri geldiğine ve ECB'nin politika enstrümanı parametrelerini güncellemesi gerektiğine vurgu yapması mevcut olumlu risk algısını 180 derece döndürdü. Sonrasında ECB yetkilileri Draghi'nin yaptığı açıklamayı yumuşatmaya çalıştıysa da piyasadaki sert satışların önüne geçemedi. 6 Temmuzda, Fransa'nın 30 yıllık rutin tahvil ihalesine anlık işlem yapan yatırımcıların beklentinin altında talep gelmesinin ardından borçlanma piyasalarında, özellikle de uzun tenörlerde, satışlar şiddetlendi. 27 Haziran'da Alman tahvil getirileri 30 baz puandan daha fazla yükselerek son 18 ayın zirvesine yükseldi. Aynı etki İtalya, İspanya, İngiltere ve ABD piyasalarında da görüldü. "Getiri eğrisi kontrolü" mekanizması uygulayan BoJ, 10 yıllık JBG'ler %0,103'e ulaşınca müdahale etmek zorunda kaldı ve yükselişin önüne geçebilmek için Şubat ayından bu yana ilk defa %0,110'dan sabit oranlı limitsiz alım teklifi verdi.

**FED, yapbozun üç ana parçasından dolayı telaşlı.** Öncelikle bilançonun ne zaman küçültülmeye başlanacağı konusunda henüz uzlaşa yok. İkincisi, çok tartışmalı bir konuda Phillips Eğrisi'nin bozulan dinamiğinde enflasyonun nereye yöneldiği konusunda komite bölünmüş durumda. Birçok katılımcı hedef işsizlik seviyesinin altında ilerlenecek politika yaklaşımını uygun bulurken, birçok katılımcı da mevcut düşük işsizlik oranının uzun süre tam istihdamın işaret ettiği denge oranının altında kalınmasının finansal oynaklığa ve enflasyonda ani bir ivmeye sebep olabileceğine dair kaygılarını ifade ediyorlar. Wall Street güçlü istihdam artışı ile güçlenmekle birlikte ücret artışlarında beklenen ancak bir türlü gelmeyen yükselişler, yatırımcılar nezdinde FED'in şahin duruşunu sınırlıyor. Son olarak, yatırımcılar arasındaki "artan risk toleransı" argümanının varlık fiyatlarını yükseltebileceği görüşü Başkan Janet Yellen tarafından da onaylanmış durumda. Tüm bu endişelere rağmen, bilanço normalleşmesinin 20 Eylül toplantısı ile başlayacağını ve yılsonuna kadar da bir tane daha faiz artışının yapılacağını tahmin ediyoruz.

**Küresel hisse piyasalarında, yükselen faizler, borçlanma maliyetlerinde artış kaygısıyla gösterge endeksleri baskılarken bu durum sadece bankacılık sektörüne yaradı.** Euro bölgesinde görece hızlı yükselen faizler euroya olan talebi yükseltirken dolar zayıfladı. Fakat Türk varlıklarında hikâye daha farklı. Yüksek getirili para birimlerinin tahvil faizi hareketlerine olan hassasiyeti ülkeler özelindeki 'değerleme, enflasyon, cari açık ve büyüme' gibi göstergelerdeki toparlanmaya paralel olarak bir miktar zayıfladı. Ancak döviz kuru / faiz oranları betası hâlâ negatif. Bir evvelki raporumuzda da yer aldığı üzere, faizlerde gerçekleşen gerileme ve düşük volatilité TL carry'sini cazip hale getirmiş ve yüklü pozisyonlar neticesinde fiyatlamalar da bu trendi desteklemişti. Yukarıda bahsedilen kaygılar neticesinde 'kârı al' ile tahvil hikâyesinin sonuna doğru yaklaştığımızı düşünüyoruz. Gelecek hafta tahvil ihracında yüksek borç çevirmenin oluşacağı göz önüne alındığında, satış eğilimin ayın geneline yayılmasını beklemekteyiz.

Küresel faizler yükseliyor; TL zayıflıyor



Kaynak: Thomson Reuters, Yatırım Finansman

Hazine Tahvili Getirileri



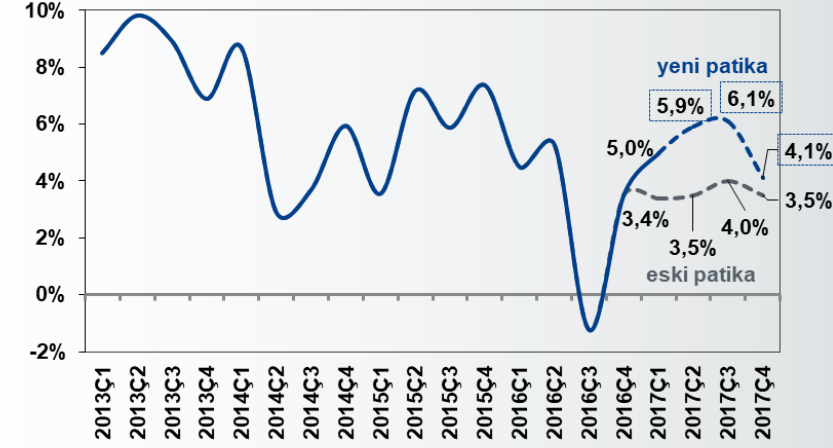
Kaynak: Thomson Reuters, Yatırım Finansman

**2017 yılsonu GSYH yıllık büyüme tahminimizi %3,6'dan %5,2'ye revize ettik.** Yılın ilk çeyreğinde GSYH büyümesi yukarı yönlü sürpriz yaparak %3,5 olan piyasa beklentisinin üzerinde yıllık %5 seviyesinde gerçekleşti. Referandum öncesinde gevşek mali ve finansal uygulamalarla desteklenen kamu harcamaları ve özel tüketim, sırasıyla, yıllık %9,4 ve %5,1 oranında arttı. Güçlenmekte olan AB talebi ve zayıf Türk Lirası sayesinde ihracat yıllık %10,6 büyürken ithalat yatay seyretti ve net dış ticaretin GSYH büyümesine katkısı 2,2 puan oldu. 2016 yılında (net) ihracatın büyümeye pozitif bir katkısının olmadığını hatırlatalım. Toplam yatırımlar yıllık %2,2 arttı fakat kompozisyonu büyük hayal kırıklığı yarattı. Yatırımların kırılımı incelendiğinde inşaat yatırımlarının %10 büyürken makine ve teçhizat yatırımlarının %10,1 daraldığı görülmektedir. Bununla birlikte stok erimesinin büyüme oranını 2,3 puan eksilttiğini hesaplamaktayız.

**Kredi Garanti Fonu'nun itici gücüyle kredi artış oranının hızlanması özel talebi canlandırıyor. Özel talepteki bu toparlanmanın en azından kısa vadede devam edeceği kanaatindeyiz.** Kredi Garanti Fonu'nun, kullandırılan kredilerin %70'inin yeni kredilere dönüşmesi varsayımıyla, GSYH büyümesini 1,4 puan yukarı taşıyacağını hesaplıyoruz. Ayrıca 250mr TL'lik limitin yaklaşık %40'ının henüz kullanılmadığını da hatırlatalım. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı verilerine göre Esnaf ve Sanatkarlar Kredi ve Kefalet Kooperatifi (ESKKK) kefaletiyle ve/veya bu kefalet olmaksızın Halkbank tarafından esnaf ve sanatkarlara kullandırılan %50 veya %100 faiz indirimli kredi tutarı 21,5mr TL'ye ulaştı (geçen yılın ortasında bu rakam 5,8mr TL seviyesindeydi). Buradan hareketle ikinci çeyrek sonuçlarının ilk çeyreğe kıyasla daha olumlu olacağını tahmin etmekteyiz.

**İkinci çeyrekte GSYH büyüme hızının daha da ivmelenmesini bekliyoruz:** Mayıs ve Haziran ayı verileri ikinci çeyrek GSYH yıllık büyümesinin %6'ya hızlanacağı sinyalini veriyor. Hükümet kanadında büyüme oranının bu seviyelere yükselmesine dair yapılan açıklamaların sıklığı arttı. Yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik büyüme, düşük baz etkisini arkasına alarak, daha da hızlanacaktır. Özel tüketimin ve net dış ticaretin büyümenin ana kaynakları olmasını bekliyoruz. Böylelikle çıktı açığının daralmasını, bütçe dengesini bozabilecek daha fazla teşvike olan ihtiyacın da azalmasını öngörmekteyiz. Sosyal sigorta primleri gibi ertelenen bazı ödemelerin de bozulan nakit dengesini bir miktar toparlayacak ve özellikle tahvil piyasası üzerindeki baskının bu kanaldan bir miktar azalması beklenebilir; ancak daralan çıktı açığı enflasyon üzerinden faiz baskısını devam ettirebilir.

GSYH Büyüme Hızı



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

|                                           | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016 T      | Eski<br>2017 T | Yeni<br>2017 T |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>Gayri Safi Yurtiçi Hasıla</b>          | <b>4,8%</b> | <b>8,5%</b> | <b>5,2%</b> | <b>6,1%</b> | <b>2,9%</b> | <b>3,6%</b>    | <b>5,2%</b>    |
| <b>Yerleşik Hanehalklarının Tüketimi</b>  | 2,0%        | 5,0%        | 1,9%        | 3,4%        | 1,4%        | 1,8%           | 2,9%           |
| <b>Devletin Nihai Tüketim Harcamaları</b> | 0,9%        | 1,1%        | 0,4%        | 0,5%        | 1,0%        | 1,5%           | 1,3%           |
| <b>Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu</b>   | 0,8%        | 3,8%        | 1,5%        | 2,7%        | 0,9%        | 0,2%           | 0,7%           |
| <b>Stok Değişimleri</b>                   | -1,9%       | 0,4%        | -0,5%       | -1,1%       | 1,0%        | -0,5%          | -0,9%          |
| <b>Mal ve Hizmet İhracatı</b>             | 3,2%        | 0,3%        | 1,8%        | 0,9%        | -0,4%       | 1,1%           | 2,2%           |
| <b>(Eksi) Mal ve Hizmet İthalatı</b>      | 0,2%        | 2,1%        | -0,1%       | 0,4%        | 0,9%        | 0,5%           | 1,0%           |
| <b>(Net) Mal ve Hizmet İhracatı</b>       | 3,0%        | -1,8%       | 1,9%        | 0,5%        | -1,4%       | 0,6%           | 1,2%           |

Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Ramazan etkisine karşılık gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü hareketler temel sebep olmak üzere, TL'deki stabil seyrin de yardımıyla, yıllık enflasyon Haziran ayında beklentilerin ötesinde bir düşüş gösterdi ve %10,9'a geriledi. Olumlu bir sürpriz olarak algılanacak bu gelişme sonrasında Temmuz ayında çok yüksek ihtimalle yıllık enflasyon tek haneye gerileyecek olsa da detaylar enflasyon görünümünde arzulanan yumuşamaya umutları sınırlandırıyor.

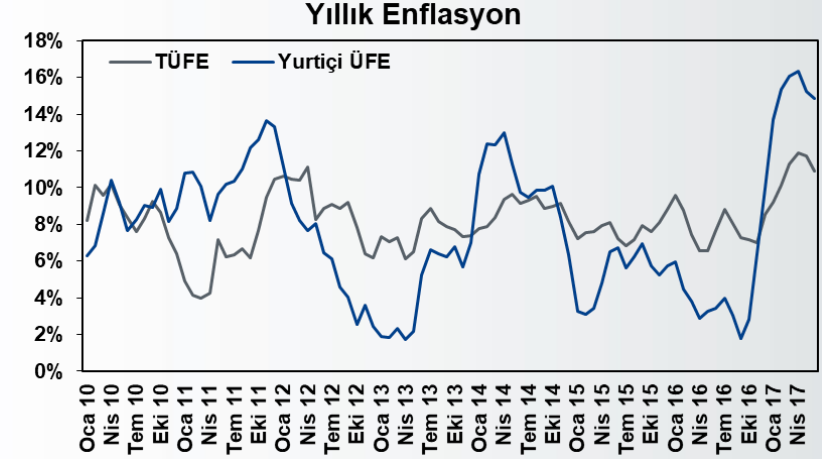
Öncelikle, manşet enflasyon anlamlı bir düşüş gösterirken çekirdek enflasyon sadece 18 baz puan gerileyerek %9,20'ye indi. Yıllık hizmet enflasyonu Mayıs ayında %9,0 seviyesini kırdı; Haziran'da ise %9,2'ye yükseldi. Hizmetlerde katılık sekizinci ayında da devam ediyor. Enflasyon sepetinden hesapladığımız dağılım (difüzyon) oranı hâlâ %79'da. Bu verinin tarihi ortalaması olan %75'in çok üzerinde seyrediyor olması fiyatlamada davranışında süregelen bozulmanın da bir göstergesi niteliğinde. Ayrıca kur geçişkenliği hesaplarımızda henüz herhangi bir düşüş görmemekteyiz: Haziran ayı itibarı ile hala kur geçişkenliği etkisini 185 baz puan olarak hesaplamaktayız; yani Mart ayıyla hemen hemen aynı seviyede.

**Ancak iki temel gelişme enflasyon tahminimizin %9,7'den %9,0'a revizyonunu gerektirmiştir.**

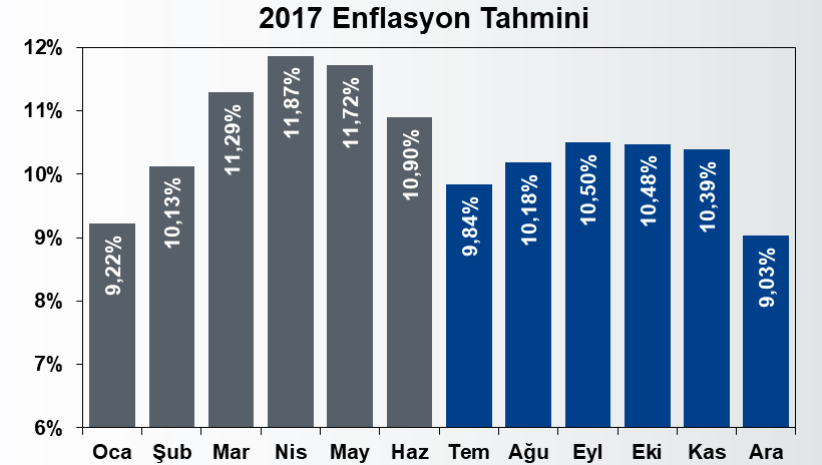
- Gıda enflasyonu mevcut durumda yıllık bazda %14,3 seviyesindedir ve önümüzdeki dönemde bu oranın, gerek olumlu mevsimsellik, gerekse hükümetin gıda ürünlerinde yaptığı ithâl vergisi indirimleri yardımıyla gerilemesini beklemekteyiz. Örneğin, vergi indirimlerinin etkileyeceği ana kalemlerden et ürünleri (yıl başından bu yana %16,0 artış) ve tahıl ürünleri (yıl başından bu yana %5,9 artış) fiyatlarındaki beklentilerimiz gıda tahminlerimizi revize etmemizi gerektirmektedir. Biz, yıl sonu gıda tahminimizi %13'ten %11'e çekiyoruz. Bu etki ile bir evvelki yıllık enflasyon tahminimizin (%9,7) 45 baz puan gerilemesini bekliyoruz.
- Hükümetin tütün vergilerinde senenin ikinci yarısı için herhangi bir artışa gitmemiş olması mevcut enflasyon tahminimizden 25 baz puan silmemizi gerektirmiştir.

**Temmuz ayında manşet enflasyonda tek hanenin görülme ihtimalinden hareketle Merkez Bankası fonlamasında reel faiz (ex post) seviyesinin 2 puanın üzerine taşınması söz konusu olabilir.**

Banka'nın düşük faiz uygulama eğilimini göz önünde tutsak da daha evvelki yansılarda değindiğimiz küresel görünüm ve Türkiye tahvil piyasasında arz yönlü baskılar nedeniyle Merkez Bankası'nın 27 Temmuz toplantısında (FED toplantısının hemen arkasında) sıkı duruşunu sürdüreceğini ve ortalama %11,95 ile bankaları fonlamaya devam edeceğini düşünmekteyiz.



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman



Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman

## Temel Makroekonomik Göstergeler

|                                           |             |             |             |             |             |             |             | Yeni         | Eski         |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|                                           | <u>2010</u> | <u>2011</u> | <u>2012</u> | <u>2013</u> | <u>2014</u> | <u>2015</u> | <u>2016</u> | <u>2017T</u> | <u>2017T</u> |
| <b>GSYİH (milyar TL)</b>                  | 1160,0      | 1394,5      | 1569,7      | 1809,7      | 2044,5      | 2337,5      | 2590,5      | 3003,0       | 2971,7       |
| <b>GSYİH (milyar \$)</b>                  | 772,4       | 831,7       | 871,1       | 950,4       | 934,9       | 861,5       | 856,8       | 825,9        | 810,5        |
| <b>GSYİH Reel Büyüme</b>                  | 8,5%        | 11,1%       | 4,8%        | 8,5%        | 5,2%        | 6,1%        | 2,9%        | 5,2%         | 3,6%         |
| <b>TÜFE (yıllık, dönem sonu)</b>          | 6,4%        | 10,4%       | 6,2%        | 7,4%        | 8,2%        | 8,8%        | 8,5%        | 9,03%        | 9,66%        |
| <b>TÜFE (yıllık, ortalama)</b>            | 8,6%        | 6,5%        | 8,9%        | 7,5%        | 8,9%        | 7,7%        | 7,8%        | 10,46%       | 10,76%       |
| <b>Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)</b> | 7,1%        | 11,5%       | 6,2%        | 10,1%       | 8,0%        | 10,9%       | 10,6%       | 11,76%       | 11,36%       |
| <b>Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)</b>   | 8,5%        | 8,8%        | 8,3%        | 7,4%        | 9,3%        | 9,7%        | 9,8%        | 11,38%       | 11,17%       |
| <b>Politika Faizi (dönem sonu)</b>        | 6,50%       | 5,75%       | 5,50%       | 4,50%       | 8,25%       | 7,50%       | 8,00%       | 8,00%        | 8,00%        |
| <b>Politika Faizi (ortalama)</b>          | 6,83%       | 6,14%       | 5,73%       | 4,88%       | 8,65%       | 7,57%       | 7,55%       | 8,00%        | 8,00%        |
| <b>USD/TL (dönem sonu)</b>                | 1,5535      | 1,9157      | 1,7912      | 2,1381      | 2,3230      | 2,9128      | 3,5382      | 3,7200       | 3,7200       |
| <b>USD/TL (ortalama)</b>                  | 1,5057      | 1,6791      | 1,8009      | 1,9064      | 2,1907      | 2,7235      | 3,0249      | 3,6391       | 3,6678       |
| <b>EURO/TL (dönem sonu)</b>               | 2,0590      | 2,4711      | 2,3630      | 2,9418      | 2,8258      | 3,1833      | 3,7006      | 4,2408       | 3,8688       |
| <b>EURO/TL (ortalama)</b>                 | 1,9986      | 2,3345      | 2,3154      | 2,5331      | 2,9112      | 3,0235      | 3,3447      | 4,0055       | 3,8623       |
| <b>Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)</b>   | 0,7%        | 1,8%        | 1,2%        | 1,7%        | 1,3%        | 1,3%        | 0,8%        | 0,2%         | 0,2%         |
| <b>Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)</b>     | -3,5%       | -1,3%       | -1,9%       | -1,0%       | -1,1%       | -1,0%       | -1,1%       | -2,5%        | -2,5%        |
| <b>İhracat (milyar \$)</b>                | 113,9       | 134,9       | 152,5       | 151,8       | 157,6       | 143,8       | 142,5       | 146,7        | 146,7        |
| <b>İthalat (milyar \$)</b>                | 185,5       | 240,8       | 236,5       | 251,7       | 242,2       | 207,2       | 198,6       | 210,8        | 205,0        |
| <b>Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)</b>    | -71,7       | -105,9      | -84,1       | -99,9       | -84,6       | -63,4       | -56,1       | -64,1        | -58,4        |
| <b>Cari Denge (milyar \$)</b>             | -45,3       | -75,0       | -48,5       | -64,7       | -43,6       | -32,1       | -32,6       | -38,3        | -37,5        |
| <b>Cari Denge / GSYH (%)</b>              | -5,9%       | -9,0%       | -5,6%       | -6,8%       | -4,7%       | -3,7%       | -3,8%       | -4,6%        | -4,6%        |

Yatırım Finansman Menkul Değerler

## 1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi



**İyi Senaryo:** BİST-100'ün F/K'sı son 12 ayda en yüksek 10.0x çarpanını gördü. Bu seviye aynı zamanda son 3 yıllık ortalamaya tekabül etmektedir. Küresel risk iştahının canlı kaldığı iyi senaryoda ilk hedefin tekrar bu zirveye doğru olacağını tahmin ettiğimiz için Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **108,000** seviyesi olarak belirliyoruz. Bu seviye %5 getiri potansiyeli taşımaktadır.

**Kötü Senaryo:** BİST-100 F/K çarpanının kısa vadede dip seviyesinin 8.7x olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için dip seviyenin bu çarpanın işaret ettiği ve %9'luk aşağı yönlü potansiyel taşıyan **94,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

**Kısa vadeli hedefimiz:** BİST-100'ün kısa vadede belli bir kanal içinde dalgalanacağını tahmin ediyoruz. Kar tahminleri güçlü bir 2Ç17 finansal sonuç dönemine girdiğimize işaret etse de global likidite koşullarındaki herhangi bir bozulma hisse senetlerinde kar realizasyonuna sebebiyet verebilir.

## Geçmiş performansımız



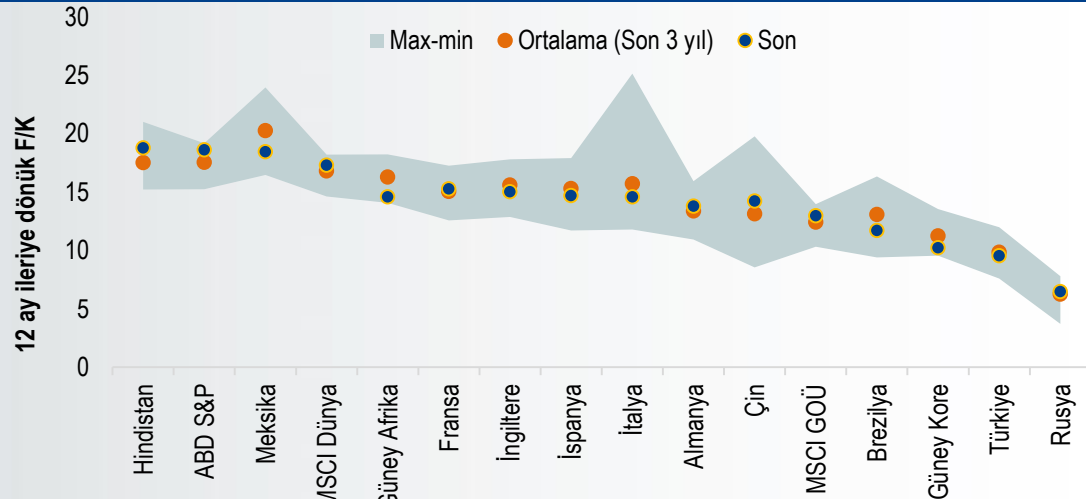
**BIST100 Hedefimizi Nasıl Belirliyoruz:** Tarihi veriler üzerinden gerçekleştirdiğimiz analizimize göre, BIST100 F/K çarpanı ayda ortalama 57bp ve bir ayda en fazla 140bp değişim gösteriyor. BIST-100 için iyi ve kötü senaryo hedeflerimizi çarpanlarının uzun ve kısa vadede pik ve dip noktalarını alarak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

## MSCI Türkiye'nin MSCI GOÜ'lere göre iskontosu...



Türk hisse senetleri diğer gelişmekte olan piyasalarla arasındaki açıklığı kapatmaya başladı. 1 yıl ileriye yönelik F/K'lar baz alındığında MSCI Türkiye Endeksi MSCI GOÜ endeksine göre %26 iskontolu işlem görmektedir. Bu oran son 3 yıllık ortalama olan %20 göz önüne alınınca yüksek görülebilir. Fakat son 1 yıllık ortalamanın %30 seviyesinde olduğu da unutulmamalıdır. Son dönemlerde kar görünümündeki iyileşme ve politik risklerin azalmasının Türk hisse senetlerinin iskontosunda azalmaya yardım ettiğini düşünüyoruz.

## Dünya endeksleri geçmiş yıl ortalama F/K'larında işlem görüyor...



Birçok GOÜ ve GÜ endeksleri geçmiş 3 yıllık ortalama F/K çarpanına yakın işlem görürken BİST-100 için de durum pek farklı değil. Bu durum, Türk şirketlerinde kar artış beklentilerinin yukarı yönlü kırılmadığı müddetçe değerlemelerin makul seviyelerde olduğuna işaret etmektedir.

Kaynak: Bloomberg

## Sanayi hisseleri banka karlarından daha iyi performans gösterebilir

Banka ve sanayi şirketleri için solo bazda, finansalların son açıklanma tarihi 9 Ağustos'tur. Konsolide finansallar için son raporlama tarihi sanayi şirketleri ve bankalar için 21 Ağustos'tur. Detaylar için bugün yayınladığımız kar tahminleri raporumuz inceleyebilirsiniz.

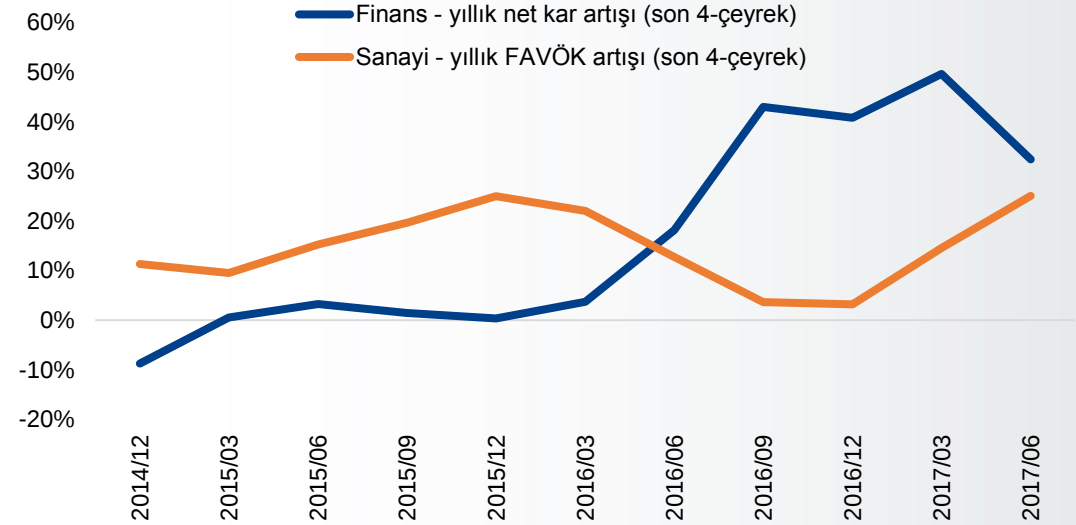
Takip listemizdeki bankalar için 2Ç17'de çeyrek olarak ortalama %14 net kara düşüşü, yıllık %5 net kar artışı öngörüyoruz. TL mevduat maliyetlerinin artışı ile, bankalarda ortalama çeyrek olarak 40 baz puan net faiz marjı daralması bekliyoruz. Swap maliyetleri ve swap kullanımının artması da, bankacılık sektörü karlılığını aşağı çekebileceğini düşünüyoruz. Halkbank ve Vakıfbank'ın, çeyrek kar düşüşünün daha yüksek olmasını öngörüyoruz. Tüfeye endeksli bono getirilerin azalması ve mevduat maliyetlerindeki ciddi artış, kamu bankalarının marjlarını daha olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Diğer yandan, Garanti ve Akbank'ın çeyrek kar performansının daha güçlü olacağını düşünüyoruz.

Sanayi şirketleri için 2Ç'de net kar artışının yıllık %26 olmasını bekliyoruz. ARCLK (yüksek baz etkisi) ve THYAO (kur zararı) hariç tutulduğunda, yıllık kar artışının %47'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Sanayi şirketleri için VAFÖK artışının yıllık %38, satışlardaki artışın yıllık %26 olmasını bekliyoruz.

Finans dışındaki şirketler arasında, **AKSEN, PGSUS, TUPRS, KRDM, EREGL, TAVHL, TTKOM ve TCELL** hisselerinin 2Ç17'de yıllık bazda göze çarpan net kar artışı göstermesini bekliyoruz. Operasyonel performans bakımından, **THYAO, PGSUS, TKNSA, KRDM, EREGL, TUPRS, ve ASELS** hisselerinin güçlü VAFÖK büyümesi gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz.

### Yatırım Finansman Araştırma 2Ç17 Beklentileri

| TLmn          | 2Ç17T         | 2Ç16   | Yıllık Δ | 1Ç17   | Çeyrek Δ |
|---------------|---------------|--------|----------|--------|----------|
| <b>Sanayi</b> |               |        |          |        |          |
| Satışlar      | <b>81,787</b> | 64,932 | 26%      | 74,482 | 10%      |
| FAVÖK         | <b>11,249</b> | 8,160  | 38%      | 10,417 | 8%       |
| Net Kar       | <b>4,908</b>  | 3,886  | 26%      | 4,184  | 17%      |
| <b>Finans</b> |               |        |          |        |          |
| Net Kar       | <b>5,573</b>  | 5,322  | 5%       | 6,481  | -14%     |
| <b>Toplam</b> |               |        |          |        |          |
| Net Kar       | <b>10,481</b> | 9,208  | 14%      | 10,665 | -2%      |



Kaynak: Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

### TL kredi büyümesi ilk yarıda %15'e ulaştı

Bankacılık sektörü toplam kredileri 2Ç17'de %4,8 büyüme gerçekleştirdi (1Ç17: %5,5). TL krediler yılbaşından bu yana %15 büyüme göstererek, 2017 yılı bütçe hedeflerine çoğunlukla ulaştı. 2. çeyrekte TL kredilerdeki büyüme trendi (13-haftalık yıllıklandırılmış) %32 ile güçlü seviyede kaldı. Kredi Garanti Fonu'nun (KGF) katkısı, TL kredilerdeki büyümeyi destekledi.

TL kredilerdeki güçlü büyüme, TL mevduat ihtiyacını artırdı ve TL mevduatlar 2Ç17'de %5,2 artış gösterdi. TL kredi-mevduat oranı %142'den 2Ç sonunda %145'e yükseldi. Döviz mevduatlar 1Ç'deki %7,5 büyümenin üzerine, 2Ç'de %6 artış gösterdi. TL ve YP büyümelerdeki farklılaşma, TL fonlama maliyetlerini ve kur swap kullanımını artırdı.

### Bankaların net karı 2Ç17'de çeyreksele %14 daralabilir

Takip listemizdeki bankalar için 2Ç17'de net karın çeyreksele olarak %14 daralmasını öngörüyoruz. Artan TL mevduat oranları nedeni ile, net faiz marjında ortalama 40 baz puan civarından çeyreksele düşüş daralma bekliyoruz. Ayrıca, kur swap maliyetlerinin ve kullanımının artmış olması nedeni ile karlılığın düşmesini bekliyoruz.

**Halkbank ve Vakıfbank'ın, çeyreksele olarak daha yüksek kar düşüşü** görebileceğini düşünüyoruz. Tüfeye endeksli bono getirilerindeki düşüş, TL mevduat maliyetlerindeki artış marjlarda düşüşe neden olabilir. Her iki kamu bankası da, 2Ç17'de KGF katkısı ile TL kredilerde büyüme göstermesi nedeni ile, TL mevduat artışı ve dolayısıyla marjlardaki daralmanın özel bankalara göre daha fazla olmasını bekliyoruz.

### 2Ç17 Solo bazda Net Kar Beklentileri

| TL Milyon              | 2Ç16         | 1Ç17         | 2Ç17         | Çeyreksele Δ | Yıllık Δ  |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| <b>Bankalar Toplam</b> | <b>5,258</b> | <b>6,411</b> | <b>5,505</b> | <b>-14%</b>  | <b>5%</b> |
| <b>Akbank</b>          | 1,332        | 1,405        | 1,418        | 1%           | 6%        |
| <b>Albaraka Turk</b>   | 65           | 36           | 63           | 77%          | -4%       |
| <b>Garanti</b>         | 1,540        | 1,526        | 1,480        | -3%          | -4%       |
| <b>Halkbank</b>        | 886          | 1,219        | 937          | -23%         | 6%        |
| <b>Vakıfbank</b>       | 587          | 1,225        | 802          | -35%         | 37%       |
| <b>Yapı Kredi</b>      | 848          | 1,001        | 805          | -20%         | -5%       |

Kaynak: BDDK, Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

### 2Ç17 Kümüle Net Kar detayları

| TL Milyon              | 2Ç16         | 1Ç17          | 2Ç17T         | Çeyreksele Δ | Yıllık Δ   |
|------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|
| <b>Net faiz geliri</b> | <b>9,829</b> | <b>12,694</b> | <b>12,561</b> | <b>-1%</b>   | <b>28%</b> |
| Komisyon geliri        | 2,716        | 3,180         | 3,144         | -1%          | 16%        |
| Net ticari kar/zarar   | 41           | -145          | -905          |              |            |
| Diğer gelirler         | 2,062        | 1,901         | 1,435         | -25%         | -30%       |
| Toplam gelirler        | 14,896       | 17,721        | 16,306        | -8%          | 9%         |
| Faaliyet giderleri     | 5,801        | 6,267         | 6,263         | 0%           | 8%         |
| Karşılıklar            | 2,633        | 3,434         | 3,133         | -9%          | 19%        |
| Vergi öncesi gelirler  | 6,462        | 8,020         | 6,911         | -14%         | 7%         |
| Vergi gideri           | 1,204        | 1,608         | 1,406         | -13%         | 17%        |
| <b>Net Kar</b>         | <b>5,258</b> | <b>6,411</b>  | <b>5,505</b>  | <b>-14%</b>  | <b>5%</b>  |

Özel bankalar arasında, **Garanti ve Akbank'ın operasyonel performansının, marj trendi nedeni ile kamu bankalarına göre daha güçlü olmasını bekliyoruz.** Enflasyona endeksli bono getirilerinde, TÜFE beklentilerinin yukarı yönlü revize olması katkı sağlayabilir.

Yapı Kredi'de de kamu bankalarından daha düşük marj daralması bekliyoruz. Ancak, takipteki krediler için ayrılan karşılık oranını sabit tutmak için, banka **2Ç'de olması gerekenden fazla karşılık gideri kaydedebilir.** Ancak, sermaye oranlarındaki iyileşme de, yılbaşından bu yana geride kalan hisse performansını olumlu etkileyebilir.

Daha küçük ölçekli banka olan, Albaraka Türk'ün 2Ç karının, 1Ç'ye göre iyileşmesini bekliyoruz.

Hafif araç (binek + hafif ticari) satışları yılın ikinci çeyreğinde %9 daralma kaydetti. Binek araç satışları %10 düşerken hafif ticari araç satışları %8 geriledi. Türkiye’den yurtdışına yapılan ihracat adetleri ise yılın ikinci çeyreğinde %24 artış kaydetti. Bu veriler 2Ç17 sonuçlarında ihracat ağırlıklı şirketlerin ön plana çıkacağına işaret etmektedir.

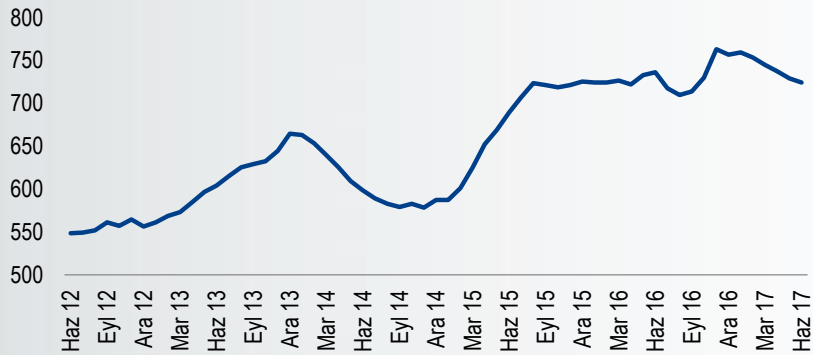
TL’nin yılın ilk çeyreğinde sert değer kaybetmesi sonrasında yılın ikinci 3 ayında yatay seyir hakimdi. Kurdaki bu yatay hareket otomotiv şirketlerinin maliyetlerindeki artışı kademeli olarak fiyatlarına yansıtabilmelerine olanak sağladı. Kur etkisi en çok ithal araçlarda doğrudan etkiye sahip olduğu için muhtemelen yapılan fiyat ayarlamaları ithal araçların pazar payı kaybetmesinde etkili oldu. 2Ç16’da %26.2 olan yerli otomobillerin toplam içindeki payı 2Ç17’de %31.6’ya yükseldi. TL’deki harekete ek olarak, 2016’nın son çeyreğinde devreye giren ÖTV uygulamaları, yeni model lansmanları ve yerli üreticilerin artan kapasiteleri bu değişimde etkili oldu.

2Ç17’de **Tofaş’ın** Türkiye’deki oto satışları yıllık %5 artış kaydetti. İhracat adetleri de %3’lük büyüme kaydederken artan binek araç satışları zayıf HTA satışlarını telafi etti. OSD ve ODD datalarına göre Tofaş’ın 2Ç17’deki toplam satış adedi 2Ç16’ya göre %3 artış gösterdi. Tofaş’ın 2Ç17’de cirosunun yıllık %24, VAFÖK’ün %25, net karının %6 artmasını tahmin ediyoruz.

**Ford Otosan’ın** yurtiçi satış adetleri 2Ç17’de 2Ç16’ya göre %4 düşüş gösterdi. Fakat ihracat adetlerindeki %20’lik tırmanış sayesinde şirketin toplam satış adetleri %12 artış kaydetti. Ford Otosan’ın 2Ç17’de cirosunun yıllık %33, VAFÖK’ün %25, net karının %23 artmasını tahmin ediyoruz.

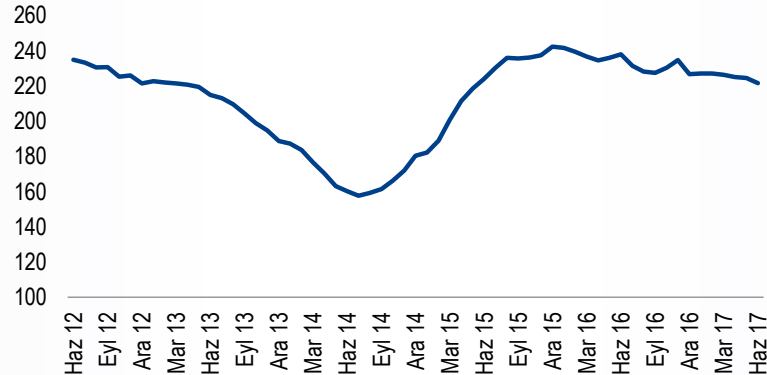
**Doğuş Otomotiv’in** pazar payındaki gerileme nedeni ile satış adetleri 2Ç17’de 2Ç16’ya göre %17 düşüş gösterdi. Fakat şirketin artan ortalama fiyatları sayesinde bu düşüşün ciroya yansıtacağını düşünüyoruz. Doğuş Otomotiv’in 2Ç17’de cirosunun yıllık %3, VAFÖK’ün %12, net karının %52 daralacağını tahmin ediyoruz.

#### Türkiye’de 12 Aylık Binek Oto Satışları



Kaynak: ODD

#### Türkiye’de 12 Aylık HTA Satışları



#### Otomotiv şirketlerinin satış adetleri

| Adet                  | 2Ç16           | 2Ç17           | Yıllık değ. |
|-----------------------|----------------|----------------|-------------|
| <b>Tofaş</b>          | <b>102,389</b> | <b>105,790</b> | <b>3%</b>   |
| İhracat               | 72,957         | 74,921         | 3%          |
| Binek                 | 28,582         | 42,382         | 48%         |
| HTA                   | 44,375         | 32,539         | -27%        |
| Yurtiçi               | 29,432         | 30,869         | 5%          |
| Binek                 | 15,134         | 18,579         | 23%         |
| HTA                   | 14,298         | 12,290         | -14%        |
| <b>Ford Otosan</b>    | <b>94,396</b>  | <b>105,633</b> | <b>12%</b>  |
| İhracat               | 63,887         | 76,439         | 20%         |
| Binek                 | 4,238          | 4,767          | 12%         |
| HTA                   | 59,485         | 71,448         | 20%         |
| ATA                   | 164            | 224            | 37%         |
| Yurtiçi               | 30,509         | 29,194         | -4%         |
| Binek                 | 12,696         | 12,447         | -2%         |
| HTA                   | 17,813         | 16,747         | -6%         |
| <b>Doğuş Otomotiv</b> | <b>56,079</b>  | <b>46,613</b>  | <b>-17%</b> |
| Binek                 | 47,721         | 39,509         | -17%        |
| HTA                   | 8,358          | 7,104          | -15%        |

Source: ODD, OSD, YF Araştırma

Havacılık sektöründe bir süredir beklenen toparlanma 2Ç17'de başlamış gibi görünmektedir. DHMİ'nin yayınladığı verilere göre yolcu sayısı 2Ç17'de bir önceki yılın aynı dönemine göre %10 artış kaydetti.

Trafik verilerindeki toparlanma daha çok Antalya Havalimanında yaşanan bir toparlanma neticesinde gerçekleşmiş görülmektedir. Antalya'yı hariç tuttuğumuzda yolcu sayısındaki artış %5 ile sınırlı kalmaktadır. Bu nedenle 2Ç17'deki toparlanmanın ağırlıklı olarak turizm kaynaklı olduğunu düşünüyoruz ve ticaret gibi diğer sebeplerden kaynaklı yolcu trafiğinde toparlanmanın yılın geri kalanında gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz.

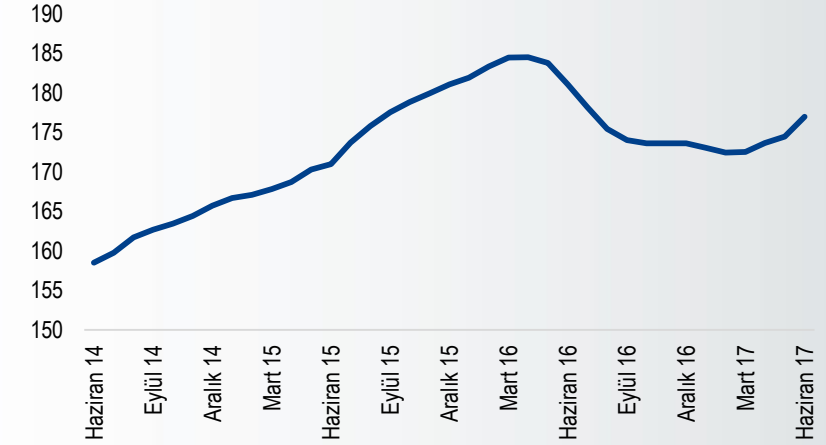
Trafik verilerindeki artışa rağmen, birim fiyatlardaki baskının 2Ç17'de de devam ettiğini tahmin ediyoruz. Sektör geneli için 2Ç17'de birim fiyatlarda USD bazında %5 düşüş öngörüyoruz. Fakat, iyileşen uçak doluluk oranları ve maliyet düşürücü alınan aksiyonlar sayesinde operasyonel karlılığın oldukça yüksek seyretmesini tahmin ediyoruz. Bu nedenle VAFÖK marjlarında 2Ç17'de sert toparlanmalar bekliyoruz.

**Türk Hava Yolları'nın** ÜYK'sı 2Ç17'de %10 artış kaydetti. Birim fiyatlarda %5'lik düşüş nedeniyle cironun 2Ç17'de USD bazında %6 artacağını tahmin ediyoruz. Operasyonel karlılıkta toparlanma beklesek de USD'in EUR karşısında değer kaybetmesi nedeniyle oluşacak kur farkı giderleri nedeniyle 2Ç17'de en altta net zarar göreceğimizi tahmin ediyoruz. THY'nin 2Ç17'de VAFÖK'ünün 3'e katlanarak 913mn TL olacağını fakat kur farkı zararı nedeniyle 1mr TL net zarar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

**Pegasus'un** ÜYK'sının 2Ç17'de %19 arttığını tahmin ediyoruz. Şirketin operasyonel sonuçlarındaki toparlanmaya ek olarak uçak satışlarından elde ettiği karlar da 2Ç17'de net karı destekleyici özellikte olacak. Bu nedenle Pegasus'un 2Ç17'de oldukça olumlu sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz. Pegasus'un 2Ç16'de -61mn TL olan VAFÖK'ünün 2Ç17'de 125mn TL'ye yükselmesini ve 2Ç16'da 14mn TL olan net zararın 2Ç17'de 141mn TL net kara dönüşmesini bekliyoruz.

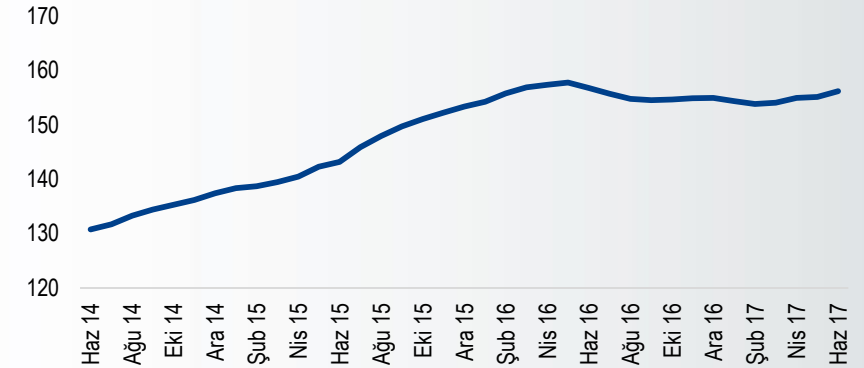
**TAV Havalimanları** USD ve EUR bazlı gelir yapısı nedeniyle zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Buna ek olarak trafik verilerindeki toparlanma sayesinde şirketin iyi sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz. Ciro, VAFÖK ve net karda TL bazında sırasıyla %27, %32 ve %179 artış öngörüyoruz.

## Türkiye'de 12 Aylık Binek Oto Satışları



Kaynak: DHMİ

## Türkiye'de 12 Aylık HTA Satışları



Kaynak: DHMİ

Şu anda Model Portföyümüz Aksa Enerji, Bim, Bolu Çimento, Garanti Bankası, Halk GYO, Kordsa, Tofas, ve Yapı Kredi Bankası'ndan oluşmaktadır.

## Kısaca hisseleri Model Portföy'de tutma nedenlerimiz:

**Aksa Enerji:** Afrika yatırımları ile elde edilen döviz bazlı Türkiye'ye göre çok daha yüksek ortalama elektrik fiyatları ile karlılık artışı, varlık satışlarıyla düşen borçluluk, cazip fiyat.

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

**Bolu Çimento:** Güçlü FAVÖK marjı, yüksek temettü verimi ve altyapı projelerine sağladığı özelleştirilmiş ürünleri

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

**Halk GYO:** Yüksek NAD iskontosu, İFM Projesi ile NAD artışı beklentisi

**Kordsa:** Yurtdışı satış ağı sayesinde stabil ciro artışı, yüksek marjlı yeni ürünlerin satışlar içinde artan payı, artan kapasite ve düzenli temettü ödemeleri.

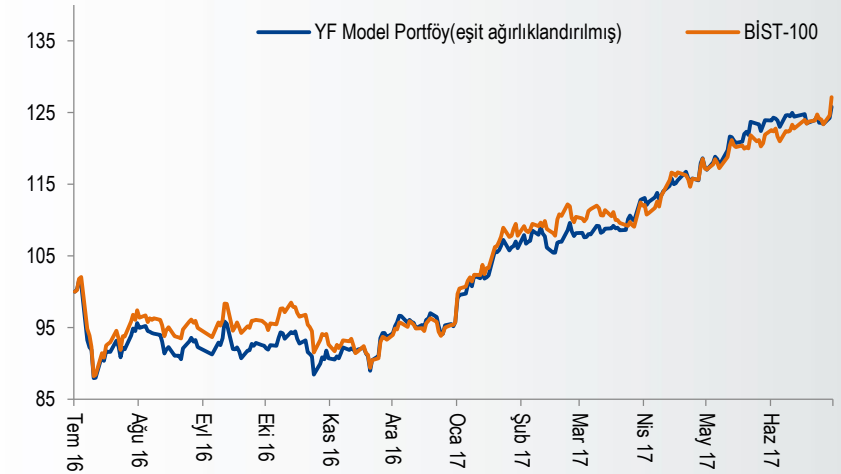
**Tofas:** Yeni modellerin katkısıyla artan gelir ve FAVÖK büyümesi, ihracatta al-ya da-öde kontratları ile riski azaltan iş modeli ve yüksek temettü verimi potansiyeli.

**Yapı Kredi Bankası:** Operasyonel performansta ve sermaye oranlarında toparlanma beklentisi

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %17 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. Son Strateji raporumuzdan bu yana Model Portföy'ümüz %3 getiri sağlarken BİST-100'ün bu dönemde getirisi %6 seviyesindeydi.

| Hisse                       | Kapanış Fiyatı | Hedef Fiyat | Potans. | Ekleme tarihi | Göreceli perf. | Mutlak perf. |
|-----------------------------|----------------|-------------|---------|---------------|----------------|--------------|
| AKSEN                       | TL 3.96        | TL 4.85     | 22%     | 27-Nis-17     | 20%            | 31%          |
| BIMAS                       | TL 64.65       | TL 70.00    | 8%      | 05-Oca-17     | 0%             | 35%          |
| BOLUC                       | TL 5.73        | TL 7.70     | 34%     | 27-Mar-17     | -12%           | 1%           |
| GARAN                       | TL 10.41       | TL 11.25    | 8%      | 05-Oca-17     | 7%             | 45%          |
| HLGYO                       | TL 1.06        | TL 1.50     | 42%     | 02-Şub-17     | -10%           | 6%           |
| KORDS                       | TL 8.46        | TL 10.00    | 18%     | 07-Mar-17     | 4%             | 18%          |
| TOASO                       | TL 29.52       | TL 33.00    | 12%     | 05-Oca-17     | -3%            | 31%          |
| YKBNK                       | TL 4.58        | TL 5.20     | 14%     | 05-Oca-17     | 1%             | 37%          |
| <b>Model Portföy (2017)</b> |                |             |         |               | <b>-1%</b>     | <b>34%</b>   |

## Model Portföy'ün son 12 aydaki performansı



## Yatırım Tezi :

Gana'daki fuel-oil yakıtlı termik santrali Mart 2017'de 192.5 MW ile faaliyete geçti ve 2017 yılsonuna kadar en az 320MW kurulu güce ulaşacak. Buna karşılık, Mali fuel-oil yakıtlı termik santrali Temmuz-Ağustos 2017'de 40MW kurulu güç ile devreye girecek. Madagaskar fuel-oil yakıtlı termik santralinin 66MW'lık ilk kısmı Ağustos 2017'de (25MW'lık kısmı şu anda üretim yapıyor), geri kalan 54MW'lık kısmın ise iletim hatlarının yapımı ile devreye girecek. Bu üç fuel-oil yakıtlı elektrik santrallerinin toplam kurulu gücü 530MW olacak ve Afrika'daki güçlü talep ve yerel hükümetlerle yapılan garantili satış anlaşmaları sayesinde kapasite kullanım oranlarının ciddi yüksek seviyelerde olmasını bekliyoruz. 2017 yılında şirketin Afrika'daki fuel-oil yakıtlı santrallerden 1.8 TWh elektrik satışı yapacağını öngörüyoruz, ki bu rakam da 2017 yılı için tahmin ettiğimiz satış hacminin %12'sine denk geliyor.

Afrika'daki fuel-oil yakıtlı santrallerden elektrik satışları Dolar ve Euro bazlı fiyatlanacak ve ortalama elektrik satış fiyatı Türkiye'deki elektrik satış fiyatından bir hayli yüksek olacaktır. Bu yüzden, yeni fuel-oil santrali yatırımları şirketin karlılığını olumlu etkileyecektir ve Afrika'daki elektrik üretim faaliyetlerinin şirketin FAVÖK'ünde 2016-2018 yılları arasında %59'luk bir YBBO'ya neden olacağını düşünüyoruz.

Şirket altı tane rüzgar santralinin satışını yaptı ve şu anda EPDK'dan onay bekliyor. 2017 yılında varlık satışlarından elde edilecek nakit şirketin borçluluğunu ciddi miktarda düşürecek ve net borç FAVÖK oranı 2016'daki 5.1x'den 2017 yılında 3.1x'e gerileyecektir. Aksa Enerji'nin düşen net finansal giderleri ile 2017 yılında net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz.

## Kısa vadeli görünüm:

Gana'daki fuel-oil yakıtlı elektrik santrali Mart ayında kısmen devreye girdi ve Gana santralinden gerçekleşecek satışların 2Ç17'de Aksa Enerji'nin karlılığını desteklemesini bekliyoruz.

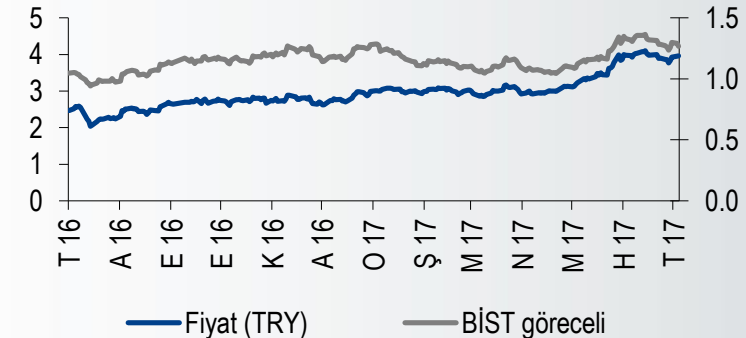
Şirketin bazı elektrik santrallerinin satış işlemi EPDK'nın onayını bekliyor. Olası bir onayla birlikte yakın vadede şirketin borçluluğu ve net finansal giderleri ciddi miktarda düşecektir.

Spot elektrik piyasasında elektrik fiyatları yıllık bazda daha yüksekken doğalgaz tarifeleri yıllık bazda daha düşük seviyede bulunuyor, ki bu da 2Ç17'de şirketin Türkiye'deki doğalgaz santrallerinden elde ettiği ciroyu ve şirketin karlılığını destekleyecektir.

Hisse şu anda 7.7x'lık 2017T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ki bu da 3 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %28'lik yüksek bir iskontoya işaret ediyor.

| AKSEN (Endeks Üzeri)   |          | Aksa Enerji |            |       |
|------------------------|----------|-------------|------------|-------|
| Sektör                 |          | Elektrik    |            |       |
|                        | Kapanış  | Hedef       | Potansiyel |       |
| Hisse fiyatı (TL)      | 3.96     | 4.85        | 22%        |       |
| Hisse Performansı      | 1AY      | 3AY         | 12AY       | YBB   |
| Mutlak                 | -1%      | 33%         | 57%        | 33%   |
| BIST100'e göre relatif | -5%      | 17%         | 21%        | 1%    |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR2.7mn |             | TL10.7mn   |       |
| Piyasa Değeri          | EUR587mn |             | TL2,428mn  |       |
| Finansallar (mn TL)    | 2016     | 2017T       | 2018T      | 2019T |
| Net Satışlar           | 3,178    | 3,364       | 4,463      | 5,069 |
| Büyüme                 | 38%      | 6%          | 33%        | 14%   |
| FAVÖK                  | 431      | 704         | 1,092      | 1,094 |
| Büyüme                 | -4%      | 63%         | 55%        | 0%    |
| Net Kar                | -363     | 19          | 545        | 665   |
| Büyüme                 | 69%      | -105%       | 2798%      | 22%   |
| Çarpanlar              | 2016     | 2017T       | 2018T      | 2019T |
| FD/FAVÖK               | 12.5     | 7.7         | 5.0        | 4.9   |
| F/K                    | -6.7     | 129.1       | 4.5        | 3.6   |

Kaynak: Yatırım Finansman



**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 2017 yılında %10 artacağını tahmin ediyoruz. Böylece önümüzdeki 3 yıl satış gelirlerinde YBBO'nun %16 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. 1Ç17 itibarıyla şirketin 746mn TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

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

**Kısa vadeli görünüm:**

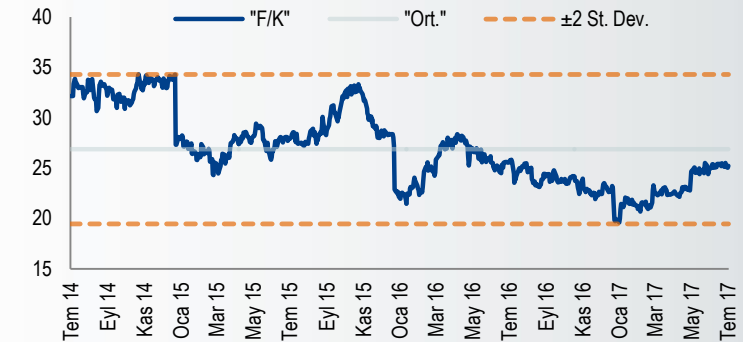
Gıda perakendecileri 2016 yılında düşük gıda enflasyonundan olumsuz etkilendi. Gıda enflasyonunun 2017'de yüksek seviyelere çıkmış olması Bim gibi gıda perakendecilerinin benzer mağaza satış artışını olumlu etkileyecektir.

Şirket 2017 yılında 635 yeni mağaza açmayı planlamaktadır. 2016 yılında açılan 755 mağaza toplamın %14'ü iken 2017 mağaza sayısı %10 artmış olacak. Yeni mağazaların göreceli düşük sayısı verimli mağazaların oranını arttıracığı için karlılık tarafına olumlu etkiye bulunacağını tahmin ediyoruz. Bim yönetiminin zor şartları iyi yönettiğini düşünmekteyiz.

İyi gelmesini beklediğimiz 2Ç17 sonuçları.

| BIMAS (Endeks Üzeri)   | Bim Birleşik Mağazalar |        |            |        |
|------------------------|------------------------|--------|------------|--------|
| Sektör                 | Perakende              |        |            |        |
|                        | Kapanış                | Hedef  | Potansiyel |        |
| Hisse fiyatı (TL)      | 64.65                  | 70.00  | 8%         |        |
| Hisse Performansı      | 1AY                    | 3AY    | 12AY       | YBB    |
| Mutlak                 | 2%                     | 15%    | 16%        | 34%    |
| BIST100'e göre relatif | -3%                    | 2%     | -11%       | 1%     |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR9.2mn               |        | TL36.2mn   |        |
| Piyasa Değeri          | EUR4,744mn             |        | TL19,628mn |        |
| Finansallar (mn TL)    | 2016                   | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| Net Satışlar           | 20,072                 | 23,775 | 27,557     | 31,655 |
| Büyüme                 | 15%                    | 18%    | 16%        | 15%    |
| FAVÖK                  | 997                    | 1,188  | 1,369      | 1,584  |
| Büyüme                 | 15%                    | 19%    | 15%        | 16%    |
| Net Kar                | 671                    | 777    | 918        | 1,121  |
| Büyüme                 | 15%                    | 16%    | 18%        | 22%    |
| Çarpanlar              | 2016                   | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| FD/FAVÖK               | 18.9                   | 15.9   | 13.8       | 11.9   |
| F/K                    | 29.3                   | 25.3   | 21.4       | 17.5   |

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

## Yatırım tezi:

Bolu Çimento'yu (i) faaliyet gösterdiği bölgelerdeki güçlü talep ortamı, (ii) altyapı projelerine sağladığı özelleştirilmiş ürünleri ve (iii) cüruflu çimentoya olan ilginin artması sebebiyle beğeniyoruz.

Ayrıca, Bolu Çimento geleneksel çimento üretiminin yanısıra Erdemir'in üretim tesisi aracılığıyla ~1 milyon ton granüle cüruflu çimento üretimi gerçekleştirmektedir. Ağustos 2015'te Ankara'da devreye giren 1 milyon ton kapasiteli yeni yatırımı ile Şirket faaliyet alanını değiştirmiş olup yüksek teknolojili tesisin çalışmasıyla da taşıma maliyetlerinde düşüş gerçekleşmiştir. Böylece taşıma maliyetlerinin operasyonel marjlarda yarattığı baskı azalmıştır.

2014 yılında tamamlanmış olan atık ısıdan elektrik üretimi yatırımından Bolu fayda sağlamaya devam etmektedir. Bu yatırım sayesinde Bolu Çimento toplam elektrik ihtiyacının yaklaşık %20-25'ini karşılayabilmektedir. Böylece birim maliyetlerde bir iyileşme söz konusu. Elektrik maliyetleri çimento üreticilerinin toplam üretim maliyetlerinin %20'sini oluşturmaktadır.

Bolu Çimento'nun 2017 yılında da serbest nakit akımındaki iyileşmeyi sürdüreceğini düşünmekteyiz. Serbest nakit akımının 2017 yılında %11 seviyesine yükselmesini öngörmekteyiz.

## Kısa vadeli görünüm:

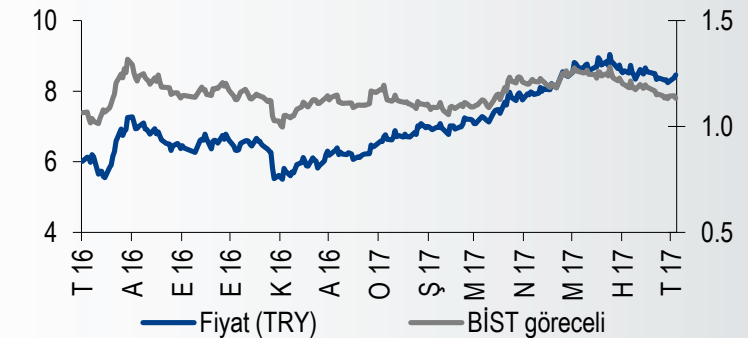
Fiyat ortamının zayıf seyri ve girdi fiyatlarında meydana gelen artışlar çimento sektörünün operasyonel karlılığını baskılamaya devam etmektedir. Ancak, Ankara tesisinin katkısıyla birim maliyetlerde görülen iyileşme ile Bolu Çimento'nun operasyonel performansı üzerinde oluşacak olan baskı sınırlanacaktır. Yüksek seviyelerde seyreden petrokok fiyatları nedeniyle çimento üreticilerinin operasyonel karlılıklarının baskı altında kaldığı bir ortamda Bolu'nun pozitif bir şekilde ayrışacağını düşünmekteyiz. Ayrıca 2Ç17'de Şirket'in operasyonel karlılığında meydana gelen bozulmanın yılın ilk çeyreğine göre gevşeyeceğini öngörmekteyiz.

Bolu Çimento, büyük ölçekli altyapı projelerinin devam ettiği Marmara Bölgesi'ne yakınlığı sayesinde yüksek çimento talebinden yararlanmaya devam edecektir. Mevcut durumda, Şirket, Kuzey Marmara Otoyolu projesine özelleştirilmiş ürünlerini sağlamaktadır. Ayrıca, Bolu, faaliyet gösterdiği İç Anadolu (satışlarının %50'si), Marmara (satışlarının %35'i) ve Batı Karadeniz (satışlarının %25'i) bölgelerindeki görece güçlü fiyat ortamından yarar sağlayacaktır.

Bolu güçlü temettü dağıtan şirketler arasında yer almaktadır. 2017 yılında Şirket hisse başına 0,663 TL temettü dağıtacağını açıkladı. Açıklanan hisse başına temettü oranı %89 seviyesindedir ve %11'lik temettü verimi sunmaktadır. Dağıtılacak temettünün ilk taksidi (hisse başına 0,2653 TL) 3 Temmuz tarihinde dağıtılacak olup ikinci taksit (hisse başına 0,398 TL) 1 Aralık'ta dağıtılacaktır.

| BOLUC (Endeks Üzeri)   |          | Bolu Çimento |         |            |
|------------------------|----------|--------------|---------|------------|
| Sektör                 |          | Kapanış      | Hedef   | Potansiyel |
| Hisse fiyatı (TL)      |          | 5.73         | 7.70    | 34%        |
| Hisse Performansı      | 1AY      | 3AY          | 12AY    | YBB        |
| Mutlak                 | 1%       | 0%           | 4%      | -4%        |
| BIST100'e göre relatif | -4%      | -12%         | -20%    | -27%       |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR0.3mn |              | TL1.1mn |            |
| Piyasa Değeri          | EUR198mn |              | TL821mn |            |
| Finansallar (mn TL)    | 2016     | 2017T        | 2018T   | 2019T      |
| Net Satışlar           | 452      | 478          | 497     | 515        |
| Büyüme                 | 11%      | 6%           | 4%      | 4%         |
| FAVÖK                  | 169      | 159          | 164     | 170        |
| Büyüme                 | 16%      | -6%          | 3%      | 3%         |
| Net Kar                | 106      | 103          | 110     | 114        |
| Büyüme                 | 0%       | -3%          | 7%      | 4%         |
| Çarpanlar              | 2016     | 2017T        | 2018T   | 2019T      |
| FD/FAVÖK               | 5.6      | 5.9          | 5.7     | 5.6        |
| F/K                    | 7.7      | 8.0          | 7.5     | 7.2        |

Kaynak: Yatırım Finansman



## Yatırım tezi:

Garanti Bankası'nın karlılık odaklı büyüme stratejisini beğeniyoruz. Banka, 1Ç17'de %2,1 aktif karlılığı, %17 özkaynak karlılığı ile karlılık konusunda en iyi performansı gösteren bankalar arasındadır. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içindeki payı %25'e ulaştı. Bankanın fonlama yönünden esnekliği ve yüksek vadesiz mevduat ağırlığı, banka için rekabet avantajıdır. Fonlamadaki avantajının yanında, kredilerde disiplinli şekilde fiyatlamasının devam etmesi ile, 2017 yılında da net faiz marjını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Garanti'nin yakın izlemedeki kredileri toplam krediler içindeki payı %5,3 ile rakipleri arasında en yüksek seviyeye yükseldi. Net takibe düşen krediler 1. çeyrekte de çeyreksele %42 azaldı. Bankanın 500mn 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. 2017 yılında da iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz.

Garanti'nin sermaye yeterlilik oranı %15,9 ile, en yüksek sermaye oranına sahip bankalardan birisidir. Önümüzdeki dönemde, yüksek sermaye oranının, kredi büyüme iştahı konusunda etkili olmasını bekliyoruz.

## Kısa vadeli görünüm:

Kar görünümü açısından yukarı yönlü potansiyelin olduğunu ve bu sebeple hisse performansının desteklenebileceğini düşünüyoruz.

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayrıştırabilir. Garanti %14,9 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

| GARAN (Endeks Üzeri)   |             | Garanti Bankası |            |            |
|------------------------|-------------|-----------------|------------|------------|
| Sektör                 |             | Bankacılık      |            |            |
|                        | Kapanış     | Hedef           | Potansiyel |            |
| Hisse fiyatı (TL)      | 10.41       | 11.25           | 8%         |            |
| Hisse Performansı      | 1AY         | 3AY             | 12AY       | YBB        |
| Mutlak                 | 8%          | 13%             | 34%        | 41%        |
| BIST100'e göre relatif | 4%          | 0%              | 3%         | 7%         |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR142.1mn  |                 |            | TL560.1mn  |
| Piyasa Değeri          | EUR10,569mn |                 |            | TL43,722mn |
| Finansallar (mn TL)    | 2016        | 2017T           | 2018T      | 2019T      |
| Defter Değeri          | 35,539      | 39,617          | 45,050     | 51,016     |
| Büyüme                 | 15%         | 11%             | 14%        | 13%        |
| Net Kar                | 5,071       | 6,024           | 6,918      | 7,671      |
| Büyüme                 | 49%         | 19%             | 15%        | 11%        |
| Karlılık               | 2016        | 2017T           | 2018T      | 2019T      |
| Özkaynak Karlılığı     | 15.2%       | 16.0%           | 16.3%      | 16.0%      |
| Çarpanlar              | 2016        | 2017T           | 2018T      | 2019T      |
| F/K                    | 8.6         | 7.3             | 6.3        | 5.7        |
| F/DD                   | 1.2         | 1.1             | 1.0        | 0.9        |

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

**Yatırım tezi:**

2010 yılında kurulan Halk GYO, Halkbank grup şirketlerindendir. 1Ç17 itibarıyla 1,8 milyar TL portföy değerine sahip olan şirketin İFM'de (İstanbul Finans Merkezi) 646mnTL'lik ekspertiz değerine sahip arsası (portföyün %35'i), 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 oranının 0.4 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

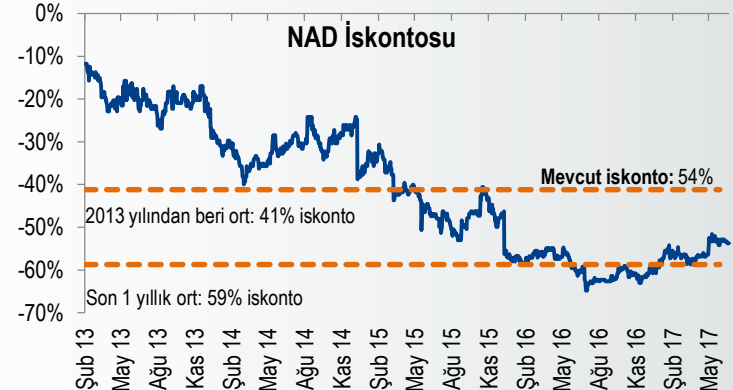
**Kısa vadeli görünüm:**

İFM Projesi finansallarda 646 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 yansıtacağını düşünüyoruz. Ancak, bu konudaki zamanlama henüz net değildir.

Halk GYO'nun piyasa değeri, net aktif değerine göre %54 iskontolu işlem görmekte olup, bu rakam muadil şirketleri ortalaması olan %48'den daha düşük seviyededir.

| HLGYO (Endeks Üzeri)   | Halk G.M.Y.O.            |       |            |         |
|------------------------|--------------------------|-------|------------|---------|
| Sektör                 | Gayrimenkul Yatırım Ort. |       |            |         |
|                        | Kapanış                  | Hedef | Potansiyel |         |
| Hisse fiyatı (TL)      | 1.06                     | 1.50  | 42%        |         |
| Hisse Performansı      | 1AY                      | 3AY   | 12AY       | YBB     |
| Mutlak                 | 0%                       | 11%   | 16%        | 17%     |
| BIST100'e göre relatif | -4%                      | -2%   | -11%       | -11%    |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR1.4mn                 |       |            | TL5.6mn |
| Piyasa Değeri          | EUR202mn                 |       |            | TL837mn |
| Finansallar (mn TL)    | 2016                     | 2017T | 2018T      | 2019T   |
| Net Satışlar           | 80                       | 69    | 316        | 171     |
| Büyüme                 | -20%                     | -14%  | 359%       | -46%    |
| FAVÖK                  | 48                       | 38    | 100        | 69      |
| Büyüme                 | -24%                     | -21%  | 167%       | -31%    |
| Net Kar                | 108                      | 37    | 77         | 43      |
| Büyüme                 | -47%                     | -66%  | 110%       | -44%    |
| Çarpanlar              | 2016                     | 2017T | 2018T      | 2019T   |
| FD/FAVÖK               | 16.5                     | 21.0  | 7.9        | 11.4    |
| F/K                    | 7.8                      | 22.8  | 10.8       | 19.5    |

Kaynak: Yatırım Finansman



**Yatırım Tezi :**

Dünya’da büyüyen araç parkı ve otomotiv üretimi sayesinde küresel lastik pazarının gelecek beş yıllık dönemde %3.6 YBBO ile büyümesini bekliyoruz. Küresel lastik güçlendirme pazarının da aynı trendi takip edeceğini tahmin ediyoruz. Kordsa pazardaki güçlü pozisyonu, ilk altı büyük lastik üreticileriyle olan uzun süreli ilişkileri ve çeşitli ürün portföyü neticesinde bu büyümeden başlıca yararlanan şirketlerden biri olacaktır.

Arge faaliyetlerine odaklanan şirketin yeni ürün satışlarının toplam gelirlerinin içerisindeki payı 2012 yılından beri artıyor. Orta vadede yeni ürünlerin toplam gelirler içerisindeki payının daha da artmasını bekliyoruz. Toplam gelirler için 2016-2018 yılları arasında YBBO beklentimiz %21 seviyesindedir.

Kordsa Türkiye ve Endonezya’da iki kapasite artırımı yatırımı gerçekleştiriyor. İki yatırımın toplam tutarı 30 mn dolar ve 2018 yılında şirkete 12.5KT PET HMLS kapasitesi sağlayacak. Artan kapasite ve PET HMLS segmentine daha çok odaklanılması sayesinde Kordsa’nın PET HMLS pazarındaki payını uzun vadede de koruyacağını tahmin ediyoruz.

**Kısa vadeli görünüm:**

Petrol fiyatlarının yıllık olarak daha yüksek olmasıyla birlikte hammadde fiyatları da yıllık bazda daha yüksek duruyor, ki bu artış da şirketin ürün fiyatlarına kısa bir gecikme ile yansımaya devam edecektir.

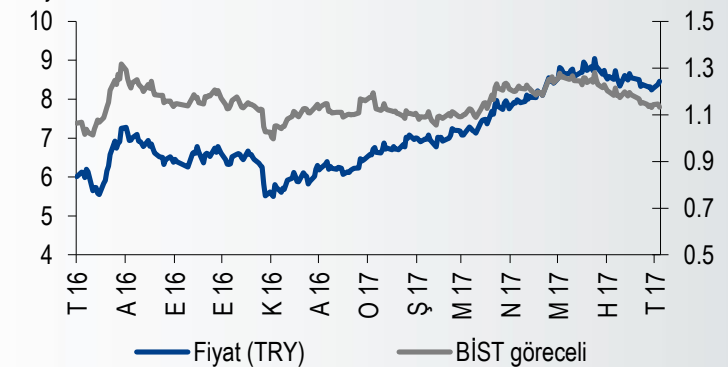
Dolar’ın gelişmekte olan para birimlerine karşı yıllık bazda daha güçlü kalması 2Ç17’de şirketin TL bazlı gelirlerini destekleyecektir.

Kordsa şu anda 8.9x’lik 2017B F/K çarpanı ile işlem görüyor, ki şirketin 3-yıllık ortalama F/K’sına göre %14 iskontoya işaret ediyor.

Şirketin cirosunda en yüksek paya sahip olan Avrupa, Ortadoğu ve Afrika bölgesindeki güçlü otomotiv talebi 2Ç17’de Kordsa’nın satış performansını destekleyecektir.

| KORDS (Endeks Üzeri)   |          |       |            | Kordsa    |
|------------------------|----------|-------|------------|-----------|
| Sektör                 |          |       |            | Lastik    |
|                        | Kapanış  | Hedef | Potansiyel |           |
| Hisse fiyatı (TL)      | 8.46     | 10.00 | 18%        |           |
| Hisse Performansı      | 1AY      | 3AY   | 12AY       | YBB       |
| Mutlak                 | -1%      | 7%    | 38%        | 36%       |
| BIST100’e göre relatif | -5%      | -6%   | 6%         | 3%        |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR1.6mn |       |            | TL6.1mn   |
| Piyasa Değeri          | EUR398mn |       |            | TL1,646mn |
| Finansallar (mn TL)    | 2016     | 2017T | 2018T      | 2019T     |
| Net Satışlar           | 1,908    | 2,455 | 2,802      | 3,248     |
| Büyüme                 | 10%      | 29%   | 14%        | 16%       |
| FAVÖK                  | 300      | 382   | 429        | 455       |
| Büyüme                 | 25%      | 28%   | 12%        | 6%        |
| Net Kar                | 143      | 185   | 221        | 198       |
| Büyüme                 | 44%      | 29%   | 20%        | -11%      |
| Çarpanlar              | 2016     | 2017T | 2018T      | 2019T     |
| FD/FAVÖK               | 8.4      | 6.6   | 5.9        | 5.6       |
| F/K                    | 11.5     | 8.9   | 7.4        | 8.3       |

Kaynak: Yatırım Finansman



**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 %28 olacağını tahmin ediyoruz. Şirket ihracat tarafında zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Şirketin 2017 yılında FAVÖK artışının ise %30 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. Büyük çaplı yatırımların tamamlanmış olması nedeniyle önümüzdeki yıllarda temettü oranlarının artmasını bekliyoruz.

**Kısa vadeli görünüm:**

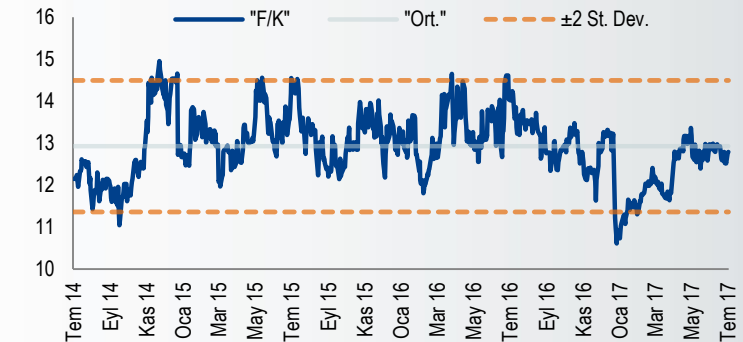
Yeni model lansmanları ardından Tofaş yüksek talebi karşılamakta zorlanmaktadır. Şirket bu nedenle boyahaneye yaptığı yatırımla kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e çıkarmış bulunmaktadır.

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)      | 29.52               | 33.00  | 12%        |        |
| Hisse Performansı      | 1AY                 | 3AY    | 12AY       | YBB    |
| Mutlak                 | -1%                 | 3%     | 24%        | 23%    |
| BIST100'e göre relatif | -5%                 | -9%    | -5%        | -7%    |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR5.1mn            |        | TL20.1mn   |        |
| Piyasa Değeri          | EUR3,568mn          |        | TL14,760mn |        |
| Finansallar (mn TL)    | 2016                | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| Net Satışlar           | 14,236              | 18,211 | 18,844     | 20,634 |
| Büyüme                 | 43%                 | 28%    | 3%         | 9%     |
| FAVÖK                  | 1,367               | 1,771  | 1,823      | 1,999  |
| Büyüme                 | 28%                 | 30%    | 3%         | 10%    |
| Net Kar                | 970                 | 1,392  | 1,018      | 1,133  |
| Büyüme                 | 17%                 | 43%    | -27%       | 11%    |
| Çarpanlar              | 2016                | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| FD/FAVÖK               | 12.4                | 9.6    | 9.3        | 8.5    |
| F/K                    | 15.2                | 10.6   | 14.5       | 13.0   |

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

## Yatırım tezi:

1Ç sonuçlarından sonra kar artış beklentimizi %15'ten %20'ye revize ettik. Regülasyonların desteği ve ekonomideki toparlanma beklentisi ile, bankanın kredi kalitesinde 1Ç17'de görülen iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, bankanın dijitalleşmeye yaptığı yatırımların geri dönüşü beklentisi ile, verimliliğinde artış potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Yapı Kredi için 5,2TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri Performans beklentimizi koruyoruz. Bankanın operasyonel performansındaki toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz.

Yapı Kredi, verimlilik artışı ile operasyonel performansında önemli iyileşme gösterdi. 1Ç16'de %48 olan gider-gelir oranı, 1Ç17'de %42'ye geriledi. Bankanın özkaynak karlılığı ise çeyreksele 75 baz puan artışla, 1Ç17'de %13,5'e yükseldi.

## Kredi kalitesinde iyileşme:

1Ç17 sonuçlarına göre, bankadaki net takibe düşen krediler çeyreksele olarak 868mnTL'den 421mnTL'ye geriledi. 2016 yılında, tahsilat oranı ortalama %32 iken, 1Ç17'de bu oran %45'e yükseldi. Kredi Garanti Fonu'nun etkisi ile de, kredi kalitesindeki iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz.

## Sermaye oranlarında toparlanma:

Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı yılbaşından bu yana 20 baz puan artışla %14,4'e yükseldi. TL'nin son dönemde değer kazanması da sermaye oranları açısından olumlu olduğunu düşünüyoruz. Banka, TL'deki her 10 kuruşluk değer kaybında, sermaye oranının %0,15 düştüğünü paylaşmaktadır. Banka, uygun piyasa koşulları oluştuğu takdirde 2017 yılında sermaye benzeri kredi ile sermayesini güçlendirmeyi planlamaktadır. 2016 yılına göre, sermaye oranları ile ilgili endişenin azaldığını düşünüyoruz.

## Kısa Vadeli Görünüm:

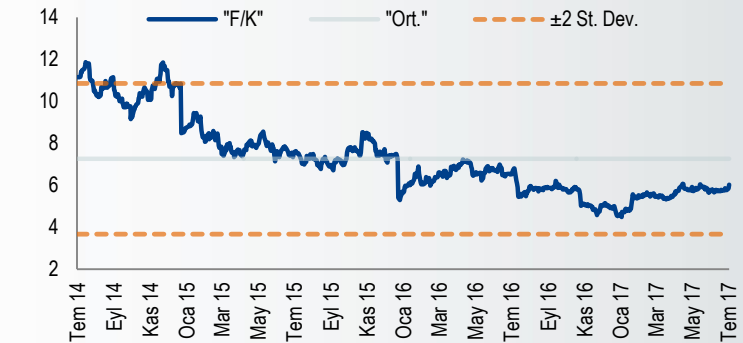
2017 beklentilerimize göre, 5.6x F/K ile son bir yıllık F/K ortalamasında işlem görüyor

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

2Ç17 finansal sonuçları

| YKBNK (Endeks Üzeri)   | Yapı Ve Kredi Bankası |        |            |        |
|------------------------|-----------------------|--------|------------|--------|
| Sektör                 | Bankacılık            |        |            |        |
|                        | Kapanış               | Hedef  | Potansiyel |        |
| Hisse fiyatı (TL)      | 4.58                  | 5.20   | 14%        |        |
| Hisse Performansı      | 1AY                   | 3AY    | 12AY       | YBB    |
| Mutlak                 | 3%                    | 15%    | 15%        | 34%    |
| BIST100'e göre relatif | -1%                   | 1%     | -12%       | 1%     |
| Ort. İşlem Hacmi (3A)  | EUR28.6mn             |        | TL113.1mn  |        |
| Piyasa Değeri          | EUR4,813mn            |        | TL19,909mn |        |
| Finansallar (mn TL)    | 2016                  | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| Defter Değeri          | 26,119                | 30,229 | 34,127     | 38,435 |
| Büyüme                 | 13%                   | 16%    | 13%        | 13%    |
| Net Kar                | 2,933                 | 3,530  | 4,075      | 4,511  |
| Büyüme                 | 58%                   | 20%    | 15%        | 11%    |
| Karlılık               | 2016                  | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| Özkaynak Karlılığı     | 11.9%                 | 12.5%  | 12.7%      | 12.4%  |
| Çarpanlar              | 2016                  | 2017T  | 2018T      | 2019T  |
| F/K                    | 6.8                   | 5.6    | 4.9        | 4.4    |
| F/DD                   | 0.8                   | 0.7    | 0.6        | 0.5    |

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

# YF Araştırma Takip Listesi - I

| TAVSİYE               |                 | HEDEF HİSSE FİYATI (TL) | SON HİSSE FİYATI (TL) | GET. POT. (%) | PİYASA DEĞERİ (mn TL) | BIST100'e RELATİF PERF. |      |      |      | F/K   |       | Firma Değeri/FAVÖK |       | Net Satışlar - Büyüme |       | FAVÖK - Büyüme |       | Net Kar - Büyüme |       |
|-----------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------|---------------|-----------------------|-------------------------|------|------|------|-------|-------|--------------------|-------|-----------------------|-------|----------------|-------|------------------|-------|
|                       |                 |                         |                       |               |                       | 1A                      | 3A   | 12A  | YBB  | 2017T | 2018T | 2017T              | 2018T | 2017T                 | 2018T | 2017T          | 2018T | 2017T            | 2018T |
| Finansallar           |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| Bankacılık            |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| AKBNK                 | Endekse Paralel | 10.55                   | 10.25                 | 3%            | 41,000                | 1%                      | -1%  | -6%  | 1%   | 7.5   | 6.7   |                    |       |                       |       |                |       | 20%              | 13%   |
| ALBRK                 | Endekse Paralel | 1.40                    | 1.36                  | 3%            | 1,224                 | 2%                      | -2%  | -23% | -9%  | 4.5   | 3.8   |                    |       |                       |       |                |       | 26%              | 16%   |
| GARAN                 | Endeks Üzeri    | 11.25                   | 10.41                 | 8%            | 43,722                | 1%                      | -4%  | 1%   | 4%   | 7.3   | 6.3   |                    |       |                       |       |                |       | 19%              | 15%   |
| HALKB                 | Endeks Üzeri    | 15.10                   | 14.00                 | 8%            | 17,500                | 0%                      | 13%  | 23%  | 12%  | 4.7   | 4.6   |                    |       |                       |       |                |       | 46%              | 3%    |
| VAKBN                 | Endekse Paralel | 6.70                    | 6.91                  | -3%           | 17,275                | 1%                      | 1%   | 11%  | 18%  | 4.7   | 4.7   |                    |       |                       |       |                |       | 37%              | 0%    |
| YKBNK                 | Endeks Üzeri    | 5.20                    | 4.58                  | 14%           | 19,909                | 1%                      | 3%   | -11% | 3%   | 5.6   | 4.9   |                    |       |                       |       |                |       | 20%              | 15%   |
| Sigorta               |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| ANHYT                 | Endeks Üzeri    | 6.60                    | 5.82                  | 13%           | 2,503                 | 5%                      | 3%   | -5%  | -4%  | 14.1  | 11.5  |                    |       |                       |       |                |       | -7%              | 23%   |
| AVISA                 | Endeks Üzeri    | 22.20                   | 20.08                 | 11%           | 2,369                 | 4%                      | -6%  | -21% | -18% | 22.9  | 17.0  |                    |       |                       |       |                |       | 64%              | 35%   |
| Finansal Olmayanlar   |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| Havacılık             |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| PGSUS                 | Endekse Paralel | 20.00                   | 20.46                 | -2%           | 2,092                 | 6%                      | 26%  | 16%  | 13%  | a.d   | 12.1  | 36.8               | 10.0  | 20%                   | 29%   | 35%            | 269%  | -9%              | -242% |
| TAVHL                 | Endekse Paralel | 18.00                   | 19.80                 | -9%           | 7,193                 | 3%                      | 16%  | 27%  | 11%  | 8.2   | 5.9   | 6.3                | 5.1   | 13%                   | 14%   | 16%            | 24%   | 107%             | 38%   |
| THYAO                 | Endeks Üzeri    | 8.35                    | 8.62                  | -3%           | 11,896                | 15%                     | 40%  | 19%  | 34%  | 131.1 | 5.9   | 10.6               | 6.3   | 25%                   | 19%   | 68%            | 68%   | -293%            | a.d   |
| Otomotiv / Tarım Araç |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| DOAS                  | Endeks Üzeri    | 10.00                   | 9.47                  | 6%            | 2,083                 | 4%                      | 0%   | -37% | -17% | 9.8   | 6.3   | 8.3                | 6.8   | 8%                    | 13%   | 33%            | 21%   | -10%             | 55%   |
| FROTO                 | Endekse Paralel | 42.00                   | 41.90                 | 0%            | 14,703                | -3%                     | 1%   | 5%   | 9%   | 14.1  | 12.7  | 9.2                | 8.4   | 12%                   | 9%    | 20%            | 9%    | 9%               | 11%   |
| TOASO                 | Endeks Üzeri    | 33.00                   | 29.52                 | 12%           | 14,760                | -4%                     | -7%  | -5%  | -6%  | 10.6  | 14.5  | 9.6                | 9.3   | 28%                   | 3%    | 30%            | 3%    | 43%              | -27%  |
| TTRAK                 | Endeks Üzeri    | 90.50                   | 79.00                 | 15%           | 4,216                 | -5%                     | -15% | -28% | -15% | 11.8  | 9.9   | 9.3                | 8.3   | 9%                    | 10%   | 6%             | 12%   | -3%              | 19%   |
| TMSN                  | Endeks Altı     | 6.30                    | 7.73                  | -18%          | 889                   | -2%                     | -1%  | -21% | -19% | 20.0  | 17.1  | 12.6               | 11.0  | 12%                   | 11%   | 21%            | 15%   | 11%              | 17%   |
| Çimento               |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| ADANA                 | Endeks Altı     | 6.40                    | 6.69                  | -4%           | 590                   | -1%                     | -5%  | -7%  | -18% | 9.1   | 8.5   | 9.5                | 8.9   | 13%                   | 7%    | 5%             | 7%    | -8%              | 7%    |
| AKCNS                 | Endeks Üzeri    | 16.30                   | 11.79                 | 38%           | 2,257                 | -2%                     | -16% | -27% | -27% | 9.4   | 8.7   | 6.7                | 6.4   | 10%                   | 7%    | -2%            | 5%    | -16%             | 8%    |
| BOLUC                 | Endeks Üzeri    | 7.70                    | 5.73                  | 34%           | 821                   | -2%                     | -10% | -19% | -26% | 8.0   | 7.5   | 5.9                | 5.7   | 6%                    | 4%    | -6%            | 3%    | -3%              | 7%    |
| CIMSA                 | Endeks Üzeri    | 19.10                   | 14.98                 | 28%           | 2,024                 | 1%                      | -13% | -17% | -20% | 10.0  | 9.3   | 8.6                | 7.1   | 14%                   | 14%   | 12%            | 20%   | -18%             | 8%    |
| MRDIN                 | Endeks Altı     | 4.50                    | 4.50                  | 0%            | 493                   | -1%                     | -7%  | -8%  | -20% | 14.2  | 11.5  | 11.1               | 8.7   | 10%                   | 20%   | 7%             | 29%   | -9%              | 23%   |
| Holdingler            |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| KCHOL                 | Endekse Paralel | 16.85                   | 16.33                 | 3%            | 41,411                | -4%                     | -8%  | -5%  | -7%  | -     | -     | -                  | -     | -                     | -     | -              | -     | -                | -     |
| SAHOL                 | Endeks Üzeri    | 12.00                   | 11.00                 | 9%            | 22,444                | -3%                     | -5%  | -10% | -7%  | -     | -     | -                  | -     | -                     | -     | -              | -     | -                | -     |

# YF Araştırma Takip Listesi - II

| TAVSİYE               |                 | HEDEF HİSSE FİYATI (TL) | SON HİSSE FİYATI (TL) | GET. POT. (%) | PİYASA DEĞERİ (mn TL) | BIST100'e RELATİF PERF. |      |      |      | F/K   |       | Firma Değeri/FAVÖK |       | Net Satışlar - Büyüme |       | FAVÖK - Büyüme |       | Net Kar - Büyüme |       |
|-----------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------|---------------|-----------------------|-------------------------|------|------|------|-------|-------|--------------------|-------|-----------------------|-------|----------------|-------|------------------|-------|
|                       |                 |                         |                       |               |                       | 1A                      | 3A   | 12A  | YBB  | 2017T | 2018T | 2017T              | 2018T | 2017T                 | 2018T | 2017T          | 2018T | 2017T            | 2018T |
| İnşaat Taahhüt        |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| ENKAI                 | Endeks Üzeri    | 6.60                    | 5.36                  | 23%           | 24,656                | -6%                     | -14% | 1%   | -15% | 10.8  | 9.7   | 6.8                | 6.2   | 35%                   | 9%    | 25%            | 11%   | 28%              | 12%   |
| TKFEN                 | Endekse Paralel | 9.50                    | 9.22                  | 3%            | 3,411                 | -3%                     | -12% | -5%  | 9%   | 7.2   | 6.6   | 2.3                | 2.2   | 49%                   | 3%    | 49%            | 5%    | 45%              | 10%   |
| Savunma               |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| ASELS                 | Endeks Altı     | 18.50                   | 21.74                 | -15%          | 21,740                | -4%                     | 14%  | 70%  | 31%  | 21.4  | 15.6  | 23.5               | 20.2  | 26%                   | 16%   | 26%            | 17%   | 28%              | 37%   |
| OTKAR                 | Endeks Altı     | 111.00                  | 119.00                | -7%           | 2,856                 | -8%                     | -12% | -7%  | -29% | 26.5  | 19.0  | 17.0               | 14.8  | 18%                   | 11%   | 26%            | 15%   | 55%              | 39%   |
| Dayanıklı Tüketim     |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| ARCLK                 | Endekse Paralel | 26.00                   | 25.78                 | 1%            | 17,420                | -5%                     | 0%   | -1%  | -4%  | 13.4  | 10.4  | 9.9                | 8.2   | 24%                   | 16%   | 32%            | 21%   | 0%               | 29%   |
| VESTL                 | Endeks Üzeri    | 7.80                    | 6.97                  | 12%           | 2,338                 | -2%                     | -14% | -20% | -16% | 10.9  | 7.6   | 6.0                | 4.8   | 13%                   | 10%   | -10%           | 24%   | 28%              | 44%   |
| Enerji                |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| AKSEN                 | Endeks Üzeri    | 4.85                    | 3.96                  | 22%           | 2,428                 | -3%                     | 21%  | 23%  | 2%   | 129.1 | 4.5   | 7.7                | 5.0   | 6%                    | 33%   | 63%            | 55%   | -105%            | a.d   |
| ODAS                  | Endeks Üzeri    | 6.35                    | 5.53                  | 15%           | 751                   | 5%                      | 22%  | 26%  | 43%  | a.d   | 8.1   | 22.1               | 5.8   | 10%                   | 69%   | 3%             | 278%  | -51%             | a.d   |
| ZOREN                 | Endekse Paralel | 1.42                    | 1.37                  | 4%            | 2,740                 | 4%                      | 8%   | -25% | -9%  | a.d   | 96.8  | 13.7               | 8.6   | 120%                  | 20%   | 42%            | 59%   | a.d              | -114% |
| Rafineri & Petrokimya |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| TUPRS                 | Endekse Paralel | 96.00                   | 102.50                | -6%           | 25,668                | 0%                      | 6%   | 36%  | 18%  | 8.8   | 8.8   | 7.2                | 8.2   | 48%                   | 7%    | 37%            | -13%  | 62%              | 0%    |
| GYO                   |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| EKGYO                 | Endeks Üzeri    | 3.50                    | 2.98                  | 17%           | 11,324                | -5%                     | -10% | -23% | -25% | 5.8   | 3.5   | 5.2                | 3.1   | 16%                   | 37%   | 10%            | 68%   | 10%              | 66%   |
| HLGYO                 | Endeks Üzeri    | 1.50                    | 1.06                  | 42%           | 837                   | -4%                     | -1%  | -11% | -11% | 22.8  | 10.8  | 21.0               | 7.9   | -14%                  | 359%  | -21%           | 167%  | -66%             | 110%  |
| ISGYO                 | Endekse Paralel | 1.60                    | 1.47                  | 9%            | 1,343                 | -2%                     | -4%  | -26% | -18% | 10.5  | 3.4   | 16.0               | 5.8   | -39%                  | 395%  | -6%            | 175%  | -70%             | 207%  |
| TRGYO                 | Endeks Üzeri    | 5.40                    | 5.26                  | 3%            | 2,630                 | 3%                      | 1%   | -22% | -2%  | 2.2   | 1.2   | 10.2               | 5.1   | 72%                   | 124%  | 52%            | 100%  | 2%               | 82%   |
| Perakende             |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| BIMAS                 | Endeks Üzeri    | 70.00                   | 64.65                 | 8%            | 19,628                | -1%                     | 4%   | -11% | 3%   | 25.3  | 21.4  | 15.9               | 13.8  | 18%                   | 16%   | 19%            | 15%   | 16%              | 18%   |
| BIZIM                 | Endeks Üzeri    | 14.00                   | 11.91                 | 18%           | 476                   | -4%                     | -7%  | -35% | -14% | 47.7  | 20.0  | 4.8                | 3.6   | 11%                   | 11%   | 15%            | 32%   | a.d              | 139%  |
| MGROS                 | Endeks Altı     | 23.00                   | 27.14                 | -15%          | 4,832                 | -1%                     | 6%   | 26%  | 18%  | a.d   | 14.9  | 10.4               | 7.4   | 32%                   | 19%   | 11%            | 40%   | -99%             | a.d   |
| TKNSA                 | Endekse Paralel | 5.20                    | 6.57                  | -21%          | 723                   | 15%                     | 52%  | -17% | 48%  | a.d   | 103.8 | 10.4               | 6.6   | 12%                   | 16%   | 115%           | 56%   | -93%             | -167% |
| Demir & Çelik         |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| EREGL                 | Endekse Paralel | 6.60                    | 7.41                  | -11%          | 25,935                | 11%                     | 16%  | 43%  | 18%  | 19.8  | 17.1  | 8.6                | 7.6   | 47%                   | 8%    | 10%            | 13%   | -14%             | 16%   |
| KRDMD                 | Endekse Paralel | 1.60                    | 1.89                  | -15%          | 1,475                 | 8%                      | 37%  | 4%   | 26%  | 30.6  | 25.0  | 7.5                | 6.7   | 46%                   | 16%   | 65%            | 12%   | -157%            | 22%   |
| Telekomünikasyon      |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| TCELL                 | Endeks Üzeri    | 13.80                   | 11.76                 | 17%           | 25,872                | -1%                     | -9%  | -9%  | -4%  | 11.3  | 8.5   | 5.8                | 5.3   | 10%                   | 9%    | 14%            | 9%    | 52%              | 33%   |
| TTKOM                 | Endeks Üzeri    | 7.00                    | 6.20                  | 13%           | 21,700                | -5%                     | -7%  | -24% | -11% | 14.6  | 7.4   | 5.8                | 5.4   | 8%                    | 6%    | 11%            | 8%    | -305%            | 97%   |
| Lastik                |                 |                         |                       |               |                       |                         |      |      |      |       |       |                    |       |                       |       |                |       |                  |       |
| BRISA                 | Endekse Paralel | 7.25                    | 7.15                  | 1%            | 2,182                 | -7%                     | -4%  | -25% | -11% | 17.7  | 17.1  | 12.1               | 11.6  | 16%                   | 10%   | 32%            | 4%    | 54%              | 4%    |
| KORDS                 | Endeks Üzeri    | 10.00                   | 8.46                  | 18%           | 1,646                 | -4%                     | -5%  | 8%   | 4%   | 8.9   | 7.4   | 6.6                | 5.9   | 29%                   | 14%   | 28%            | 12%   | 29%              | 20%   |

# Temmuz 2017 Aylık Takvimi

| Pazartesi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Salı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Çarşamba                    | Perşembe                                                                                                                                                        | Cuma                                                                                                                                               | Cumartesi | Pazar |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-------|
| 3<br>@ 10.00 TÜFE (Haziran)<br>@ 10.00 Yurt İçi ÜFE (Haziran)                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 4<br>@ 10.00 TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Haziran)<br>@ 14.30 Reel Efektif Döviz Kuru (Haziran)<br>@ 14.30 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Nisan)                                                                                                                                         | 5                           | 6<br>@ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (26. Hafta)<br>@ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (26. Hafta)                                             | 7<br>@ 17.30 Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Haziran)                                                                                                | 8         | 9     |
| 10<br>@ 10.00 Sanayi Üretimi (Mayıs)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 11<br>@ 10.00 Perakende Satış Hacim Endeksi (Mayıs)                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 12<br>İtfa: 2.106 milyon TL | 13<br>@ 10.00 Ödemeler Dengesi (Mayıs)<br>@ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (27. Hafta)<br>@ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (27. Hafta)        | 14                                                                                                                                                 | 15        | 16    |
| 17<br>17.07.2017 itfa tarihli Kuponsuz TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)<br>05.06.2024 itfa tarihli Değişken Faizli TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)<br>@ 10.00 Hanehalkı İşgücü (Nisan)<br>@ 11.00 Merkezi Yönetim Konsolide Bütçesi (Haziran)<br>@ 10.00 Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Mayıs)<br>@ 14.30 TCMB Beklenti Anketi (Temmuz) | 18<br>02.03.2022 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)<br>24.02.2027 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)<br>07.07.2027 itfa tarihli TÜFE'ye Endeksli, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (ilk ihraç) | 19<br>İtfa: 8.424 milyon TL | 20<br>@ 10.00 Tüketici Güven Endeksi (Temmuz)<br>@ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (28. Hafta)<br>@ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (28. Hafta) | 21<br>Fitch - Türkiye'nin Kredi Notu Değerlendirmesi                                                                                               | 22        | 23    |
| 24<br>@ 10.00 Konut Satış İstatistikleri (Haziran)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 25<br>@ 14.30 Kapasite Kullanım Oranı (Temmuz)<br>@ 14.30 Reel Kesim Güven Endeksi (Temmuz)                                                                                                                                                                                                                                           | 26<br>İtfa: 656 milyon TL   | 27<br>@ 14.00 PPK Toplantısı (Temmuz)<br>@ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (29. Hafta)<br>@ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (29. Hafta)         | 28<br>@ 10.00 Ekonomik Güven Endeksi (Temmuz)<br>@ 11.00 Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Haziran)<br>@ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Mayıs) | 29        | 30    |
| 31<br>@ 10.00 Dış Ticaret Dengesi (Haziran)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                             |                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                    |           |       |

**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 itibarıyla 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporun içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak 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 Daşiran | Müdür | akif.dasiran@yf.com.tr | +90 (212) 334 98 39 |
|---------------------|-------|------------------------|---------------------|

## Yatırım Danışmanlığı Birimi

|                  |               |                          |                     |
|------------------|---------------|--------------------------|---------------------|
| 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) 334 98 00 |
| Antalya        | +90 (242) 243 02 01 | Ankara | +90 (312) 417 30 46 |
| Bakırköy       | +90 (212) 543 05 04 | Bursa  | +90 (224) 224 47 47 |
| Caddebostan    | +90 (216) 302 88 00 | İzmir  | +90 (232) 441 80 72 |
| Samsun         | +90 (362) 431 46 71 | Ulus   | +90 (212) 263 00 24 |