HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

AĞUSTOS 2016

YATIRIM STRATEJİSİ

Türk hisse senetlerini neden şimdi almalı:

Türkiye'nin tahvil getirileri ve piyasa F/K'ları şu an yatırım notu öncesi seviyelerinde ve diğer yatırım yapılabilir notuna sahip GOÜ'lerden ayrışıyor. Negatif riskler büyük ölçüde fiyatlanmışken mevcut fiyatlar uzun vadeli yatırımcılar için oldukça cazip seviyelerde.

Türkiye'nin Kredi Görünümü:

Türkiye'nin 5 Ağustos'taki Moody's ve 19 Ağustos'taki Fitch değerlendirmesinde yatırım yapılabilir seviyesindeki notunu kaybetmesinin düşük bir olasılık olduğunu düşünüyoruz.

Kar sezonu başladı...

Kapsamımızdaki bankaların 2Ç16'da TÜFE'ye endeksli bono getirilerindeki düşüşe rağmen gevşeyen fonlama maliyetleriyle artan net faiz geliri sebebiyle çeyreklik bazda %22 yıllık bazda %49 kar artışı kaydetmesini bekliyoruz. Sanayi şirketlerine baktığımızda ise – havacılık sektörü hisseleri hariç – toplam net karlarda 2Ç16'da geçen yılın aynı dönemine göre y/y %13 artış kaydetmesini bekliyoruz.

BIST-100 dip seviyelerindeki F/K'sına yakın işlem görüyor:

BIST-100 gelişmekte olan ülkelere göre %30 iskontolu işlem görmektedir. BİST-100 2016 tahminleriyle 8.7x F/K çarpanından işlem görürken son 3 yıl ortalamasına göre %14 iskontoludur.

YF Model Portföy hisseleri...

Bankacılık sektöründe beğendiğimiz hisseler **Akbank** (daha güçlü büyüme görünümü, operasyonel giderlerin sıkı kontrolü, iyi yönetilen aktif kalitesi), **Yapı Kredi** (cazip değerleme ve karlılıkta toparlanma) ve **Garanti** (disiplinli kredi yeniden fiyatlaması, yüksek sermaye oranları ile büyümenin desteklenmesi). Sanayi şirketlerinden ise **Bim** ve **Turkcell** (defansif iş yapıları), **Akçansa** (Marmara bölgesindeki güçlü çimento talebi), **Emlak Konut** (yakın gelecekteki 9 yeni gelir paylaşımlı ve potansiyel 4 yeni anahtar teslimli projesi), **Sabancı Holding** (enerji tarafında düzelen görünüm), **Teknosa** (nakit akımında devam eden toparlanma) ve **Tofas** (yeni iş modelleriyle güçlü büyüme görünümü) beğendiğimiz hisseler arasında.

İzlenecek Küresel Faktörler...

Brexit şokunun ardından, gelişmiş ülkelerin ekonomilerini daha fazla destekleme yönünde karar alabileceğine dair oluşan piyasa beklentileri ile küresel tahvil getirileri rekor düşük seviyelere geriledi. FED'in Temmuz ayı toplantı notunda, «hem iç hem de dış gelişmeler dikkate alındığında, ekonomik aktivite ve işgücü piyasası görünümlerinde risklerin dengelenmiş olduğuna» dair bir cümle yer almamış olması sonucunda Fed'in faiz oranını 2017 yılının başına kadar artırmayacağına yönelik beklentileri yükseltti. Söz konusu açıklamada, ABD ekonomisinde yakın dönemli risklerin azalmasına işaret eden FED faiz arttırımına ilişkin olarak kapıyı açık tutmak istemekte; ancak son dönemde enflasyon beklentilerinde anlamlı bir iyileşme söz konusu olmadı (yandaki ilk grafik). Ayrıca, ABD büyümesine dair gelen ilk resmi veri (%1,2) ekonomide beklenmedik bir zayıflığa işaret etti. Veri sonrası fiyatlamalara bakıldığında ise Fed'in Mart 2017 öncesinde bir faiz arttırımına gitmeyeceğine dair olasılık %60'ın üzerine çıkmış oldu.

Japon hükümeti ekonomiyi canlandırmak amacıyla yüklü bir mali teşvik paketi açıkladı (265 milyar dolar, %6 GSYH). Paketin büyüklüğü atılacak adımların BoJ tarafından parasal teşviklerle destekleneceği yönünde kuvvetli bir beklenti oluşturdu. Ancak BoJ baz para hedefini, varlık alım hızını ve rezerv fazlası için ödediği faiz oranlarını korudu. Banka'nın ETF alımı ile sınırlı tuttuğu bu teşvik piyasayı hayal kırıklığına uğratırken doların zayıflamasına neden oldu. Ancak yatırımcılar, BoJ'un, piyasalardaki olumlu havayı desteklemek adına, helikopter para uygulamasına geçeceğine yönelik beklentilerini korumaktadır. Dolayısıyla riskli varlıklara yönelik yüksek getiri arayışının sürdürülmesi adına mevcut küresel ortamın devam ettiğini gözlemliyoruz.

İtalyan bankaları tahsili gecikmiş alacak yükü ile Avrupa bankacılık sektörü için önemli bir tehdit oluşturuyor (yandaki ikinci grafik)**.** Birleşik Krallık'ın AB'den ayrılma yönünde karar almasına mütakip İtalyan bankalarının sermaye yeterliliğinde daha da zorlanacağı beklentisi ile bu ülke banka hisseleri %30'dan fazla değer kaybına uğradı. Ülkede sıkıntılı kredi stoğu çoğunlukla konut kredileri kaynaklı. Ancak emlak sektöründe düzelme yaşanırken bankaların bu kadar büyük bir yara alması Avrupa bankacılık sistemi adına olumsuz.

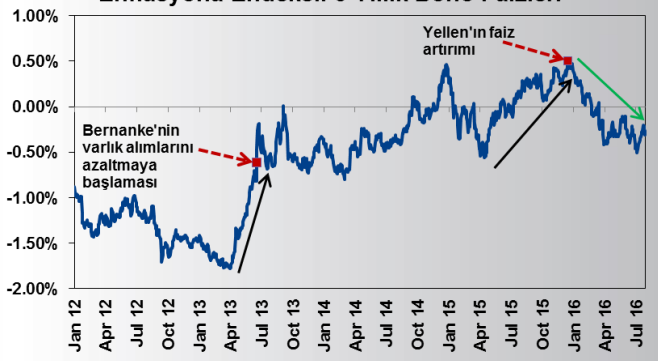
Öte yandan GOÜ yerel varlıkları kabul edilebilir seviyedeki Çin büyümesi (%7,5) ve yuandaki kontrollü devalüasyon ile destekleniyor. Çin iç tüketime daha fazla ağırlık verecek büyüme modeline adaptasyon sürecinde ve diğer yapısal uyum programları dahilinde zorluklar yaşıyor. Özellikle çelik sektöründe oluşan fazla kapasiteyi eritmek ülke için çok sancılı oluyor. Halka açık çelik şirketlerinin %51'inin zombie şirket kategorisinde olduğu düşünülüyor. Ancak emtia fiyatlarındaki devam eden normalleşme 2016'nın ikinci yarısında olumlu bir gelişme olabilir.

Petrol fiyatları son üç ayın en düşük seviyesini 40,7 dolar ile gördü. Petrol Temmuz ayının son haftası içinde %8,3 düşüş kaydederken Temmuz ayındaki düşüş %16,3'ü buldu. Bu durum cari dengeye olumlu bir katkı yapmakla birlikte küresel büyüme kaygılarını tekrar hatırlatıp varlık fiyatları üzerinde baskıya sebep olabilir.

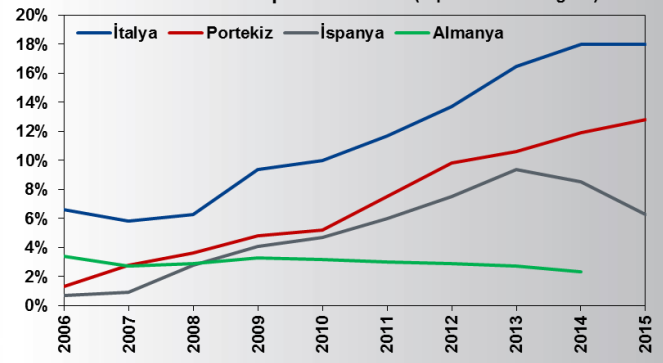
ABD'de sermaye piyasaları düzenleme kuruluşu SEC'in Ekim ayında uygulamaya sokacağı yeni düzenleme sebebiyle, kısa vadeli şirket tahvillerindeki satış baskısı ile LIBOR oranlarında sert bir artış gerçekleşti. Bu durumu orta vadede döviz maliyetlerini yükseltebilecek bir gelişme olarak yorumluyoruz.

Tüm bu gelişmeler ışığında, GOÜ kredi spreadlerinde sınırlı bir artış görülmesine rağmen (Türkiye dışında), biz portföy dağılımlarında düşük performans gösteren Avrupa bankaları gibi riskli varlıklardan uzaklaşılarak GOÜ piyasalarına doğru hareketlenme bekliyoruz.

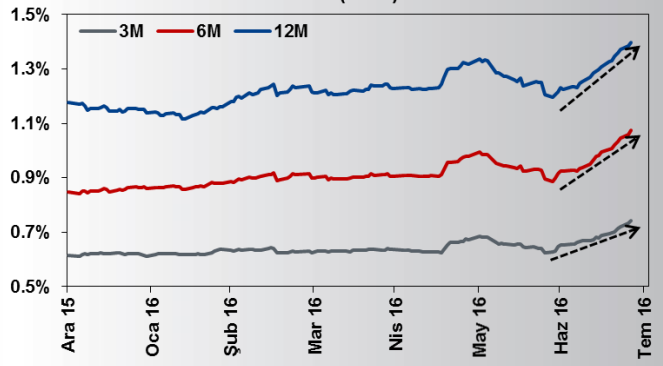
Enflasyona Endeksli 5 Yıllık Bono Faizleri



Bankaların Takipteki Kredileri (toplam kredilere göre)



LIBOR (USD)



Kaynak: Bloomberg

Makro görünüm – makro dinamiklerde herhangi bir bozulma görülmüyor...

Cari göstergelere göre ekonomi %3,5–%4,0 aralığında ılımlı ve istikrarlı bir şekilde büyümeye devam ediyor. Kurum olarak büyüme tahminimiz %3,7 seviyesindedir. Kişisel tüketim harcamaları (i) asgari ücret zammı sonrasında maaş artışları, (ii) son bir sene içerisinde yaratılan 1 milyon yeni istihdam, (iii) sayıları 3 milyona ulaşan mültecinin yarattığı pozitif talep şoku ile artmaya devam ediyor. Otomotiv yakıtı hariç perakende satışlarda Mayıs ayında görülen yavaşlamaya rağmen otomobil ve ticari araç satışları 2Ç'te artmaya devam etti. Sabit yatırımlar yerel talepteki en zayıf halka olmaya devam etmekte ancak Mayıs ve özellikle de Haziran aylarında yatırım araçları aksamına yönelik ithalat talebinde görülen hızlı artışlar (yıllık bazda %49) büyüme görünümü adına umut verici oldu.

İkinci çeyreklik dönemde imalat sanayi üretimindeki zayıflığa rağmen Nisan-Mayıs döneminde sanayi sektörleri dahilinde istihdam artışlarının canlanmış olması olumludur. Özellikle motorlu araç ve gıda sanayi üretiminde aktivitenin yükseldiğini gözlemliyoruz. Dış ticaret dengesinde jeopolitik risklerin yarattığı baskı sürüyor, ancak Avrupa Birliği'nden gelen talep ihracat ve dolayısıyla üretim üzerinde olumlu etki yaratmaya devam ediyor.

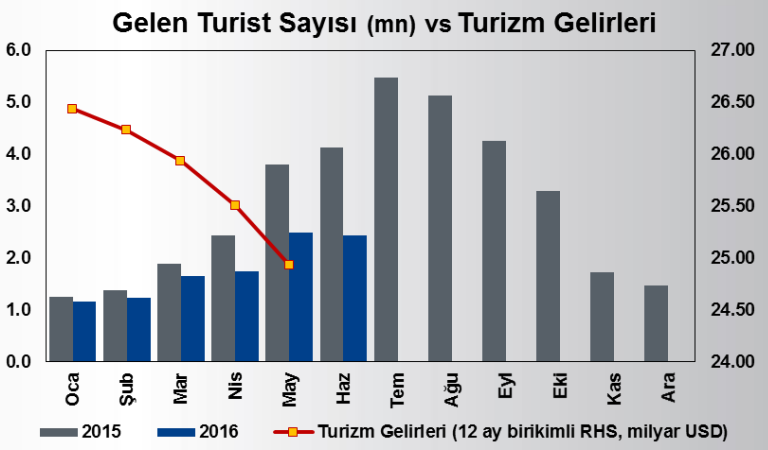
Hızla gerilemekte olan turizm gelirlerinin (%3,5 GSYH) büyüme ve cari denge üzerindeki olumsuz etkileri artık daha fazla konuşuluyor. 2016'nın ilk yarısında, Türkiye'yi ziyaret eden yabancı turistlerin sayısı 1Y14'teki 15,2 milyon ve ardından 1Y15'teki 14,9 milyon sonrasında %28 düşüş kaydetti ve 10,7 milyona indi. %32 civarı bir turizm geliri kaybı (yaklaşık 8,6 milyar dolar) nedeniyle GSYH büyümesinin 0,4 puan ile sınırlı ve yönetilebilir bir oranda aşağı gelmesini bekliyoruz. Öte yandan, Ankara ve Moskova arasında resmi ilişkilerin yeniden tesisi yılın geri kalanında ve 2017 yılında daha fazla turizm geliri elde edebilmek adına umut verici.

İthalat fiyatları önümüzdeki aylarda cari açık ve enflasyon için daha az destekleyici olabilir. Emtia fiyatlarında mevcut seviyelerde önemli bir denge arayışı söz konusu. Petrol fiyatlarının 50 doların üzerine çıkmasının beklenmiyor (bizim yıl ortası varsayımımız 42 dolar). Yıllık petrol faturasının 30 milyar doların altında kalacağını tahmin ediyoruz (2015 yılına kıyasla 9 milyar dolar daha düşük).

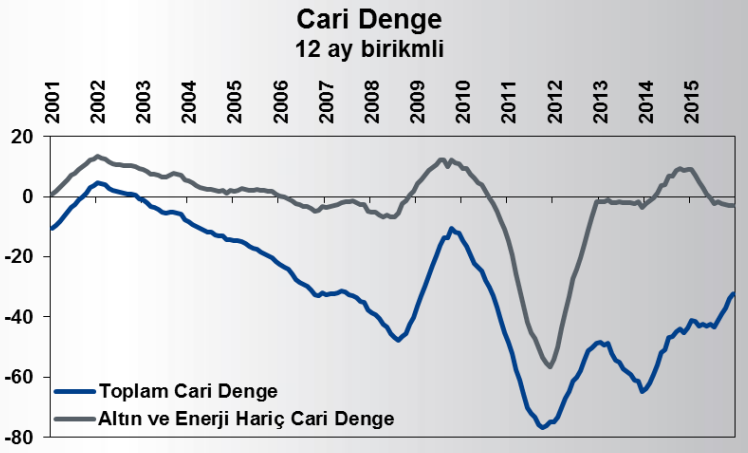
Haziran ayı verisi ile 12 aylık toplam cari açıkta düşüş trendinin sonuna gelindiği anlaşılabilir. Turizm gelirlerindeki kayıp bu ayın bilançosunda daha görünür olacaktır. Öte yandan, Haziran ayında sanayide taşımacılığa dayalı ithalat talebindeki artış dikkat çekiciydi. Dolayısıyla altın ve enerji hariç kalemlerde talep kaynaklı olarak cari dengenin bir miktar açılması söz konusu olabilir. 2016 sonunda cari açığın 31,9 milyar dolara (%4,3 GSYH) gerileyeceğini beklemekteyiz.

Son Enflasyon Raporu'nda TCMB 2016 yıl sonuna dair enflasyon beklentisini %7,5 seviyesinde korudu. İşlenmemiş gıda fiyatları seyrinde kaydedilen yüksek oynaklık bu tahmin üzerinde riskler yaratmaktadır. Bu risklerin bir kısmının Temmuz ayı enflasyon değerleri ile gerçekleşeceği kanısındayız. Tütün fiyatlarında yapılan zamların da etkisi ile Temmuz ayında enflasyonun %1,0 seviyesine yakın gerçekleşmesini bekliyor ve yıllık enflasyon tahminimizi %8,3 seviyesine yükseltiyoruz. Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren gıda sektöründeki düzenlemeyi orta vadede enflasyon görünümü adına olumlu buluyoruz.

Kamu tarafında ise GSYH'nin %2'sinin altındaki bütçe açığı kamu sektörü borç oranını (GSYH'nin %35'i) kontrol altında tutarak ek gevşeme için alan yaratıyor.



Kaynak: TCMB, TC Kültür ve Turizm Bakanlığı



Kaynak: TCMB, TUİK

Makro görünüm – döviz şoklarına karşı sağlam konumlandırılmış bir ekonomi

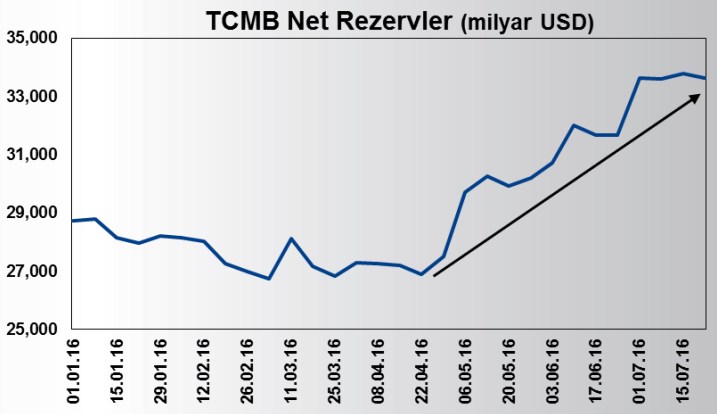
TCMB'nin sadeleşme politikasında sona yaklaşıldığını düşünmekteyiz. TCMB, sadeleştirme programı dahilinde, üst üste beşinci ayında da marjinal fonlama olanağında indirim yaparak faiz koridorunu yukarıdan 200 baz puan daralttı. Biz TCMB'ndan 23 Ağustos PPK toplantısında sınırlı bir indirim daha yapmasını beklemekteyiz. Ancak bunun için bazı koşulların göz önünde tutulacağı kanısındayız: (i) Küresel konjonktürün el vermesi (raporumuzun üçüncü sayfasında yer alan faktörler); (ii) 5 ve 19 Ağustos'ta açıklanacak olan kredi derecelendirme kuruluşları gözden geçirme raporlarının beklentilerimiz dahilinde gelmesi; (iii) Temmuz ayı enflasyonunun beklentilerin çok üstünde çıkmaması. Bu faktörlerin hepsinin birlikte gerçekleşmesi sonucunda TCMB Ağustos (ve belki de Eylül) aylarında sadeleşme kapsamında faiz indirimlerine devam edebilir ve piyasadaki ortalama borçlanma faizini %8,0 seviyesinin altına çekebilir.

Küresel ölçekte büyük merkez bankalarının ılımlı para politikalarında olası normalleşme aksiyonlarını hazır durumda karşılamak isteyen TCMB, Nisan ayının başından bu yana net döviz rezervlerini artırmaktadır. 22 Temmuz itibarıyla Banka'nın net döviz rezerv pozisyonu Nisan ayı başından bu yana 6,7 milyar dolar artarak 33,6 milyar dolara yükselmiştir. Döviz satım ihalelerini sonlandıran TCMB, BOTAŞ'ın döviz ihtiyacındaki azalma ile birlikte rahatlamış, öte yandan reeskont kredilerinde ihracatçıya sağlanan olanağın artırılması ile orta vadede döviz birikimi hızını yükseltmiştir. Fakat Banka'nın döviz pozisyonunu halen 2,5 aylık ithalat harcamasına karşılık gelmekte ve özel sektörün kısa vadeli ticaret kredilerini ancak karşılayabilmektedir. Bu durumu sıklıkla raporlamakta olan kredi derecelendirme kuruluşlarının argümanları karşısında, net pozisyonunun halen zayıf olduğunu kabul eden TCMB 102 milyar dolarlık brüt rezervinin kullanılabilir olduğunu vurgulamaktadır.

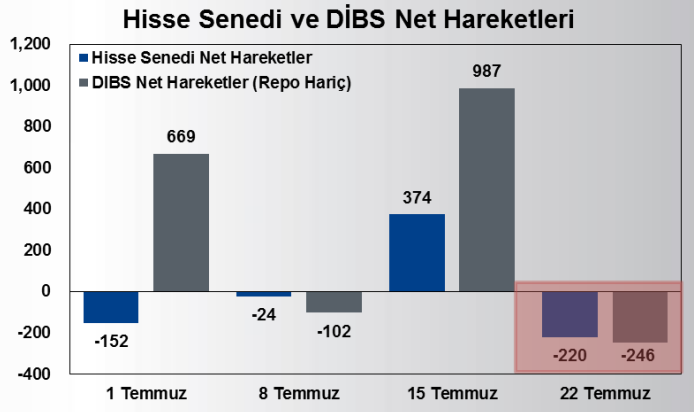
Bankacılık sektörü hala güçlü ve karlı (özsermaye karlılık oranı: %11,3), likit, iyi aktifleştirilmiş (sermaye yeterlilik oranı: %15,5) ve iyi düzenlenmiştir (borcun sermayeye oranı: 8,8x). Varlık kalitesi yüksek seyretmektedir (bankaların takipteki kredileri, bir parça yükselmiş olmasına rağmen, %3,4 seviyesindedir). Sektör, risk yönetimi açısından ise ihtiyatlı görünmektedir.

Özel sektörün yurtdışından sağladığı borcunun büyük çoğunluğunu Türkiye'nin büyük ve güvenilir şirketleriyle birkaç tanınmış şirket grupları oluşturmaktadır. Kısa vadeli dış borçlar ticaret finansından, Türkiye'ye verilen off-shore borçlardan ve şirket içi kredilerden oluşmaktadır. Ancak bu bu tür borçlar oldukça iyi bir şekilde yönetilmiş ve 2015 yılından bu yana uzun dönem finansmana dönüştürülmeye başlanmıştır. Bu yüzden asıl sorulması gereken soru maliyet seviyelerindense maliyet marjının nasıl yönetileceğine dair olmalıdır. Bu da kredi riskini ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca, finansal olmayanların kısa vadeli döviz pozisyonları net fazla vermektedir.

18 Temmuz–22 Temmuz haftası, başarısız darbe girişiminin hemen ardından, yabancılar hem hisse senedi hem de DİBS tarafında sınırlı bir satış gerçekleştirmiştir: TCMB haftalık verilerine göre iki varlık sınıfı toplamında net satışlar yarım milyar doların altında kalmıştır. Hatırlatmak isteriz: Başbakan Davutoğlu'nun istifası hisse senedi net hareketlerinde daha büyük bir etki yaratmıştır. 6 Mayıs ile biten hafta da 298 milyon dolar değerinde hisse senedi satışı gerçekleşirken istifa sonrasına müteakip dört hafta boyunca da satış devam etmiş ve bu dört haftada toplam 0,9 milyar dolar satış yapılmıştır. Dolayısıyla bu çapta önem arz eden bir olumsuz vaka karşısında gelen sınırlı satışları ülke adına önemli bir direnç olarak yorumluyor ve pozitif buluyoruz.



Kaynak: TCMB



Kaynak: TCMB

Türkiye’nin Kredi Görünümü

Piyasanın şu an için en büyük endişesi 5 Ağustos tarihinde Moody’s tarafından açıklanacak Türkiye’nin uzun vadeli döviz cinsi ülke kredi notudur. Biz, Moody’s tarafından yapılacak olan bu değerlendirmede ülkenin kredi notunun mecut seviyede korunacağı kanaatindeyiz.

Moody’s 16 Temmuz tarihinde Türkiye’nin Baa3 kredi notunu olası bir not indirimi için izlemeye alırken değerlendirme sürecinin en fazla 90 gün içerisinde tamamlanacağı mesajını verdi. Moody’s, Türkiye’de iç talebin zayıfladığını ifade ederken, hazırlanan raporda yapısal reformların ötelenmesine sebebiyet verecek bir siyasi ataletin oluşup oluşmadığını ve dış kaynaklı likiditeye erişimde sıkıntı yaşanıp yaşanmadığını inceleyecek.

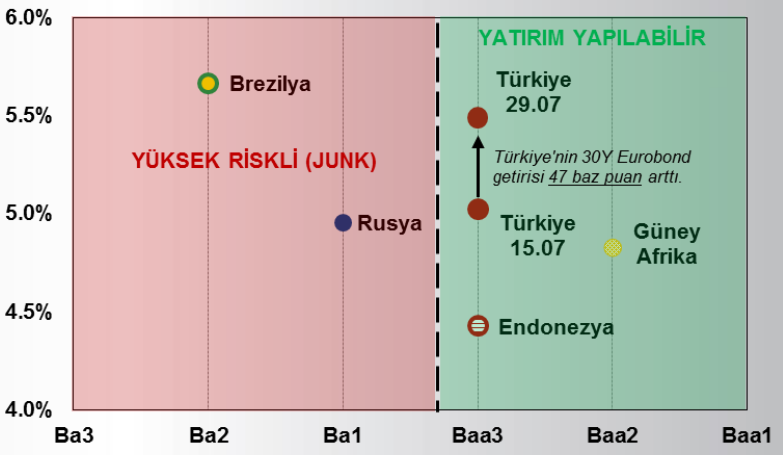
Piyasasının olası bir kredi notu indirimini fiyatladığını düşünüyoruz. Yüksek beta katsayısına sahip varlıklara yatırım yapılan hemen her ortamda piyasa oyuncuları olası bir kötü haberi hızlı bir şekilde fiyatlar (örneğin, Türkiye’nin 30 yıllık Eurobond getirisi kredi notu iki basamak aşağıda yer alan Brezilya kadar yükselmiş durumdadır ve aynı zamanda yatırım yapılamaz satüsünde bulunan Rusya’yı geçmiştir). Ancak Moody’s’in ülke notu görünümüne dair ana tezi vaka risklerine yapılan vurgunun ötesine geçmemektedir. Zaten bu olası vaka riskleri sebebiyle Türkiye’nin son üç yıldır yatırım yapılabilir notun en alt kademesinde yer almakta olduğu çoğunlukla gözden kaçmaktadır. Öte yandan, Türk ekonomisi ve Türk varlıkları karşı karşıya kalınan şoklar karşısında direncini ve gücünü 2013 yılı sonrasında defalarca göstermiştir. Darbe girişiminde ve sonrasında gerçekleşen fiyatlamalar da bu doğrultudadır (örneğin, TL döviz sepeti karşısında %5’ten daha az zayıflamıştır, risk primi 70 baz puan yükselmiş ve faiz oranlar 70 – 100 baz puandan yukarı çıkmıştır).

Makroekonomik değişkenlere bakılacak olursa Temmuz ayının ilk yarısına kıyasla Türkiye ekonomisinde büyük bir zayıflama emaresi göstermiş herhangi bir parametre bulunmamaktadır. Bu yüzden, S&P’nin Türkiye’nin kredi notunu BB+ seviyesinden BB seviyesine indirmesini hatalı bir hareket olarak yorumlamaktayız.

Moody’s’in ---Güney Afrika’da uyguladığı gibi--- Türkiye’ye de zaman tanıyacağını düşünmekteyiz. Böylece kurumun, hükümete yeni ekonomik reform ajandasını hazırlamak ve siyasi / sosyolojik ortamın dengelenmesi için fırsat tanımak isteyeceğine inanıyoruz. 90 günlük süre her ne kadar sınırlı bir zaman dilimi olarak gözükse de hükümet olası not indiriminin sebep olacağı finansal oynaklığın farkındadır. Bu sebeple Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek ve diğer ekonomi kurmayları tarafından yönetilen süreçte atılan adımları olumlu bulmaktayız.

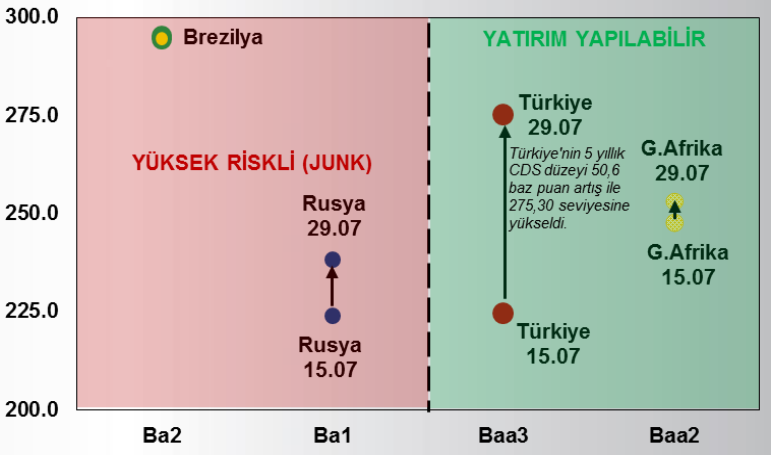
Moody’s her ne kadar kurumsal yapının zayıfladığına dair iddialarda bulunsa da Türk politikasında normalleşme sürecine girildiğine dair oldukça kuvvetli işaretler olduğunu gözlemlemekteyiz (örneğin, Cumhurbaşkanı Erdoğan hem iktidar hem de muhalefet -CHP ve MHP- partilerinin başkanlarıyla 25 Temmuz’da bir araya gelerek darbe girişimi karşısında birlik oluşturulduğu için takdirlerini sundu). Öte yandan, siyasi partilerin kısıtlı anayasa değişikliği üzerinde mutabık kalmış olmalarını da önemsiyoruz.

Kredi Notu vs Eurobond Getirisi



Kaynak: Bloomberg

Kredi Notu vs CDS Düzeyi



Kaynak: Bloomberg

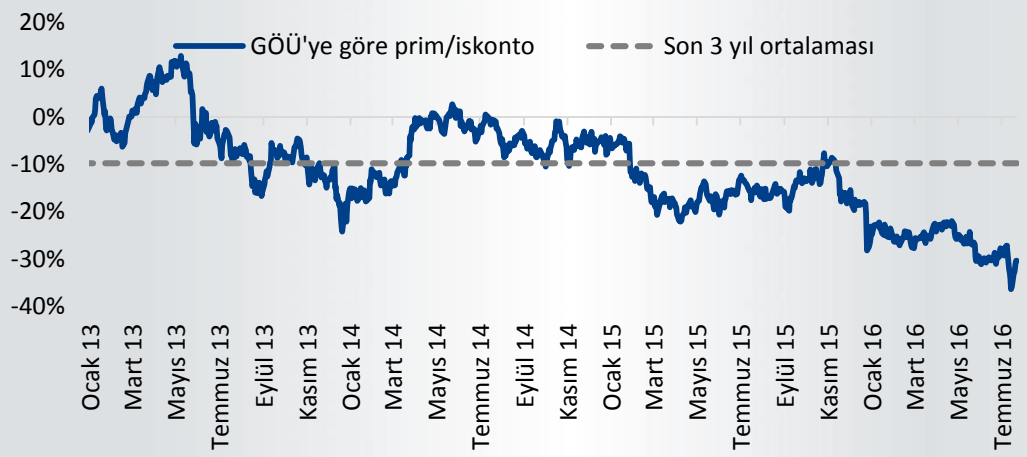
Makroekonomik Tahminler

	2013	2014	2015	2016T
GSYİH (milyar TL)	1567.3	1748.2	1953.6	2181.5
GSYİH (milyar $)	823.0	799.4	717.7	747.0
GSYİH Reel Büyüme	4.2%	3.0%	4.0%	3.7%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	7.4%	8.2%	8.8%	8.33%
TÜFE (yıllık, ortalama)	7.5%	8.9%	7.7%	8.06%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	10.03%	7.97%	10.78%	9.50%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	7.37%	9.34%	9.71%	9.64%
Politika Faizi (dönem sonu)	4.50%	8.25%	7.50%	7.50%
Politika Faizi (ortalama)	4.88%	8.65%	7.57%	7.50%
USD/TL (dönem sonu)	2.1304	2.3230	2.9128	2.9600
USD/TL (ortalama)	1.9036	2.1915	2.7227	2.9303
EURO/TL (dönem sonu)	2.9344	2.8258	3.1833	3.2400
EURO/TL (ortalama)	2.5300	2.9116	3.0222	3.2615
Faiz Dışı Fazla (IMF Tanımlı; GSYİH'ye oranı)	0.9%	0.3%	0.8%	1.8%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.7%
İhracat (milyar $)	151.8	157.6	143.8	145.6
İthalat (milyar $)	-251.7	-242.2	-207.2	-197.8
Dış Ticaret Dengesi (milyar $)	-99.9	-84.6	-63.4	-52.2
Cari Denge (milyar $)	-64.7	-43.6	-32.2	-31.9
Cari Denge / GSYH (%)	-7.9%	-5.5%	-4.5%	-4.3%

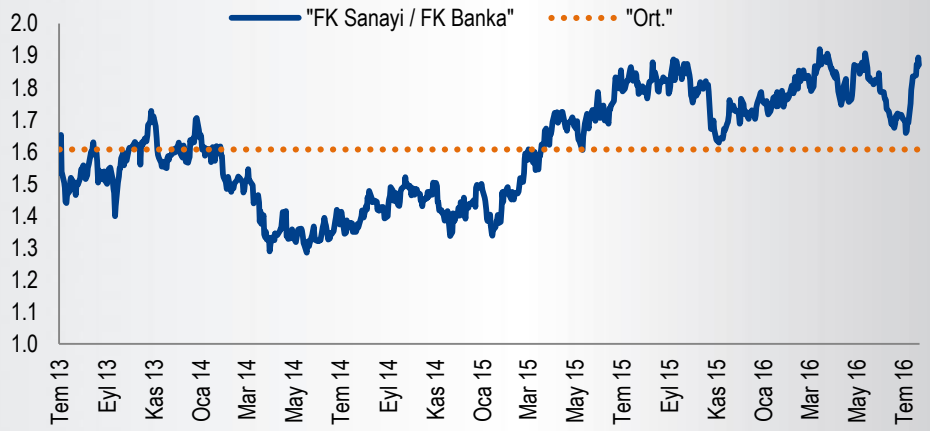
Yatırım Finansman Menkul Değerler

Piyasa Görünümü – Göreceli Değerleme

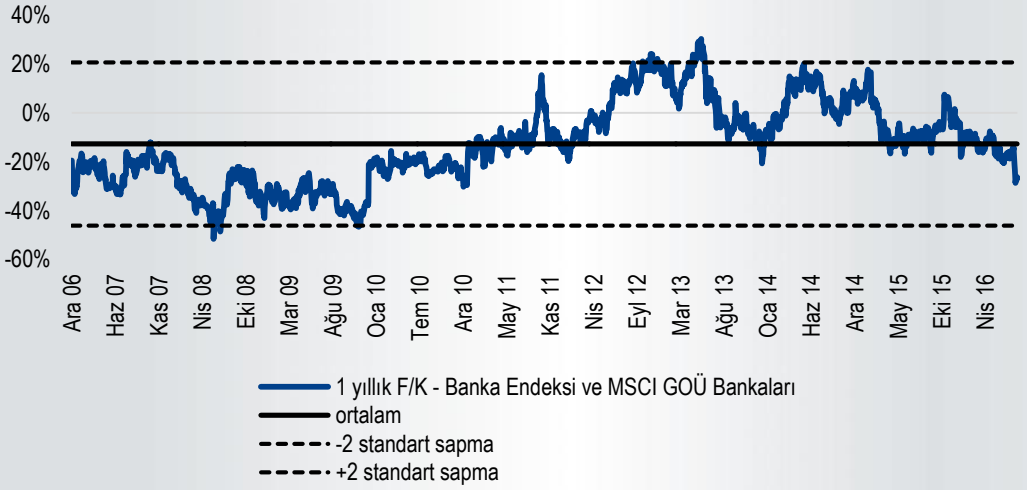
BIST-100 GOÜ'lere Göre %30 İskonto ile İşlem görüyor...



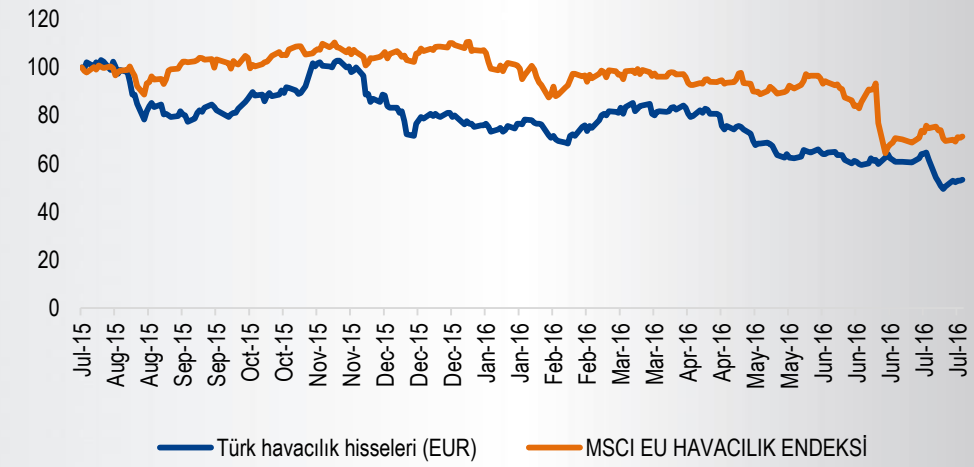
Bankalar Sanayi Şirketlerine Göre Ucuz Seviyelerde...



Türk Bankaları son iki haftada GOÜ'lere göre %17 düşük performans gösterdi...



Havacılık Hisseleri son 12 ayda Avrupalı emsallerinden %25 düşük performans gösterdi...



BIST 100 Kısa Vadeli Görünüm

BIST-100 çarpanlarının dip seviyelerinde işlem görüyor...

Aşağı yönlü risklerin büyük bir kısmı fiyatlamalara yansıdı...

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.

İyi Senaryo: Eğer Ağustus ayında Fitch ve Moody's Türkiye'nin yatırım notunu düşürmez ve yatırım yabılabilir seviyede korursa BIST-100 F/K çarpanlarında kısa vadede bir yükselme bekliyoruz. BIST-100 şu an tarihi dip seviyelere yakın seviyelerde işlem görüyor. Fakat karlarda olası aşağı yönlü revisyon ihtimali nedeniyle F/K'da olası bir tepki için maksimum 57bp'lık bir pay bırakıyoruz. Buna bağlı olarak BIST-100'ün 12 aylık ileriye dönük F/K'sının iyi senaryoda 9.3x'e sıçrayarak Endeks'in de kısa vadede **80,300** seviyesine yükselebileceğini düşünüyoruz.

Kötü Senaryo: Kredi Derecelendirme kuruluşlarından biri Türkiye'nin notunu düşürmesi durumunda, F/K çarpanları tarihi dip seviyelerine doğru hareket edebilir. Bu durumda kötü senaryoda 7.7x seviyesinde F/K çarpanı ve BIST-100 için **66,750** hedef seviyesini öngörüyoruz.

Tahmin Değişiklikleri- I

(mn TL)	2016 SATIŞLAR ESKİ	2016 SATIŞLAR YENİ	2016 SATIŞLAR Değişim	2016 VAFÖK ESKİ	2016 VAFÖK YENİ	2016 VAFÖK Değişim	2016 Net Kar ESKİ	2016 Net Kar YENİ	2016 Net Kar Değişim	SEBEP
FİNANSAL										
Bankalar										
AKBNK							3,720	3,839	3%	2. Çeyrek finansalların beklentiden daha iyi gerçekleşmesi
ALBRK							312	312	0%	
GARAN							4,021	4,218	5%	2. Çeyrek finansalların beklentiden daha iyi gerçekleşmesi
HALKB							2,683	2,683	0%	
VAKBN							2,096	2,096	0%	
YKBNK							2,401	2,528	5%	2. Çeyrek finansalların beklentiden daha iyi gerçekleşmesi
FİNANSAL OMAYAN										
Havacılık										
PGSUS	4,170	4,031	-3%	366	297	-19%	137	80	-42%	Zayıf trafik verileri ciroyu etkilerken düşük doluluk oranı karlılığı etkiliyor.
TAVHL	3,849	3,421	-11%	1,694	1,431	-16%	840	552	-34%	Zayıf trafik verilerini tahminlerimize yansıttık.
THYAO	34,411	31,851	-7%	4,617	3,099	-33%	1,008	-279	a.d.	Zayıf trafik verileri ciroyu etkilerken düşük doluluk oranı ve kur farkı zararı karlılığı etkiliyor.
Otomotiv / Tarım Araç										
DOAS	10,990	11,166	2%	492	470	-4%	222	219	-2%	Tahminlerin üzerindeki 1Y16 verileri zayıf 2Y16'yı telafi ediyor.
FROTO	18,694	18,272	-2%	1,651	1,627	-1%	1,002	906	-10%	TL'deki değer kaybının ihracata pozitif etkisi yurtiçindeki zayıf görünümü telafi ediyor.
TOASO	12,796	14,247	11%	1,424	1,446	2%	817	1,008	23%	TL'deki değer kaybının ihracata pozitif etkisi. Net kar'da 2Ç16 sonrası efektif vergi oranında değişiklik.
TTRAK	3,462	3,462	0%	456	456	0%	280	280	0%	-
Çimento										
ADANA	390	401	3%	114	110	-4%	118	125	5%	Finansal tahminlere Akdeniz Bölgesindeki fiyat rekabetinde normalleşme dahil edilmiştir
AKCNS	1,570	1,566	0%	457	449	-2%	299	284	-5%	Marmara Bölgesindeki yüksek kapasite kullanım oranları operasyonel karlılıktaki baskıyı sınırlamakta.
BOLUC	510	490	-4%	151	149	-2%	104	104	0%	Faaliyet gösterilen bölgelerdeki yüksek kapasite kullanım oranlar operasyonel karlılıktaki baskıyı sınırlamakta
CIMSA	1,254	1,239	-1%	384	401	5%	262	255	-3%	Akdeniz Bölgesindeki fiyat rekabetinde normalleşmenin marjlara olumlu etkisi dahil edilmiştir
MRDIN	156	139	-11%	49	44	-10%	47	35	-25%	Güneydoğu Anadolu Bölgesindeki zayıf talep ortamına göre tahminler aşağı yönlü revize edilmiştir
Telekomünikasyon										
TCELL	13,896	13,896	0%	4,458	4,458	0%	2,050	1,946	-5%	4.5G yatırımları nedeniyle daha fazla amortisman gideri.
TTKOM	15,482	15,518	0%	5,252	5,264	0%	1,600	1,411	-12%	4.5G yatırımları nedeniyle daha fazla amortisman gideri ve daha yüksek efektif vergi oranı.

Tahmin Değişiklikleri- II

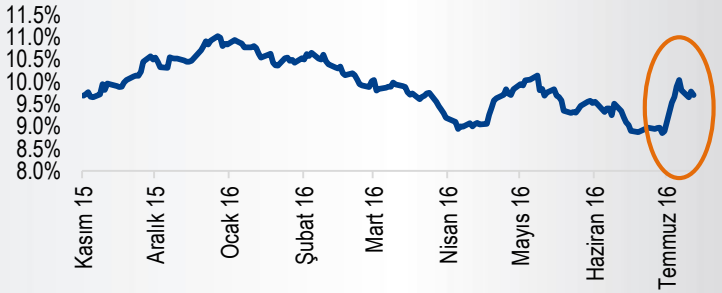
	2016 SATIŞLAR			2016 VAFÖK			2016 Net Kar			
	ESKİ	YENİ	Değişim	ESKİ	YENİ	Değişim	ESKİ	YENİ	Değişim	SEBEP
İnşaat Taahhüt										
ENKAI	11,125	11,125	0%	2,026	2,026	0%	1,559	1,559	0%	-
TKFEN	4,722	4,722	0%	557	557	0%	404	404	0%	-
Dayanıklı Tüketim										
ARCLK	16,461	16,621	1%	1,778	1,800	1%	1,128	1,418	26%	KFH hisse satış karı tahminlere yansıtıldı.
VESTL	10,471	10,471	0%	780	780	0%	-39	178	n.m.	Hedge karları net kar tahminine yansıtıldı.
Rafineri & Petrokimya										
TUPRS	35,082	35,082	0%	3,028	3,028	0%	1,982	1,982	0%	-
GYO										
EKGYO	3,112	3,112	0%	1,278	1,278	0%	1,537	1,537	0%	-
HLGYO	91	87	-5%	58	55	-5%	57	53	-7%	Proje teslimlerine ilişkin gelir taahhukları revize edilmiştir
ISGYO	323	364	13%	149	160	7%	123	157	27%	Yoğun proje tesliminin satışlara etkisi. Yeniden değerleme gelirleri yüksek finansal giderlerin etkisi kısıtlıyor
TRGYO	826	766	-7%	436	396	-9%	329	353	7%	Torun Center projesine ilişkin teslim gelirleri aşağı yönlü revize edilmiştir
Perakende										
BIMAS	20,896	20,896	0%	1,023	1,023	0%	680	680	0%	-
BIZIM	2,891	2,898	0%	85	85	0%	25	25	-1%	-
MGROS	10,729	10,729	0%	599	599	0%	-16	-16	0%	-
BMEKS	1,857	1,857	0%	96	96	0%	19	19	0%	-
TKNSA	3,465	3,465	0%	87	87	0%	-1	-1	0%	-
Demir & Çelik										
EREGL	11,938	11,565	-3%	2,088	2,249	8%	1,181	1,324	12%	Demir-çelik fiyatları ve maliyetleri arasındaki makas yukarı yönlü revize edilmişir
KRDMD	2,271	2,505	10%	308	361	17%	100	92	-8%	Demir-çelik fiyatları ve maliyetleri arasındaki makas yukarı yönlü revize edilmişir

Değerleme Güncellemeleri - I

	TAVSİYE		HEDEF FİYAT			YUKARI
	ESKİ	YENİ	ESKİ	YENİ	DEĞ.	POTENSİYEL
FİNANSAL						
Bankacılık						
AKBNK	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	9.56	9.35	-2%	21%
ALBRK	Endekse Paralel	Endekse Paralel	1.50	1.40	-7%	15%
GARAN	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	9.80	9.30	-5%	27%
HALKB	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	13.60	12.50	-8%	59%
VAKBN	Endekse Paralel	Endekse Paralel	4.94	4.87	-1%	10%
YKBNK	**Endekse Paralel**	**Endeks Üzeri**	**4.28**	**4.40**	**3%**	**28%**
FİNANSAL OMAYAN						
Havacılık						
PGSUS	Endekse Paralel	Endekse Paralel	18.50	13.40	-28%	15%
TAVHL	**Endekse Paralel**	**Endeks Üzeri**	**18.50**	**14.70**	**-21%**	**34%**
THYAO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	9.30	7.20	-23%	39%
Otomotiv / Tarım Araç						
DOAS	Endekse Paralel	Endekse Paralel	13.00	11.60	-11%	11%
FROTO	**Endeks Üzeri**	**Endekse Paralel**	**48.50**	**38.00**	**-22%**	**17%**
TOASO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	30.00	31.00	3%	31%
TTRAK	Endekse Paralel	Endekse Paralel	88.00	85.00	-3%	2%
Çimento						
ADANA	Endeks Altı	Endeks Altı	6.20	5.70	-8%	-5%
AKCNS	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	18.50	17.50	-5%	31%
BOLUC	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	8.70	7.30	-16%	30%
CIMSA	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	21.00	18.80	-10%	25%
MRDIN	Endeks Altı	Endeks Altı	3.80	3.10	-18%	-23%
Telekomünikasyon						
TCELL	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	14.30	13.00	-9%	25%
TTKOM	Endekse Paralel	Endekse Paralel	7.00	6.80	-3%	13%

Faiz oranlarında yakın zamanda görülen artışın ardından risksiz faiz oranı varsayımımızı %9.75'ten %10'a, hisse risk primimizi ise %5.50'den %5.75'e çıkarıyoruz. Tahmin değişikliklerini de yansıtıp, hedef fiyatlarımızı ortalama %5 düşüyoruz. Şu anki hedef fiyatlarımız kapsamımızdaki hisseler için ortalama %22 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.

TR 10 Yıllık Tahvil



Son 1,5 ayda BIST100'ün %17 altına performans gösteren **Yapı Kredi'yi** Endeks Üzeri Performans tavsiyesine yükseltiyoruz. Unicredit kaynaklı haber akışı sebebiyle, aşırı satıldığını düşündüğümüz Yapı Kredi için, mevcut değerleme ve çarpanların alım fırsatı yarattığına inanıyoruz.

TAV Havalimanları'nın yıl başından bu yana BİST-100'ün %39 altında performans göstermesinin ardından hissenin fazla satıldığını ve uzun vadeli yatırımcılar için cazip seviyelerde olduğunu düşünüyoruz.

Ford Otosan tahminlerimize Brexit riskini yansıttığımızda ortaya çıkan değerleme Endekse Paralel Getiri'ye işaret etmektedir.

Değerleme Güncellemeleri - II

	TAVSİYE		HEDEF FİYAT			YUKARI
	ESKİ	YENİ	ESKİ	YENİ	DEĞ.	POTENSİYEL
Holdingler						
KCHOL	Endekse Paralel	Endekse Paralel	15.00	14.00	-7%	9%
SAHOL	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	11.80	11.40	-3%	28%
İnşaat Taahhüt						
ENKAI	Endekse Paralel	Endekse Paralel	4.80	4.70	-2%	7%
TKFEN	Endekse Paralel	Endekse Paralel	8.30	8.10	-2%	10%
Dayanıklı Tüketim						
ARCLK	Endeks Altı	Endeks Altı	18.00	19.00	6%	-7%
VESTL	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	8.80	8.20	-7%	29%
Rafineri & Petrokimya						
TUPRS	Endekse Paralel	Endekse Paralel	71.00	69.00	-3%	8%
GYO						
EKGYO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	4.10	3.85	-6%	44%
HLGYO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	2.00	1.90	-5%	124%
ISGYO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	2.40	2.25	-6%	36%
TRGYO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	6.10	5.80	-5%	26%
Perakende						
BIMAS	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	69.00	67.00	-3%	21%
BIZIM	**Endekse Paralel**	**Endeks Üzeri**	**19.00**	**17.30**	**-9%**	**22%**
MGROS	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	24.00	21.80	-9%	34%
BMEKS	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	2.10	1.70	-19%	37%
TKNSA	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	8.60	7.20	-16%	41%
Demir & Çelik						
EREGL	Endekse Paralel	Endekse Paralel	5.20	5.20	0%	15%
KRDMD	Endekse Paralel	Endekse Paralel	1.65	1.55	-6%	17%

Son iki aydır BIST-100 Endeksi'ne göre %11 aşağıda performans göstermesinin ardından cazip görünen değerlemesi sebebiyle **Bizim Toptan** için tavsiyemizi Endeks'e Paralel Getiri'den, Endeks Üzeri Getiri'ye revize ediyoruz.

Kredi fiyatlaması sermaye yeterlilik oranlarındaki ve fonlamadaki yeni şartlar nedeni ile daha rasyonel hale geldi: Fonlama maliyetlerindeki düşüşün kredi faizlerine aynı oranda yansımadığını gözlemliyoruz. Bankalar marjlarını korumak için öncelikle fonlama maliyetlerindeki düşüşü görmek istiyor. Ancak yüksek kredi-mevduat oranı ve mevduat piyasasındaki rekabet sebebiyle fonlama maliyetleri de kolay düşmüyor. Bunun dışında, bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranları geçtiğimiz sene TL'deki yüksek değer kaybı nedeniyle düşüş gösterdi. Bu sene de Basel 3'e geçiş için yapılan değişiklikler ile birlikte, önümüzdeki dönemde sermaye yönetimi konusunda daha muhafazakar olmaya itti. Bu sebepler nedeni ile kredi faizlerinde hemen düşüş beklememek gerekir. 2017 yılından itibaren genel karşılıklardaki düşüş veya CDS seviyesindeki belirgin geri çekilmelerin kredi faizlerinde düşüş getirebilieceğini düşünüyoruz.

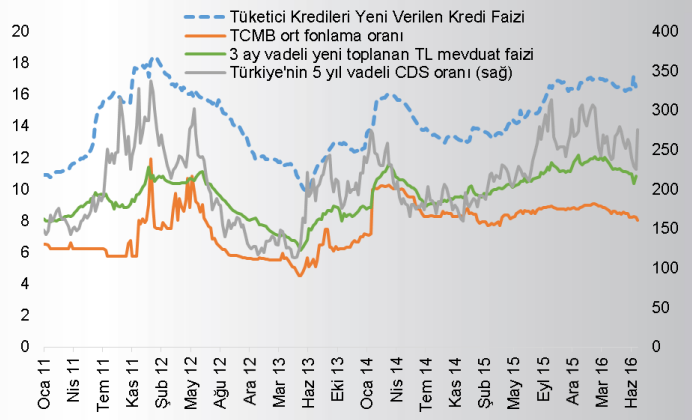
Sonuç olarak kredi büyümesi yavaşladı: Bankacılık sektörü, büyüme yerine karlılığa odaklandığını görüyoruz. Kur ile düzeltildiğinde, geçen sene %17 seviyesinde olan kredi büyümesi, Temmuz itibarıyla %9 seviyelerine geriledi.

Aktif kalitesi bakımından TL'deki değer kaybı ve turizm sektörü yılın ikinci yarısı riskli gördüğümüz konular: Takibe düşen krediler oranı yılbaşından bu yana 24 baz puan artış ile %3,3'e yükselmiştir. Brüt takibe düşen krediler artışı yılbaşından bu yana %14 olurken, toplam kredi artışı %5 seviyesinde kalmıştır. Kredilerdeki ağırlığı nispeten daha yüksek olup, yılbaşından beri daha fazla artış gösteren sektörleri tarım, metal & madencilik, inşaat ve toptan ticaret olarak sıralayabiliriz. Turizm ve enerji sektörlerinin takibe düşen krediler açısından yılbaşından bu yana artışı %6 ile sınırlı kalmıştır. Ancak, TL'deki değer kaybı ve turizm sektöründeki zayıflık yılın ikinci yarısı aktif kalitesi açısından riskli alanlar olarak görüyoruz.

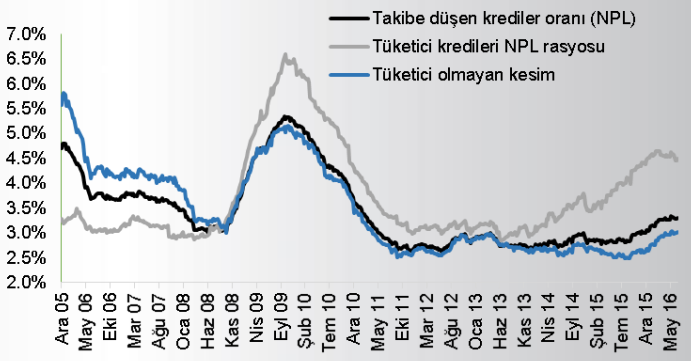
Kredi notunun düşmesi marjları ve sermaye oranlarını etkileyebilir: Moody's ve Fitch Türk Bankaları için kredi notlarını henüz açıklamadı. Ancak, kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altına inmesi durumunda bankacılık sektörünü 2 kanaldan etkilenmesi beklenebilir:

- **Fonlama maliyetlerindeki artış:** Muhtemel bir kredi notu indiriminde bankaların yurtdışı borçlanma maliyetlerinde artış görülebilir. Sektörün mevduat dışı yabancı para fonlama tutarı, toplam yükümlülüklerin yaklaşık %20'sine denk gelmektedir
- **Sermaye oranlarında düşüş:** Kredi notunda düşüş olur ise, bankaların sermaye yeterlilik oranı hesabı için kullanılan risk ağırlıklı varlıklarında artış görülebilir. Bu da, sermaye yeterlilik oranlarında düşüşe neden olabilir.

Kredi faizlerindeki düşüş sınırlı



TL'de Değer Kaybı ve Turizm Sektöründe Zayıflık



Gayrimenkul Sektörü

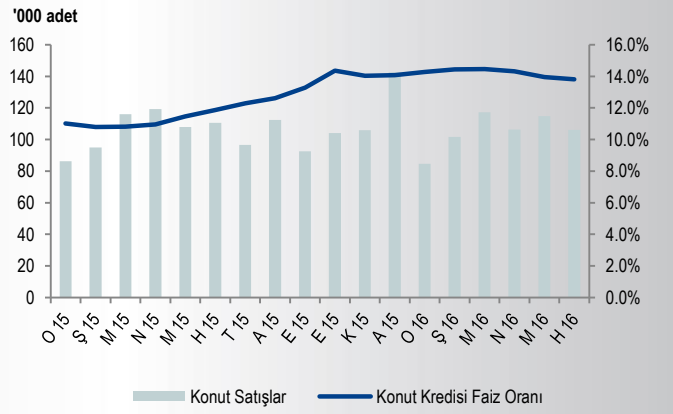
Konut satışları Haziran ayında yıllık bazda %4 düşüş ile 106,187 seviyesine geriledi. 1Y16'da 630,779'a ulaşan toplam satışlar geçen yılın aynı dönemine göre daha yüksek faiz oranlarının da etkisiyle yıllık bazda %1 daha düşük seviyede. Konut kredisi faiz oranları Merkez Bankası'nın faiz indiriminden sonra Haziran ayında Mart ayında görülen %14.5'ten %13.8'e gerilemiş olsa da, geçen yılın aynı dönemi ortalaması olan %11.2'den yüksek seviyede.

Yabancılara konut satışları 2016'nın ilk yarısında artan terörist saldırılarının da etkisiyle %9 düşüş ile 9,378'e geriledi. 2Y15'te markalı projelerde %40'ı bulan yabancılara satış oranı 1Y16'da %26'ya gerilemiş durumda.

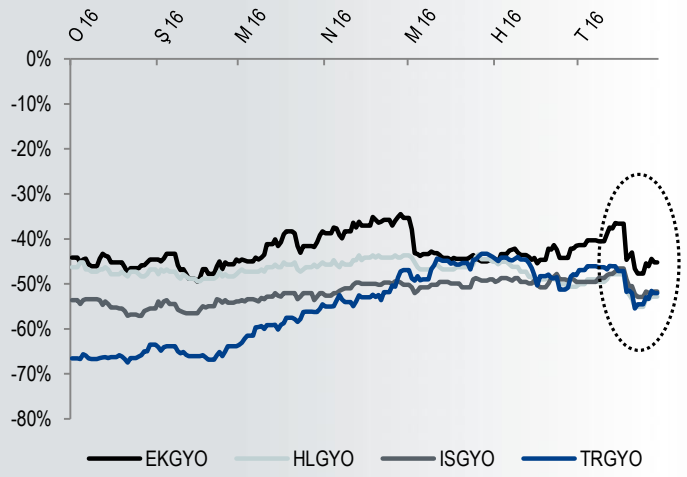
Konut fiyatları halen yükselişte olmasına rağmen satışlardaki yavaşlamaya paralel olarak yıl başından bu yana bir miktar baskı altında.

Temmuz ayı konut satışlarında bir haftalık bayram tatili ve başarısız darbe girişiminin de etkisiyle zayıflık beklenebilir. Yılın geri kalanı için ise muhafazakar kalmaya devam ediyor ve aylık satış rakamlarında anlamlı bir artış görülmesini beklemiyoruz.

Aylık Konut Satışları ve Konut Kredisi Oranları

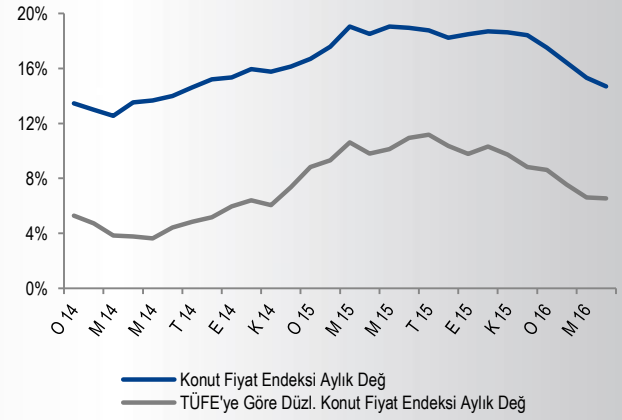


YF Emlak Sektörü NAD İskontosu



Başarısız darbe gişiminin ardından kapsamımızdaki GYO'ların konsolide NAD iskonto seviyeleri bir önceki haftaki %40'tan %50 seviyelerine yükseldi, ancak hükümetin sektöre yönelik destekleyici açıklamlarının da olumlu etkisiyle yeniden %45'ler seviyesi görüldü. İlaveten Emlak Konut GYO'nun Ağustos ayı için devreye aldığı satış kampanyası sektör genelinde potansiyel kampanyalara öncülük ederek olumlu etki yaratabilir.

Türkiye'de Konut Fiyatları



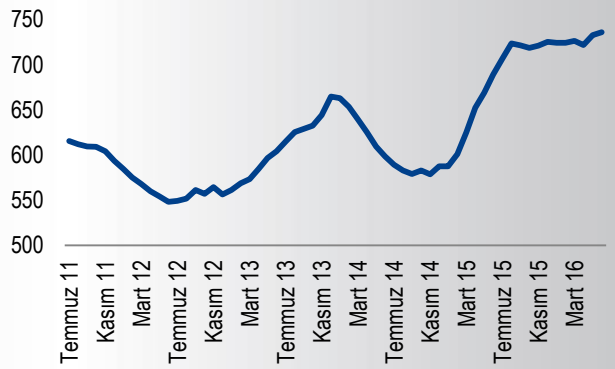
Orta vadede otomobil talebini teşvikler belirleyecek: Tüketici güveninde beklenen düşüklük kısa vadede otomobil talebini etkileyebilecekken, hükümetin ekonomiyi canlandırmak üzere planlanan yatırımlarının orta vadede otomobil talebini arttırabileceğini düşünüyoruz. Hükümet ticari taşıtların yenilenmesinde özel tüketim vergisini kaldıran bir teşvik programı üzerine çalışıyor. Bu durumda, taksi sahipleri (yaklaşık 100 bin taksi mevcut) yenileme için %45 gibi çekici bir teşvikten faydalanacak. Bir taksinin kullanım sürsinin 4-5 sene olduğu düşünülürse teşvikten sonra 3-4 seneye düşüş görülebilir. Dolayısıyla yıllık olarak 8-10 binlik bir ek talep oluşacağını tahmin ediyoruz.

Hafif ticari taşıtlarda ise ticari amaçlarla kullanılan taşıtların payı oldukça yüksek (yaklaşık 700 bin). Ancak, ÖTV'ler ise ortalama %9 ile düşük seviyede. Dolayısıyla hafif ticari araçlarda teşvik sebebiyle oldukça düşük bir katkı bekliyoruz.

Temmuz ayında hafif araç satışlarında %33'lük daralma öngörüyoruz: Temmuz ayındaki bayram, darbe girişimi ve beklenen teşvikler öncesinde ertelenen talep sebebiyle otomobil satışlarında sert bir düşüş bekliyoruz.

2016'da hafif araç satışlarında %1'lik düşüş, yılın ikinci yarısında ise %3'lük artış bekliyoruz. 2016'nın ikinci yarısında tüketici güvenindeki düşüklüğe rağmen %3'lük artış bekliyoruz. Bu beklentimiz geçen yılın aynı dönemindeki genel seçimler sebebiyle oluşan politik belirsizliklerin yarattığı düşük baz etkisi.

Türkiye'de 12 Aylık Binek Oto Satışları



Türkiye'de 12 Aylık HTA Satışları

Türkiye Otomotiv Sektörüne Dair Beklentilerimiz

(birim)	Tem-16 (Tah.)	Tem-16	y/y değ.	2016T	2015	y/y değ.	6A16 (Tah.)	6A15	y/y değ.	L6A16* (Tah.)	L6A15*	y/y değ.
Binek	42,514	64,218	-34%	741,161	725,596	2%	380,996	392,064	-3%	360,165	333,532	8%
Hafif Ticari	13,381	19,618	-32%	218,771	242,421	-10%	113,716	124,322	-9%	105,054	118,099	-11%
Hafif Araçlar	55,896	83,836	-33%	959,932	968,017	-1%	494,713	516,386	-4%	465,219	451,631	3%

** Yılın kalan aylarına refere ediyor.*

Çelik Sektörü

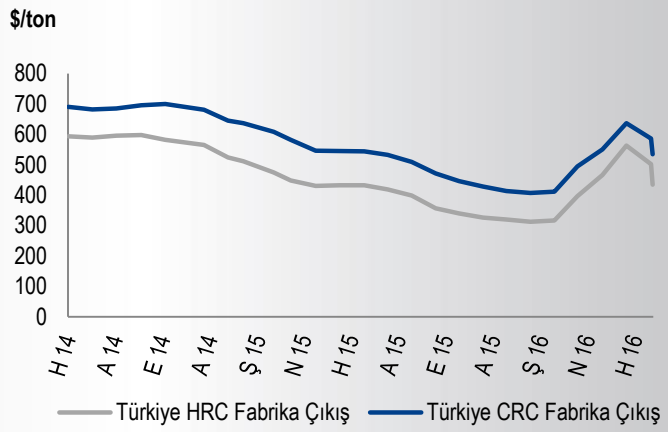
Kasım-Aralık 2015'te ürün fiyatları ve hammadde maliyetleri arasındaki sert daralmanın ardından 1Ç16'da görülen zayıf finansallardan sonra 2Ç16'nın çelik üreticileri için göreceli olarak daha güçlü sonuçlar bekleniyor.

Yüksek sezon öncesinde artan stok miktarları yanında Çin'den sektöre yönelik gelebilecek ek teşvik beklentileri ile Mart-Mayıs 2016 döneminde çelik fiyatları hızlı yükselişe geçmişti.

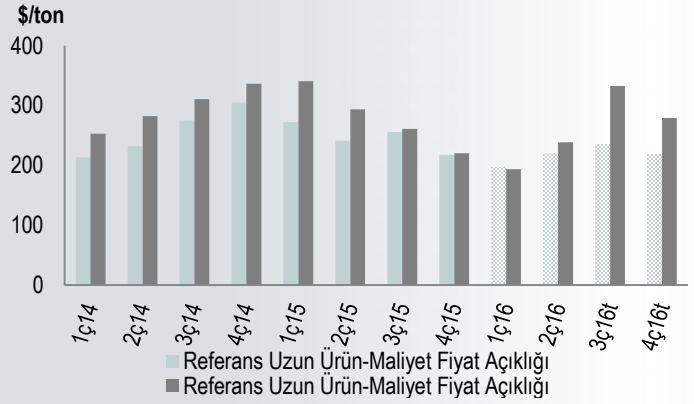
Yurtiçi çelik fiyatlarında son 2-3 ayda aşağı yönlü trend hakimdiyse de (HRC fiyatları Haziran ayı başından bu yana ton başına $140 daralma gösterirken inşaat demiri fiyatları Mayıs ayı başından bu yana $110 geriledi) 3Ç16 sonuçlarının çelik üreticileri için (özellikle de yassı ürün üreticileri için) ürün fiyatları ile hammadde fiyatları arasındaki açıklık sebebiyle güçlü olmaya devam etmesini bekliyoruz.

Çin'de çelik ürünleri tüketimindeki daralmanın da etkisiyle global çelik talebindeki zayıf büyüme ve arz tarafında düşük kapasite kullanım oranları sebebiyle orta vadede çelik fiyatlarında anlamlı bir artış olmasını beklemiyoruz.

Yurtiçi Yassı Çelik Fiyatları



Fiyatlardaki Değişim ve Çelik Üreticileri Karlılıklarına Yansıması

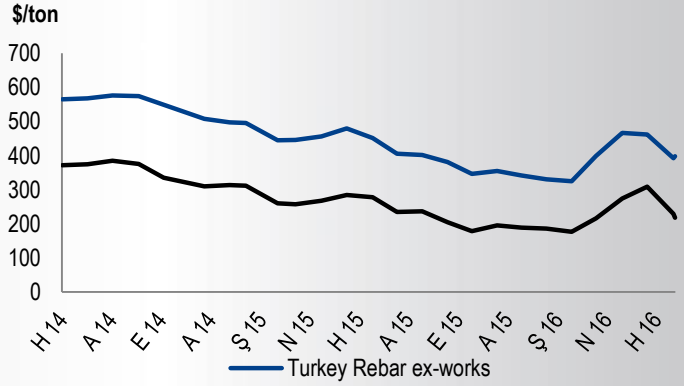


Çelik üreticileri için ürün fiyatlarındaki değişimlerin gelir tablolarına 2 ay kadar gecikmeli yansıyor olmasını göz önünde bulundurarak 2Ç16 çeyreksel bazda güçlü finansal sonuçlar bekliyoruz.

Erdemir'in ton başına FAVÖK performansının 2Ç16'da 81 dolara ulaşmasını bekliyoruz (1Ç16'daki 45 dolar idi). 3Ç16'da ise HRC fiyatları ile hammade fiyatları arasındaki artmış açıklık yüksek karlılığı beraberinde getirebilir.

Kardemir'in FAVÖK performansının 2Ç16'da yıllık bazda %35 artış göstermesini ve FAVÖK marjının ise 2Ç15'teki düşük baz etkisi sebebiyle de yaklaşık 400 baz puan artmasını bekliyoruz.

Yurtiçi İnşaat Demiri ve Hurda Fiyatları



Rafineri Sektörü

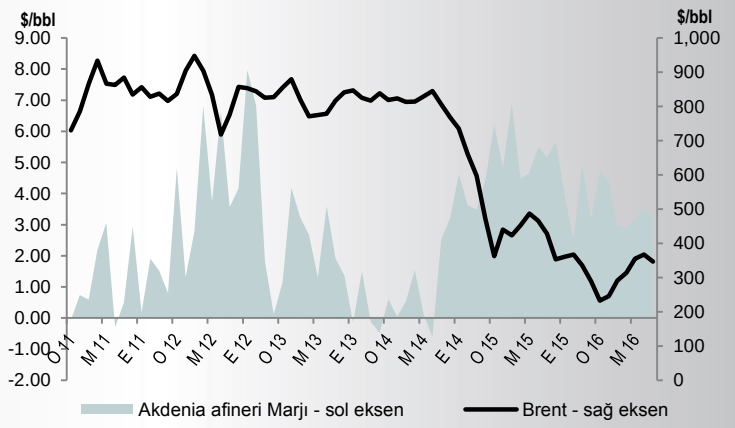
1Ç16'da ortalaması $4.0/bbl ve 2Ç15'te ortalaması $4.9/bbl olan Akdeniz Rafineri Marjı 2Ç16'da zayıf orta destilat fiyatlamalarının etkisiyle $3.2/bbl seviyesine geriledi. Temmuz ayında ise Akdeniz Rafineri Marjı $3.25/bbl olarak gerçekleşti.

Orta destilatlardaki yüksek stok miktarlarının yanı sıra (i) ülkedeki rafineri sektöründeki gelişmeler sonrası Çin'in motorin ihracatındaki artış, (ii) el-Nino'nun ardından artan yağışlar sebebiyle sulama ihtiyacının düşmesi ile Hindistan motorin ithalatındaki düşüş, ve (iii) sanayide motorin ürünlerinin kullanımı sınırlayan küresel üretimdeki yavaşlama motorin fiyatlamalarındaki baskıyı arttırıyor.

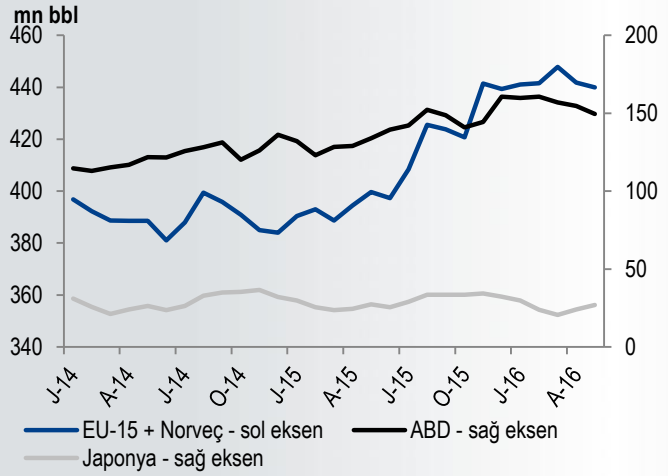
Küresel sanayi üretimindeki zayıf görünüm ve Brexit sonrası artan büyüme endişeleri rafineri sektörüne dair görünümün de bozulmasına sebep oluyor.

2015'te $4.8/bbl olan Akdeniz Rafineri Marjı ise 2016'da beklentimiz $3.5/bbl seviyesindedir.

Brent ve Akdeniz Rafineri Marjı



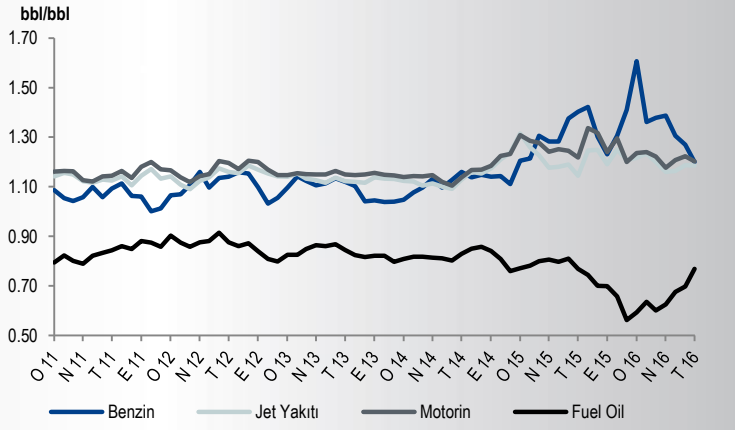
Tüpraş için Tahminlerimiz



OECD orta destilat ürün stoklarında Mart ayından bu yana gerileme trendi görülüyor olmasına rağmen, mevcut seviyeler son 3 yıl ortalamasının %9 üzerindedir ve yılbaşından bu yana özellikle motorin fiyatlamalarında baskı yaratmaktadır. Sonbahar rafineri bakımları döneminde orta destilat ürünlerideki stok miktarlarında bir miktar daha iyileşme görülmesi beklenmektedir.

Fuel-Oil Dönüşüm projesinin devreye girmesinin ardından orta destilat fiyatlamalarına artan duyarlılık sebebiyle 2016 yılında Tüpraş rafineri marjında daha derin bir daralma bekliyoruz (üretimdeki ağırlık %50 iken; Akdeniz rafineri marjındaki ağırlık %41'dir).

Petrol Ürünleri Oranları



YF Model Portföy

Yapı Kredi'yi son 1.5 aydır görülen aşırı satış trendinin ardından hisse fiyatının cazip seviyelere geldiğini düşündüğümüz için Model Portföy'e ekliyoruz. Şu anda Model Portföyümüz, Akbank, Akcansa, Bim, Emlak Konut GYO, Garanti Bankası, Sabanci Holding, Turkcell, Teknosa, Tofas ve Yapi Kredi Bankası'ndan oluşuyor.

Akbank: Güçlü sermaye değeri, likit bilanço ve aktif kalitesi

Akcansa: Güçlü temettü verimi, Marmara Bölgesindeki güçlü çimento talebi, yurtiçi pazardaki riskleri kısıtlayan güçlü ihracat ağı ile öne çıkıyor. Emsallerine göre iskontolu işlem görmektedir.

Bim: Defansif iş yapısı, güçlü bilanço ve gıda enflasyonundaki artışın benzer satışlarda yaratması beklenen büyüme etkisi

Emlak Konut GYO: Cazip değerleme, finansal riskleri kısıtlayan güçlü iş modeli, yüksek NAD artış potansiyeli taşıyan arsa portföyü, talep ortamının zayıfladığı dönemlerde satış performansını korumadaki tecrübe.

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

Sabanci Holding: Finans ve enerji sektörlerindeki grup şirketlerinin iyileşen performansları, cazip değerleme.

Turkcell: 4G'nin ardından artan data gelirleri, mobil pazardaki rekabette düzelme, cazip değerleme

Teknosa: Nakit akımında düzelmenin henüz fiyata yansımaması, telekom, tüketici ürünleri ve beyaz eşya segmentlerinde olumlu görünüm, cazip değerleme.

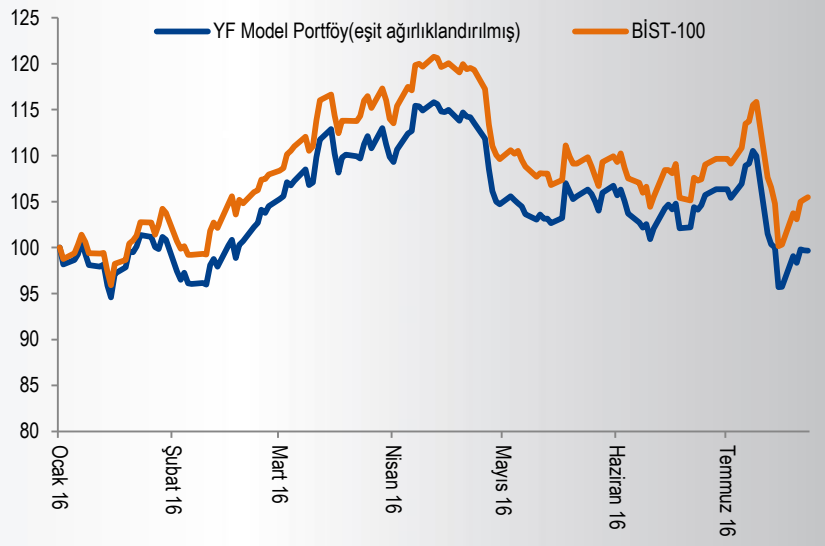
Tofas: Yeni modellerin katkısıyla artan gelir ve FAVÖK büyümesi, ihracatta al-ya da-öde kontratları ile riski azaltan iş modeli ve çekici temettü verimi

Yapi Kredi: Karlı segmentlerde büyüme stratejisi, güçlü maliyet kontrolü ve cazip değerleme.

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %13 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YYBO'nı gösteriyor. Yıl başından bu yana Model Portföy getirisi yatay seyrederken BİST-100'ün bu dönemdeki getirisi %5 seviyesindeydi.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
AKBNK	TL 7.70	TL 9.35	21%	08-Nis-16	5%	-3%
AKCNS	TL 13.31	TL 17.50	31%	29-Nis-16	5%	-7%
BIMAS	TL 55.20	TL 67.00	21%	06-May-16	0%	-4%
EKGYO	TL 2.67	TL 3.85	44%	29-Nis-16	4%	-8%
GARAN	TL 7.33	TL 9.30	27%	08-Oca-16	-1%	5%
SAHOL	TL 8.91	TL 11.40	28%	13-Haz-16	-4%	-11%
TCELL	TL 10.36	TL 13.00	25%	08-Oca-16	-1%	5%
TKNSA	TL 5.11	TL 7.20	41%	01-Nis-16	-12%	-21%
TOASO	TL 23.60	TL 31.00	31%	13-Tem-16	3%	-4%
YKBNK	TL 3.45	TL 4.40	28%	01-Auğ-16	-	-

Model Portföy'ün yıl başından bu yana performansı



Yatırım tezi:

Akbank'ı güçlü sermaye rasyoları, likit bilanço yapısı, maliyet yönetimi nedeniyle tercih ediyoruz.

Akbank %105 kredi-mevduat oranı ile rakiplerine göre daha likit bilanço yapısına sahip olup, kredide büyüme potansiyeli yüksek bankalardandır. Kredilerin toplam aktiflere oranı %60 seviyesinde olup, rakip bankaların ortalaması olan %66'nın altındadır.

Banka etkin maliyet yönetimi ile faaliyet giderlerindeki artışı sınırlandırmıştır. Yılın ilk yarısında Akbank'ın faaliyet giderleri yıllık %4 düşüş göstermiştir.

Akbank'ın ana sermaye rasyosu yılbaşından bu yana 29 baz puan artış ile 2. Çeyrek sonunda %13,75'e ulaşmıştır. Banka ayrıca sabit varlıkların yeniden değerlemesi ile bu rasyoya 100 baz puan daha artırma potansiyeli mevcuttur.

Akbank'ın takipteki kredileri karşılama oranı %95 ile sektör ortalaması olan %75'in oldukça üzerindedir. Banka'nın muhafazakar şekilde 100% karşılıklandırma politikasının, önümüzdeki yıllarda UFRS 9 sistemine geçtikten sonra bankaya daha düşük karşılık avantajı sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Güçlü sermaye oranı TL'deki potansiyel değer kaybını absorbe edebilir. Anasermaye rasyosu yılbaşından bu yana 29 baz puan artış ile %13,75'e yükseldi

Alınan önlemler sonucunda batık kredi (NPL) oluşumu sınırlı. Yılın ilk yarısındaki çeyreksel net yeni NPL girişi ortalaması, 2015 yılı ortalamasının %15 altındadır.

Bankanın sıkı maliyet kontrolü ve aktif hazine yönetiminin katkısı ile 2016 yılı net karı beklentinin üzerinde gelişebilir

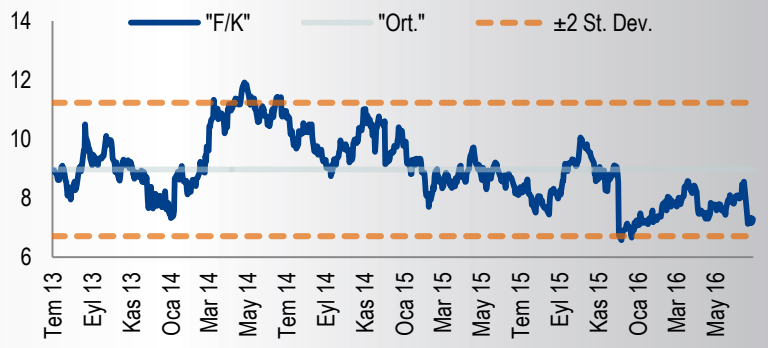
2016 tahminlerine göre 8,0x F/K ile işlem görmekte. Bu çarpan son 1 yıllık tarihsel ortalaması 8,1x F/K'snın altında.

AKBNK (Endeks Üzeri)				Akbank
Sektör				Bankacılık
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		7.70	9.35	21%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-5%	-8%	9%	6%
BIST100'e göre relatif	-4%	4%	13%	1%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR64.1mn	TL211.1mn
Piyasa Değeri	EUR9,084mn	TL30,400mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	**26,689**	**29,928**	**33,495**	**37,808**
Büyüme	*6%*	*12%*	*12%*	*13%*
Net Kar	**2,995**	**3,839**	**4,336**	**5,180**
Büyüme	*-5%*	*28%*	*13%*	*19%*
Karlılık	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Özkaynak Karlılığı	11.6%	13.6%	13.7%	14.5%
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
F/K	10.3	8.0	7.1	5.9
F/DD	1.2	1.0	0.9	0.8



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Garanti'yi karlılık odaklı büyüme stratejisi, güçlü sermaye yapısı ve cazip değerleme çarpanları nedeni ile tercih ediyoruz.

Garanti Bankası'nın disiplinli kredi fiyatlaması ile 2016 yılında net faiz marjını beklentinin üzerinde artırabileceğini düşünüyoruz. Merkez Bankası'nın devam eden gevşeme adımları ve Garanti'nın fırsatları gözeterek uyguladığı fonlama yönetimi, bankanın marjlarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

Garanti'nin faaliyet giderlerindeki artış yılın ilk yarısında bütçelenen %8 artış hedefinin oldukça altında %4 seviyesinde gerçekleşti. Gider-gelir oranı 2015 yıl sonu %48 seviyesinde iken, yılın ilk yarısında %37'ye geriledi. Maliyet kontrolünün iyi gelişmesi, 2016 yılı için %24 kar büyüme beklentimiz için yukarı yönlü bir potansiyeli arttırmaktadır.

Garanti'nin sermaye rasyoları 2. çeyrekte rakip bankalar arasında en yüksek seviyelerden biridir. Güçlü sermaye yapısı, bankaya önümüzdeki dönemde büyüme için fırsat ve TL'deki muhtemel değer kaybında destek vereceğine inanıyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Zamanlı rasyonel fiyatlama ile büyüme stratejisi nedeni ile yılın ikinci yarısında marjlardaki olumlu görünümün devamını bekliyoruz. TL ve YP kredi getirileri yılbaşından bu yana sırasıyla, 52 baz puan ve 39 baz puan artmıştır.

Güçlü sermaye yapısı TL'deki değer kaybını absorbe edebilecek seviyede. Garanti'nin ana sermaye rasyosu yılbaşından bu yana 110 baz puan artış ile %15,2'ye yükselmiştir.

Alınan önlemler ile faaliyet giderlerinde beklenenden daha iyi performans gerçekleşebilir. Yılın ilk yarısı faaliyet giderlerindeki artış %4 seviyesinde kalmıştır. Bu rakam bankanın yıllık bütçelediği %8'in altında seyretmektedir.

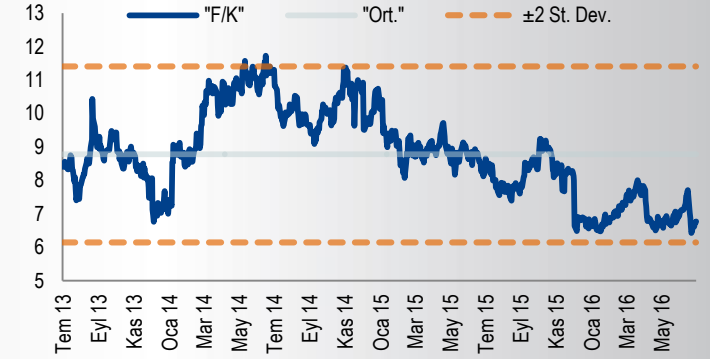
Garanti hissesi 2016 yılı tahminlerimize göre, 7,3x F/K ile işlem görmektedir. Son bir yıllık F/K ortalaması 7,5x seviyesindedir. F/DD çarpanı ise 0,9x ile son bir yıllık ortalama olan 1,1x'in altında işlem görmektedir.

GARAN (Endeks Üzeri)			Garanti Bankası
Sektör			Bankacılık
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	7.33	9.30	27%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-4%	-8%	9%	6%
BIST100'e göre relatif	-4%	4%	13%	1%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR275.9mn	TL909.0mn
Piyasa Değeri	EUR9,149mn	TL30,618mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	**30,981**	**34,632**	**39,143**	**44,424**
Büyüme	*16%*	*12%*	*13%*	*13%*
Net Kar	**3,407**	**4,218**	**5,144**	**6,053**
Büyüme	*-7%*	*24%*	*22%*	*18%*
Karlılık	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Özkaynak Karlılığı	11.8%	12.9%	13.9%	14.5%
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
F/K	9.0	7.3	6.0	5.1
F/DD	1.0	0.9	0.8	0.7



Kaynak: Bloomberg

Yapı Kredi Bankası

Yatırım tezi:

Yapı Kredi'yi karlılığındaki artış, güçlü maliyet kontrolü ve cazip değerleme nedeni ile tercih ediyoruz.

Yapı Kredi yılın ilk yarısında net karını yıllık %71 arttırdı. Her ne kadar bankanın kredi-mevduat oranı yüksek seviyede olsa da, Yapı Kredi odaklı kredi büyümesi ve karlı segmentlerde yeni müşteri kazanımı ile karlılığını artırıyor.

Banka dijitalleşme ile ilgili yatırımlarını geçtiğimiz yıl tamamladı ve önümüzdeki dönemde gelirlerdeki artışın daha belirgin olmasını bekliyoruz. Personel dışı faaliyet giderleri ise yılın ilk yarısında yıllık %5 artış gösterdi. Gider-gelir oranı yıl başındaki %51 seviyesinden, yılın ilk yarısında %44'e geriledi.

Yapı Kredi, BIST100 endeksinin yılbaşından bu yana %1 altında performans gösterdi. Sadece Temmuz ayında hisse senedi endeksin %12 altında kaldı. Unicredit'in Yapı Kredi'deki ilgisinin devam etmesini beyan etmesine de dayanarak, hisse performansında toparlanma bekliyoruz. Yapı Kredi'nin çarpanlarını oldukça cazip buluyoruz. 2017 beklentilerimize göre F/DD çarpanı 0,5x ve %11 özkaynak karlılığı beklentimiz bulunmaktadır. 2017 yılında, genel karşılıklardaki yükün azalacağını varsaydığımızda, karlılık konusunda yukarı yönlü risklerin daha fazla olduğunu söyleyebiliriz.

Kısa vadeli görünüm:

Karlılık performansında devam eden güçlü toparlanma: Bankanın özkaynak karlılığı yılın ilk yarısında %13 olarak gelişti. Geçen senenin aynı döneminde özkaynak karlılığı %8,8 seviyesindeydi.

Unicredit'in sermaye yeterliliği konusundaki herhangi olumlu haber akışı YKB'nin hisse performansını olumlu etkileyebilir

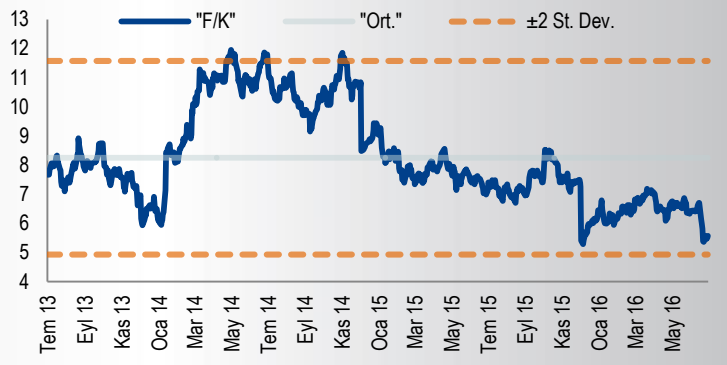
Cazip değerleme: Yapı Kredi 2016 tahminlerimize göre 5,9x F/K çarpanı ile işlem görmektedir. Bu rakam son bir yıllık F/K ortalaması olan 6,9x'un altındadır.

YKBNK (Endeks Üzeri)				Yapı Ve Kredi Bankası
Sektör				Bankacılık
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		3.45	4.40	28%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-12%	-8%	9%	6%
BIST100'e göre relatif	-4%	4%	13%	1%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR26.9mn	TL88.1mn
Piyasa Değeri	EUR4,416mn	TL14,780mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	**23,084**	**25,612**	**28,250**	**31,429**
Büyüme	*14%*	*11%*	*10%*	*11%*
Net Kar	**1,861**	**2,528**	**2,892**	**3,468**
Büyüme	*-10%*	*36%*	*14%*	*20%*
Karlılık	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
Özkaynak Karlılığı	8.6%	10.4%	10.7%	11.6%
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
F/K	8.1	5.9	5.2	4.3
F/DD	0.6	0.6	0.5	0.5



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Büyük oranda Marmara Bölgesinde faaliyet gösteren Akçansa yoğun konut ve altyapı projelerinin sağladığı güçlü talep ve fiyatlama ortamından en çok fayda sağlayan çimento üreticilerinden biri olarak öne çıkıyor. Diğer taraftan Şirket geniş bir yelpazede ihracat pazarlarına ulaşım imkanı sebebiyle de yurtiçi pazarda oluşabilecek aşağı yönlü riskleri sınırlandırabiliyor.

Şirket'in verimliliği artırıcı ve maliyet azaltıcı yatırımları da FAVÖK performansını destekleyen faktörler olarak öne çıkıyor. Güçlü temettü ödeyen şirketler arasında olan Akçansa için 2016 – 2018 yılları için %10-12 aralığında temettü getirisi öngörüyoruz.

Kısa Vadeli Görünüm:

Ülkenin güney bölgelerinde faaliyet gösteren üreticilerin operasyonel karlılıkları yoğun rekabet ortamı sebebiyle baskı altında kalırken batı bölgelerde faaliyet gösteren çimento üreticileri güçlü talep ve yüksek kapasite kullanım oranlarının beraberinde getirdiği cazip fiyatlama ortamından fayda sağlamaya devam ediyor.

Yüksek deprem riski sebebi ile özellike İstanbul'a odaklanan kentsel dönüşüm programı ve devam eden büyük altyapı projelerinin varlığı (3. Boğaz Köprüsü ve Kuzey Marmara Otoyolu, 3. Havaalanı ve Avrasya Tüneli vb.) önümüzdeki dönemde bölgede çimento talebindeki artışı destekleyen önemli faktörler olmaya devam edecektir.

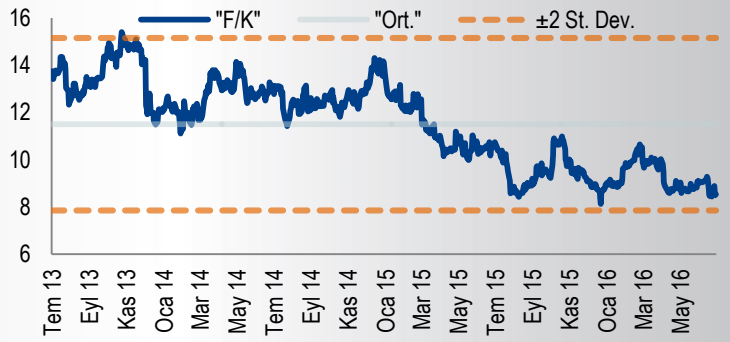
Akçansa 2016 yıl sonu tahminlerimize göre 5.7x PD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ve tarihi ortalama çarpanı olan 6.8x'e gore cazip seviyelerdedir.

AKCNS (Endeks Üzeri)			Akçansa
Sektör			Çimento
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	13.31	17.50	31%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-1%	-8%	-6%	10%
BIST100'e göre relatif	0%	4%	-3%	5%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.5mn	TL1.8mn
Piyasa Değeri	EUR762mn	TL2,548mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	**1,469**	**1,566**	**1,655**	**1,744**
Büyüme	*4%*	*7%*	*6%*	*5%*
FAVÖK	**430**	**449**	**467**	**484**
Büyüme	*10%*	*4%*	*4%*	*4%*
Net Kar	**281**	**284**	**299**	**314**
Büyüme	*13%*	*1%*	*5%*	*5%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	6.0	5.7	5.5	5.3
F/K	9.1	9.0	8.5	8.1



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Emlak Konut GYO'yu (i) güçlü nakit akımı oluşturan ve finansal riskleri sınırlı tutarak aynı anda birden çok sayıda proje geliştirebilme imkanı sunan iş modeli, (ii) 2.2x karlılık çarpanı göz önünde bulundurulduğunda 11mn metrekarelik boş arazi portföyünden (son arazi alımları da dahil) yüksek değer yaratma potansiyeli; ve (iii) yönetimin talep ortamının zayıfladığı dönemlerde dahi satış performasını artırmadaki yetkinliği sebebiyle beğeniyoruz.

Kısa Vadeli Görünüm:

Emlak Konut GYO'nun satış performası yıl başından bu yana satışa sunulan projelerin sınırlı olması ve faiz oranlarındaki yüksek seviyelerinde olumsuz etkisiyle zayıf idi – ancak Şirket'in aylık satış hedeflerine paraleldir. Başarısız darbe girişiminin ardından GYO satış performansını uzatılmış vadeler ve konut kredilerinde düşük faizler ile güçlendirmeyi planlıyor. Şirket gelir paylaşımlı projelerinde dahil olduğu 30 farklı projede %20 peşinat, vadeye TÜFE artışı uygulanan ve 120 aya varan taksitler ile satış yapmayı planlıyor. Bu kampanya ile yapılacak olan satışlar toplam ŞPTG 10 milyar TL olan proje portföyünü kapsamaktadır ve kampanya dahilinde öngörülen üst limit ŞPTG'nin %20'sidir. Kısa vadede Şirket'in nakit akımında oluşturabileceği olumsuz etkiye rağmen kampanyayı sektör koşulları altında satışlarda sert düşüşü engelleyebileceği için olumlu buluyoruz.

Önümüdeki dönemde Şirket'in 9 adet gelir paylaşımlı projesi (toplam ŞPTG TRY6 milyar seviyesindedir) ile 4 adet potansiyel anahtar teslim projesinin devreye girmesi bekleniyor. 4Ç16'da başlaması beklenen projelere ilişkin haber akışları ve satış adetlerindeki toparlanma hisse fiyatınını olumlu etkileyebilir.

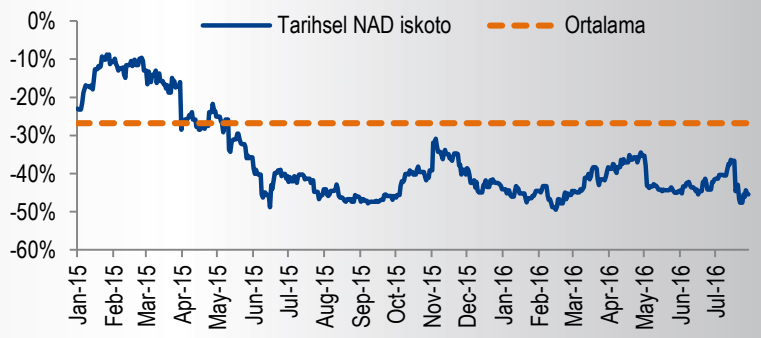
Emlak GYO tarihi NAD iskontosu olan %25'in oldukça üzerinde %45 seviyesinde cazip bir iskonto ile işlem görüyor.

EKGYO (Endeks Üzeri)			Emlak G.M.Y.O.
Sektör			Gayrimenkul Yatırım Ort.
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	2.67	3.85	44%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-6%	-8%	9%	6%
BIST100'e göre relatif	-4%	4%	13%	1%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR23.0mn	TL75.8mn
Piyasa Değeri	EUR3,034mn	TL10,146mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	**1,787**	**3,112**	**2,080**	**3,481**
Büyüme	*-1%*	*74%*	*-33%*	*67%*
FAVÖK	**768**	**1,278**	**820**	**1,932**
Büyüme	*16%*	*66%*	*-36%*	*136%*
Net Kar	**953**	**1,537**	**1,127**	**2,303**
Büyüme	*0%*	*61%*	*-27%*	*104%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	9.5	5.7	8.9	3.8
F/K	10.7	6.6	9.0	4.4



Kaynak: Şirket

Yatırım tezi:

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

Bim borçsuz yapısı ve düşük kur riski nedeniyle TV ve faiz oranlarında olası dalgalanmalara karşı sağlam bir yapıya sahiptir. 1Ç16 itibariyle şirketin 451mn TL net nakit poziasyonu bulunmaktadır.

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

Kısa Vadeli Görünüm:

Gıda perakendecileri bir süredir düşük gıda enflasyonundan olumsuz etkilenmektedir. Öncü göstergeler Temmuz ayı enflasyon verilerinde gıda enflasyonun tekrar yükselişe geçtiğini göstermektedir. Bu durum Bim de dahil olmak üzere gıda perakendecilerini olumlu etkileyecektir. Söz konusu data 3 Ağustos'ta açıklanacak.

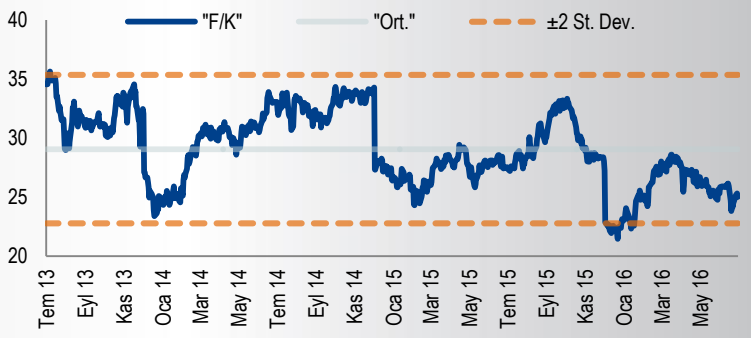
Bim kısa zaman önce hisse geri alım programı açıkladı ve bunun için 300mn TL kaynak ayırdı. Bu rakam şirketin piyasa değerinin halka açık kısmının %3'ünü oluşturmaktadır.

BIMAS (Endeks Üzeri)			Bim Birleşik Mağazalar
Sektör			Perakende
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	55.20	67.00	21%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	-9%	19%	9%
BIST100'e göre relatif	0%	2%	23%	3%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR14.1mn	TL46.5mn
Piyasa Değeri	EUR5,011mn	TL16,759mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	**17,428**	**20,896**	**24,691**	**28,773**
Büyüme	*21%*	*20%*	*18%*	*17%*
FAVÖK	**865**	**1,023**	**1,229**	**1,468**
Büyüme	*40%*	*18%*	*20%*	*19%*
Net Kar	**583**	**680**	**803**	**963**
Büyüme	*48%*	*17%*	*18%*	*20%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	18.8	15.9	13.3	11.1
F/K	28.7	24.6	20.9	17.4



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Sabancı Holding finans, enerji, çimento, gıda ve teknoloji perakendeciliği ile sanayi sektörlerindeki yatırımlarıyla Türkiye'nin önde gelen holdinglerinden biridir. Şirketin özellikle bankacılık, enerji ve teknoloji perakendeciliği segmentlerinde yüksek kar artışları bekliyoruz. Bu sektörler Sabancı Holding NAD'ının %70'ini oluşturmaktadır. Şirket yönetimi 2016 yılında banka dışı segmentlerde ortalama %20-30 FAVÖK artışı tahmin etmektedir.

Sabancı Holding'in grup şirketleri hariç holding bünyesinde 1Ç16 itibariyle 1.04mr TL net nakit pozisyonu bulunuyor.

NAD'ın %40'ını oluşturan Akbank, Model Portföy'ümüzde bulunan bankalar arasında yer almaktadır. Detaylar için 19. Sayfayı inceleyeniz. NAD'ın %20'sini oluşturan enerji iştiraklerinin ise orta vadede enerji piyasasında beklenen liberalizasyondan faydalanacakları beklenmektedir. Akcansa ve Teknosa için 22. ve 27. sayfaları inceleyiniz.

Kısa Vadeli Görünüm:

Sabancı Holding NAD'ine göre %39 iskontolu işlem görürken son 3 yıl ortalaması %27 seviyelerindedir. Sabancı Holding NAD'inin yaklaşık 2/3'ünün halka açık şirketlerden geldiğini göz önünde bulundurarak, iskonto oranının oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz.

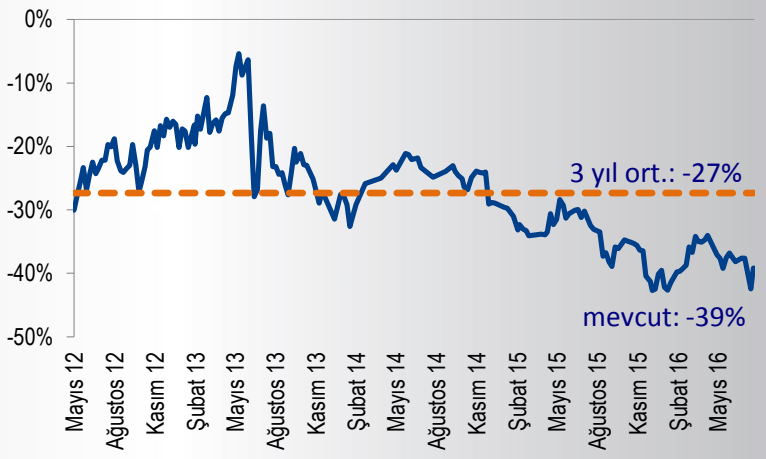
Enerji Bakanlığı Türkiye'de önümüzdeki günlerde doğal gaz fiyatlarında fiyat indirimlerinin olabileceğine işaret etmektedir. Rusya ile iyileşme sürecinde olan ilişkiler ve İran'la olan tahkim süreci doğal gaz fiyatlarına ilişkin beklentileri güçlendirmektedir. Sabancı Holding'in elektrik üretiminin %45'i doğalgaz ile üretildiği için olası bir indirim Sabancı Holding'in enerji grubu şirketlerini olumlu yönde etkileyecektir.

SAHOL (Endeks Üzeri)			Sabancı Holding
Sektör			Holding
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	8.91	11.40	28%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-5%	-12%	-2%	9%
BIST100'e göre relatif	-4%	0%	1%	4%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR16.9mn	TL55.8mn
Piyasa Değeri	EUR5,436mn	TL18,180mn

Tarihi NAD iskonto grafiği



Kaynak: Yatırım Finansman

Yatırım Tezi:

Turkcell fiyatlama stratejisine dair yoğun regulasyona rağmen güçlü bilançosu ve marjları ile BIST-100'deki defansif şirketlerden biri. Türkiye'de telekom şirketlerinin en önemli gelir kaynağı veri hizmetleri olduğundan yeni başlayan LTE dönemi ile gelir artışının hızlanmasını bekliyoruz. Ayrıca orta vadede yeni kurulan tüketici finansman şirketinin gelir artışını desteklemesini bekliyoruz.

Turkcell kısa-orta vadede maliyet ve yatırım azaltma programı uygulamayı düşünüyor. Bu planın bir parçası olarak Turkcell Vodafone, Turksat ve Telkoder ile bir ortaklık kurarak varolan fiber networkü kullanmayı ve geliştirmeyi amaçlıyor. Bu yeni şirketin kurulmasının ardından Turkcell'in orta vadede yatırım ihtiyacı azalabilir.

Kısa Vadeli Görünüm:

Privy Council'in açıkladığı karara göre Çukurova ve Alfa arasında hisse opsiyonu tekrar devrede. Buna göre taraflardan biri 2 ay içinde tüm Cukurova Telecoms Holding hisselerinin sahibi olacak. Bu durum hissedarlık yapısındaki belirsizliği ortadan kaldırabilir.

Turkcell TRY150 mn değerinde hisse ve tahvil geri alım programı başlattı. Programın limiti Turkcell'in halka açık değerinin %2'sine eşit ve bizce hisse geri alım programı kısa vadede alağı yönlü riskleri sınırlıyor.

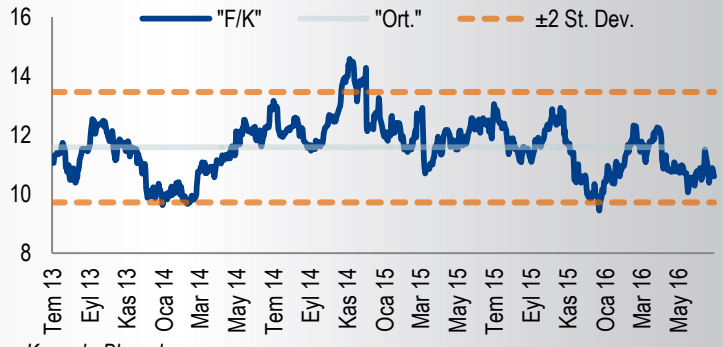
Bloomberg tahminlerine göre 1 yıllık ileriye dönük F/K oranı tarihi ortalaması 11.6x olan TCELL 10.6x ile işlem görüyor.

TCELL (Endeks Üzeri)			Turkcell
Sektör			İletişim
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	10.36	13.00	25%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	-14%	-16%	5%
BIST100'e göre relatif	0%	-3%	-13%	0%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR12.5mn	TL41.3mn
Piyasa Değeri	EUR6,815mn	TL22,792mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	**12,769**	**13,538**	**14,581**	**15,564**
Büyüme	*6%*	*6%*	*8%*	*7%*
FAVÖK	**4,120**	**4,255**	**4,704**	**5,062**
Büyüme	*12%*	*3%*	*11%*	*8%*
Net Kar	**2,070**	**1,946**	**2,223**	**2,584**
Büyüme	*11%*	*-6%*	*14%*	*16%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	6.4	6.2	5.6	5.2
F/K	11.0	11.7	10.3	8.8



Kaynak: Bloomberg

Teknosa

Yatırım Tezi:

Teknosa son dönemlerde iyileşen operasyonel sonuçlara rağmen nakit dışı ve tek sefere bahsuz giderler nedeniyle zarar açıklamaya devam etti. Buna karşılık şirketin nakit akımındaki iyileşme devam etmektedir. 4Ç15'de pozitife dönen benzer mağaza satışları sonrası da operasyonel iyileşmenin hisse performansına yansımadığını düşünüyoruz.

Şirketin operasyonel sonuçlarındaki iyileşmenin 2016 yılında devam edeceğini tahmin ediyoruz. Mağazalarında Arçelik'in beyaz eşyalarını da satmaya başlayan şirket, satış kırılımında beyaz eşyanın payının artmasıyla karlılığını arttırabilir. Diğer taraftan 4.5G'nin etkisiyle ivmelenecek telekom ürünleri satışı da ciro artışını olumlu etkileyecektir.

Şirket yönetimi 2016 yılında %4 ciro artışı, %3.5 FAVÖK marjı hedeflerken bizim tahminimiz ciro tarafında daha yüksek bir büyümeye karşılık (+9%) FAVÖK marjının daha aşağıda (%2.5) olacağı şeklinde. Bizim çekimser tahminlerimiz FAVÖK'te %143'lük artışa işaret ederken, 2015 yılında tek seferlik giderleri hariç tuttuğumuzda bile artış %28 olmaktadır.

Kısa Vadeli Görünüm:

Hükümetin Türkiye'de ticaret faaliyetleri arttırmak amacıyla makro-ihtiyati tedbirlerde gevşemeye gitmesi bekleniyor. Kredi kartı taksitlendirmelerine dair olası bir kolaylık Teknosa için olumlu bir gelişme olacaktır.

Şirket'in gelecek dönemlerde pozitif nakit akışı üretmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.

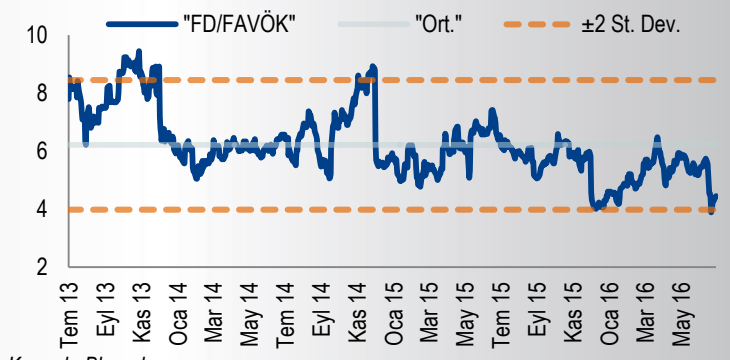
Şirket şu an FD/FAVÖK çarpanının tarihi dip seviyelerinde işlem görüyor.

TKNSA (Endeks Üzeri)			Teknosa
Sektör			Elektronik Perakende
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	5.11	7.20	41%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-10%	-15%	-29%	-20%
BIST100'e göre relatif	-8%	-4%	-26%	-24%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.9mn	TL3.1mn
Piyasa Değeri	EUR168mn	TL562mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	**3,167**	**3,465**	**3,756**	**4,201**
Büyüme	*5%*	*9%*	*8%*	*12%*
FAVÖK	**36**	**87**	**108**	**124**
Büyüme	*-54%*	*143%*	*24%*	*14%*
Net Kar	**-95**	**-1**	**11**	**20**
Büyüme	*373%*	*-99%*	*-1134%*	*82%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	13.7	5.6	4.5	4.0
F/K	-5.9	-531.2	51.4	28.3



Kaynak: Bloomberg

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 kısa süre önce başladı. 2016 yılında yeni modellerin etkisiyle satış adet artışının % 30, satış gelir artışının %44 olacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK'te YBBO'nun önümüzdeki 3 yıl %19 olacağını tahmin ediyoruz.

Kısa Vadeli Görünüm:

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

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

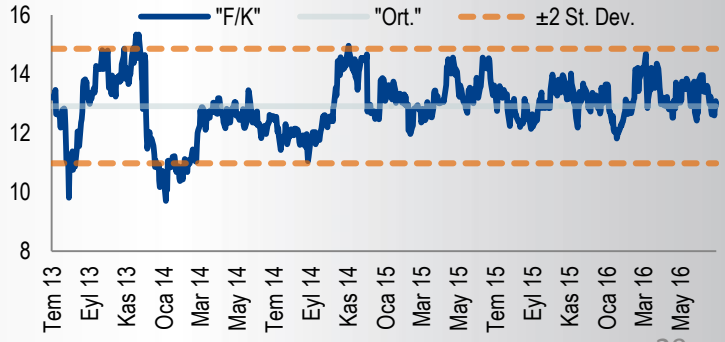
Ticari amaçlı kullanılan araçların yenilenmesinde ÖTV alınmamasını öngören teşvik paketinin kısa zaman içinde yasalaşması beklenmektedir. Konu ile ilgili gelişmeler hisse senedini olumlu etkileyecektir.

TOASO (Endeks Üzeri)			Tofaş Otomobil Fab.
Sektör			Otomotiv
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	23.60	31.00	31%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	2%	7%	36%	29%
BIST100'e göre relatif	4%	21%	41%	23%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR7.1mn	TL23.4mn
Piyasa Değeri	EUR3,528mn	TL11,800mn

Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	**9,921**	**14,247**	**16,408**	**17,711**
Büyüme	*33%*	*44%*	*15%*	*8%*
FAVÖK	**1,069**	**1,446**	**1,688**	**1,822**
Büyüme	*28%*	*35%*	*17%*	*8%*
Net Kar	**831**	**1,008**	**1,251**	**1,001**
Büyüme	*45%*	*21%*	*24%*	*-20%*
Çarpanlar	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
FD/FAVÖK	14.0	10.4	8.9	8.2
F/K	14.2	11.7	9.4	11.8



Kaynak: Bloomberg

Aylık Takvim

YURT İÇİ EKONOMİ TAKVİMİ - AĞUSTOS 2016						
Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
1 @ 10.00 İmalat Sanayi PMI Verisi @ 12.00 ITO Geçinme Endeksi @ 12.00 TIM İhracat Verileri HALKB, 2Ç16 Finansalları	2 @ 14.30 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Mayıs) FROTO, 2Ç16 Finansalları OYAK ÇİMENTO GRUP, 2Ç16 Finansalları	3 İtfa: 570 milyon TL @ 10.00 TÜFE, Yurtiçi ÜFE (Temmuz)	4 @ 10.00 TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Temmuz) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (31. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (30. Hafta) @ 14.30 Reel Efektif Döviz Kuru (Temmuz) HLGYO, 2Ç16 Finansalları	5 Moody's - Türkiye'nin Kredi Notu Değerlendirmesi @17.30 Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Temmuz) TKNSA, 2Ç16 Finansalları	6	7
8 @ 10.00 Sanayi Üretimi (Haziran) TTRAK, 2Ç16 Finansalları EKGYO, 2Ç16 Finansalları CIMSA, 2Ç16 Finansalları	9 @ 10.00 Perakende Satış Hacim Endeksi (Haziran) VAKBN, 2Ç16 Finansalları BIZIM, 2Ç16 Finansalları	10 İtfa: 658 milyon TL @ 10.00 Motorlu Kara Taşıtları (Haziran) AKCNS, 2Ç16 Finansalları	11 @ 10.00 Ödemeler Dengesi (Haziran) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (32. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (31. Hafta) TUPRS, 2Ç16 Finansalları	12 @ 10.00 Dış Ticaret Endeksleri (Haziran) @ 10:00 Sanayi Ciro Endeksi (Haziran)	13	14
15 @ 10.00 Hanehalkı İşgücü (Mayıs) @ 10.00 Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Haziran) PGSUS, 2Ç16 Finansalları TRGYO, 2Ç16 Finansalları	16 11.02.2026 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) @ 10.00 Kısa Vadeli Dış Borç İstatistikleri (Haziran) BIMAS, 2Ç16 Finansalları ENKAI, 2Ç16 Finansalları	17 İtfa: 1,507 milyon TL @ 10.00 Uluslararası Yatırım Pozisyonu (Haziran)	18 @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (33. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (32. Hafta) @ 14.30 TCMB Beklenti Anketi (Ağustos) TKFEN, 2Ç16 Finansalları	19 Fitch - Türkiye'nin Kredi Notu Değerlendirmesi	20	21
22	23 17.02.2021 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) @ 10.00 Tüketici Güven Endeksi (Ağustos) @ 14.00 PPK Toplantısı (Ağustos) -	24 İtfa: 1,244 milyon TL @ 10.00 PPK - Banka Ekonomistleri Toplantısı @ 10.00 Konut Satış İstatistikleri (Temmuz)	25 @ 14.30 Kapasite Kullanım Oranı (Ağustos) @ 14.30 Reel Kesim Güven Endeksi (Ağustos) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (34. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (33. Hafta)	26	27	28
29 @ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Haziran) @ 10.00 Ekonomik Güven Endeksi (Ağustos)	30	31 İtfa: 204 milyon TL @ 10.00 Dış Ticaret Dengesi (Temmuz) @ 11.00 Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Temmuz)				

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E–3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 317 69 32

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Levent Durusoy	Koordinatör	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
Hakan Tezcan	Koordinatör	hakan.tezcan@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 16

Araştırma Bölümü

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

Yatırım Danışmanlığı Bölümü

Dr. Nuri Sevgen	Müdür	nuri.sevgen@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 62
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

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş	Müdür	pervin.bakankus@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

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