

2017 STRATEJİ RAPORU

Kusursuz fırtınanın ardından...

5 Ocak 2017

Hisse senetleri açısından zorlu bir yılı geride bırakırken...

FED'in faiz artıracığına dair endişeler ile ABD seçimleri, 2016 yılının ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelere olan risk iştahını zayıflattı. Türk varlıkları ise hem jeopolitik hem de politik nedenlerden dolayı negatif bir ayrışma yaşadı. 2016 yılında hisse senetleri gelişmekte olan ülkelere göre %18 düşük performans gösterdi (Türkiye %11'lik kayıp yaşarken GÖÜ'ler %9 arttı). Türk varlıklarının ayrışması Mayıs ayı başında Başbakan Davutoğlu'nun istifası ile başladı ve 15 Temmuz'daki başarısız darbe girişimi ile daha da tetiklenmiş oldu. 23 Eylül'de Moody's'in not indirimi ise bu ayrışmayı en belirgin hale getiren durum oldu ve MSCI Türkiye en düşük seviyelerine geriledi. Böylece, Türkiye ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki fark daha da açılmış oldu. Tüm bunlara ek olarak, Suriye ile artan gerilim de düşük performansı destekledi. Ancak, 2016'nın son günlerinde Rusya ve Türkiye arasında Suriye'de ateşkes konusunda anlaşılması bu yönde gelen olumlu bir haber akışı oldu. Bu gelişmeler göz önüne alındığında, 2016 yılında BIST-100 endeksi %9 değer kazanırken sanayi endeksi bankacılık endeksine göre %7 daha iyi bir performans gösterdi.

2017'de zorluklar devam edebilir..

Zorlu bir yılı geride bıraktık. Ancak, 2016'dan 2017'nin ilk yarısına taşınan bazı konular söz konusu. Ekonomide yavaşlama, TL'deki değer kaybı ile doğan reel sektör borcu, anayasa değişikliği gelişmeleri, kredi notu değerlendirmeleri ve jeopolitik riskler kısa vadede izlenmesi gereken temel sorunlar arasında yer almaktadır. Büyümeye dair göstergeler 4. çeyrekte çok olumlu gelişmedi. Biz 2016 yılı için GSYİH büyümesini %2,5 bekliyoruz. 2017 yılında teşvik paketinin büyümeye katkısının 40 baz puan hesaplıyoruz ve, GSYİH büyümesinin %3,3'e yükselmesini öngörüyoruz. 27 Ocak'ta Fitch Ratings, Türkiye'nin kredi derece notu hakkındaki görüşünü açıklamasını bekliyoruz. Yakın vadede Fitch'in muhtemel bir not indirimi endişesi ile, TL varlıklardaki toparlanma eğiliminin sınırlı kalacağını düşünüyoruz.

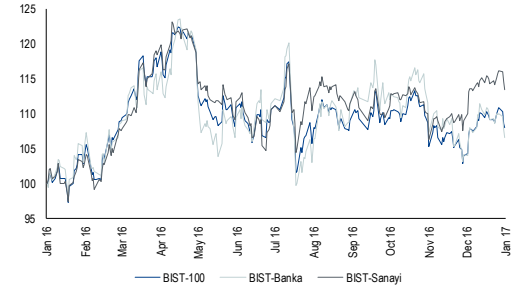
2016 senesindeki %8'lik artışın ardından 2017'de kapsamımızdaki şirketlerde %23 kar artışı bekliyoruz...

Güçlü net kar büyümesi tahminlerimiz görece düşük döviz zararlarından ve satış gelirlerindeki %21'lik büyümeden (2016 yılı için %8'lik bir büyüme bekliyoruz) kaynaklanmaktadır. FAVÖK büyümesinin ise 2016 yılında %1'lik daralma sonrasında 2017 yılında %23 artmasını beklemekteyiz. Finans dışı sektörler için beklediğimiz %47'lik kar artışının yanında, finans şirketleri için 2017 yılında %3 kar artışı öngörüyoruz. Bu düşük artışta, bankaların 2016 yılındaki yüksek baz etkisi etkili olmaktadır. Genel karşılık oranlarındaki düşüş ve takipteki krediler için yeniden yapılandırma imkanı, bankacılık sektörü kar görünümü açısından aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır. Döviz cinsinden gelire sahip şirketler 2017 yılında TL'nin değer kaybetmesinden oldukça olumlu bir şekilde fayda sağlayacaktır. Bu çerçevede, MSCI Türkiye'nin MSCI GÖÜ'lere göre %36'lık bir iskontoya sahip olduğu düşünüldüğünde Türk varlıklarının GÖÜ'lere göre daha cazip hale geldiğini düşünüyoruz.

12 aylık BIST-100 hedefimiz 89.600 puan seviyesindedir...

İndirgenmiş nakit akımlarında baz yılının ötelenmesi, yeni sermaye maliyeti tahminlerimizi (100 baz puan artışla %16,75'e yükseldi) dengelemektedir. Bu nedenle, 12-aylık BIST-100 endeksi hedefimizi %18'lik artış potansiyeli ile 89,600 olarak devam ettiriyoruz. 2017 yılı önemli gündem maddelerini göz önünde bulundurduğumuzda, endeks performansı açısından yılın ikinci yarısının ilk yarısına göre daha iyi geçeceğini düşünmekteyiz. 2017 için Model Portföyümüz **BIMAS, CIMSA, GARAN, TOASO, TTRAK ve YKBNK**'tan oluşmaktadır.

BİST Performansı



Kaynak: BIST

YF Model Portföy

Hisse Kodu	PD (TLmn)	Hedef Fiyat (TL/hisse)	Yukarı Potansiyel	F/K 2017T
BIMAS	14,858	60.00	23%	18.3
CIMSA	2,172	19.70	23%	7.4
GARAN	31,206	9.00	21%	6.1
TOASO	11,610	30.00	29%	8.4
TTRAK	3,819	86.50	21%	11.3
YKBNK	14,519	4.10	23%	4.6

Makroekonomik Tahminler

	2015	2016T	2017T
GSYİH (milyar TL)	2337.5	2559.7	2872.6
GSYİH (milyar \$)	861.5	845.6	800.0
GSYİH Reel Büyüme	6.1%	2.5%	3.3%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	8.81%	8.53%	8.47%
TÜFE (yıllık, ortalama)	7.67%	7.78%	8.62%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	10.78%	10.65%	11.76%
Politika Faizi (dönem sonu)	7.50%	8.00%	9.00%
USD/TL (dönem sonu)	2.9128	3.5382	3.7200
USD/TL (ortalama)	2.7227	3.0242	3.5551
Cari Denge (milyar \$)	-32.2	-34.6	-37.1

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Akif Daşiran

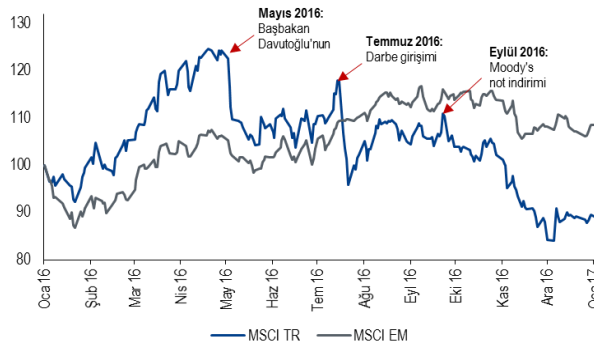
akif.dasiran@yf.com.tr

0 (212) 334 9839

1. Piyasalar için kötü bir yılı geride bıraktık

FED'in faiz artıracığına dair korkular ve ABD seçimleri kaynaklı 2016 yılının ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelere olan risk iştahı zayıflama gösterdi. Türk varlıkları ise hem jeopolitik hem de politik nedenlerden dolayı negative bir ayrışma yaşadı. 2016 yılında Türk hisseleri gelişmekte olan ülkelere göre %18 düşük performans gösterdi (Türkiye %11'lik kayıp yaşarken GOÜ'ler %9 arttı). Türk varlıklarının ayrışması Mayıs ayı başında Başbakan Davutoğlu'nun istifası ile başladı ve 15 Temmuz'daki başarısız darbe girişimi ile daha da tetiklenmiş oldu. 23 Eylül'de Moody's'in not indirimi ise bu ayrışmayı en belirgin hale getiren durum oldu ve MSCI Türkiye en düşük seviyelerine geriledi. Böylece, Türkiye ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki fark daha da açılmış oldu. Tüm bunlara ek olarak, Suriye ile artan gerilim de düşük performansı destekledi. Ancak, 2016'nın son günlerinde Rusya ve Türkiye arasında Suriye'de ateşkes konusunda anlaşılması bu yönde gelen olumlu bir haber akışı oldu. Bu gelişmeler göz önüne alındığında, 2016 yılında BIST-100 endeksi %9 değer kazanırken sanayi endeksi bankacılık endeksine göre %7 daha iyi bir performans gösterdiği görülmektedir.

Figür 1: MSCI Türkiye vs GOÜ Perf. (1.1.2016=100)



Figür 2 : Piyasa Özeti*

Piyasa Özeti	Kapanış	ABB*	3 Aylık	YBB*	2016
BIST-100	76,618	-1.95%	-0.79%	-1.95%	8.94%
BIST-Sanayi	82,451	-1.36%	3.46%	-1.36%	15.17%
BIST-Finansal	101,515	-2.01%	-2.56%	-2.01%	9.88%
MSCI GOÜ	868.44	0.72%	-5.12%	0.72%	8.58%
MSCI EM AVRUPA	301.20	1.42%	8.91%	1.42%	21.51%
MSCI TÜRKİYE	303.25	-4.12%	-17.10%	-4.12%	-10.51%

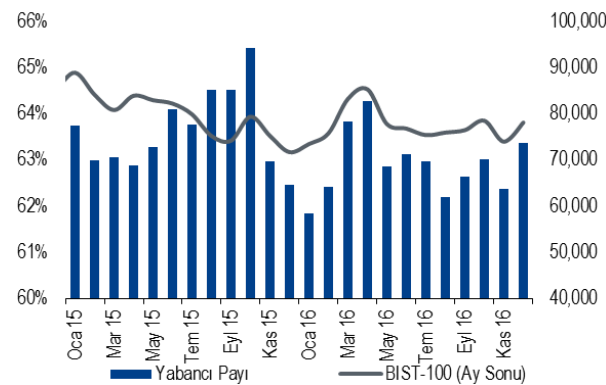
*ABB: Aybaşı-bugün, ** YBB: Yılbaşı-bugün

**03.01.2017 fiyatlarıyla

Kaynak: MSCI Barra, BIST

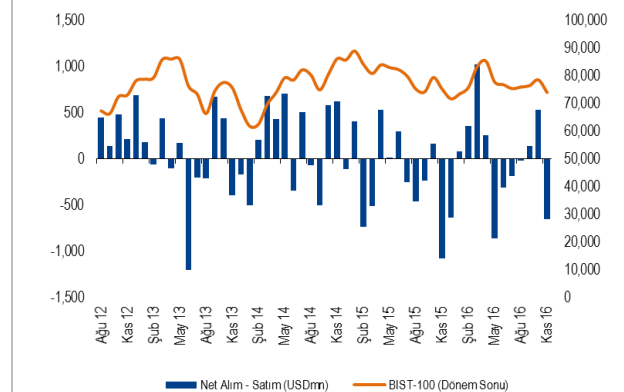
Türk hisselerinde ortalama yabancı payı 2016 yılında %62,9'a geriledi (2015 yılında %63,6 seviyesindeydi). Ocak ayında son 22 ayın en düşük seviyesi olan %61,8 seviyesine düşmesinin ardından Nisan ayı sonuna kadar yukarı yönlü bir eğilim gösterdi ve toplam net alım 1,7 milyar dolar oldu. Ancak, Başbakan Davutoğlu'nun istifasıyla Türk hisselerine olan yabancı ilgisi azaldı ve yabancı payı %62,9'a geriledi (aynı zamanda 863 milyon dolarlık çıkış yaşandı). Yabancı çıkışı Haziran ayında da devam etti ve Temmuz ayındaki başarısız darbe girişiminin ardından Temmuz ve Ağustos aylarında yabancı yatırımcılar 203 mn dolar net çıkışla net satıcı konumunda oldular. Diğer bir taraftan ise, Eylül ayındaki Moody's not indirimine rağmen, yabancı yatırımcılar Eylül ve Ekim aylarında toplam 672 mn dolar ile net alıcı konumunda kaldılar. Sonuç olarak, 2015 yılındaki 2,5 milyar dolarlık sert çıkışın ardından 2016 yılbaşının ilk 11 ayında net yabancı girişi 364 milyon dolar oldu.

Figür 3: Yabancı Takas Oranı ve BİST



Kaynak: BIST

Figür 4: Net Yabancı Alım-Satım



2. Zorluklar bir süre daha devam edebilir

- 2016 yılı oldukça zorlu geçti. Terör örgütleri büyük şehirlerde sivil halkı hedef aldı ve 2015 yılında DAESH'ten gelen tehditin devamında 2016 yılında iç güvenlik endişeleri artış gösterdi. 15 Temmuz'da darbe girişimi sonrasında OHAL uygulanmaya başlandı. OHAL'in 3 ay daha uzatılmasında terör örgütlerinin saldırıları etkili oldu. Ak Parti hükümeti Nisan ayında anayasa hakkında referanduma giderse, OHAL'in uzamayılabileceğini düşünüyoruz.
- Trump'un Başkanlık seçimini kazanmış olması, hem ekonomik hem de siyasi anlamda belirsizlikler yaratmıştır. Mali alanda gevşeme beklentileri ABD ekonomisinin büyüme ve enflasyon görünümünü yükseltebilir. AMB ise, gevşek para politikasını sürdürebilir ve varlık alım programının süresini uzatabilir. Bu gerçekleşirse, piyasalardaki likidite devam edebilir.
- Türkiye, Rusya ve ABD arasında denge politikası izlediğini görüyoruz. Suriye'deki iç savaş konusunda kesin bir sonuçtan hala uzaktayız ancak bu konuda bir çözüme yaklaşıldığını da düşünüyoruz.
- Fitch Ratings, Türkiye'nin kredi görünümü hakkındaki görüşünü 27 Ocak'ta açıklayacak. Fitch tarafından potansiyel bir not indirimi beklentisi, TL varlıklar için toparlanma ihtimalini azaltabilir. Fitch 19 Ağustos'ta Türkiye'nin kredi notu görünümünü negatife çevirdi ve baz senaryomuz dahilinde olmasa da, Fitch Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirebilir.
- 4Ç'de büyüme göstergeleri yeterince iyi gözükme de, 2016 yılında ekonomik büyüme oranının yıllık %2.5 olmasını, 2017 yılında ise ekonomik büyüme oranının yıllık %3.3'e çıkmasını bekliyoruz. 2017 yılında gelecek olan ekonomiyi destekleme paketlerinin ekonomik büyüme oranını 40 baz puan artırarak %3.3'e yükselteceğini hesaplıyoruz.
- TCMB'nin finansal istikrarı sağlamaya karşılık ekonomik aktiviteyi canlandırmak arasındaki tercihi bankanın daha yakından takip edilmesine neden olacaktır. Merkez Bankasının tercihinin finansal istikrardan yana kullanacağına ve TL'de devam etmekte olan değer kaybını frenleyebilmek için 2017 yılı içerisinde politika faizini toplamda 100 baz puan artıracığına inanıyoruz. 2016 yılsonunda %8.5 olan TÜFE enflasyonunun Nisan ve Mayıs aylarında çift haneli rakamları görmesini bekliyoruz. Ayrıca, 2017 yılında cari işlemler açığının 2.5 mlr dolar artarak 37.1 mlr dolar olmasını (GSYH'nın %4.6'sı) bekliyoruz.
- Türk Lirası 2016 yılında en çok değer kaydeden para birimlerinden biri oldu. Nominal olarak, TL dolar karşısında %21,5 değer kaybederken döviz sepetindeki kayıp %18,7 olarak gerçekleşti. Kur kaynaklı olarak özel sektör borcunda artış, azalan cari açığın Mayıs ayında tekrardan yükselişe geçmesi, yetersiz olan düşük reel faiz oranları gibi yapısal kırılganlıklar TL'yi Dolar karşısında savunmasız bıraktı. 2017 yıl sonunda USD/TRY kurunun 3,72'ye EUR/TRY'nin ise 3,87 seviyesine gelmesini beklemekteyiz. Döviz sepetinin ise hem nominal hem de reel olarak %5'in altında bir değer kaybı yaşayacağını öngörmekteyiz.
- Tahviller için en büyük riskler (i) Nisan ve Mayıs aylarında çift haneye çıkan enflasyon; (ii) kamunun iç borç çevirme oranının %100'e yaklaşması. 2017 yılsonunda 2 yıllık gösterge tahvil faizinin %11.76 olmasını öngörmekteyiz. 3Ç17 sonunda tahvil faizlerinin %12.20'ye yaklaşmasını ve 2017 yılı ortalama tahvil faizinin %10.78 olmasını beklemekteyiz.

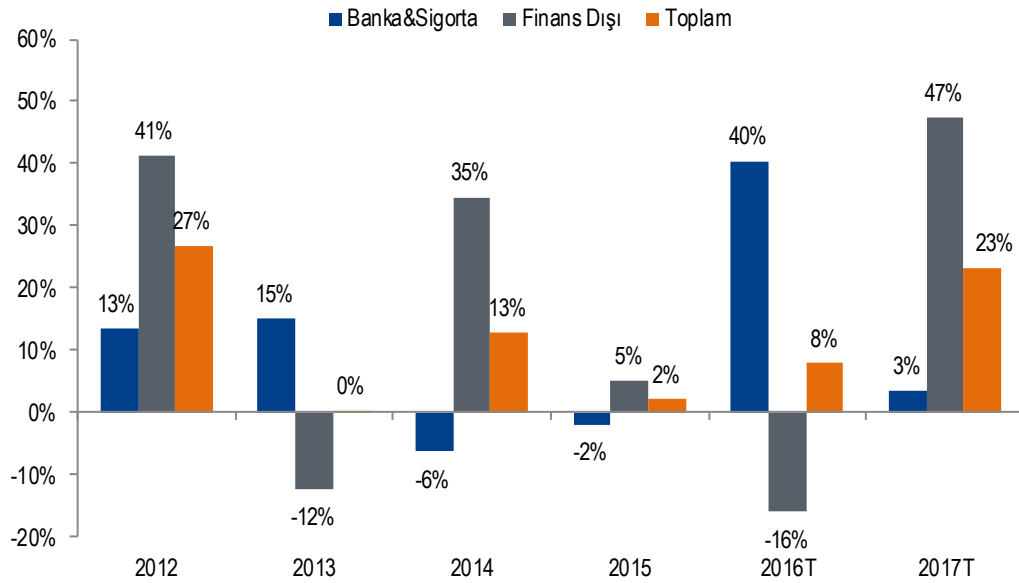
3. Uzun vadeli yatırımcılar için oldukça cazip fiyatlamalar

2017 yılında %23 kar büyümesi bekliyoruz...

Düşük bazın etkisi ile 2016 yılının 11 aylık döneminde, bankacılık sektörü özkaynak karlılığı yıllık 260 baz puan artış kaydetti. Takip ettiğimiz bankaların ilk 9 aylık net karı yıllık %57 artış gösterdi. 2016 yılı için bankacılık sektörü net kar büyümesinin, takip ettiğimiz bankalar için, net faiz marjındaki iyileşme ve düşük faaliyet gideri artışı nedeni ile %41 artmasını bekliyoruz. 2017 yılında FED'in faiz arttırmasının etkisi ile, kredi faizlerinde düşme ihtimalinin az olduğunu düşünüyoruz. Merkez Bankası'nın likidite yönetimi ile güçlü bir parasal sıkılaştırmadan kaçınılabilir. Ayrıca, libor oranlarındaki artış, darbe girişimi sonrası bankaların döviz fonlama talebinin artması ve Moody's in not indiriminin etkisi ile döviz fonlama maliyetlerinde artış görülmektedir. Yabancı para fonlama maliyetlerindeki artışın etkisi ile net faiz marjlarında yaklaşık 10 baz puan daralma öngörüyoruz.

2017 yılında bankacılık sektöründe takip ettiğimiz hisseler için %3 kar büyümesi bekliyoruz. Komisyon gelirlerindeki toparlanma, kontrollü faaliyet gideri artışı ve daha düşük genel karşılık gideri artışının kar büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Genel karşılık oranlarındaki düşüş ve takipteki krediler için yeniden yapılandırma fırsatının olması, kar görünümü açısından yukarı yönlü potansiyel yaratabilir.

Figür 5: Kapsamımızdaki Hisselerin Karlılık Artışı



Kaynak: BIST, YF Menkul Değerler Araştırma

Finans dışı sektörlerin net karın 2016 yılında, kur zararının etkisi ile %16 daralmasını bekliyoruz. Yüksek döviz açık pozisyonu bulunan, MGROS, TTKOM ve THYAO hariç tutulduğunda, 2016 yılındaki net kar artış beklentimiz %9 seviyesindedir. GSYİH büyüme beklentimiz 2016 yılındaki %2,5 seviyesinden 2017 yılında %3,3'e yükseleceği yönünde olup, TL'nin 2017 yılında enflasyon beklentimiz olan %8,5'tan daha az olarak %5 değer kaybedeceğini öngörüyoruz. Bu beklentiler ile birlikte, finans dışı sektörler için %47 kar artışı öngörüyoruz. Yukarıda bahsedilen hisseleri hariç tuttuğumuzda, net kar büyüme beklentimiz 2016 yılındaki %9 seviyesinden 2017 yılında %26'ya yükselmektedir.

2017 yılındaki güçlü kar artışı, sadece daha düşük kur zararından kaynaklı değil, %21'lik satış geliri artışından da kaynaklanmaktadır. 2016 yılında %1 daralma göstermesini beklediğimiz VAFÖK'ün, 2017 yılında %23 artış kaydetmesini bekliyoruz. Satış gelirlerinin döviz cinsi olan şirketler, 2017

yılında TL'nin değer kaybından olumlu etkilenebilir. Ek olarak, havacılık sektöründeki toparlanma beklentisi 2017 yılı VAFÖK'e destek olacaktır. Türk Hava Yolları, düşen turist ziyaretlerinin de etkisi ile, 2016 yılında verimlilik ile ilgili göstergelerinde olumsuz performans gösterdi. 2017 yılında düşük bazın da etkisi ile, THYAO için VAFÖK büyüme beklentimiz %174'tür.

Figür 6: Finansal Olmayan Şirketler için YF Tahminleri

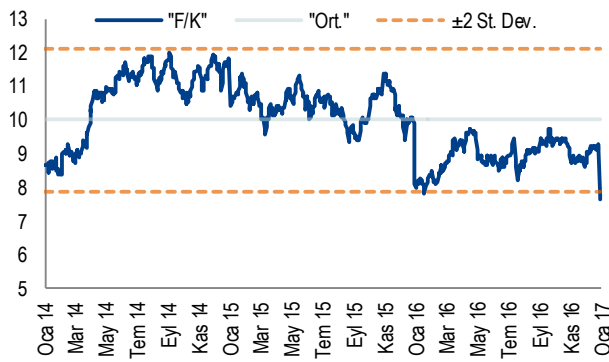
	2013	2014	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri (milyon TL)	197,359	217,182	240,746	259,041	312,525
Büyüme (%)	10%	10%	11%	8%	21%
FAVÖK (milyon TL)	25,512	27,484	34,739	34,455	42,241
Büyüme (%)	15%	8%	26%	-1%	23%
FAVÖK Marjı (%)	12.9%	12.7%	14.4%	13.3%	13.5%
Net Kar (milyon TL)	12,508	16,830	17,701	14,854	21,888
Büyüme (%)	-12%	35%	5%	-16%	47%

Kaynak: BIST, YF Menkul Değerler Araştırma

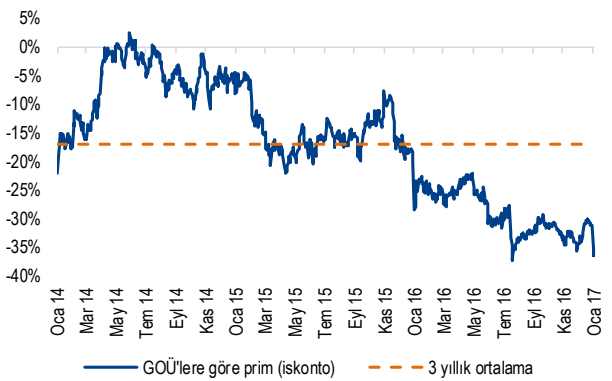
Kar artışındaki güçlü trende karşın yüksek iskontoyla işlem görüyoruz...

2016 yılında gelişmekte olan piyasalardan çoğu küresel likidite koşullarından faydalandı ve tarihsel trendlerine kıyasla en yüksek seviyelerdeki çarpanlarına ulaştı. Öte yandan, Türkiye'deki hisse senetleri ülke özelindeki konuların yanı sıra artan jeopolitik riskler nedeniyle baskı altında kaldı. Bu kapsamda, MSCI Türkiye endeksi MSCI GOP endeksine kıyasla %36 iskontolu işlem gördü ve geçtiğimiz 1 yıllık dönemdeki en yüksek iskontosuna ulaştı – 3 yıllık ortalaması olan %17'nin bir hayli üzerinde kaldı. Bu sebeple, Türkiye'deki finansal varlıklar gelişmekte olan piyasalardaki benzerlerine kıyasla daha çekici duruyor. 2017 yılında güçlü kar artışları beklendiğimizden ve BIST-100 endeksinin şu anda en dip seviyedeki çarpanlarına yakın işlem gördüğünden dolayı, piyasa için aşağı yönlü potansiyeli sınırlı görüyoruz. Geçtiğimiz 10 yıllık dönemde, Türkiye piyasasının gelişmekte olan piyasalara göre iskontosu özellikle de 2009 yılında %45'e ulaşmıştı.

Figür 7: BİST-100 12-ay ileriye dönük F/K



Figür 8: MSCI TR'nin MSCI GOÜ'lere göre iskontosı



Kaynak: Bloomberg

Bizim görüşümüze göre, defansif iş yapısı ve ihracat odaklı olan şirketler 2017 yılında, özellikle de yılın ilk yarısında diğer şirketlerin üzerinde performans gösterecek. **Otomotiv, perakende, havacılık ve telekom sektörleri için olumlu bir görüşümüz, buna karşılık çelik ve inşaat sektörleri için olumsuz görüşümüz var. Bankalar ve GYO'lar için görüşümüz ise nötr.**

2017 yılında turizm sektöründeki toparlanma tahminimizin **havacılık** sektöründeki şirketleri olumlu etkileyeceğine inanıyoruz. Buna ek olarak, fazla kapasitelerini ortadan kaldırmak için gerçekleştirdikleri ihtiyati tedbirler yük faktörünü ve yolcu getirisini destekleyecektir. Sektör için şu anda en önemli risk faktörü terör saldırıları olarak gözüküyor.

Otomotiv talebinin döngüsel doğasına rağmen, ihracat gelirlerinin toplamdaki payının yüksek olması, Türkiye Otomotiv Sektöründe faaliyet gösteren **otomotiv** şirketlerini yurtiçi pazardaki dalgalanmalara karşı güçlendiriyor. Bu yüzden, 2017 yılında otomotiv sektörü şirketlerinin piyasanın üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. **Perakende** ve **telekomünikasyon** sektörleri istikrarlı iş görünümüne sahip olmaları ve karlarındaki görünürlüğün yüksek olması sebebiyle defansif sektörler olarak duruyor.

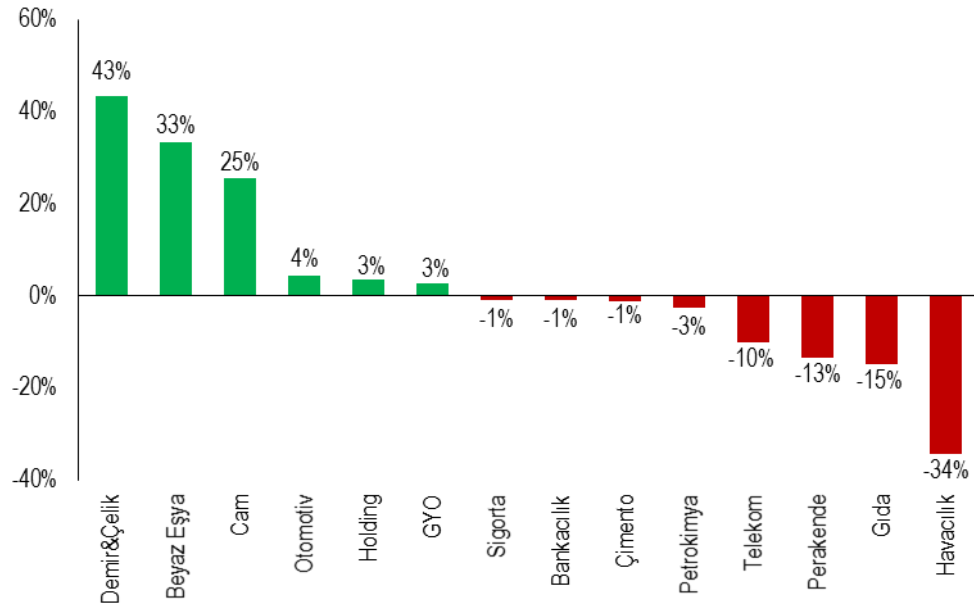
Sektördeki şirketlerin değerlemesinin sunduğu potansiyelin zayıf olması sebebiyle **demir-çelik** sektörü için şu anda görüşümüz olumsuz. Öte taraftan, sektör görünümü için emtia fiyatlarındaki artışı olumlu buluyoruz.

Orta Doğu'daki istikrarsızlık ve petrol fiyatlarının düşük seyri **yüklenici** şirketler için 2017 görünümünü bulanıklaştırıyor.

Zorlu piyasa koşullarına rağmen, sektöre yapılan devlet desteği sebebiyle **bankalara** karşı duruşumuz nötr. Ayrıca, mevcut NAD iskontosunun yüksek olmasının talep koşulları üzerinde potansiyel riskler oluşturmaması sebebiyle **GYO'lara** karşı da duruşumuz nötr.

Mevcut düşüncelerimize paralel olarak, en çok beğendiğimiz hisseler **BIMAS, CİMSA, GARAN, TOASO, TTRAK ve YKBNK**.

Figür 9: 2016 Sektör Performansları



Kaynak: BIST, Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

Baz senaryomuz için riskler şöyle sıralanabilir; i) küresel likidite koşullarındaki önemli değişimler, ii) AB/Rusya/Suriye/Irak ile olan mevcut durumumuzda olabilecek önemli değişimler iii) Türkiye'deki siyasi ortamdaki gerilimler ve iv) Fitch'in kredi derecelendirme notumuzu düşürmesi.

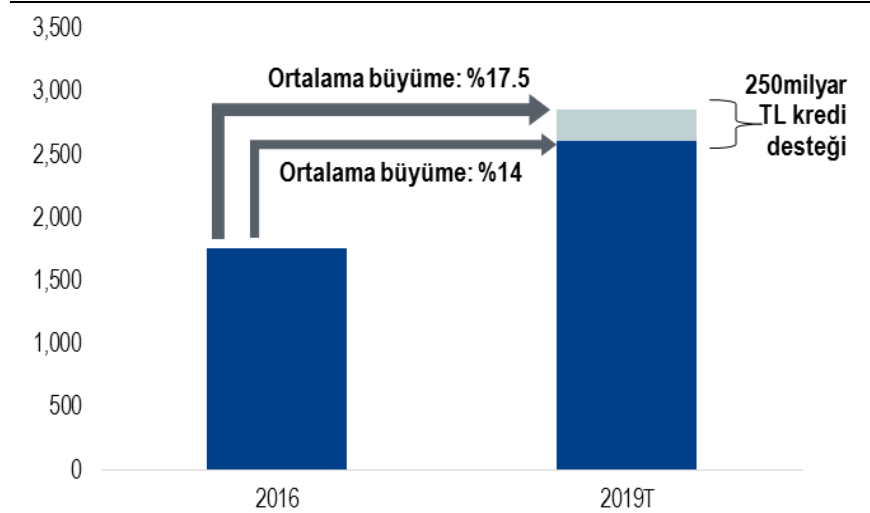
4. Teşviklerin sektörlere olası etkileri

- Kredi Garanti Fonu, KOBİ ve ihracatçıları 250 milyar TL'ye kadar kredi olarak destekleyecektir. KOBİ tanımını BDDK tarafından değişerek, teşviklerden daha fazla şirketin faydalanması sağlanacak.
- Özel sektör yatırımlarını desteklemek için, yatırım amaçlı inşaatlarda KDV geri ödemesi olacak. Çalışan prim borcu ödemeleri 1Ç17'den 4Ç17'ye ötelenecek.
- KOSGEB, 15 bin üyesini kapsayacak şekilde, 3 yıllık vadede 50 bin TL tutarında kredi sağlayacak.
- TL'deki dalgalanmayı önlemek adına, kamu kurumları gerekmedikçe anlaşmalarını döviz bazında yapmayacak.
- Kamu Bankaları, kamu kurumlarından topladıkları mevduatlar için ödeyeceği yıllık faiz oranı %7,5'u geçemeyecek. Bunun sonucunda, mevduat piyasasındaki rekabetinde rahatlatma ve kamu bankalarının sağlayacağı kredi faizlerinde bir nebze azalma bekleniyor.
- Hükümetin açıkladığı, Doğu ve Güneydoğu yatırımlarını teşvik paketi ile güneydoğu bölgesinde kentsel dönüşüm programı ve ekonomik gelişim desteklenecek.

KOBİ'lere verilen kredi teşvik hakkında senaryolar

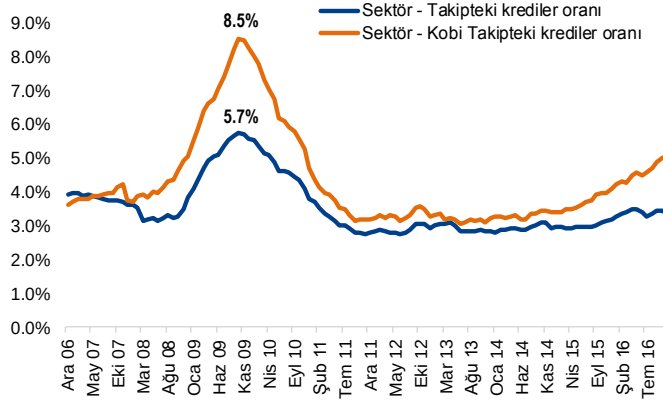
Kamunun Kobi ve ihracatçılara vereceği desteğin etkisini ölçmek şu aşamada güç ancak biz bu etkiye iki farklı yönden bakmaya karar verdik. Büyüme açısından baktığımızda, bankacılık sektörü için eğer 250 milyar TL tutarında ek kredi büyümesi sağlanırsa, önümüzdeki 3 yıllık dönemde, bankacılık sektörü kredi büyümesi %14 olan ortalama büyüme beklentimiz, %17,5'e yükselmektedir.

Figür 10: Teşviğin kredi büyümesine olası etkisi



Kaynak: Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

Kredi kalitesi açısından baktığımızda ise, KOBİ kredileri takipteki krediler oranı 2008 krizinde en kötü senaryoda %8,5 seviyesine yükseleceğini varsaydık. Bu senaryo altında, 250 milyar TL kredi için denk gelen takipteki krediler tutarı yaklaşık 21 milyar TL seviyesinde olup, bu tutarın hükümet tarafından karşılanacağını varsaydık. Kobilere oluşabilecek takipteki kredilerin devlet desteği dışındaki miktarının ise, bankacılık sektörü net karına yaklaşık %25 olumsuz etkileyebileceğini ve sektörün sermaye yeterlilik oranını 40 baz puan düşürebileceğini hesaplıyoruz. Yaptığımız analiz, en kötü senaryoya göre yapılmış olup, takipteki krediler oranının şu aşamada bu seviyelere yükselmeyeceğini düşünüyoruz. Ek olarak, Kobi tanımının değişecek olması nedeni ile, yaptığımız analizde de değişiklikler olması muhtemeldir.

Figür 11: Kobi kredileri takipteki alacaklar oranı (NPL)

Kaynak: BDDK, YF Menkul Değerler Araştırma

Figür 12: KOBİ Kredileri için Senaryo Analizi

TL milyon		
KOBİ segmenti max. NPL oranı (2009)		8.5%
	Krediler	NPL
KOBİ	416,454	35,399
Devlet desteği	250,000	21,250
Desteğin ardından kalan NPL		14,149
Ortalama karşılıklandırma oranı		76%
Sektörün Net Karı (12 aylık)		35,045
Muhtemel net kar etkisi		-8,648
Net Kara % etkisi		-25%
Sektör SYR		15.27%
SYR etkisi		-0.39%

Kaynak: BDDK Kasım'16, YF Menkul Değerler Araştırma

Güneydoğu Anadolu yatırım paketinin çimento sektörüne katkısı

Eylül ayı başında hükümet Türkiye'nin Doğu ve Güneydoğu bölgelerini yeniden yapılandırma kapsamında yeni bir yatırım paketi açıkladı. Yatırım paketi konuttan fabrika inşasına ve stadyumdan sulama projelerine geniş bir kapsama sahip ve Türkiye'nin Güney Doğu ve Doğu bölgelerinde toplamda 23 ili içermektedir. Kamunun 62 milyar TL yatırım yapacağı paket kapsamında hükümet 67bin konut, 15 hastane, 80 yeni fabrika ve 3 stadyum inşa etmeyi planlamaktadır. Özel sektörün de katkısıyla toplam yatırımın 4 yıl içerisinde 140 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir. Bu gelişme doğrultusunda bölgedeki talep görünümünün geri kazanılacağını düşünmekteyiz. Önümüzdeki 4 yıl içerisinde, 67 bin konut için toplam 2 milyon ton çimento ihtiyacı oluşacağını hesaplamaktayız. Ayrıca, inşa edilecek olan hastaneler, fabrikalar, otoyollar ve stadyumlar için ise ek 2,5 milyon ton çimentoya gereksinim olacaktır. Böylece, yatırım paketi bölgede yıllık 1,1 milyonluk (bölgesel klinker kapasitesinin %22'si) ek çimento talebi doğuracaktır.

Figür 13: Doğu ve Güney Doğu Anadolu Yatırım Paketi

Güney Doğu Anadolu Yatırım Paketi	
Projeksiyonlar	
Yatırım Dönemi	4 Yıl
İnşaa edilecek konut sayısı	67,000
İnşaa edilecek hastane sayısı (toplam yatak kapasitesi: 1640)	15
İnşaa edilecek stadyum sayısı	3
İnşaa edilecek fabrika sayısı	80
Otoyol - km	2,000
Yatırım Paketi Çimento Tüketimi	
Ortalama konut büyüklüğü - 150 m2	150
Metrekare başına çimento tüketimi	200
Konut yatırımları toplam çimento ihtiyacı	2,010
Diğer yatırımlar toplam çimento ihtiyacı	2,529
Yıllık ilave çimento talebi - bin ton	1,135

Kaynak: Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, Yatırım Finansman Araştırma

5. Temettüler

Yaklaşan temettü döneminde yüksek temettü verimliliğine sahip şirketlerin hisse performansı anlamında ön plana geçmesini bekliyoruz. Çimento şirketleri sundukları cazip temettü verimleri ile ön planda. 2016 net karlarından dağıtılmak üzere Adana Çimento'nun %10.5, Çimsa'nın %10.3, Akçansa'nın %10.0 ve Bolu'nun %7.1 temettü verimine sahip olmasını bekliyoruz. Ayrıca, Koç Holding şirketi olan Türk Traktör %7.7'lik güçlü temettü verimi ile üst sıralarda yer alacak. Buna ilaveten diğer bir Oyak Grubu şirketi olan Erdemir ise bekletilerimize göre %6.9 ile kayda değer bir temettü verimliliği sunmaktadır. 2016 yılı net kar ve dağıtım tahminlerimiz doğrultusunda, araştırma kapsamımızda yer alan ve temettü ödeyen şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır.

Figür 14: Kapsamımızdaki Hisselerin Temettü Performansı

HİSSE KODU	NET KAR (mTL)				BRÜT TEMETTÜ (mTL)				TEMETTÜ DAĞITIM ORANI				PIYASA DEĞERİ (TLmn)	TEMETTÜ VERİMİ (%)
	2014	2015	2016T	2017T	2014	2015	2016T	2017T	2014	2015	2016T	2017T		
BANKALAR														
AKBNK	3,160	2,995	4,441	4,357	570	600	888	851	18%	20%	20%	20%	30,000	3.0%
ALBRK	253	303	283	312	34	50	37	41	14%	17%	13%	13%	1,071	3.5%
GARAN	3,674	3,407	4,930	5,129	567	567	838	872	15%	17%	17%	17%	31,206	2.7%
HALKB	2,206	2,315	2,884	3,086	221	232	288	309	10%	10%	10%	10%	11,363	2.5%
VAKBN	1,753	1,930	2,457	2,587	100	100	123	129	6%	5%	5%	5%	10,500	1.2%
YKBNK	2,057	1,861	3,009	3,135	400	0	301	313	19%	0%	10%	10%	14,519	2.1%
ANHYT	107	145	167	164	60	100	100	99	56%	69%	60%	60%	2,068	4.8%
AVISA	46	35	69	104	40	31	60	90	86%	87%	87%	87%	2,264	2.7%
SANAYİ ŞİRKETLERİ														
ADANA	77	78	69	67	58	80	62	60	76%	103%	90%	90%	587	10.5%
AKCNS	249	281	294	266	226	258	270	244	91%	92%	92%	92%	2,619	10.3%
CIMSA	193	245	266	295	175	201	218	242	90%	82%	82%	82%	2,172	10.0%
TTRAK	261	257	327	339	300	300	294	305	115%	117%	90%	90%	3,819	7.7%
BOLUC	99	107	107	105	24	92	64	79	24%	86%	60%	75%	897	7.1%
EREGL	1,601	1,126	1,352	1,374	1,400	1,050	1,142	1,072	87%	93%	84%	78%	16,625	6.9%
FROTO	595	842	821	1,033	400	663	657	827	67%	79%	80%	80%	10,296	6.4%
TAVHL	634	633	557	908	306	348	313	474	48%	55%	56%	52%	5,071	6.2%
TUPRS	1,459	2,550	1,982	2,534	0	1,628	1,054	1,774	0%	64%	53%	70%	17,404	6.1%
MRDIN	60	44	32	33	56	41	25	26	93%	92%	80%	80%	482	5.3%
EKGYO	954	953	1,744	1,943	367	368	486	969	38%	39%	28%	50%	11,210	4.3%
DOAS	252	303	160	200	150	300	80	100	60%	99%	50%	50%	1,905	4.2%
TOASO	574	831	996	1,387	485	365	490	807	84%	44%	49%	58%	11,610	4.2%
TKFEN	56	185	289	412	40	60	87	124	72%	32%	30%	30%	2,338	3.7%
TMSN	22	34	51	81	0	0	31	48	0%	0%	60%	60%	876	3.5%
TRGYO	1,059	954	178	486	50	60	71	122	5%	6%	40%	25%	2,005	3.5%
TECELL	1,867	2,070	1,455	2,342	3,925	0	728	1,171	210%	0%	50%	50%	21,076	3.5%
ISGYO	328	556	133	128	48	52	39	38	15%	9%	29%	30%	1,309	3.0%
BIMAS	395	583	657	811	273	334	434	535	69%	57%	66%	66%	14,858	2.9%
ARCLK	617	891	1,423	1,280	350	262	356	512	57%	29%	25%	40%	13,528	2.6%
ENKAI	1,441	1,440	1,828	2,029	580	600	548	609	40%	42%	30%	30%	22,428	2.4%
OTKAR	73	80	80	99	80	72	73	90	110%	91%	91%	91%	3,166	2.3%
ASELS	392	213	577	815	65	42	144	204	17%	20%	25%	25%	12,160	1.2%
BIZIM	11	14	15	29	2	4	4	9	19%	27%	30%	30%	446	1.0%
HLGYO	61	57	45	37	6	5	5	6	10%	9%	12%	15%	711	0.8%
BMEKS	9	9	-9	6	0	2	0	0	0%	22%	0%	0%	101	0.0%
MGROS	96	-370	-206	112	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	3,124	0.0%
PGSUS	143	113	-36	-20	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	1,335	0.0%
THYAO	1,819	2,993	-277	580	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	6,652	0.0%
TTKOM	2,007	907	-88	1,791	1,841	841	0	1,611	92%	93%	0%	90%	18,410	0.0%
VESTL	97	60	374	235	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	2,073	0.0%

Kaynak: YF Tahminleri, BIST

6. Değerleme Güncellemeleri

İndirgenmiş Nakit Akım değerlemelerimizde başlangıç yıl değişiminden kaynaklanan pozitif etki artan özsermaye maliyetini (100 bp artış ile %16.75'e yükseldi) dengelemektedir. Bu nedenle BİST-100 için 12 aylık hedef fiyatımızı 89,600 olarak koruyoruz. Revize edilen makroekonomik tahminlerimiz ile güncellediğimiz şirket bazındaki tahminlerimizi aşağıdaki tabloda bulabilirsiniz:

FİNANSALLAR	TAVSİYE	HALKA AÇIKLIK	PİY. DEĞ. (mn TL)	ORT. İŞLEM (3 ay, mn TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	YENİ HEDEF FİYAT (TL/hisse)	ESKİ HEDEF FİYAT (TL/hisse)	POTANSİYEL (%)	F/K 2017T	F/D 2017T	BIST100'e REL. PERF. 1 AY	3 AY	12 AY
Bankalar													
AKBNK	Endekse Paralel	52%	30,000	170.5	7.50	8.45	8.60	13%	6.9	0.9	-3%	-6%	8%
ALBRK	Endeks Altı	21%	1,071	1.8	1.19	1.20	1.20	1%	3.4	0.4	-1%	-2%	-13%
GARAN	Endeks Üzeri	48%	31,206	632.8	7.43	9.00	9.20	21%	6.1	0.8	-2%	-6%	0%
YKBK	Endeks Üzeri	18%	14,519	86.7	3.34	4.10	4.05	23%	4.6	0.5	2%	-6%	-4%
VAKBN	Endekse Paralel	25%	10,500	112.3	4.20	4.70	4.90	12%	4.1	0.5	-3%	-8%	5%
HALKB	Endekse Paralel	49%	11,363	240.3	9.09	10.15	11.00	12%	3.7	0.5	0%	1%	-16%
Sigorta													
ANHYT	Endeks Üzeri	17%	2,068	1.1	4.81	6.40	6.90	33%	12.6	2.2	1%	-2%	-17%
AVISA	Endekse Paralel	20%	2,264	0.6	19.19	21.60	21.50	13%	21.9	9.6	-5%	6%	8%
OLMAYAN													
Havacılık													
PGSUS	Endeks Üzeri	35%	1,335	26.5	13.05	16.00	13.40	23%	a.d.	7.3	3%	12%	-29%
TAVHL	Endeks Üzeri	40%	5,071	27.1	13.96	17.00	14.70	22%	5.6	4.5	2%	14%	-23%
THYAO	Endeks Üzeri	50%	6,652	253.0	4.82	7.00	6.70	45%	11.5	7.3	-3%	-5%	-37%
Otomotiv													
DOAS	Endekse Paralel	15%	1,905	7.0	8.66	9.80	11.60	13%	9.5	8.4	-2%	-13%	-18%
FROTO	Endeks Üzeri	18%	10,296	11.0	29.34	37.00	38.00	26%	10.0	7.0	0%	-3%	-5%
TOASO	Endeks Üzeri	24%	11,610	17.0	23.22	30.00	31.00	29%	8.4	8.4	4%	5%	19%
TTRAK	Endeks Üzeri	24%	3,819	5.7	71.55	86.50	90.00	21%	11.3	8.7	-4%	-14%	3%
Çimento													
ADANA	Endeks Altı	58%	587	0.6	6.66	6.30	6.60	-5%	8.8	9.1	11%	9%	17%
AKCNS	Endeks Üzeri	19%	2,619	3.9	13.68	16.20	16.20	18%	9.8	6.6	7%	7%	6%
BOLUC	Endeks Üzeri	26%	897	1.7	6.26	7.40	7.80	18%	8.5	6.4	1%	4%	23%
CIMSA	Endeks Üzeri	40%	2,172	2.0	16.08	19.70	19.40	23%	7.4	7.0	8%	7%	9%
MRDIN	Endeks Altı	45%	482	1.6	4.40	4.30	4.50	-2%	14.7	11.8	6%	-5%	23%
Telekom													
TCELL	Endeks Üzeri	35%	21,076	55.0	9.58	11.50	13.00	20%	9.0	4.8	3%	-1%	-9%
TTKOM	Endekse Paralel	13%	18,410	26.3	5.26	6.50	6.80	24%	10.3	5.1	-2%	-6%	-5%
Holdingler													
KCHOL	Endekse Paralel	22%	33,271	45.2	13.12	14.70	14.00	12%	-	-	3%	3%	16%
SAHOL	Endeks Üzeri	44%	18,180	45.6	8.91	10.60	11.40	19%	-	-	0%	-4%	5%
İnşaat Taahhüt													
ENKAI	Endekse Paralel	12%	22,428	15.5	5.34	5.80	4.70	9%	11.1	7.7	6%	23%	26%
TKFEN	Endekse Paralel	48%	2,338	35.6	6.32	7.20	8.10	14%	5.7	3.9	1%	-13%	53%
Savunma													
ASELS	Endekse Paralel	14%	12,160	20.3	12.16	13.50	11.60	11%	14.9	13.8	6%	31%	32%
OTKAR	Endekse Paralel	27%	3,166	25.9	131.90	150.00	130.00	14%	32.0	17.0	7%	28%	35%
Dayanıklı Tüketim													
ARCLK	Endekse Paralel	25%	13,528	17.2	20.02	23.00	19.00	15%	10.6	7.5	-3%	-4%	38%
VESTL	Endeks Üzeri	22%	2,073	39.7	6.18	7.90	8.20	28%	8.8	5.4	5%	-8%	15%
Enerji													
AKSEN	Endeks Üzeri	21%	1,760	9.2	2.87	3.50	3.85	22%	13.1	6.4	4%	6%	6%
Petrol													
TUPRS	Endekse Paralel	49%	17,404	69.1	69.50	79.00	-	14%	6.9	6.2	-2%	22%	-1%
GYO													
EKGYO	Endeks Üzeri	51%	11,210	72.2	2.95	3.50	3.90	19%	5.8	4.6	0%	0%	11%
HLGYO	Endeks Üzeri	23%	711	3.1	0.90	1.10	1.10	22%	19.3	17.3	2%	6%	-15%
ISGYO	Endekse Paralel	48%	1,309	4.2	1.54	1.70	1.80	10%	10.2	14.9	3%	-3%	-2%
TRGYO	Endeks Üzeri	21%	2,005	3.0	4.01	5.20	5.90	30%	4.1	7.9	2%	-16%	17%
Perakende													
BIMAS	Endeks Üzeri	60%	14,858	36.7	48.94	60.00	67.00	23%	18.3	11.8	-1%	-1%	-9%
BİZİM	Endeks Üzeri	46%	446	7.2	11.15	13.00	17.30	17%	15.5	3.6	5%	-16%	-17%
MGROS	Endekse Paralel	19%	3,124	7.7	17.55	20.00	21.80	14%	27.9	6.5	1%	0%	-5%
BMEKS	Endekse Paralel	54%	101	8.4	0.84	0.94	1.70	12%	16.6	5.3	16%	-26%	-58%
TKNSA	Endeks Üzeri	17%	362	3.9	3.29	4.30	7.20	31%	a.d.	8.2	1%	-30%	-51%
Demir & Çelik													
EREGL	Endeks Üzeri	48%	16,625	71.1	4.75	5.60	5.50	18%	12.1	6.2	-2%	14%	59%
KRDMD	Endekse Paralel	89%	874	35.8	1.12	1.25	1.20	12%	19.6	6.2	6%	-10%	-2%

(mn TL)	2017 SATIŞLAR			2017 FAVÖK			2017 NET KAR			SEBEP
	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	
FİNANSALLAR										
Bankalar										
AKBNK							4,333	4,357	1%	Yeniden yapılandırılan krediler nedeni ile revizyon
ALBRK							300	312	4%	Yeniden yapılandırılan krediler nedeni ile revizyon
GARAN							4,894	5,129	5%	Yeniden yapılandırılan krediler nedeni ile revizyon
HALKB							2,915	3,086	6%	Yeniden yapılandırılan krediler nedeni ile revizyon
VAKBN							2,383	2,587	9%	Yeniden yapılandırılan krediler nedeni ile revizyon
YKBNK							2,909	3,135	8%	Yeniden yapılandırılan krediler nedeni ile revizyon
Sigorta										
ANHYT							176	164	-7%	Daha yüksek faaliyet gideri beklentisi nedeni ile revizyon
AVISA							106	104	-2%	Daha yüksek faaliyet gideri beklentisi nedeni ile revizyon
FİNANSAL OLMAYAN										
Havacılık										
PGSUS	4,858	4,618	-5%	426	341	-20%	125	-20	n.m.	Yeni kur beklentilerimizi yansıttık ve yolcu sayısını %8 düşürdük
TAVHL	3,881	4,243	9%	1,718	1,779	4%	892	908	2%	Yeni kur beklentilerimizi yansıttık
THYAO	38,003	39,049	3%	4,769	4,619	-3%	1,857	580	-69%	Yeni kur beklentilerimizi yansıttık
Otomotiv										
DOAS	11,714	12,866	10%	486	541	11%	254	200	-21%	TL'deki değer kaybı ile maliyet enflasyonu ve yeni kur beklentilerini kara yansıttık.
FROTO	19,357	20,258	5%	1,797	1,761	-2%	1,107	1,033	-7%	Yeni kur beklentilerini kara yansıttık
TOASO	16,408	18,091	10%	1,688	1,765	5%	1,251	1,387	11%	Yeni modellerde beklentilerin üzerinde performans
TTRAK	3,658	3,712	1%	536	536	0%	351	339	-4%	EUR/TL'de yukarı revizyon satış geliri ve VAFÖK'de revizyona neden oldu
TMSN	721	744	3%	129	118	-8%	98	81	-18%	Yüksek EUR/TL satış gelirlerini desteklerken, güçlü dolar karı etkiledi
Çimento										
ADCIM*	418	433	3%	115	119	3%	121	124	2%	Kurdaki güncellememiz ihracat gelirlerini destekliyor
AKCNS	1,571	1,612	3%	424	432	2%	262	266	2%	Hava koşulları nedeni ile, 4Ç16'da ertelenmiş talep
BOLUC	477	477	0%	162	161	-1%	107	105	-1%	-
CIMSA	1,353	1,386	2%	419	426	1%	291	295	1%	-
MRDIN	148	145	-2%	43	42	-2%	32	32	-2%	Teşvik paketinin etkisi ile tahminlerimizi revize ettik
Telekom										
TCELL	14,581	15,193	4%	4,704	4,947	5%	2,271	2,342	3%	Kullanıcı başı gelir artışı nedeni ile, gelir ve VAFÖK beklentilerinde revizyon
TTKOM	16,434	16,569	1%	5,624	5,636	0%	979	1,252	28%	Finansal giderlerdeki aşağı yönlü revizyon
İnşaat Taahhüt										
ENKAI	12,472	13,055	5%	2,254	2,184	-3%	1,761	1,810	3%	Zayıf TL gelir artışı destekliyor
TKFEN	4,909	6,007	22%	519	577	11%	362	412	14%	Yüksek gübre satışı, satış gelirlerini destekliyor
Dayanıklı Tüketim										
ARCLK	18,887	19,833	5%	2,097	2,135	2%	1,024	1,280	25%	Dawlace satın alımı ve yeni kur beklentileri
VESTL	11,156	11,729	5%	854	836	-2%	247	235	-5%	Zayıf TL gelir artışı için olumlu ancak, artan emtia fiyatları karlılık için olumsuz
Savunma										
AŞELS	4,644	4,583	-1%	868	855	-1%	844	815	-3%	Teslimat tahminlerinin aşağı yönlü revizyonu nedeni ile VAFÖK'te hafif düşüş
OTKAR	1,908	1,999	5%	217	234	8%	92	99	7%	Yeni kur beklentilerimizi yansıttık
Enerji										
AKSEN	4,599	3,002	-35%	786	720	-8%	278	134	-52%	Gana'daki projenin üretime başlamasının ertelenmesi
Petrol										
TUPRS	43,384	43,384	0%	3,636	3,636	0%	2,534	2,534	0%	-
GYO										
EKGYO	4,825	4,004	-17%	2,310	1,809	-22%	2,469	1,943	-21%	Bazı projelerin finansallara yansıtılması bir sonraki yıla kaydırıldı
HLGYO	69	69	0%	38	38	0%	37	37	0%	-
ISGYO	245	245	0%	149	149	0%	128	128	0%	-
TRGYO	1,144	1,144	0%	522	522	0%	493	486	-1%	-
Perakende										
BIMAS	24,691	24,214	-2%	1,229	1,202	-2%	803	811	1%	-
BİZİM	3,256	3,228	-1%	111	101	-9%	42	29	-31%	1Y17'de toptancı segmentinde olumsuz piyasa koşulları
MGROS	12,399	12,622	2%	693	730	5%	125	112	-10%	Güçlü operasyonel performansa rağmen, zayıf TL karı baskılıyor.
BMEKS	2,193	1,338	-39%	115	78	-32%	24	6	-75%	Zayıf tüketici güveni yakın vadede şirket görünümünü etkiliyor
TKNSA	3,756	3,229	-14%	108	52	-52%	11	-28	-356%	Zayıf tüketici güveni yakın vadede şirket görünümünü etkiliyor
Demir & Çelik										
EREGL	16,321	16,321	0%	2,701	2,701	0%	1,374	1,374	0%	-
KRDMD*	3,293	3,293	0%	489	489	0%	115	115	0%	-

*Tüm şirket finansallarını içermektedir. (ADCIM: Adana Cimento, KARDM: Kardemir)

YF Tavsiye Değişiklikleri

Tavsiye Değişiklikleri				
Hisse	Yükselme Potansiyeli	Eski	Yeni	Yorum
ADANA	-5%	Endekse Paralel	Endeks Altı	Cazip olmayan değerlendirme
ARCLK	15%	Endeks Altı	Endekse Paralel	Yeni yatırımların değerlememiz üzerinde etkisi
BMEKS	12%	Endeks Üstü	Endekse Paralel	Zorlu sektör ortamı
FROTO	26%	Endekse Paralel	Endeks Üstü	Düşen hisse fiyatı sonucu cazip değerlendirme
HALKB	12%	Endeks Üstü	Endekse Paralel	Özsermaye maliyetinde yaşanan artış sonrası cazip olmayan değerlendirme
MGROS	14%	Endeks Üstü	Endekse Paralel	TL'deki değer kaybı ve Kipa ile birleşme sonrasında yaşanabilecek operasyonel zorluklar
MRDIN	-2%	Endekse Paralel	Endeks Altı	Cazip olmayan değerlendirme
OTKAR	14%	Endeks Üstü	Endekse Paralel	Son fiyat performansından sonra cazip olmayan değerlendirme
PGSUS	23%	Endekse Paralel	Endeks Üstü	Düşen hisse fiyatı sonucu cazip değerlendirme

7. Yatırım Finansman Model Portföy

2016 yılında YF Model Portföy %6 getiri sağlarken BİST-100 Endeksinin %3 altında kalmıştır. Geçtiğimiz altı yılda kümülatif getirimiz nominal bazda %14 bileşik ortalama yıllık büyüme oranında (YBBO) ve relatif bazda %7 YBBO gösterdi.

Mevcut durumda Model Portföyümüzde Bim (artan gıda enflasyonu, hızlanan ciro artışı, borçsuz bilanço), Çimsa (artan kapasite, varlık satışları ile gelecek nakit akışı ve çift haneli temettü verimi), Garanti Bankası (yüksek sermaye rasyosu, maliyet düşürme planları, dalgalı dönemlerde başarılı marj yönetimi), Tofaş (yeni modellerin ciro ve FAVÖK'e katkısı, al ya da öde kontratları ile düşük riskli iş modeli, cazip temettü verimi), Türk Traktör (devletin tarım sektörüne artan desteği, yüksek temettü verimi) and Yapı Kredi Bankası (Unicredit ile ilgili haberler nedeniyle fazla satıldığını düşünüyoruz, operasyonel iyileşme ise fiyatlara yansımadı).

Hisse		Fiyat			PD	
Şirket	Hisse Kodu	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yukarı Potansiyel	TLmn	USDmn
Bim	BIMAS	TL 48.94	TL 60.00	23%	TL 14,858	\$4,155
Çimsa	CIMSA	TL 16.08	TL 19.70	23%	TL 2,172	\$607
Garanti Bankası	GARAN	TL 7.43	TL 9.00	21%	TL 31,206	\$8,726
Tofaş	TOASO	TL 23.22	TL 30.00	29%	TL 11,610	\$3,246
Türk Traktör	TTRAK	TL 71.55	TL 86.50	21%	TL 3,819	\$1,068
Yapı ve Kredi Bankası	YKBNK	TL 3.34	TL 4.10	23%	TL 14,519	\$4,060

Kaynak: BIST, YF Araştırma

*Giriş ve çıkış fiyatları ağırlıklı ortalama fiyatlar baz alınarak tekrar hesaplanacaktır.

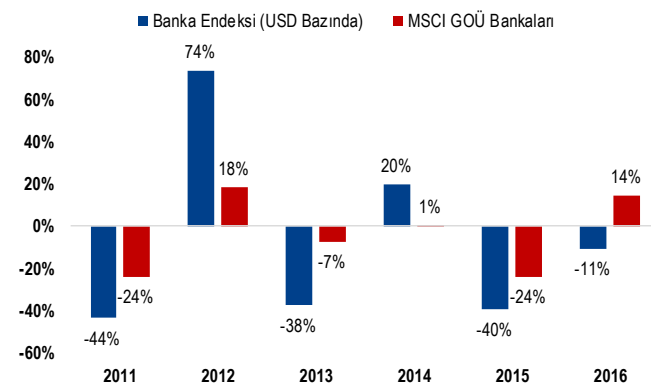
8. Sektörler

Bankacılık

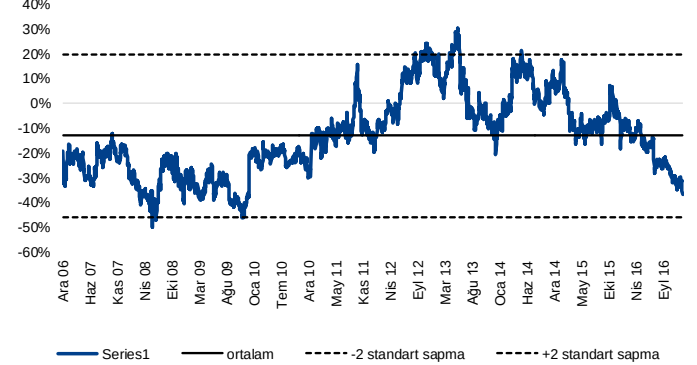
Yılbaşıdan bu yana bankacılık endeksi, BIST100 endeksine neredeyse paralel performans gösterdi. 2015 yılında endeksin %10 altında performans göstermişti. 9 aylık dönemde yıllık %55 artış gösteren net kar, yatırımcı açısından ilk planda olmadı çünkü 2016 yılında ülke temelli riskler gündemde oldu. Zayıflayan ekonomik faaliyetler, 2017 yılı için düşük kredi büyümesinin devam edebileceğini göstermektedir. Ayrıca, TL'nin %21 değer kaybetmesi, kredi kalitesi açısından zorlukların 2017 yılında da devam edebileceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, cazip değerlendirme çarpanlarını ve yasa düzenleyicilerin beklenen sorunlara karşı önlem alma çabalarını, şu aşamada sektör açısından olumlu buluyoruz.

Kredilerdeki düşük büyüme trendinin 2017 yılında da devam etmesini, kredi kalitesinin 2017 yılı için en önemli risklerden birisi olabileceğini düşünüyoruz. BDDK'nın genel karşılık oranlarını indirmesi ve takipteki kredilerin yeniden yapılandırılma imkanı, bankaların kar görünümü açısından olumlu gelişmelerdir. Ancak, kar büyümesinin hisse performansını etkileyip etkilemeyeceği konusunda emin değiliz. FED'in faiz artış süreci, Türkiye'deki enflasyon görünümü ve TCMB'nin adımları, bankaların 2017 yılındaki marj görünümü açısından önemli olacaktır. Banka endeksi 2016 yılında dolar bazında %11 değer kaybetmiştir ve MSCI GOÜ endeksinin %22 altında performans göstermiştir. Bankaların 2017 beklentilerine göre 5.3x olan F/K çarpanı, gelişmekte olan ülke bankalarına göre %37 iskontolu işlem görmektedir. Bankalar için tüm olabilecek risklere rağmen, GOÜ bankalarına göre oldukça cazip çarpanlara sahip olmasını, olası aşağı yönlü piyasa hareketlerinde banka hisseleri açısından bir fırsat yaratabildiğini söylemek gerekir.

Figür 15: TR Bankaları ve MSCI GOÜ Bankaları



Figür 16: Banka F/K ve MSCI GOÜ Bankaları

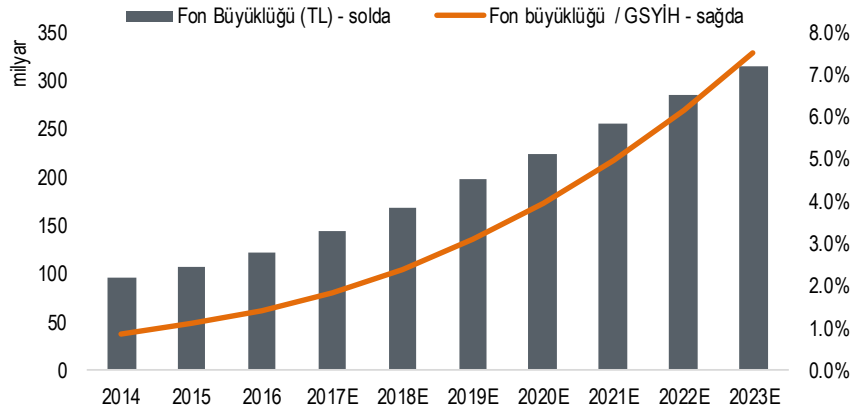


Kaynak: Bloomberg, YF Menkul Değerler Araştırma

Bankaların genel anlamda temel trendlerine baktığımızda, yabancı para fonlama maliyetlerinin artması ile, 2017 yılında bankaların net faiz marjının yaklaşık 10 baz puan daralmasını bekliyoruz. Komisyon gelirlerindeki toparlanma, kontrollü maliyet yönetiminin devamı ve genel karşılık giderlerindeki muhtemel düşüş net karı destekleyebilir.

Akbank ve Garanti'nin yüksek sermaye oranları ve dengeli kredi portföyü nedeni ile nispeten daha ön planda olacağını düşünüyoruz. Ancak, Akbank'ı değerlendirme sebebi ile Endeks Yönünde Performans tavsiyesinde koruyoruz. Halkbank'ı değerlendirme kaynaklı olarak sınırlı yükseliş potansiyeli nedeni ile Endeks Yönünde Performans tavsiyesine indiriyoruz. Garanti Bankası'nın güçlü sermaye oranları ve iyi yönetilen marjları nedeni ile %21 yükseliş potansiyeli ile Endeks Üzeri Performans tavsiyesini sürdürürken, Yapı Kredi'yi en beğendiğimiz banka hissesi olarak tutmaya devam ediyoruz. Bankanın, Unicredit kaynaklı riskleri şu aşamada oldukça azaldığını görüyoruz ve bankanın 2016 yılı operasyonel anlamda gerçekleştirdiği toparlanmanın fiyatlara yansımadığını düşünüyoruz.

	F/K		F/DD		Özkaynak Karlılığı	
	2016T	2017T	2016T	2017T	2016T	2017T
AKBNK	6.8x	6.9x	1.0x	0.9x	15.4%	13.3%
ALBRK	3.8x	3.4x	0.5x	0.4x	12.8%	12.7%
GARAN	6.3x	6.1x	0.9x	0.8x	14.8%	13.6%
HALKB	3.9x	3.7x	0.5x	0.5x	13.9%	13.2%
VAKBN	4.3x	4.1x	0.5x	0.5x	13.6%	12.6%
YKBNK	4.8x	4.6x	0.6x	0.5x	12.3%	11.6%
Total	5.5x	5.3x	0.7x	0.6x	14.1%	12.9%

Figür 18: Bireysel Emeklilik Fon Büyüklüğü

Kaynak: YF Menkul Değerler Araştırma

Otomotiv

Hafif araç satışları 2016'nın ilk 11 ayında %4 artış kaydetti. Tüketici güveni üzerindeki oldukça çok sayıda olumsuz etkiye, yüksek kur ve faize rağmen otomotiv talebi 2016'da artmaya devam etti. Yılın ilk 3 çeyreğinde TL'deki dalgalanma göreceli daha sakin seyrettiği için talebe büyük ölçüde bir etkisi olmadı. Yılın son çeyreğinde ise TL'deki ani ve hızlı değer kaybı yılbaşından sonra fiyatlarda artış olabileceği beklentisi ile talebin öne çekilmesine neden oldu. 2017 yılının talebinin bir kısmının 2016 son çeyreğine kaymış olduğu tahmini ile 2017 otomotiv talebi için muhafazakar bir yaklaşım sergiliyoruz. Özellikle yılın ilk yarısının daha düşük bir taleple geçeceği fakat ikinci yarıda talebin tekrar artış göstereceğini tahmin ediyoruz (1Y17: -13%, 2Y17: +5%). Yılın tamamında ise hafif araç talebinin %3 gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Figür 19: Otomotiv talebi için beklentilerimiz

	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Binek araç	664,655	587,331	725,596	775,039	752,808	790,448
Yıllık artış	19%	-12%	24%	7%	-3%	5%
HTA	188,723	180,350	242,421	230,040	225,000	231,750
Yıllık artış	-15%	-4%	34%	-5%	-2%	3%
Kamyon	31,668	35,408	37,831	21,100	23,899	24,616
Yıllık artış	-8%	12%	7%	-44%	13%	3%
Otobüs	3,953	1,378	2,032	1,414	1,485	1,633
Yıllık artış	64%	-65%	47%	-30%	5%	10%
Midibüs	3,959	3,019	3,312	2,189	2,298	2,872
Yıllık artış	28%	-24%	10%	-34%	5%	25%
Toplam	892,958	807,486	1,011,192	1,029,782	1,005,489	1,051,319
Yıllık artış	9%	-10%	25%	2%	-2%	5%
Hafif Araç (BA+HTA)	853,378	767,681	968,017	1,005,079	977,808	1,022,198
Yıllık artış	10%	-10%	26%	4%	-3%	5%
Ağır Ticari Araç	39,580	39,805	43,175	24,703	27,681	29,121
Yıllık artış	-1%	1%	8%	-43%	12%	5%

Kaynak: OSD, YF Menkul Değerler Araştırma

Binek araç segmentinde satışlar 11A16'da %6 artış gösterdi. Yerli üreticilerin yeni model lansmanlarına rağmen ithal araçların toplam içindeki payı 2015'in aynı döneminde %74.8 iken 11M16'da %75.4'e yükseldi. Bu durum devletin ÖTV sistemindeki değişikliğin nedeni hakkında ip ucu vermektedir. Yeni vergi sisteminde yerli üreticilerin hemen hemen hiç bir modeli ÖTV artışı ile karşılaşmazken ithal modeller %3 ile %11 arasında değişen oranlarda vergi artışı ile karşı karşıya kaldılar. Bu nedenle 2017'de yerlilerin pazar payının artış kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Hafif Ticari Araç segmentinde ise satışlar 11M16'da %4 geriledi. Ekonomik aktivitede yaşanan yavaşlık minivan ve kamyonet satışlarını olumsuz etkilerken turizm sektöründeki sorunlar minibüs talebini yavaşlattı. 2017'de bu temel sorunlarda kısmi iyileşme beklediğimiz için sorunların yeni yılda da devam edeceğini öngörüyoruz.

1Y17'de büyümenin lokomotifi ihracat olacak. 2017'de yurtiçi talebin yılın ikinci yarısında toparlanacağını tahmin ediyoruz. Diğer taraftan Avrupa'da devam eden güçlü talep ve zayıf TL, ihracat gelirlerinin yüksek seyretmesini sağlayacaktır. Bu nedenle ihracatçıların yılın ilk yarısında daha iyi performans göstermesini bekliyoruz.

Tofaş, otomotiv sektöründe tercih ettiğimiz hisse. Tofaş 400K adet olan üretim kapasitesini 2017'de 450K adede yükseltmeyi planlamaktadır. Yeni modellere olan yüksek talep, TL'deki değer kaybı ve artan kapasite sayesinde 2017'de cironun %28 artacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK'ün ise %36 artış kaydetmesini bekliyoruz.

Ford Otosan'ı Endeks Üzeri Getiri'ye çekiyoruz. İngiltere'ye ihracat toplam ihracatın %33 gibi büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu nedenle Brexit kararı neticesinde hisse senedinde satışlar etkili oldu. Ayrıca turizm sektöründeki sorunlar Transit ve Transit Custom satışlarını olumsuz etkileyebileceği için Ford Otosan, bizim tavsiyemizi düşürdüğümüz 1 Ağustos tarihinden bu yana BİST-100'ün %9 altında performans gösterdi. Şu anda cazip hale gelen fiyat, yüksek döviz gelirleri, kapasite artış ihtimali ve yüksek temettü verimi nedeniyle Ford Otosan için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz.

Doğuş Otomotiv 2016'da endeksin %18 altında performans gösterdi. Yılın genelinde düşük açıklanan finansal sonuçlar bu performansta etkili oldu. TL'deki dalgalanma, göreceli yüksek faizler ve VW emisyon skandalının getirdiği etkiler Doğuş Otomotiv'in zayıf sonuçlar açıklamasına neden oldu. 2017 yılında Doğuş Otomotiv'in düşük bazın da etkisiyle Pazar payının binek araç segmentinde 70bp, HTA segmentinde 60bp artacağını tahmin ediyoruz. Böylece satış gelirlerinde %10, FAVÖK'te %37 artış öngörüyoruz. Fakat özellikle yılın ilk yarısında yurtiçi talebe ilişkin temkinli yaklaşımımız nedeniyle hisse için Endekse Paralel Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Tarım Makinaları

Geçtiğimiz beş yıllık dönemde, artan devlet destekleri, kamu bankalarının tarım kredilerine uyguladıkları istikrarlı faiz indirimleri, büyüyen tarımsal üretim ve devam eden tarım alanları konsolidasyonu sebebiyle yurtiçi pazarda traktör satışları %13'lük güçlü bir YBBO ile artış gösterdi. 9A16'da başarısız darbe girişiminin 3Ç16'da çiftçilerin traktör alım kararların üzerindeki olumsuz etkisine rağmen pazarda büyüme devam etti ve yurtiçi traktör satışları yıllık bazda %6 oranında arttı. Fakat, yüksek baz etkisi sebebiyle 4Ç16'da traktör satışlarındaki büyüme oranının yavaşlamasını bekliyoruz. Bu yüzden, yurtiçi traktör satışlarının yıllık bazda %5 oranında artarak yeni rekor yüksek seviye olan 70 bin seviyesine gelmesini bekliyoruz.

Türkiye'deki traktör üreticilerinin büyüyen satış ağı neticesinde geçtiğimiz beş yıllık dönemde ihracat %11 YBBO ile artış gösterdi. Öte yandan, 11A16'da zayıf küresel traktör talebi Türkiye'nin traktör ihracatının %10 daralmasına neden oldu, ki mevcut varsayımlarımıza göre ihracatın 2016 yılını 9%'luk daralmayla kapamasını bekliyoruz. 2016 yılında Türkiye'deki traktör üreticileri daha karlı olan ve büyüyen iç pazara daha çok odaklanmayı terchi etti.

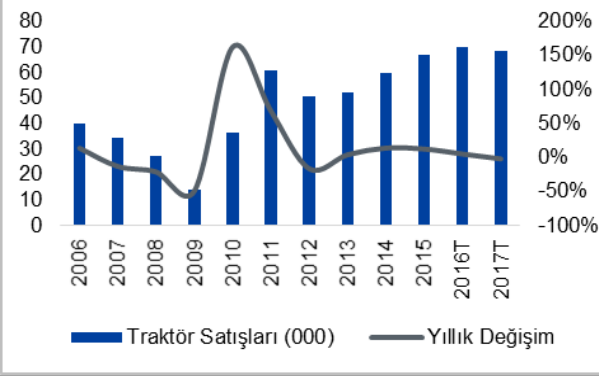
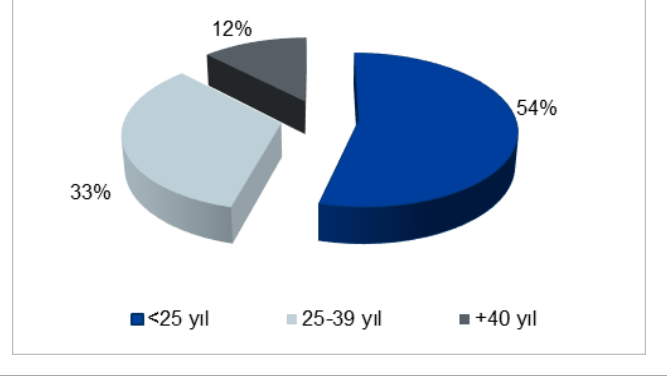
Yüksek baz etkisi nedeniyle 2017 yılında Türkiye'de traktör satışlarının hafif gerilemesini bekliyoruz. Ancak, yine de 2017 yılında yurtiçi traktör satışları önceki beş yıllık ortalaması olan 54.2 bin adet in çok daha üzerinde kalacaktır. Devam eden faiz indirimleri ve tarım işletmelerine yapılan kamu desteklerindeki güçlü büyüme, iç pazarda traktör satışlarını destekleyecektir. Tarım sektöründe yoğun makineleşme ve sulama yatırımları ile artan üretkenlik ve verimlilik neticesinde sektörü artan

gelirleri, yurtiçi pazarda traktör satışları üzerinde olumlu bir etki yaratacaktır. Sonuç olarak, 2017 yılında Türkiye’de traktör satışlarının yıllık bazda %2 oranında gerileyerek 68.4 bin olacağını tahmin ediyoruz. Küresel traktör pazarındaki zayıflığın seneye devam edeceğini beklediğimizden, Türkiye’nin traktör ihracatının yıllık bazda yatay kalmasını bekliyoruz. 2017 yılında yine yerel traktör üreticileri kapasitelerinin daha yüksek kısmını yurtiçi pazarda değerlendirebileceklerini düşünüyoruz.

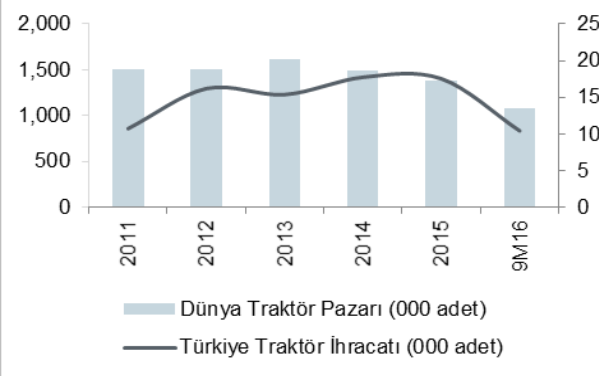
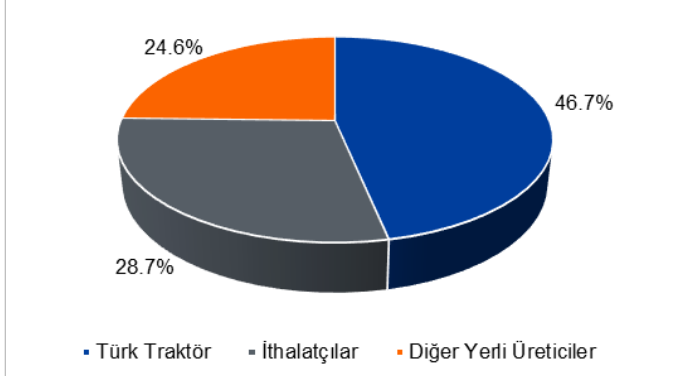
Yurtiçi traktör pazarında ithalatçıların varlığının daha da artması ile 2012 yılından itibaren rekabet yükseliyor. Türkiye traktör pazarında ithalatçı şirketler ciddi miktarda pazar payı kazanırken, yerli üreticiler pazar payı kaybettiler. İç pazarda aynı eğilim 2016 yılında da devam etti ve ithalatçılar yine pazar paylarını artırmayı başardılar. Ancak, Euro IV motorlara geçiş zorunluluğu nedeniyle, ithalatçı şirketlerin 2017 yılında bir miktar pazar payı kaybetmesini bekliyoruz. Ayrıca, 2017 yılında yerli üreticilerin piyasaya yeni ürün sürme potansiyeli, yerel üreticilerin pazar paylarını destekleyebilir.

Traktör üreticileri arasında Türk Traktör’ü tercih ediyoruz. 11A16’da Türk Traktör’ün yurtiçi satış hacmi yıllık bazda %2 oranında düşerken, ihracat hacmi yıllık bazda %12 oranında düştü. 2017 yılında Türk Traktör’ün pazar payı kazanacağını düşünüyoruz ve böylece Türk Traktör’ün yurtiçi satışlarının 2017 yılında yıllık bazda %1 oranında büyümesini bekliyoruz. Buna karşılık, başlıca ihracat pazarlarındaki zayıf traktör talebi sebebiyle şirketin ihracat hacminin 2017 yılında yatay kalmasını bekliyoruz. Yükselen ürün fiyatları ve Euro’nun TL karşısında değer kazanması neticesinde, 2017 yılında toplam gelirlerin yıllık bazda %11 oranında büyümesini bekliyoruz. Artan hammadde fiyatlarına rağmen, Türk Traktör’ün FAVÖK marjının şirketin sağlam fiyatlama gücü sebebiyle %14.4’de yatay kalmacağını tahmin ediyoruz. Türk Traktör’ün yatırım harcaması ihtiyacının düşük olması (başlıca makine ve teçhizat bakım onarımı) nedeniyle 2017 yılında temettü ödemesinin tekrar kayda değer seviyelerde olacağını düşünüyoruz. 2017 yılında %90 temettü ödeme oranı ile temettü verimi %7.7 oluyor. Hisse son üç aylık dönemde BIST100 endeksinin %14 oranında aşağısında performans gösterdi ancak Türk Traktör’ün güçlü büyüme görünümünün hisse performansını yakın vadede güçlendireceğine inanıyoruz. Bu yüzden, hisse için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Tümosan adil bir şekilde fiyatlandı. Büyüyen satış hacmi ve artan ortalama birim fiyatları ile Tümosan’ın toplam gelirlerinin yıllık büyüme oranı 9A16’da %12 oldu. Satışların dağılımındaki gelişmenin ve dolar bazlı birim hammadde maliyetlerindeki düşüşün şirketin marjları desteklemesini ve FAVÖK rakamının 9A16’da yıllık bazda %29 oranında artmasını bekliyoruz. Şirket ayrıca 2016 yılında tarım ekipmanı pazarına girdi ve 2017 yılında tarım ekipmanı satış hacminin ciddi miktarda artmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, forklift satışlarının 2017 yılında başlamasını ve şirketin gelirlerine sağlam katkı yapmasını bekliyoruz. Şirket 2017 yılında piyasaya 125 BG motorlu traktörleri sürecektir ki bu da Tümosan’ın traktör piyasasında pazar payının artmasını sağlayacak ve gelirlerinin destekleyecektir. Tümosan’ın Savunma Sanayii Müsteşarlığından 1Y17’de Altay tank motoru prototipi için gerçekleştireceği Arge faaliyetleri için ilk ödemesini almasını bekliyoruz, ki 48 mln Euro civarı bir nakdin şirkete geleceğini hesaplıyoruz. Sonuç olarak, Tümosan’ın yıllık ciro büyümesinin 2017 yılında %49 olmasını bekliyoruz. 2017 yılında FAVÖK marjının satışların dağılımındaki iyileşme neticesinde 0.3 puan artarak %15.6 olmasını bekliyoruz ki, bu da FAVÖK büyümesini %52 yapacaktır. Mevcut makine ve teçhizatın modernizasyonu ve yeni ürün geliştirme yatırımları olmasına rağmen, Tümosan’ın 2017 yılında %60 temettü ödeme oranı ile temettü ödemesini bekliyoruz, bu da %3.5 temettü verimine denk geliyor. Ancak, bu olumlu senaryoların çoğunun fiyatlandığını düşünüyoruz. Bu yüzden, Tümosan için Endekse Paralel Getiri önerimizi koruyoruz.

Figür 20: Traktör Satışları '000 adet**Figür 21: Türkiye Traktör Parkı**

Kaynak: TÜİK, YF Yatırım Tahminleri

Figür 22: Traktör İhracatı & Dünya Traktör Pazarı**Figür 23: Traktör Piyasasında Pazar Payları**

Kaynak: TÜİK, YF Yatırım Tahminleri, Türk Traktör Yatırımcı Sunumu

Havacılık

2016 yılında Türk havacılık sektörü zayıf turizm sektöründen, gerçekleşen terör saldırılarından ve Orta Doğu bölgesindeki belirsizliklerden olumsuz bir şekilde etkilendi. Ayrıca 2016 yılında Rusya'nın yaptırımları da Türkiye üzerinde etki yaratan bir diğer husus oldu. Yıl boyunca etkili olan turizm zayıflığı neticesinde uluslararası yolcu sayısı 2016'nın ilk 11 ayında yıllık bazda %16 azaldı. Ancak, yurtdışı yolcu sayısı sadece %6'lık bir düşüş kaydetti. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2016 yılında toplam yolcu sayısı 11 ayda bir önceki yılın aynı dönemine göre %4 daraldı. Havayolu şirketlerinin kapasitelerini arttırdığı yılda düşük uçuş verileri sektörde doluluk oranlarını önemli derecede baskıladı. Aynı zamanda, baskı altında kalan ortalama bilet fiyatları düşük petrol fiyatlarının olumlu etkisini sınırlamış oldu. Ortalama bilet fiyatları ilk 9 ayda dolar cinsinden %9 geriledi. Böylece, havayolu şirketleri geçtiğimiz yıl içerisinde zayıf finansal sonuçlar açıkladı.

2017 yılında, artan petrol fiyatlarını ve boş kapasiteler için şirketler tarafından alınan önlemleri göz önünde bulundurarak bilet fiyatlarında yaklaşık %4 oranında bir düzelme beklemekteyiz. Ayrıca, Rusya ile ilişkilerin düzelmesiyle 2017 yılında turist sayısının artacağını düşünüyoruz. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2017 yılında faaliyet başarılarında iyileşme görülmesini beklemekteyiz. Ancak, terör saldırılarının ve jeopolitik belirsizliklerin 2017 yılında risk oluşturmaya devam edeceğine değinmekte fayda var.

Türk Hava Yolları geçtiğimiz yıl içerisinde 36 yeni uçak alımı yaparken koltuk kapasitesi yıllık bazda %36 artış kaydetti. Havacılık sektöründe yaşanan zorlu yıla rağmen Türk Hava Yolları kapasitesini 2016 yılının başında planlanandan %12 daha fazla arttırdı. Zayıf dönemde gerçekleştirilen sert büyüme neticesinde, doluluk oranı Kasım ayı itibarıyla yıllık bazda 380 baz puanı düştü. 4Ç16 döneminde Türk Hava Yolları boş kapasiteler için birkaç önlem aldı: 30 uçağı yere indirirken varış

noktalarının sayısını ve frekanslarını yeniden düzenledi. Bu önlemler ile Türk Hava Yolları 2017 yılında maliyetlerini 200 milyon dolar düşürmeyi planlamaktadır. Şirket, yere indirilen uçaklarla ilgili kararı talep görünümündeki iyileşmeye bağlı olarak Mayıs 2017’de tekrardan düşünecektir. Bizim ana senaryomuza göre, ÜYK yıllık bazda %9 artış göstermesini ve doluluk oranının 200 baz puan yükselmesini beklemekteyiz. Ayrıca, 2017 yılında ortalama bilet fiyatlarında dolar cinsinden %4 iyileşme kaydedeceğini düşünmekteyiz.

Pegasus ise 2016 yılında 9 yeni uçak aldı (yılın başında 7 uçak alımı planlamıştı). Türk Hava Yolları gibi Pegasus’da filosunu böyle kötü bir yılda genişletmiş oldu. Şirket maliyetleri düşürmek amacıyla filosunda yenilemeye gitmeyi planlıyor. Ayrıca, 2017 yılında Pakistan Pia’dan 4 adet uçak kiralamayı düşünmektedir. 2017’de toplam yolcu sayısının yıllık bazda %6 oranında artmasını ve doluluk oranının ise 110 baz puanlık bir iyileşme kaydetmesini beklemekteyiz. Satış dağılımında gerçekleşebilecek olası değişiklikleri göz önünde bulundurarak Pegasus için muhafazakar tarafta kalmayı tercih ediyoruz. 2016 yılında BIST-100 endeksinden %25 daha düşük bir performans göstermesinden ötürü Pegasus için Endekse Paralel olan tavsiyemizi Endeks Üstü olarak değiştiriyoruz.

2016 yılında **TAV Havalimanları’nda** yolcu sayısı seviyesi terör saldırıları ve düşük turist sayısı nedeniyle baskı altında kaldı. Ancak, Şirket’in gelirlerinin yabancı para cinsinden olduğu düşünüldüğünde TL’de yaşanan kayıplar zayıf trafik verilerinin olumsuz etkilerini sınırlandırdı. 2017’de TAV Havalimanları’nın kurda yaşanan kayıplardan faydalanmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Ayrıca, 2017 yılında yolcu sayısının yıllık bazda %6 artarken EUR cinsinden gelirlerin %4 ve TL cinsinden gelirlerin %17 büyümesini öngörmekteyiz. Aynı şekilde, net FAVÖK’te %19’luk bir iyileşme beklemekteyiz. TL’nin 2017 yılında değer kaybı yaşamaya devam edeceğini varsayarak Tav Havalimanları için Endeks Üstü tavsiyemizi sürdürmekteyiz.

Çimento

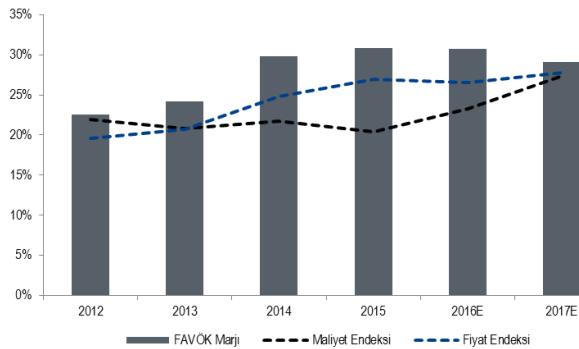
Güçlü yurtiçi çimento talebinin yanı sıra çimento üreticileri 2016 yılında düşük hammadde fiyatlarından olumlu bir şekilde yararlandı. Yılın ilk 9 ayında yurtiçi satışlar yıllık bazda %7’lik bir artış kaydetti (2016 yılının ilk çeyreğinde hava koşullarının bir önceki yılın aynı dönemine göre daha ılıman olmasıyla yurtiçi çimento talebi %20 yükseldi). Ancak, kapsamımızdaki çimento üreticilerinin (ADANA, AKCNS, BOLUC, CIMSA, MRDIN) FAVÖK performansları bu 9 aylık dönemde %0,1’lik artış ile yatay seyretti. Sabit çimento fiyatları ve satış hacimlerinde meydana gelen azalma FAVÖK performansları üzerinde etkili oldu. Devlet destekli altyapı projelerini ve konut talebini göz önüne aldığımızda orta ve uzun vadede sektör büyüme görünümü sunmaya devam etmektedir (Türkiye’de çimento talebinin yaklaşık %45’ini konut sektörü oluşturmaktadır). Devam eden altyapı projelerinin çimento talebini desteklediği ortamda talebin 2016 yılında %2,6; 2017 yılında ise %2,9 büyümesini beklemekteyiz. Bölgesel açıdan bakıldığında Marmara, hem bölgede devam eden altyapı projelerinin hem de kentsel dönüşüm programının katkısıyla güçlü büyüme dinamikleri sunmaktadır (Marmara Bölgesi Türkiye’deki toplam konut sektörünün %35’ini oluşturmaktadır). Bölgedeki çimento ve klinker satış hacminin 2016 yılında %4,2 ve 2017 yılında da yıllık bazda %5,0 büyüyerek 2017 yılı toplam yurtiçi talep büyüme projeksiyonlarımızın üzerinde gerçekleşmesini beklemekteyiz. Güneydoğu Bölgesi’nde ise 2015 yılından bu yana devam eden politik belirsizlik nedeniyle 2016 yılında bölgesel talebin yıllık bazda %15 düşeceğini öngörmekteyiz. Ancak, bölge için açıklanan yatırım teşvik paketinin 2017 yılı ikinci yarısı itibarıyla devreye girmesini beklemekteyiz ve böylece Güney Doğu’daki bölgesel talebin yıllık bazda %11’lik bir artış kaydedeceğini düşünmekteyiz. İç Anadolu bölgesinde ise 2016 yılı büyümesinin yıllık bazda %5,7 olacağını hesaplamaktayız.

Petrokok fiyatlarının 2016 yılının ilk yarısında ton başına \$35 dolar seviyelerine düşmesiyle çimento üreticileri düşük girdi fiyatlarından yararlanmış oldu. Ancak, son zamanlarda petrokok fiyatlarının \$95 dolar seviyelerine kadar yükselmesiyle ve 2017 yılında çimento üreticilerinin yeni anlaşmalar yapmaya başlamasıyla 2016 yılında girdi fiyatlarında görülen olumlu görünüm tersine dönecektir

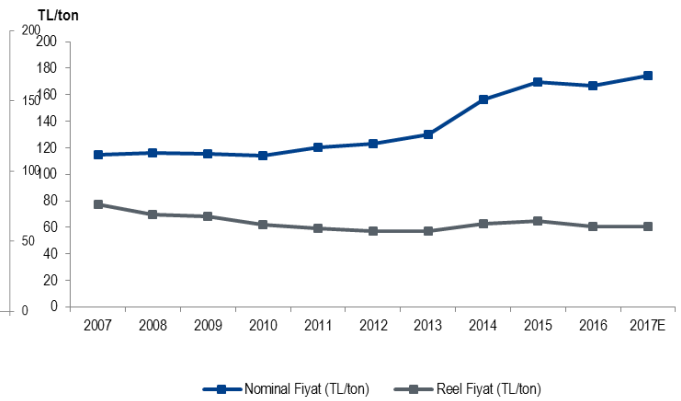
(yakıt maliyetinin üreticilerin toplam nakit maliyetlerinin %40'ını oluşturmaktadır). Ayrıca, 2016 yılının son ayında meydana gelen elektrik fiyatları artışının 2017 yılında devam etmeyeceğini düşünmekteyiz. Bu nedenle, 2017 yılı elektrik fiyatı artışını %8 olarak öngörmekteyiz. Tüm bu gelişmeler göz önüne alındığında, maliyet endeksimiz üzerinde yıllık %17,6'lık bir artış öngörmekteyiz. Ayrıca, 2017 yılında çeşitli bölgelerde devreye girecek 8 milyon ek klinker kapasitesi (Ege Bölgesi: 1,5mln ton; Karadeniz Bölgesi: 1,6mn ton; İç Anadolu: 2,5mln ton; Doğu Anadolu: 2mln ton) düşünüldüğünde kapasite fazlalığından doğan endişelerin önümüzdeki dönem içerisinde de devam etmesi beklenmelidir. Bu nedenle, 2017 yılında fazla kapasite sorunu fiyatları baskı altında bırakmaya devam edecektir. 2017 yılı için çimento fiyat artışı beklentimiz yıllık %4,8 seviyesindedir. Hem fiyatlardaki kısıtlı artış beklentimiz hem de hammadde maliyetlerindeki baskı neticesinde 2017 yılında sektörün karlılığında bir bozulma öngörmekteyiz. 2016 yıl sonunda takibimizdeki çimento üreticilerinin FAVÖK marjının %30,8 olacağını ve 2017 yılında marjın 170 baz puan daralacağını hesaplamaktayız. Operasyonel karlılığın daralma göstereceği bir konjonktürde, kapasite arttırımı ve kura dayalı beyaz çimentonun satış gelirleri içerisindeki payının artması neticesinde Çimsa'nın 2017 yılı itibarıyla pozitif bir ayrışma yaşayacağını düşünmekteyiz.

Önümüzdeki dönemde, hükümetin planlamış olduğu altyapı projeleri yurtiçi talebin belirleyici etkeni olmaya devam edecektir. Marmara Bölgesi'ndeki altyapı projeleri (3.Havalimanı, Kuzey Marmara Otoyolu, Çanakkale Köprüsü, vb.) ve kentsel dönüşüm programı bu çerçevede Akçansa'yı öne çıkarmaktadır. Bolu, Ankara yatırımı (toplam kapasitesini 2,5 milyon tona çıkarmıştır) neticesinde faaliyet gösterdiği bölgelerde pazar payını güçlendirirken Marmara ve İç Anadolu bölgelerindeki altyapı projelerinden ve diğer bölgelere göre güçlü fiyat ortamından yararlanmaya devam edecektir. Mardin'in ise Güney Doğu'da yılın ikinci yarısı itibarıyla devreye girmesini beklediğimiz yatırım paketinden yarar sağlayacağını öngörmekteyiz. Ayrıca, Adana'nın da güneydoğu bölgelerinde yakınlığı düşünüldüğünde bu yatırım paketinden bir nebze fayda sağlayacağını düşünmekteyiz. Ancak, faaliyet gösterdiği Akdeniz Bölgesi'nde kapasite fazlalığı probleminin Adana'nın karlılığı üzerinde baskı yaratmaya devam etmesini beklemekteyiz.

Figür 24: Maliyet ve Fiyat Endeksleri



Figür 25: Çimento Fiyatları



Kaynak: TCMA, TurkStat, YF Menkul Değerler

Savunma

Türkiye'de kamunun savunma harcamaları 2006-2015 yılları arasında %6 YBBO ile büyüdü. Fakat aynı dönemde savunma harcamalarının bütçe harcamaları içerisindeki payı aşağı yönlü bir trendi takip etti. Ancak, Suriye ve Irak'daki aktif terör gruplarına karşı gerçekleştirilen askeri operasyonlar ve Orta Doğu'daki artan jeopolitik gerilimler sonucunda devletin savunma harcamaları 10A16'da %12 ile ciddi miktarda bir artış gösterdi. 2017 yılında yüksek teknolojik ekipmanlarla Türk ordusunun daha da güçlendirilmesi amacı ile devletin savunma harcamalarının artmaya devam etmesini bekliyoruz.

Ayrıca, Türk ordusunun mevcut ekipmanının modernizasyon ihtiyacı yakın vadede savunma harcamalarının daha da büyümesine neden olacaktır.

2006 yılından beri Türkiye Savunma Sanayiinde yerleşme oranı artıyor. Savunma Sanayii Müsteşarlığının alımlarındaki yerleşme oranının 2016 yılında %70'e varması bekleniyor. Hükümetin yine bu oranı daha da yükseltme hedefi var ki bu da savunma sanayiindeki yerli şirketlerin pazar payı kazanmasına neden olacaktır ve savunma ithalatını düşürecektir.

Sağlam devlet teşvikleri ve savunma sanayiindeki sert rekabetin üstesinden gelebilmek için inovasyon yapılması gerekliliği sebebiyle, 2007-2015 yılları arasında savunma sanayiinde Arge harcamalarının %13 YBBO ile büyüdü. Artan Arge harcamaları savunma sanayiindeki şirketlerin ürün portföylerini dah da çeşitlendirmesine neden oldu. Son düzenlemelere göre, Arge teşvikleri 2023 yılının sonuna kadar devam edecek. Bu yüzden, Türkiye Savunma Sanayiinde Arge harcamalarının daha da büyümesini bekliyoruz ki bu da savunma sanayiinde ürün çeşitliliğinde bir genişlemeye ve yerleşme oranında bir artışa sebep olacaktır.

Yurtiçi üreticilerin genişleyen satış ağı ve gelişen ürün portföyü neticesinde, savunma sanayiinde ihracat gelirleri 2007-2015 yılları arasında %15 YBBO ile arttı. Savunma sanayiindeki yerli üreticiler dünya genelindeki potansiyel ihracat pazarlarına odaklanmayı hedefliyor. Özellikle, Orta Doğu, Körfez ve Pasifik-Doğu Asya bölgeleri savunma sanayiinde faaliyet gösteren şirketler için sağlam potansiyel oluşturuyor. Körfez bölgesinde savunma harcamaları 150 mlr dolardan daha yüksek seviyede bulunuyor ki bu da dünyadaki en yüksek harcama rakamı olarak gözüküyor. Bu yüzden, 2017 yılında savunma sanayiindeki ihracat gelirlerindeki büyümenin sürmesini bekliyoruz.

Sonuç olarak, mevcut bakiye siparişlerin rekor yüksek seviyelere ulaşması nedeniyle Türkiye savunma sanayiinin dolar bazlı gelirlerinin 2017 yılında güçlü bir şekilde artmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, Türkiye ve uluslararası arenada gerçekleşmesi muhtemel olan yüksek bütçeli projeler mevcut ki bu da yakı dönemde bakiye siparişleri daha da destekleyecektir. Ayrıca, Türkiye personel sayısı bakımından NATO'nun en büyük ikinci ordusu konumunda, ancak Türkiye'de kişi başına savunma harcaması NATO ortalamasını bir hayli aşağısında bulunuyor. Bu sebeple, orta vadede savunma sanayii gelirlerinin daha da büyümesi için ciddi bir potansiyelin olduğu görünüyor.

Aselsan'ın bakiye siparişleri 2016 yılında rekor kırdı. TSK'nın artan ekipman ihtiyacını takiben alınan yeni projelerdeki kuvvetli büyüme oranından güç alarak, 9A16'da Aselsan'ın bakiye siparişlerinin satışlarına oranı aşırı yüksek bir seviye olan 5.4'e geldi. Yine, şirketin ana yüklenici veya alt yüklenici olarak dahil olması muhtemel projeler Aselsan için yakın vadede güçlü potansiyel oluşturuyor. 2017 yılında hava savunma sistemleri modernizasyonu ve Altay tank projelerinin başlaması bekleniyor. Bu iki projeden orta vadede Aselsan'ın toplamda yaklaşık 1.8 mlr dolar gelir elde etmesini bekliyoruz. Buna ilaveten, şirketin ihracat satış ağını genişletiyor olması da orta vadede ihracat gelirlerini destekleyecektir. Yeni projelerin yoğun bir şekilde gelmeye devam etmesi ve yoğun sipariş teslimatları sayesinde Aselsan'ın 2017 yılında TL bazlı gelirlerinin büyüme oranının %37 olmasını bekliyoruz. Bakiye siparişlerin para birimi dağılımı Aselsan'ın karlılığı için olumlu gözüküyor ve 2017 yılında Euro ve doların TL'ye karşı değer kazanması şirketin operasyonel marjlarını destekleyebilir. Satışların dağılımının yıllık bazda neredeyse aynı kalacağını beklediğimizden şirketin FAVÖK marjının %18.6 seviyesinde yatay kalmasını bekliyoruz ki bu da FAVÖK rakamını 2017 yılında gelirler ile aynı %37 oranında artıracaktır. Buna karşılık, olumlu senaryoların çoğunun piyasada fiyatlandığını düşünüyoruz. Sınırlı yukarı potansiyel sunduğu için hisse için önerimizi Endekse Paralel Getiri olarak revize ediyoruz.

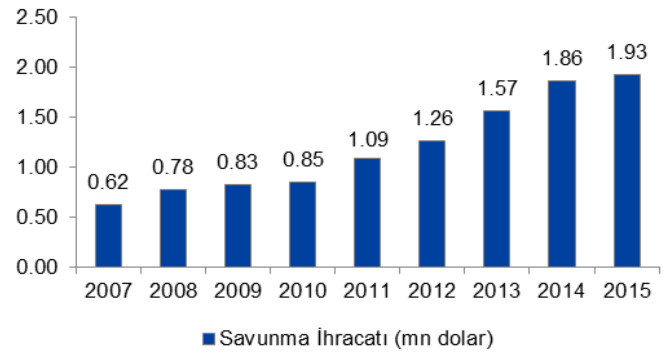
Altay tankı Otokar için büyük önem taşıyor. Şirket karlılığı ticari araç segmentine göre daha yüksek olan zırhlı araç satışlarına odaklandı. Böylece, zırhlı araç satış hacmindeki sağlam büyüme ve TL'nin dolara karşı değer kaybetmesinin olumlu etkisiyle 9A16'da Otokar'ın toplam gelirleri %26'lık güçlü yıllık büyüme oranını yakaladı. Artan zırhlı araç satışları ile satışların dağılımındaki gelişme 9A16'da operasyonel marjları destekledi ve böylece, şirketin FAVÖK marjı yıllık bazda 2.2

puan artış göstererek %10.3 oldu. Yeni projeksiyonlarımıza göre, hem yurtiçinde hem de yurtdışında artan zırhlı araç satışlarının şirketin satış gelirlerindeki büyüme oranını %19'e getirmesini bekliyoruz. Satışların dağılımındaki gelişme sonucunda, Otokar'ın FAVÖK marjının 2017 yılında daha da artmasını bekliyoruz ki bu da yıllık FAVÖK büyüme oranını %25 yapıyor. Otokar'ın 2017 yılında temettü ödeme politikasına bağlı kalacağını ve %90 temettü ödeme oranı ile hisse başına 3.03 TL brüt temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz ki bu ödeme miktarı ile temettü verimi %2.4 oluyor. Savunma Sanayii Müsteşarlığının 1Y17'de Otokar'ın Altay tankı seri üretimi için vermiş olduğu nihai teklif ile ilgili kararını açıklamasını bekliyoruz. Aralık ayı sonu itibarıyla Altay tankı prototipinin neredeyse bütün gerekli testleri tamamlandı. Altay tankı için prototipi geliştirme sürecini başarıyla tamamlayan şirket, bu dönemde sağlam tecrübe kazandı ve teknolojik bilgi seviyesini geliştirdi. Dolayısıyla Otokar'ın ihaleyi kazanma şansının yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Figür 26: Türkiye Savunma Harcamaları (mn TL)



Figür 27: Savunma İhracatı Gelirleri (mn dolar)



Kaynak: Aselsan, SASAD, TCMB

Perakende

2016 yılı gıda perakendecileri için zor bir yıl olurken tüketici elektroniği perakendecileri için felaket bir yıl oldu. Asgari ücretteki ciddi artış, bastırılmış gıda enflasyonu ve hız kazanan yeni mağaza açılışları sebebiyle piyasada artan rekabet, 2016 yılında gıda perakendecilerinin karlılığını olumsuz etkiledi. Aynı zamanda TL'deki yüksek dalgalanmalar, zayıf tüketici güveni ve asgari ürettteki artışlar teknoloji perakendecilerinin karlılığını ciddi miktarda olumsuz etkiledi. Tüketici güveninde bir miktar artış beklediğimizden 2017 yılında sektörün karlılığında bir toparlanma görüyoruz.

2017 yılında **gıda perakendecileri** yeni mağaza açılışlarını daha hırslı bir şekilde sürdürmeyi planlıyor. Şok, A101 ve Bim yakın vadede yeni mağaza açılışlarında herhangi bir yavaşlama emaresi göstermiyor. Son 12 aylık dönemde, gıda perakendecileri 2,940 yeni mazağa açtı fakat bu rakam geçtiğimiz seneki 3,300 yeni mağaza rakamının aşağısında kaldı. Ancak yine de son 5 yıllık ortalaması olan 2,600 adet yeni mağaza rakamının üzerinde gerçekleşmiş oldu. Sektördeki konsolidasyon (A101 Çağrı Semt'i satın aldı, Migros Kipa'yı satın aldı, Uyum ve Makro birleştiler) 2016 yılında yeni mazağa açılış sayısını yavaşlattı fakat 2017 yılında yeni mağaza açılışlarında tekrar bir hızlanma bekliyoruz. Yakın vadede yüksek iskontolu ürün satan perakendeciler büyümenin öncüsü olmaya devam edecekken küçük ölçekli mağazalara odaklanan süpermarket zincirleri de büyümeye katkıda bulunacaktır. Öte yandan, finansal olarak sorun yaşayan küçük ölçekli perakendecilerin ortadan kalkmasıyla orta vadede sektörde konsolidasyonun devam edeceğini düşünüyoruz.

2016 yılında gıda enflasyonu sektörün ciro büyümesi için destekleyici olmadı. Kasım ayı itibarıyla, gıda fiyatlarındaki yıllık değişim TÜFE'deki %7.0 artışa karşılık %3.6 oldu. Küresel gıda fiyatlarında yukarı yönlü trend olduğundan ve Rusya'da gıda ihracatına gelen yasağın kalkması sebebiyle 2017 yılında gıda fiyatlarında kademeli artışlar öngörüyoruz. Bu sebeple, 2017 yılında gıda perakende sektörü büyüme görünümünü daha iyi görüyoruz.

Tüketici elektroniği perakendecileri sıkıntılı bir yıl olan 2015'i takiben 2016 yılında bir başka zor yıl geçirdiler. Ülkedeki dönemsel olayların genel tüketici görünümü üzerindeki etkisi üstüne şirketlerin yeniden yapılanma süreçleri gibi özel durumları sektörün 2016 yılında performansını etkiledi. 1Y17 sektör için zorlayıcı olacaktır ancak tüketici güveninde bir toparlanma tahmin ettiğimizden yılın geri kalanı için daha iyimseriz.

Bim 2016 yılında Türkiye'de 600'den fazla mağaza açtı. 2016 yılındaki %12 yıllık artışa karşılık 2017 yılında 550 tane yeni mağaza varsayımı ile şirketin toplam mağaza sayısının yıllık bazda %10 oranında artmasını bekliyoruz. Öte yandan, gıda enflasyonundan gelecek katkının daha iyi olması sebebiyle 2017 yılında şirketin toplam gelirlerinin %20 artmasını bekliyoruz (2016 yılındaki %16 büyümeye karşılık). Asgari ücret artışının olumsuz etkisine rağmen, Bim FAVÖK marjını 2016 yılında %5 seviyesinde korumayı başardı. Şirket yönetiminin karlılıktaki başarılı geçmişi nedeniyle, FAVÖK rakamının 2017 yılında yıllık bazda %19 oranında artmasını bekliyoruz.

Bizim Toptan 2016 yılında tüketici ve ürün dağılımında yeniden yapılanma sürecini sonuçlandırdı. Türkiye'deki organize peşin satış mağazalarının penetrasyon oranının düşük olması ile uzun vadede güçlü büyüme potansiyeli mevcut olduğundan Bizim Toptan için uzun vadede görüşümüz olumlu. Öte yandan, organize olamayan gıda perakendecileri için elverişsiz koşullar, ki peşin satış mağazalarının başlıca tüketicileri oluyor, peşin satış mağazalarındaki zayıflığın 2017 yılının ilk yarısında da devam edeceğine işaret ediyor. Ancak, baskılanmış hisse fiyatı orta vadede etkileyici bir getiri potansiyeli sunuyor.

Migros 2016 yılında Tesco Kipa'yı satın aldı ancak satın alma işleminin Rekabet Kurumunun onayı sonrasında 2017 yılında sonuçlanması bekleniyor. İşlem tamamlandıktan sonra Migros bazı Kipa mağazalarını kapatabileceğinden dolayı henüz Kipa'yı tahminlerimiz dahil etmedik. Bizim görüşümüze göre, Kipa satın alımı Migros için yaptığımız ciro beklentilerimiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor. Fakat, Kipa şu anda zarar eden bir şirket olduğu için Migros'un FAVÖK rakamına gelecek 2 yıllık dönemde bir katkı yapmasını beklemiyoruz. 2017 yılında, Migro yönetiminin mağazaları daha karlı yapabilmek için Kipa'ya odaklanmasını bekliyoruz. Bu yüzden, yakın vadede yeni mağaza açılışı rakamında bir yavaşlama bekliyoruz. Migros'un 2016 yılındaki 180 yeni mağazaya karşılık 2017 yılında 180 yeni mağaza açacağını tahmin ediyoruz. 2017 yılında FAVÖK rakamında %14'lük bir yıllık artış görüyoruz, ama Kipa mağazalarının zarar ediyor olması tahminlerimiz için başlıca risk olacaktır. Migros'un yüksek miktarda kısa Euro pozisyonu olduğundan, TL'deki yüksek dalgalanma net kar tahminlerimiz için başlıca risk olarak gözüküyor.

Teknosa'nın 2016 yılındaki yeniden yapılanma süreci operasyonel performansını ve finansal sonuçlarını olumsuz etkiledi. Şirket yönetimine göre, yeniden yapılanma süreci sona erdi ve 2017 yılında artık herhangi bir tek sefeli giderler olmayacak. Yatırımcılar için iyi haber olmasına rağmen, zayıf tüketici görünümü ve dalgalanan TL tüketici elektroniği perakendecileri için destekleyici olmuyor. Bu yüzden, 1Y17'de zayıf operasyonel performansın devam etmesini bekliyoruz, ancak yılın ikinci yarısında önemli bir toparlanma öngörüyoruz.

Bimeks, TL'deki yüksek dalgalanmalardan ve tüketici görünümündeki zayıflıktan zarar görmüş diğer bir tüketici elektroniği şirketi. Teknosa gibi tüketici harcamalarındaki cansızlık sebebiyle Bimeks için de 1Y17 zor bir dönem olacak. Operasyonel performans ile alakalı konular dışında, 2016 yılında büyük ortaklar tarafından gerçekleştirilen rehinli hisse satışları, hisse senedinin fiyatını olumsuz etkiledi. Bu durum alım fırsatı yaratmasına rağmen, Bimeks için olumlu bir görüş oluşturabilmek için büyük ortakların finansal durumlarının daha görünür olması gerekiyor. Bu yüzden, Bimeks için şu anda Endekse Paralel Getiri önerimiz mevcuttur.

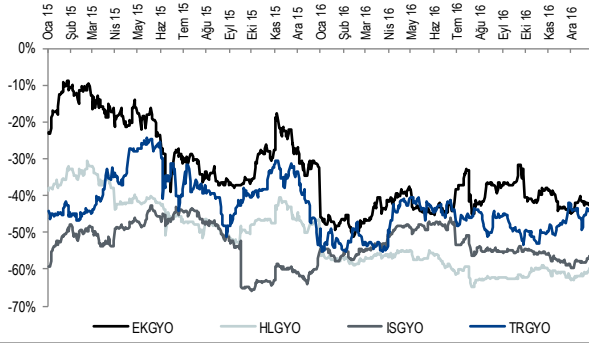
Gayrimenkul

Küresel likidite koşulları ve TL getiri oranlarına olan yansımalarını düşündüğümüzde, 2017 yılında konut talebi yönünden iştahın iyileşmesini beklememek gerekir. Kampanyaların da etkisi ile, konut satışlarında aşağı yönlü çok fazla risk görmüyoruz. 2016 ve 2017 yılları için yıllık konut satışlarının 1,3 milyon adet seviyesinde kalmasını öngörüyoruz.

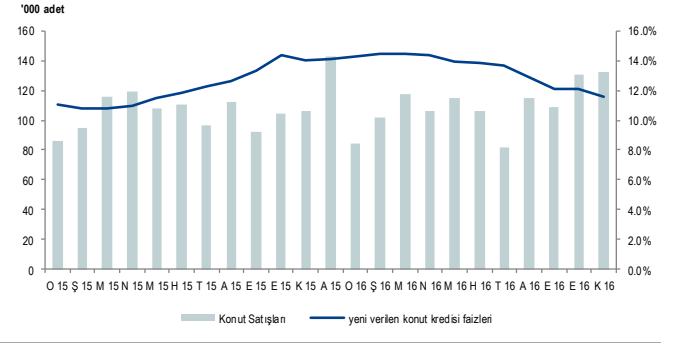
İstanbul'daki AVM'lerde metrekare başına satış geliri Ocak ayındaki 905 TL'den Temmuz ayında 741 TL'ye geriledi. AVM olarak yüksek arzın olduğu bölgelerde, ortalama satış gelirlerinin düşmesi, AVM sahipleri açısından doluluk oranlarını olumsuz etkileyebilir. İstanbul'daki A sınıfı ofis piyasasında da, yatırımların durması ve olumsuz piyasa koşulları nedeni ile, kiracıların büyüme veya taşınma kararlarını askıya alabileceklerini düşünüyoruz.

2017 yılında GYO piyasası için, muhafazakar duruşumuza rağmen, Emlak GYO güçlü iş modeli ve yeni projeleri ile diğer şirketlerden ayrılmaktadır. Emlak GYO tarihsel ortalama NAD iskontosu olan %27'nin oldukça altında %42 seviyesinde işlem görmektedir. Şirketin gelir paylaşımı projelerinden önümüzdeki 4 yıllık dönemde 9 milyar TL civarında finansallara yansımamış karı bulunmaktadır. Emlak GYO'nun sahip olduğu arsa portföyünü de düşündüğümüzde, mevcut yüksek NAD iskontosunu oldukça düşük buluyoruz. Sabit gelir üreten GYO'lar arasında, Torunlar GYO'yu cazip yükseliş potansiyeli nedeni ile İş GYO'ya tercih ediyoruz. İş GYO'nun güçlü performansının fiyatlara yansıdığını düşünüyoruz. Halk GYO için verdiğimiz Endeks Üzeri Performans tavsiyesi, şirketin uzun vadeli büyüme potansiyelini içermektedir.

Figür 28: GYO'ların NAD iskontosu



Figür 29: Aylık Konut Satışları ve Faiz oranları



Kaynak: YF Menkul Kıymetler Araştırma, TCMB, TÜİK

Demir & Çelik

Küresel çelik üretimi 11A16'da yıllık bazda %0.4 oranında hafifçe artarak 1.47 mlt ton oldu. Dünyanın en büyük çelik üreticisi konumundaki Çin'de çelik üretimi yıllık bazda sadece %1.1 oranında artış kaydetti. Öte yandan, 11A16'da Türkiye'deki çelik üretimi yıllık bazda %5.1 oranında büyüdü ve dünya çelik üretimindeki büyüme oranının üzerinde gerçekleşmiş oldu. Dünya Çelik Birliğinin öngörülerine göre küresel çelik talebi 2017 yılında yıllık bazda %0.5 oranında büyüyerek 1,510 mln ton olacak. Buna karşılık, dünyanın en büyük çelik tüketicisi Çin'de çelik talebinin 2017 yılında yıllık bazda %2 oranında daralması bekleniyor. Bu yüzden, Çin dışında dünya çelik tüketiminin ABD'deki büyüyen inşaat aktivitesi ile artan çelik talebin önderliğinde 2017 yılında yıllık bazda %2.6 oranında artması bekleniyor.

Türkiye'de çelik tüketimi 11A16'da yıllık bazda %0.1 oranında sınırlı bir artış gerçekleştirdi. Bu dönemde uzun çelik tüketimi toplam çelik tüketiminin %52'sini oluşturdu. Uzun çelik tüketimi 11A16'da yıllık bazda %0.3 oranında gerilerken yassı çelik tüketiminde büyüme oranı %0.5 oldu. Devletin ajandasındaki büyük ölçekli altyapı yatırımları, sürmekte olan kentsel dönüşüm projeleri ve imalat sanayiindeki büyüme potansiyeli sayesinde 2017 yılında yurtiçi çelik tüketiminin güçlü bir büyüme görünümü olduğunu düşünüyoruz. Büyümekte olan inşaat sektörü ile birlikte artan beyaz eşya ve otomotiv satışları neticesinde Türkiye'de çelik tüketiminin 2017 yılında yıllık bazda %4 oranında artacağı öngörülmüyor. Buna ilaveten, Türkiye'nin çelik ihracat hacmi 11A16'da yıllık bazda %0.4 oranında büyüdü. Türkiye çelik ihracatçıları ABD, Avrupa ve Japonya'da toparlayan çelik talebi sayesinde 2017 yılında çelik ihracatındaki yıllık büyüme oranının %3 olacağını tahmin ediyor.

2011-2015 yılları arasında Türkiye'nin çelik ithalat hacmi %16 YBBO ile arttı. Ancak çelik ithalatı 11A16'da yıllık bazda %6.7 oranında geriledi. Türkiye'deki çelik üreticileri yurtiçi pazarda haksız rekabet koşullarının giderilmesi için düşük kalitede çelik ithalatı ve damping yapılmış ithalata karşı hükümetin belirli adımlar atmasını talep ediyor. Hatırlayacak olursak, Çin'den gelen düşük fiyatlı ürünler, Bağımsız Devletler Topluluğu (CIS) bölgesinden yapılan ithalat ve dahilde işleme rejimi, yurtiçi piyasa koşullarını bozmuştu.

Dünyanın en büyük emtia tüketicisi olan Çin'de kesintiye uğrayan üretim, en büyük 5 kömür üreticisinden ikisi olan Avustralya ve Hindistan'da La Nina hava koşulları kaynaklı üretim kayıpları nedeniyle kömür fiyatları 2016 yılbaşından bu yana artıyor. Aralık 2016'da, kömür fiyatları yılbaşındaki 75 dolar seviyesinden 284 dolar seviyesine ulaştı. Demir cevheri fiyatları 2016 yılbaşından bu yana yukarı yönlü bir trend takip ediyor. Kömür fiyatlarındaki artışın da etkisiyle demir cevheri fiyatları da 55 dolar mertebesinden 80 dolara yükselmiştir ve ABD'de artması beklenen altyapı yatırımları ile demir cevheri fiyatlarının daha da artması bekleniyor. Türkiye'de çelik üreticileri için önemli girdilerden biri olan hurda fiyatları da 2016 yılında %54 oranında artarak 291 dolar seviyesine geldi.

Küresel piyasalarda artan hammadde fiyatları sonucunda, Türkiye'de yurtiçi sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatları fiyatları 2016 yılında yıllık bazda %63 oranında artarak ton başına 522 dolar'a ulaştı. Aralık 2015'de en düşük seviyelere gelen yurtiçi inşaat demiri fiyatları da 2016 yılında güçlü bir şekilde %24 oranında artarak ton başına 424 dolar seviyesine geldi. Çin'deki çelik üretimi kesintisi, artan hammadde maliyetleri (kömür & demir cevheri) ve en büyük çelik tüketicisi ülkelerdeki artan çelik talebi ile çelik fiyatlarının 2017 yılında daha da artacağı öngörülmüyor.

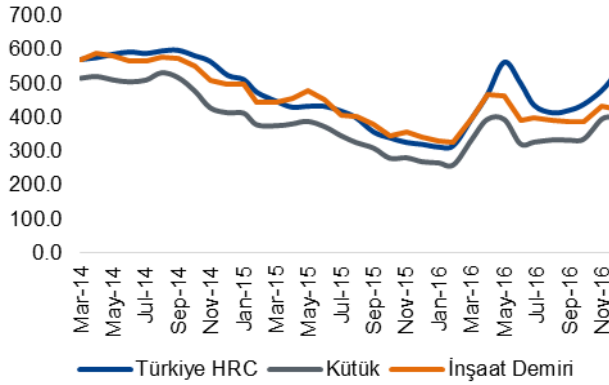
Ürün fiyatlarında devam eden yukarı yönlü trende rağmen Eylül-Kasım döneminde kömür fiyatlarındaki sert artış sebebiyle ürün ve maliyet makası önemli ölçüde daralmıştır. Bu durumun 1Ç17'de demir çelik üreticilerin marjlarını baskılayacak bir faktör olacağı düşünülmektedir. Orta vadede arz talep dengesinin makul daha seviyelerde dengeleneceğini düşünmekteyiz. Buna göre kömür fiyatlarının son 3 yıl ortalaması olan 120 dolar seviyesine daha yakın bir noktada

dengeleceği varsayıyoruz. İlâveten artan hammadde maliyetlerinin etkisiyle yükselen ürün fiyatları da 2017 yılında marjlar üzerindeki baskıyı kısıtlayan bir etken olacaktır.

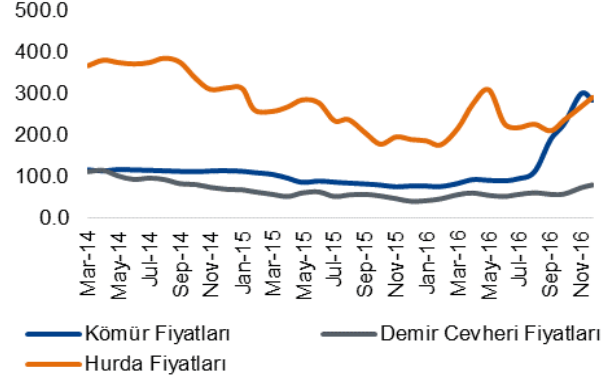
Gelirlerinin tamamına yakını dolar bazlı olan **Erdemir** TL'de sert dalgalanmaların görüldüğü dönemde ön plana çıkmaktadır. Artan hammadde fiyatlarının ürün fiyatlarına da yansıtacağını varsaymaktayız. Şirket'in %6.9'luk temettü getirisi ile önümüzdeki dönemde ön plana çıkacağını düşünüyoruz. 2017 ve 2018 beklentilerimize göre Erdemir hisseleri global benzerleri ortalama FD/FAVÖK çarpanlarına göre sırasıyla %1 ve %10 iskonto ile işlem görmektedir.

Kardemir'in 650bin tona ulaşan satış hacmi 4Ç16 operasyonel sonuçlarının ile güçlü olması beklenmektedir. Diğer taraftan yüksek kur farkı giderleri net kar rakamını baskılayacaktır. Uygun seviyelerden maliyetlenilen kömür kargolarının ve artan ürün fiyatlarının etkisiyle 2017 yılında şirket'in FAVÖK marjını koruması beklenmektedir. Diğer taraftan düşük net nakit akışı ve yüksek borçluluk önümüzdeki yıllarda temettü dağıtımını engelleyebilir.

Figür 30: Çelik Fiyatları (Dolar/ton)



Figür 31: Hammadde Fiyatları (Dolar/ton)



Kaynak: Bloomberg, YF Menkul Değerler

Telekomünikasyon

Genişbant ve mobil segmentlerde büyüyen abone sayısı ve artan kullanıcı başına ortalama gelirler sayesinde, telekomünikasyon şirketlerinin gelirleri 2016 yılında artmaya devam etti. 9A16'da Türkiye'de genişbant abone sayısı yıllık bazda %27 oranında artış gösterirken, cep telefonu abone sayısı aynı dönemde %2 oranında artış kaydetti. Her iki segmentte de artan veri kullanım gelirleri sayesinde ortalama kişi başına gelirler 9A16'da yükseldi. Gelişmekte olan mobil ve genişbant segmentleri ile 2017 yılında telekomünikasyon şirketlerinin gelirlerindeki büyümenin istikrarlı bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.

Yükselen cep telefonu penetrayson oranı sonucunda, Türkiye'de mobil abone sayısının 2017 yılında %2 ile artmaya devam etmesini bekliyoruz. 4.5G teknolojisinin Nisan 2016'da devreye girmesi ile 4.5G abonelerinin toplam abone sayısındaki payı 9A16'da %61'e sıçradı. Gelecek dönemlerde bu oranin daha da artacağını tahmin ediyoruz. 4.5G teknolojisi sayesinde daha hızlanan internet ile veri gelirlerinin 2017 yılında artmaya devam etmesini bekliyoruz. Yine 2017 yılında aşırı veri kullanımı kullanıcı başına ortalama gelirleri ciddi miktarda artıracaktır. Faturalı abonelerden daha yüksek kullanıcı başına ortalama gelir elde edildiğini düşünürsek faturalı abonelerin toplam abone sayısındaki payının artması da telekom şirketlerinin karlılığını destekleyecektir.

Artan hanehalkı fiber ve ADSL internet penetrasyonunu takiben 2017 yılında genişbant abone sayısının %5 ile artmaya devam etmesini bekliyoruz. Ortalama veri kullanımındaki artış trendinin devam etmesini bekliyoruz ki 3Ç16'da ortalama veri kullanımı 67.8 GB olmuştu. Turkcell ve Türk

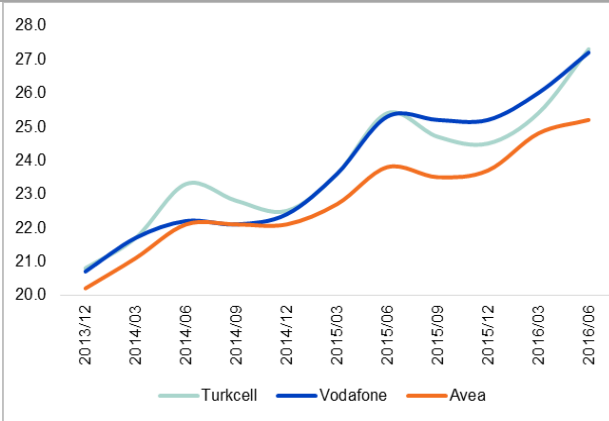
Telekom mevcut fiber ağlarından fayda sağlamaya devam edecekler. Türk Telekom'un fiber internet ağı Türkiye'nin her şehrinde mevcutken Superonline'in fiber internet ağı şu anda 15 şehirde bulunuyor.

OECD ülkelerinin ortalamasına göre Türkiye'de genişbant ve cep telefonu penetrasyon oranları hala düşük duruyor. Buna karşılık, faturalı hatların payı OECD ortalamasına göre daha yüksek gözüküyor. Türkiye'deki genç nüfusu ve artan dijitalleşme oranını düşünecek olursak, cep telefonu ve genişbant penetrasyon oranı uzun vadede OECD ortalamasında doğru yakınsayabilir. Türkiye'de akıllı telefon penetrasyonu 9A16'da %65'i aştı ve yeni akıllı telefon modellerinin sık olarak piyasaya çıkması sebebiyle orta vadede akıllı telefon penetrasyon oranının artacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan, cep telefonu operatörlerinin sunduğu ciddi avantajlar neticesinde sabit hat abone sayısının düşmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Hanehalkı sabit hat penetrasyon oranı 2015 yılında %55.1 seviyesindeydi, ki bu oranın yakın vadede kademeli olarak düşeceğine inanıyoruz.

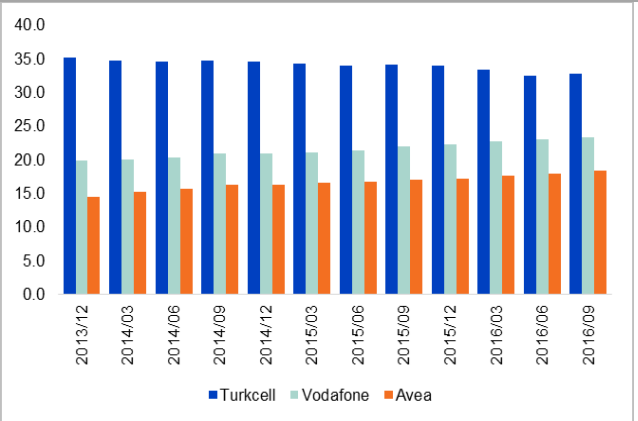
Türkiye'de en yüksek hız kapasitesine ve en yüksek 4.5G spektrumuna (234.4Mhz) sahip mobil operatörü olması sonucunda veri gelirlerindeki büyümenin güçlü devam edeceğini beklememiz sebebiyle **Turkcell** için görüşümüz olumlu. Turkcell'in toplam gelirlerindeki büyümenin 2017 yılında %8% olmasını bekliyoruz. Buna karşılık, abone dağılımındaki gelişmeden dolayı daha güçlü gerçekleşen kullanıcı başına ortalama gelir büyümesi nedeniyle 2017 yılında şirketin karlılığında hafif bir artış bekliyoruz. Böylece, bizim tahmin ettiğimiz FAVÖK büyümesi 2017 için yıllık bazda %9 oranında oluyor. Orta vadede, Turkcell'in Fiber internet ağını geliştirmesini ve Fiber segmentinde pazar payı kazanmasını bekliyoruz. Bunlara ek olarak, IPTV segmentinin şirketin gelirlerine destekleyici etkisinin sürmesini bekliyoruz.

Şirketin cep telefonu ve fiber abone sayısı ciddi bir şekilde artmaya devam etmesinden dolayı **Türk Telekom**'u da beğeniyoruz ve agresif pazarlama stratejisi sayesinde mevcut trendin devam etmesini bekliyoruz. Ancak, öngörülerimize göre, genişbant ve cep telefonu segmentinde ortalama kullanıcı başına gelir rakamındaki sınırlı büyüme ile birlikte düşen sabit hat gelirleri toplam gelirlerdeki büyümeyi 2017 yılında %6'da tutacaktır. Yine 2017 yılında, kullanıcı başına ortalama gelirlerin nakit giderlerin üstesinden gelecek olması neticesinde mevcut karlılık seviyesinin sürmesini bekliyoruz.

Figür 32: Ortalama Kullanıcı Başına Gelirler (TL)



Figür 33: Cep Telefonu Abone Sayısı (mn)



Kaynak: BTK, YF Menkul Değerler Araştırma

Elektrik

Büyüyen sanayi üretimi, artan hanehalkı harcanabilir gelirleri ve gelişen teknolojik altyapı neticesinde Türkiye elektrik talebi geçtiğimiz 20 yıllık dönemde %5 YBBO ile istikrarlı bir şekilde arttı. Yoğun miktarda özelleştirmelerin sonucunda, bağımsız elektrik üreticilerinin toplam elektirk üretimindeki payı aynı dönemde %2'den %52'ye sıçradı. Ayrıca, bağımsız elektrik üreticileri geçtiğimiz yıllarda ciddi miktarda kapasite artışı yatırımları gerçekleştirdi. 2016 yılında da bu kapasite artışı yatırımları devam etti. 11A16'da genel olarak fosil yakıt elektrik santrallerine yapılan kapasite artışı yatırımları ile Türkiye'deki kurulu güç yıllık bazda %7 oranında artarak 78,343 MW'a ulaştı. Şu anda fosil yakıtların toplam kurulu güçteki payı %55 civarı gözüküyor.

Yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımı için istikrarlı bir şekilde devam eden devlet teşvikleri sayesinde, bağımsız elektrik üreticileri yenilenebilir enerji yatırımlarına odaklandılar. Dolayısıyla, rüzgar, güneş ve jeotermal enerji kaynaklarının toplam elektirk üretimindeki payı 2009 yılından beri yükseliyor. Rüzgar santrallerinden elektirk üretimi 2009 yılından beri önem kazanıyor ve yine aynı dönemde %39 YBBO ile artış gösterdi. Buna ek olarak, jeotermal elektrik üretimi 2009-2016 yılları arasında %38 YBBO ile büyüdü. Güneş panellerinden elektrik üretimi ise 2014 yılından beri Türkiye'deki elektrik üretimine katkıda bulunuyor ve 2016 yılında güneş panellerinden üretilen elektrik enerjisi 855 GWH oldu. Biyoyakıtlar Türkiye'de kullanılan diğer enerji kaynakları, ancak elektrik üretimindeki payı %0.8 seviyesinde düşük duruyor. Biyoyakıt santrallerinden yapılan elektrik üretimi 2016 yılında yaklaşık 1.8 TWh seviyesinde bulunuyor. En yüksek kapasite kullanım oranı jeotermal elektrik santrallerindeyken en düşük kapasite kullanım oranı güneş panelleri ve rüzgar santrallerinde gerçekleşiyor. Ayrıca, küresel ısınma ve CO₂ salınımı ile ilgili artan farkındalık neticesinde yenilenebilir enerji Türkiye'de önem kazanıyor, fakat hala fosil yakıtların elektrik üretimindeki payı %60 seviyesinde bulunuyor.

Yakıt ithalatını düşürdüğü ve elektrik üretiminde dışa bağımlılığı azaltacağından dolayı yenilenebilir enerji üretimi Türkiye için avantajlı görünüyor. Bu yüzden, hükümet yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretimini artırmayı hedefliyor. Öte yandan, yenilenebilir enerji kaynaklarından gerçekleştirilen elektrik üretimi rüzgarın esme hızı, güneşli gün sayısı ve yağış miktarları gibi meteorolojik faktörlere bağlıdır. Bu yüzden, yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretimi hava koşulları riski taşıyor. Dışa bağımlılığı azaltmak amaçlı yine hükümet, Türkiye'de yüksek miktarda rezervi bulunan linyitten elektrik üretimi için teşvik sunuyor. Sonuç olarak, gelecek dönemlerde Türkiye'nin linyit ve yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretiminin toplam üretimdeki payının artmasını bekliyoruz.

Elektrik tüketimi 11A16'da yıllık bazda %4.3 oranında büyüme gerçekleştirmişken elektrik üretimi %4.1 oranında arttı. Sanayi %46 pay ile piyasadaki en büyük elektrik tüketicisi konumunda ve bu yüzden, sanayi üretimi ve kapasite rakamları elektirk tüketiminin önemli belirleyicilerinden. Ticarethaneler ve konutlar toplam elektrik tüketiminin sırasıyla %28 ve %22'sini oluşturuyor. Bu yüzden, işletmelerdeki ve hanehalklarındaki dijitalleşme oranının elektrik tüketimi üzerinde bir etkisi mevcuttur. Buna ilaveten, çoğu araştırmamızın sonucuna göre, Türkiye'deki elektrik talebinin gelir esnekliği pozitif. Artan dijitalleşme oranı, büyüyen hanehalkı harcanabilir gelirlerinin yanı sıra imalat sanayiinde artan kapasite ve üretim rakamları sebebiyle, gerçekleştirilmiş tüketimindeki büyümenin 2017 yılında %4.0 olmasını bekliyoruz ki bu da GSYH büyüme beklentimiz olan %3.5'den daha yukarıda duruyor. Türkiye'de kişi başına elektirk tüketimi OECD ve AB ülkelerine kıyasla çok düşük seviyede bulunuyor. Bu sebeple, uzun vadede elektrik piyasası için sağlam büyüme potansiyeli mevcut gözüküyor.

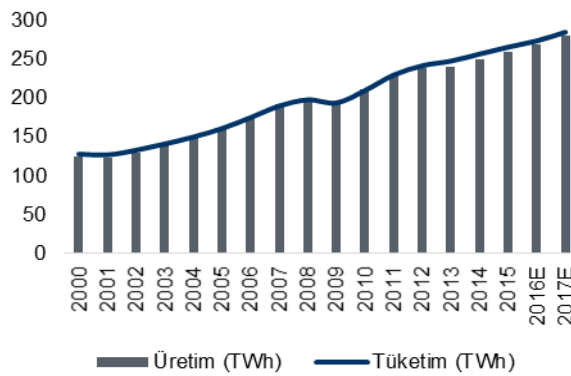
Kasım 2016'nın sonuna kadar spot elektrik piyasasında fiyatlar yatay kaldı. Ancak, doğalgaz kısıntıları ve hava koşulları sebebiyle spot piyasada elektrik fiyatları Aralık ayında tavan yaptı. Ortalama elektrik fiyatları Aralık ayında MWh başına 219 TL oldu, ki 11A16'da ortalama elektrik fiyatları MWh başına 139 TL seviyesindeydi. Tahminlerimize göre, elektrik piyasasında arz talep dengesizliği devam edebilir ve bu da spot piyasadaki fiyatlarda dalgalanmalara neden olabilir. Ancak, 2017 yılında piyasadaki artan kurulu güç rakamı ile kızışan rekabet ve elektrik talbindeki makul büyüme oranı, spot piyasada elektrik fiyatlarının yatay kalmasına neden olabilir. EPDK'dan son açıklanan elektrik tarife fiyatı 1Ç17 için önceki çeyrekle aynı kaldı. Not etmek gerekirse, hükümetin teşvik mekanizması YEKDEM rüzgar ve hidroelektrik santrallerinden aldığı elektrik için MWh başına 73 dolar fiyat belirliyor. Buna karşılık jeotermal elektirk santrallerinden alınan elektrik için ödenen fiyat MWh başına 105 dolar. En yüksek fiyat olan MWh başına

133 dolar ise güneş panelleri ve biyoyakıt tesislerine uygulanıyor. Yenilenebilir enerjisi desteklemek amaçlı, devletin yenilenebilir kaynaklardan aldığı elektriğin fiyatı spot piyasadaki fiyatlardan bir hayli yukarıda bulunuyor.

Uzun vadede, Akkuyu nükleer santralinin kurulu gücünün devreye girmesi elektrik piyasasında rekabeti artırabilir. Mevcut durumda, Türkiye'nin dış enerji kaynaklarına bağımlılığı %72 seviyesinde. Türkiye enerji üretimi kullandığı petrolün %92'sini, doğalgazın %98'ini ve kömürün %30'unu ithal ediyor. Bu oranları düşürmek için hükümet nükleer enerjiyi de enerji üretim portföyüne eklemek istiyor. Türkiye sınırları içinde yeterli miktarda Uranyum ve Toryum elementi bulunduğundan, üretim aşaması başladığından itibaren nükleer enerji kaynaklarını ithal etmek zorunda kalmayacak. Akkuyu nükleer santralinin kurulu gücü 4,800 MW olacak, ki bu da Türkiye'nin mevcut kurulu gücünün %6'sına denk geliyor. Ayrıca, Sinop nükleer santralinin inşaatının 2017 yılında başlaması bekleniyor ve bu santralin kurulu gücü de 4,480 MW olacak. Tahminlere göre, nükleer santrallerin kapasite kullanım oranı %90 olabiliyor ve günün 24 saati faaliyet gösteriyor. Buna ek olarak, nükleer santrallerin ortalama çalışma ömrü 40-60 yıl arası hesaplanıyor. Yenilenebilir enerji santrallerine göre hem çalışma ömrü hem de kapasite kullanım oranı dünya genelinde daha yüksek bulunuyor. Bu yüzden, dünyada sürekli bir teknolojik gelişmenin olduğunu düşünecek olursak nükleer enerji kaynaklarından elektrik üretimi büyüyen elektrik talebini karşılamak için uzun vadede önemli olacaktır.

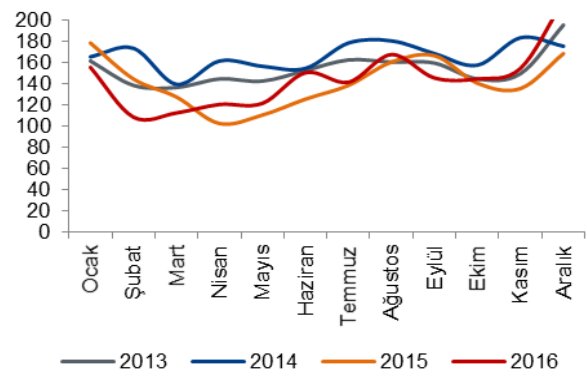
Aksa Enerji küresel bir oyuncu olmayı hedefliyor. OTC ve yenilenebilir enerji satış hacminin artışı sayesinde, 9A16'da Aksa Enerjinin yıllık bazda gelirlerindeki büyüme %38 oldu. Ancak, artan dolar bazlı üretim maliyetleri sebebiyle şirketin FAVÖK marjı 9A16'da 6.4 puan gerileyerek %15.3 oldu. Aksa Enerji'nin 2017 görünümünün ilgi uyandırdığını düşünüyoruz. Şirket küresel bir enerji sektörü oyuncusu olmayı hedefliyor ve bu yüzden Afrika'daki (Mali, Gana ve Madagaskar) kurulu gücünü genişletiyor. Aksa Enerjinin mevcut üç yeni fuel oil tesisi 2Y17'de faaliyete geçecek ve şirketin kurulu gücüne 530 MW katkı yapacak. Üç ülke ile imzalanan satış anlaşmaları neticesinde, şirket dolar bazlı garantili elektrik satışı gerçekleştirecek, ki buradaki fiyatlar Türkiye'deki fiyatlara kıyasla bir hayli yüksek olacak. Bu yüzden, Afrika kıtasındaki yeni santraller gelecek dönemlerde şirkete sağlam döviz bazlı FAVÖK sağlayacak. FAVÖK rakamının %80'inin dolar bazlı olması bekleniyor. Bunun neticesinde, FAVÖK büyümesinin 2017 yılında %46 olmasını öngörüyoruz. 2016 yılında yatırımlar kaynaklı nakit çıkışının çoğu gerçekleştiği için şirketin 2017 yılında yatırım harcamaları ciddi miktarda gerileyecektir ki bu da nakit akışını olumlu etkileyecektir. Ayrıca, varlıkları arasındaki rüzgar santrallerinin ve bir hidroelektrik santralinin satışı Aksa Enerji'nin 2017 yılında borçluluğunu geriletecektir. Bu yüzden, net borç FAVÖK oranının 9A16'daki aşırı yüksek 5.6 seviyesinden 2017 yılında 2.5'a gerilemesini bekliyoruz.

Figür 34: Elektrik Tüketimi/Üretimi



Kaynak: TEİİS

Figür 35: Ortalama Elektrik Fiyatları (TL/MWh)



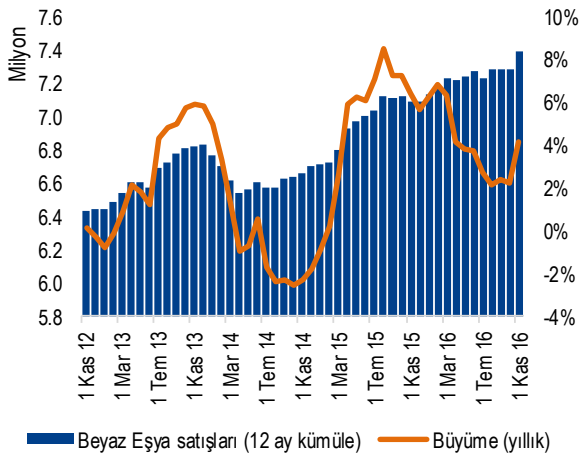
Beyaz Eşya

2016 yılı ilk 11 ayda beyaz eşya talebi yıllık %5 artış gösterdi. 2015 yılında bu artış %6 seviyesindeydi. Hükümetin konut sektörünü ve Suriyeli mültecileri desteklemesi, beyaz eşya talebini olumlu etkiledi. Politik görünümdeki dalgalanma, tüketici güvenindeki düşüş ve zayıflayan makro göstergeler talep artışını baskılıyor. Hükümetin konut sektörünü desteklemesini önümüzdeki dönemde devam edeceğini düşünüyoruz. Konut inşaatının yavaşlayacağı varsayımı ile, beyaz eşya sektöründeki büyüme dinamiklerinin yılın ikinci yarısında normalleşeceğini düşünüyoruz.

Küresel ekonomi politikalarındaki değişim ile emtia fiyatlarının yükselmesi ve hammadde fiyatlarında yükseliş 2017 yılında sürebilir. Dolardaki güçlü trendin devam edeceğini varsaydığımızda, beyaz eşya üreticilerinin karlılıkları 2017 yılında risk altında olduğunu düşünüyoruz. Ancak, TL'nin zayıflaması Türk beyaz eşya üreticileri açısından bir rekabet avantajı olarak görülebilir. Bu sebeple, şu aşamada ihracat odaklı beyaz eşya üreticileri için nötr görüşümüzü koruyoruz.

Arçelik ve Vestel, daha önce ithal ürünlerin daha çok satıldığı teknoloji perakende mağazalarındaki görünürlüklerini artırmaktadır. TL'deki değer kaybı ile maliyetleri artan ithalatçılar nedeni ile, yerli üreticiler 2017 yılında daha öne çıkabilir. Her iki şirket de, yurtdışında yeni pazarlar arayışı içinde olması, orta vadede yükseliş potansiyeli yaratmaktadır. Arçelik, güneydoğu asya'daki operasyonlarını genişletmek amacıyla, Pakistanlı Dawlance şirketi satın alım sürecini tamamladı. Vestel ile, Compel Electronics Europe şirketini satın alarak, Avrupa tüketici elektronik pazarındaki payını artırmayı hedeflemektedir. İki şirket arasında, daha cazip değerlendirme nedeni ile, Vestel'i tercih ediyoruz.

Figür 36: Beyaz eşya satışları



Figür 37: Beyaz eşya talebi

'000 birim	2015	2016T	2017T	2018T
Buzdolabı	1,976	2,053	2,127	2,361
Büyüme (%)	3.6%	3.9%	3.6%	11.0%
Dondurucu	571	645	669	742
Büyüme (%)	6.7%	13.0%	3.6%	11.0%
Çamaşır mak.	2,026	2,104	2,180	2,420
Büyüme (%)	6.8%	3.9%	3.6%	11.0%
Kurutucu	82	100	103	115
Büyüme (%)	26.9%	22.0%	3.6%	11.0%
Bulaşık mak.	1,483	1,555	1,611	1,788
Büyüme (%)	3.4%	4.8%	3.6%	11.0%
Fırın	951	985	1,020	1,132
Büyüme (%)	9.6%	3.5%	3.6%	11.0%
Toplam	7,090	7,442	7,710	8,558
Büyüme (%)	5.7%	5.0%	3.6%	11.0%

Kaynak: TÜRKESD, YF Menkul Değerler Araştırma

9. Yatırım Finansman Model Portföy

- Bim
- Cimsa
- Garanti Bank
- Tofas
- Turk Traktor
- Yapi Kredi Bank

Bim

Artan gıda fiyatları büyümeyi destekleyecek

Hisse başına 60TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Bim, hızlı büyüyen yüksek iskonto süpermarket kanalının en büyük oyuncularından bir tanesidir. Şirketin yüksek ciro artış potansiyeline rağmen son zamanlardaki düşük gıda enflasyonu hisse senedi performansını zayıflattı. Gıda enflasyonundaki yukarı yönlü normalleşme neticesinde şirketin satış gelirlerinin de tekrar ivmeleneyeceğini bekliyoruz. Bu nedenle mevcut hisse senedi fiyat seviyelerini alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

2017'de gelir artışı ivmeleneyecek. Bim'in 2016 yılında 718 mağaza artışının ardından 2017'de 665 yeni mağaza açacağını tahmin ediyoruz. Muhafazakar yeni mağaza açılış tahminimize rağmen, artan gıda enflasyonunun sepet büyüklüğüne olan etkisiyle ciro artışının %20 olacağını tahmin ediyoruz.

FAVÖK marjında yüksek öngörülebilirlik. 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. 9A16'da asgari ücretin etkisi ve olumsuz koşullara rağmen şirket hedefini tutturmayı başardı.

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

Yeni pazarlar hedefleniyor. Bölgedeki jeopolitik risklerin azalmasından sonra Şirket çevre ülkelere yatırım yapmayı planlıyor. İran ve Rusya muhtemel ülkelerin başında gelmektedir.

Hisse geri alım programı aşağı yönlü riskleri sınırlıyor. 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. Bim şu ana kadar 1.2mn adet hisse geri alımı yapmış bulunmaktadır.

Hedef fiyatımızı 60TL'ye çekiyoruz. Bim için hedef fiyatımızı özsermaye maliyet tahminimizde yaptığımız artış nedeniyle 67TL'den 60TL'ye indirdik. Buna rağmen yeni hedef fiyatımız %23 yukarı potansiyele işaret etmektedir.

Özet Finansallar & Göstergeler	2013	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar (mn TL)	11,849	14,463	17,428	20,191	24,214
FAVÖK (mn TL)	596	619	865	1,013	1,202
Net Kar (mn TL)	413	395	583	657	811
FAVÖK Marjı (%)	5.0%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
Temettü Verimi (%)	1.4%	1.8%	2.2%	2.9%	3.6%
F/K (x)	36.0	37.6	25.5	22.6	18.3
FD/FAVÖK (x)	23.9	23.0	16.4	14.0	11.8
FD/Satışlar (x)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 8,80

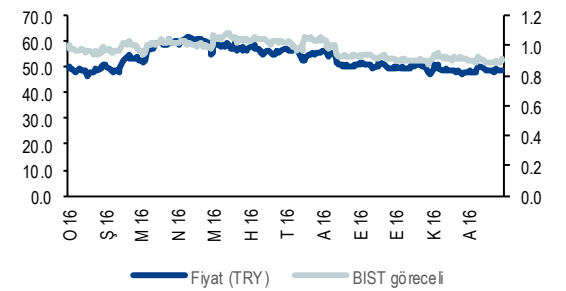
İşlem Verisi	04.01.2017
Sektör	PERAKENDE
Bloomberg	BIMAS.TI
Reuters	BIMAS.IS
FD (TLmn)	14,530
Piy. Değ. (TLmn)	14,858
Halka açıklık (%)	60%
Sermaye (mn)	304
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	36.2
BIST-100 (TL)	76,144

Hissedarlık Yapısı	Pay (%)
Mustafa Latif Topbas	14.8%
Ahmet Alif Topbas	9.6%
Diğer	15.6%
Halka Açık	60.0%

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	13.68	16.78
TL	48.94	60.00
Getiri potansiyeli		23%

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BIST 100	73,391	77,058	70,518
Hisse fiyatı	47.58	49.82	49.75
Mutlak getiri	3%	-2%	-2%
BIST göreceli getiri	-1%	-1%	-9%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

İstikrarlı performans ve yüksek temettü beklentisi

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

Çimsa, Afyon yatırımının sonuna geldi ve bu yatırım ile Afon'daki 500bin tonluk klinker kapasitesi 1,5milyon tona çıkarılmış olacak. Yeni tesis tam anlamıyla 2017 yılının ilk çeyreğinde devreye girecektir ve Şirket eski tesisin bulunduğu arsayı satışa çıkarma kararı aldı. Bu satış gerçekleştiği takdirde Şirket'e 100 – 150 TL'lik bir nakit akımı sağlanacağını düşünmekteyiz. Ayrıca, Eskişehir tesisine yapılan yatırım 2017 yılının ilk yarısı tamamlanacaktır ve böylece Şirket'in beyaz klinker üretim kapasitesi 1,1 milyon tondan 1,5 milyon tona çıkacaktır. Afyon ve Eskişehir yatırımlarının FAVÖK üzerindeki net etkisini yıllık 75 milyon TL olarak hesaplamaktayız.

2017 yılı itibariyle beyaz çimentonun FAVÖK içerisindeki payını arttırmasıyla Çimsa'nın orta vadede daha güçlü bir kar büyümesi sunacağına inanıyoruz. Petrokok fiyatlarındaki artış neticesinde baskı altında kalan maliyetlere rağmen kapasite ev modernizasyon yatırımlarının katkısıyla Çimsa'nın FAVÖK performansının 2017 yılında 426 milyon TL'ye ulaşacağını ve marjın ise %30 seviyesinin üzerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Yoğun yatırım döneminin sonuna gelmesiyle Çimsa'nın serbest nakit akımının 2017 yılında artıya geçeceğini düşünmekteyiz. 2017 yılında temettü getirisinin %10 oranında ve hisse başına temettünün ise 1,61TL olmasını beklemekteyiz.

Özet Finansallar & Göstergeler	2013	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar (mn TL)	954	1,094	1,171	1,184	1,386
FAVÖK (mn TL)	236	318	360	375	426
Net Kar (mn TL)	302	193	245	266	295
FAVÖK Marjı (%)	24.8%	29.1%	30.7%	31.7%	30.7%
Temettü Verimi (%)	7.2%	8.0%	9.3%	10.0%	11.1%
F/K (x)	7.2	41.0	8.9	8.2	7.4
FD/FAVÖK (x)	12.6	9.4	8.3	7.9	7.0
FD/Satışlar (x)	3.1	2.7	2.5	2.5	2.1

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

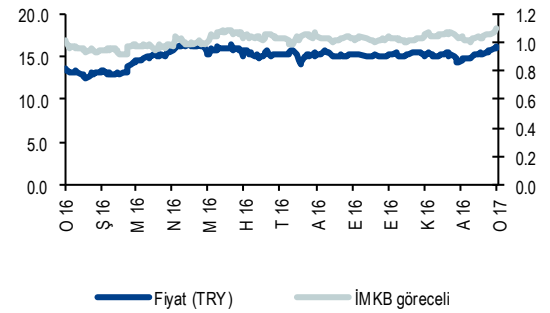
İşlem Verisi	04.01.2017
Sektör	Çimento
Bloomberg	CIMSA TI
Reuters	CIMSA.IS
FD (TLmn)	2,979
Piy. Değ. (TLmn)	2,172
Halka açıklık (%)	40%
Sermaye (mn)	135
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	2.0
İMKB-100 (TL)	76,144

Hissedarlık Yapısı	Pay (%)
Sabancı Holding	49.4%
Adana Çimento	5.1%
Akanssa Çimento	9.0%
Abeerdeen Asset Managers	14.6%
Halka Açık ve Diğer	21.9%

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	4.50	5.51
TL	16.08	19.70
Getiri potansiyeli		23%

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
İMKB 100	73,391	77,058	70,518
Hisse fiyatı	14.40	15.25	13.71
Mutlak getiri	12%	5%	17%
İMKB göreceli get	8%	7%	9%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Garanti Bankası

Güçlü sermaye oranları büyüme potansiyelini destekliyor

Garanti Bankası için %21 yükseliş potansiyeli ile Endeks Üzeri Performans tavsiyesini sürdürüyoruz. Garanti'yi, güçlü sermaye oranları, marj yönetimi ve verimlilik artışında hala potansiyeli olduğu için tercih ediyoruz. Garanti 2017 beklentilerimize göre 6,1x F/K ile işlem görmekte olup, son 1 yıllık ortalamasının %14 altında işlem görmektedir.

3Ç16 itibarıyla, Garanti'nin sermaye yeterlilik oranı %16,4 ile muadil bankalar arasında en yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Güçlü sermaye oranlarını, bankanın gelecekteki büyüme potansiyeli ve TL'deki değer kaybını telafi etmesi açısından olumlu buluyoruz.

Banka'nın swap ile düzeltilmiş net faiz marjı çeyreksele 56 baz puan artış ile, muadil bankalar arasındaki en iyi performanslardan birini göstermiştir. Bankanın varlıklarının %21'i maliyetsiz şekilde fonlarken, muadil bankaların ortalaması %18 civarındadır. Ayrıca, Garanti'nin vadesiz mevduattaki ağırlığı (toplam mevduat içinde) %22 ile rakiplerinin ortalaması olan %18,6'nın üzerindedir. Bu gelişmeler, bankaya marj yönetimi açısından esneklik kazandırmaktadır.

Bankanın son 12 aylık gider-gelir oranına baktığımızda, geçtiğimiz yıldaki %49 seviyesinden %42'ye gerilemiştir. Bankanın verimlilik artışı konusunda hala potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

Garanti'nin yakın izlemedeki kredilerinin toplam kredilere oranı %4,7 ile muadil bankalar ortalaması olan %4'e yükselmiştir. Ancak, bankanın kredi kalitesi ile ilgili gelişmeleri serbest karşılık tamponunu kullanarak, iyi yönettiğini düşünüyoruz. Yakın izlemedeki kredilerin artışını, BBVA'nın daha temkinli kredi politikası ile ilgili olduğunu düşünüyoruz.

Riskler: Garanti'nin kredi kalitesindeki muhafazakar tutumu, karlılığı beklentiden daha fazla olumsuz etkileyebilir. Swap oranlarındaki artış, bankanın fonlama maliyetlerini etkileyebilir.

Özet Finansallar & Göstergeler	2013	2014	2015	2016T	2017T
Net Kar (TLmn)	3,322	3,674	3,407	4,930	5,129
Net Kar Büyümesi	8%	11%	-7%	45%	4%
Net faiz marjı	3.7%	3.7%	4.1%	4.2%	4.1%
F/K (x)	9.4x	8.5x	9.2x	6.3x	6.1x
F/DD (x)	1.4x	1.2x	1.0x	0.9x	0.8x
Özkaynak karlılığı	15%	15%	12%	15%	14%
Temettü verimi	1.4%	1.8%	1.8%	2.7%	2.8%

Kaynak: YF Araştırma

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 9,0

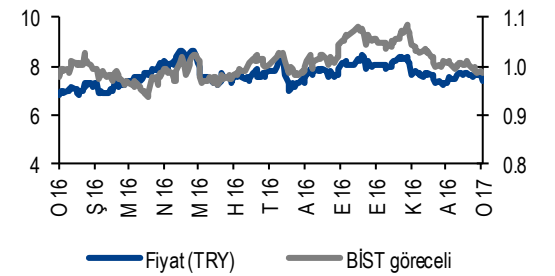
İşlem Verisi	04.01.2017
Sektör	Bankacılık
Bloomberg	GARAN TI
Reuters	GARAN.IS
Piy. Değ. (TLmn)	31,206
Halka açıklık (%)	48%
Sermaye (mn)	4,200
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	520.1
BİST-100 (TL)	76,144

Ortaklık Yapısı	Pay (%)
BBVA	39.9%
Dogus Holding	10.0%
Halka açık kısım	50.1%

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	2.08	2.52
TL	7.43	9.00
12-aylık Getiri potansiyeli		21%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,391	77,058	70,518
Hisse fiyatı	7.34	8.03	6.87
Mutlak getiri (%)	1%	-7%	8%
BİST göreceli getiri (%)	-2%	-6%	0%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman Araştırma

Tofaş

Düşük riskli iş modeli ile büyüme teminat altında

Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin yeni modelleri sayesinde yurtiçinde pazar payının artması, yüksek finansal sonuçlar ve yüksek temettü verimi hisse senedi performansı için kısa vadede öngördüğümüz gelişmelerdir.

Defansif ama büyüyen bir şirket. 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.

Yeni modeller FAVÖK artışını destekliyor. Tofaş Egea modelinin station wagon ve hatchback versiyonlarının üretimine kısa süre önce başladı. 2017 yılında yeni modellerin etkisiyle satış gelir artışının %28 olacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK'te YBBO'nun önümüzdeki 3 yıl %15 olacağını tahmin ediyoruz.

Yüksek talep nedeniyle kapasite artış ihtiyacı. Tofaş, yeni modellerine gelen yüksek talebi karşılayamadığı için 2017 yılında üretim kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e yükseltmeyi planlamaktadır. Bu artış boyahaneye yapılan düşük yatırımla gerçekleşeceği için yüksek nakit çıkışına neden olmayacaktır.

Yüksek temettü verimi. Tofaş yeni yatırımlarını dış kaynaklarla finanse etmektedir ve finansmanın maliyeti al-ya da-öde kontratlarla korunmaktadır. Finansmanların vadesi de modellerin tahmini ömrü kadardır. Bu nedenle şirketin nakit akışında kısa ve orta vadede hiç bir bozulma öngörmüyoruz. 2017 yılı için nakit temettü tahminimiz olan 0.98TL, %4.2 temettü verimine işaret etmektedir.

Daha yüksek çarpanları hak ediyor. 2017 tahminleri baz alındığında Tofaş geçtiğimiz son 3 yılın ortalama F/K'sının %8 altında işlem görmektedir. Yüksek kar artış oranlarını göz önünde bulundurduğumuzda Tofaş'ın daha iyi çarpanlarla işlem görmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Özet Finansallar & Göstergeler	2013	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar (mn TL)	7,038	7,440	9,921	14,097	18,091
FAVÖK (mn TL)	811	832	1,069	1,301	1,765
Net Kar (mn TL)	434	574	831	996	1,387
FAVÖK Marjı (%)	11.5%	11.2%	10.8%	9.2%	9.8%
Temettü Verimi (%)	2.8%	4.2%	3.1%	4.2%	7.0%
F/K (x)	26.7	20.2	14.0	11.7	8.4
FD/FAVÖK (x)	18.3	17.8	13.9	11.4	8.4
FD/Satışlar (x)	2.1	2.0	1.5	1.1	0.8

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 21,0

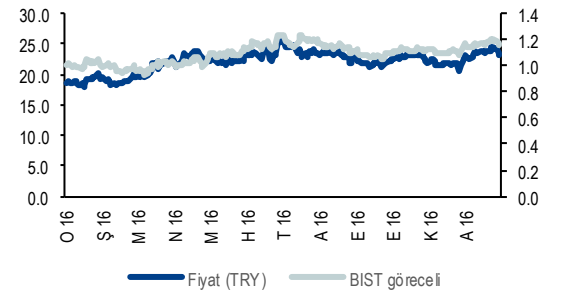
İşlem Verisi	04.01.2017
Sektör	OTOMOTİV
Bloomberg	TOASO TI
Reuters	TOASO.IS
FD (TLmn)	13,530
Piy.Değ. (TLmn)	11,610
Halka açıklık (%)	24%
Sermaye (mn)	500
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	17.0
BIST-100 (TL)	76,144

Hissedarlık Yapısı	Pay (%)
FCA	14.8%
Koç Holding	9.6%
Halka Açık	60.0%

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	6.49	8.39
TL	23.22	30.00
Getiri potansiyeli		29%

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BIST 100	73,391	77,058	70,518
Hisse fiyatı	21.50	22.30	18.11
Mutlak getiri	8%	4%	28%
BIST göreceli getiri	4%	5%	19%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Türk Traktör

Etkileyici temettü verimleri aşağı yönlü riskleri

Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi hisse başına 86.50 TL hedef fiyat ile koruyoruz. Şirketin istikrarlı büyüme görünümü ve güçlü operasyonel performansı yakın vadede sağlam potansiyel oluşturuyor. Zayıf satış performansı nedeniyle geçtiğimiz üç ayda hisse BIST100 endeksinin %14 aşağısında performans gösterdi. Ancak, uzun vadeli projeksiyonlarımız hisse için önemli bir yukarı potansiyele ve çarpıcı temettü ödemelerine işaret ettiğinden mevcut fiyat seviyelerinin alım fırsatı olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye traktör pazarı güçlü kalmaya devam edecek. Türkiye traktör pazarı geçtiğimiz altı yıllık dönemde %13 YBBO ile büyüdü. Pazar lideri olması neticesinde, Türk Traktör Türkiye traktör pazarındaki güçlü büyümeden başlıca faydalanan şirket oldu. 2017 yılında ise traktör pazarının yıllık bazda %2 oranında daralmasını bekliyoruz. Ancak, ithalatçıların düşen pazar payı sonucunda, Türk Traktör'ün yurtiçi piyasada bir miktar pazar payı kazanacağını tahmin ediyoruz. Bu sebeple, 2017 yılında sağlam fiyat artışları ve artan satış hacmiyle şirketin toplam gelirlerinin yıllık bazda %11 artmasını bekliyoruz.

Sağlam fiyatlama gücü sayesinde marjlar istikrarlı kalacak. Türk Traktör'ün FAVÖK marjı 9A16'da yıllık bazda 1.7 puan artarak 14.9% oldu, ki bu oranın 4Ç16'da TL'nin Euro'ya karşı sert bir şekilde değer kaybetmesi sonucunda 2016 yılsonunda %14.4'e düşeceğini düşünüyoruz. Üretim maliyetlerindeki artışlara karşı güçlü fiyatlama yeteneği sebebiyle 2017 yılında FAVÖK marjının %14.4'de yatay kalmasını bekliyoruz. Böylece, Türk Traktör'ün 2017 yılında yıllık FAVÖK büyümesinin %12 olacağını tahmin ediyoruz.

İstikrarlı temettü ödemeleri sürecek. Sakarya'daki yeni fabrika yatırımına rağmen Türk Traktör geçtiğimiz üç yılda ortalama %113 temettü ödeme oranı ve ortalama %8.1 temettü verimi ile temettü dağıttı. Yeterli üretim kapasitesinden dolayı herhangi bir büyük yatırıma ihtiyacı olmadığı için, şirketin 2017 yılında mevcut temettü politikasını sürdüreceğini düşünüyoruz. 2017 yılında temettü ödeme oranının %90 ve temettü veriminin %7.7 olacağını öngörüyoruz.

Çekici değerlendirme mevcut. 2017 yılında %12'lik FAVÖK büyümesi tahmini sonucunda, şirketin FD/FAVÖK çarpanı tarihsel ortalamasının bir hayli aşağısında bulunuyor. Mevcut durumda, hisse 8.8x 2017B FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ve bu da üç yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %23 iskontolu işlem görüyor. INA yöntemi ile elde ettiğimiz hedef fiyatımız şu anda %21'lik yukarı potansiyele işaret ediyor.

Özet Finansallar & Göstergeler	2013	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar (mn TL)	2,175	2,723	3,103	3,349	3,712
FAVÖK (mn TL)	350	331	416	481	536
Net Kar (mn TL)	280	261	257	327	339
FAVÖK Marjı (%)	16.1%	12.1%	13.4%	14.4%	14.4%
Temettü Verimi (%)	7.9%	7.9%	7.9%	7.7%	8.0%
F/K (x)	13.6	14.6	14.9	11.7	11.3
FD/FAVÖK (x)	13.3	14.1	11.2	9.7	8.7
FD/Satışlar (x)	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endekse Üzeri Getiri)

12 Aylık Hedef Fiyat: TL 86,50

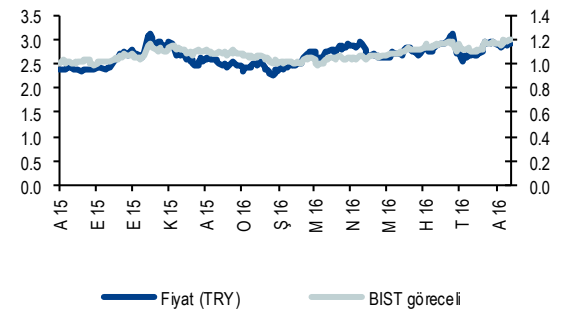
İşlem Verisi	04.01.2017
Sektör	Traktör
Bloomberg	TTRAK TI
Reuters	TTRAK.IS
FD (TLmn)	4,576
Piy.Değ. (TLmn)	3,819
Halka açıklık (%)	24%
Sermaye (mn)	53
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	5.7
BIST-100 (TL)	76,144

Hissedarlık Yapısı	Pay (%)
Koç Holding	37.5%
CNH Österreich GMBH	37.5%
Halka Açık	24.0%

Hisse Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	20.01	24.19
TL	71.55	86.50
Getiri potansiyeli		21%

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BIST 100	73,391	77,058	70,518
Hisse fiyatı	71.75	83.80	64.10
Mutlak getiri	0%	-15%	12%
BIST göreceli getiri	-4%	-14%	3%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Yapı Kredi

Operasyonel performansta güçlü iyileşme

Yapı Kredi, 9 aylık net karı yıllık %93 artış göstermesine rağmen, 2016 yılında endeksin %4 altında performans gösterdi. Yapı Kredi, hisse büyük çaplı bankalar arasında yabancı payı olarak yılbaşından bu yana düşüş gösteren tek banka oldu. Yabancı payı %54'ten %45'e geriledi. Hisse senedi performansı İtalya'dan gelen negatif haber akışı ve TL'nin değer kaybından olumsuz etkilendi. Bankanın operasyonel performansındaki toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz ve değerlendirme çarpanlarının 4.6x F/K ve 0.5x F/DD ile son yılların en düşük seviyelerde olması nedeniyle orta vadede alım için fırsat yarattığına inanıyoruz.

Yapı Kredi'nin özkaynak karlılığı yılbaşından bu yana 400 baz puan artış gösterdi. Bu artışın 100 baz puanı Visa gelirlerinin etkisi ile oluştu. Düşük baz etkisi, swap fonlamanın azalması ve faiz dışında gelirler net karı destekledi. 2016'daki %62 net kar artışın üzerine, 2017 yılında net karın 4% artmasını bekliyoruz.

Bankanın ana ortaklarından Unicredit'in İtalya'daki durumu ve politik risklerin artması ile YKB'nin hisse performansı olumsuz etkilendi. Ancak, banka operasyonel performans ve sermaye rasyolarında iyileşme görüldü. Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı, karlılıktaki artış ile birlikte, yılbaşından bu yana 120 baz puan artış göstererek, %15'e yükseldi. Ancak, bankanın ana sermaye yeterlilik oranı muadil bankalara göre daha düşük seviyede kalmış olması, volatilitenin arttığı piyasalarda hisse performansını daha olumsuz etkileyebiliyor. Banka yönetimi, TL'nin her 10 kuruşluk değer kaybında sermaye yeterlilik oranının 10-15 baz puan negatif yönde etkilediğini belirtmektedir. Sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankanın önümüzdeki dönem için büyüme hedeflerini olumsuz etkileyebilir.

Vakıfbank'ta olduğu gibi, Yapı Kredi de muadil bankalara göre, daha yüksek karşılık gideri ayırmaktadır. Yakın izlemedeki krediler yılbaşından bu yana %32 artış gösterdi. Kredi kalitesindeki bozulmanın sektöre benzer şekilde devam etmesini bekliyoruz ve kredi risk maliyet oranının, 2016 yılındaki 125 baz puandan 2017 yılında 136 baz puana yükselmesini bekliyoruz.

Riskler: TL'deki değer kaybı sermaye oranlarının düşmesine ve daha yüksek takibe düşen kredi oluşmasına neden olabilir. Böyle bir durumda, hisse senedi piyasalardaki artan dalgalanmadan daha olumsuz etkilenebilir. Yüksek kredi-mevduat oranını düşündüğümüzde, Merkez Bankası tarafından olası bir faiz artışı, bankanın marjlarını rekabete daha çok maruz kalabileceği için olumsuz etkileyebilir.

Endeks Üzeri Getiri

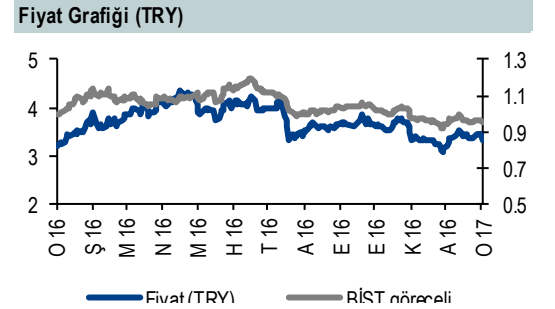
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 4.10

İşlem Verisi	04.01.2017
Sektör	Bankacılık
Bloomberg	YKBNK TI
Reuters	YKBNK.IS
Piy. Değ. (TLmn)	14,519
Halka açıklık (%)	18%
Sermaye (mn)	4,347
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	80.1
BİST-100 (TL)	76,144

Ortaklık Yapısı	Pay (%)
Koç Finansal Hizmetler	81.8%
Halka açık kısım	18.2%

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	0.93	1.15
TL	3.34	4.10
12-aylık Getiri potansiyeli		23%
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,391	77,058	70,518
Hisse fiyatı	3.15	3.61	3.22
Mutlak getiri (%)	6%	-7%	4%
BİST göreceli getiri (%)	2%	-6%	-4%



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman Araştırma

Özet Finansallar & Göstergeler	2013	2014	2015	2016T	2017T
Net Kar (TLmn)	2,031	2,057	1,861	3,009	3,135
Net Kar Büyümesi	6%	1%	-10%	62%	4%
Net faiz marjı	3.6%	3.6%	3.6%	3.4%	3.3%
F/K (x)	7.2x	7.1x	7.8x	4.8x	4.6x
F/DD (x)	0.8x	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x
Özkaynak karlılığı	12%	11%	9%	12%	12%
Temettü verimi	2.7%	2.8%	0.0%	2.1%	2.2%

Kaynak: YF Araştırma

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. No: 81 Fındıklı 34427

Beyoğlu / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 282 15 50 – 51 research@yf.com.tr

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 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, 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 e-posta 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. 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.

Levent Durusoy
Hakan Tezcan

Koordinatör
Koordinatör

levent.durusoy@yf.com.tr
hakan.tezcan@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 33
+90 (212) 317 68 16

Araştırma Bölümü

Mehmet Akif Daşiran
Can Uz

Vekil Müdür
Başekonomist

akif.dasiran@yf.com.tr
can.uz@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 39
+90 (212) 334 98 37

Yatırım Danışmanlığı Bölümü

Göksel Tekiner
Kemal Ozan Sayın
Kamer Külek

Müdür Yrd.
Kıdemli Uzman
Uzman Yrd.

goksel.tekiner@yf.com.tr
ozan.sayin@yf.com.tr
kamer.kulek@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 44
+90 (212) 334 98 70
+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
Antalya +90 (242) 243 02 01
Bakırköy +90 (212) 543 05 04
Bursa +90 (224) 224 47 47
İzmir +90 (232) 441 80 72

Merkez +90 (212) 263 00 24
Ankara +90 (312) 417 30 46
Fındıklı +90 (212) 334 98 00
Çiftehavuzlar +90 (216) 302 88 00
Samsun +90 (362) 431 46 71