

HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

MAYIS 2017

Genel Yatırım Tavsiyesi kapsamındadır

Basım tarihi 27 Nisan 2017

YATIRIM
FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE İŞ BANKASI



Ana temamız:

Referandum sonrasında erken seçim senaryolarının ortadan kalkması ile birlikte BİST-100 Endeksi tarihi rekor seviyelere ulaştı. Diğer taraftan, hisse fiyatlamaları ve tahvil faizleri arasındaki uyumsuzluk yatırımcıların iştahını bir miktar törpülerken, BİST-100'ün Gelişmekte Olan Piyasa endekslerine göre yüksek iskontolu işlem görmesi bu durumu dengelemektedir. Bu şartlar dahilinde 1Ç17 sonuçlarının açıklandığı döneme girmiş bulunmaktayız ve beklentiler şirketlerin 1Ç17'de güçlü sonuçlar açıklayacağı yönünde. Zor piyasa şartlarında bile güçlü sonuçların açıklanıyor olması önümüzdeki dönem karları açısından yukarı yönlü risklere işaret etmektedir. Buna rağmen çoğu iyimser beklentinin şu an fiyatlarda olduğunu düşünüyoruz.

Makro Görünüm:

Uzun süredir reel TL değerindeki iskontonun geldiği seviyeyi öne çıkartıyor ve referandum sonrasında bir erken seçim olasılığının zayıflaması ile TL varlıklarındaki değerlenmeyi makul karşılıyorduk. Fransa başkanlık seçimlerinde ilk tur sonuçları ve küresel piyasa koşulları da gerçekleşen ralliyi destekledi. Ancak raporumuzda değindiğimiz gelişmeler neticesinde TL'nin risk primi bir süre yüksek seyredebilir. Makroekonomi tarafında Nisan verisi ile %12 seviyelerine kadar yükselmesini beklediğimiz manşet enflasyon TL üzerinde baskı yaratmaya devam edecek temel unsur. Merkez Bankası'nın Nisan ayı toplantısında örtülü faiz artışına devam etmiş olmasını TL varlıklar adına olumlu bulmakla birlikte faiz kanalıyla parasal sıkılaşmanın artık sona erdiğine inanıyoruz.

1Ç17'de iyi sonuçlar bekleniyor:

Bu güne kadar Araştırma takip listemizdeki 9 şirket 1Ç17 sonuçları açıkladı. 2 bankanın ikisinin de net kar rakamı tahminleri aşarken, 7 banka dışı şirketin 5'i beklentilerin üzerinde operasyonel sonuç açıkladı. Geriye kalan bankaların karlarının ortalama %51 artacağını, şu ana kadar açıklamamış ve takip listemizde olan banka dışı şirketlerin ise VAFÖK'lerinin ortalama %49 artacağını tahmin ediyoruz. Yüksek kar artışı beklentileri Endeks'te aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır.

YF Model Portföy hisseleri:

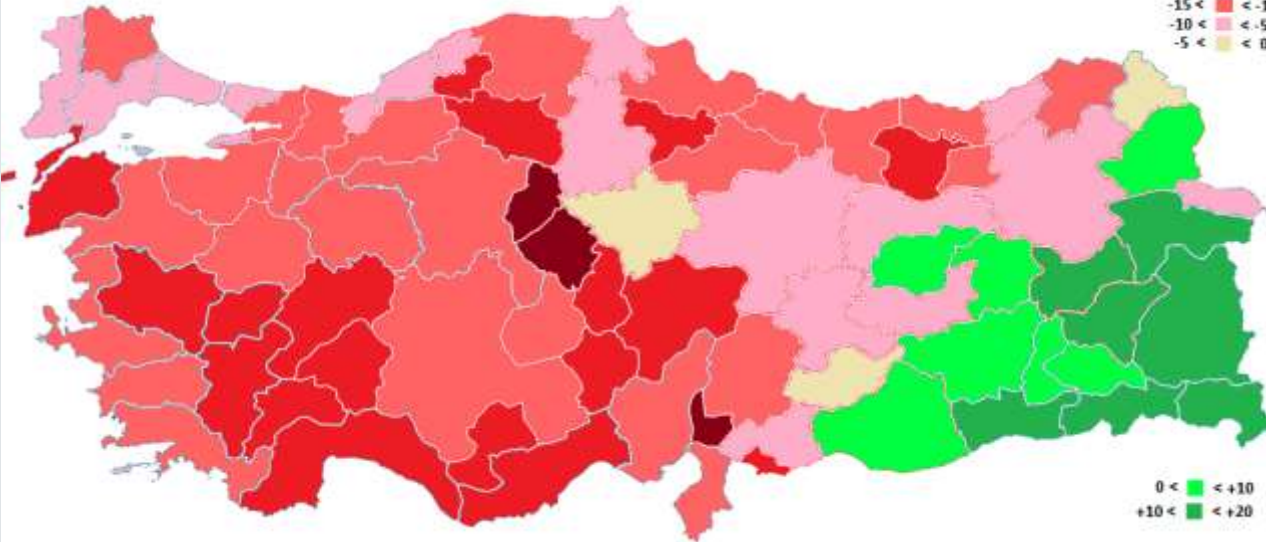
Model portföyümüze Aksa Enerji'yi eklerken Türk Traktör'ü çıkarıyoruz. **Garanti Bankası** (güçlü sermaye oranları, disiplinli marj yönetimi) ve **Yapı Kredi** (operasyonel performansta iyileşmenin devamı, Unicredit'te gelişmeler nedeni ile aşırı satıldığını düşünüyoruz) tercih ettiğimiz bankalar arasında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

Aylık önemli gündem maddeleri

1.hafta (1-7 Mayıs)	2.hafta (8-14 Mayıs)	3.hafta (15-21 Mayıs)	4.hafta (22-28 Mayıs)	5.hafta (29-31 Mayıs)
1 May - PMI, Nisan	8 May - Sanayi Üretimi, Mart	15 May - İşgücü İstatistikleri, Şubat	23 May - KKO, Mayıs	30 May - TCMB Finansal İstikrar Raporu
1 May - TİM İhracat Verileri, Nisan	8 May - ENKAİ & BİMAS & ASELS 1Ç17 Finansalları	15 May - Merkezi Yönetim Konsolide Bütçe, Nisan	23 May - RKGE, Mayıs	31 May - Dış Ticaret, Nisan
2 May - BİZİM & TKNSA & KORDS 1Ç17 Finansalları	9 May - HALKB 1Ç17 Finansalları	16 - 17 May - Erdoğan - Trump görüşmesi		
3 May - Enflasyon, Nisan	10 May - DOAS 1Ç17 Finansalları			
3 May - FOMC Toplantısı	11 May - Ödemeler Dengesi, Mart			
4 May - AKCNS 1Ç17 Finansalları				



‘Evet’ oylarının genel seçimde AKP+MHP toplam oy oranları ile karşılaştırılması:



Kaynak: NTV, Yatırım Finansman

Referandumdan çıkan ‘evet’ oyu piyasa için sürpriz olmadı. ‘Evet’çiler dar bir marjla ipi göğüslerken AKP ve MHP büyük şehirler ve güneydoğuda hayal kırıklığı yaşadı, Orta ve Doğu Anadolu ile Karadeniz Bölgesi’nde ise güçlü kaldı. Kasım 2015 genel seçimleri ile karşılaştırma yapacak olursak, resmi olmayan referandum sonuçlarına göre AKP+MHP oyları 81 ilin 67’sinde geriledi. ‘Evet’ bloğu genel seçimde elde edilen oylara kıyasla Güneydoğu ve Doğu Anadolu şehirlerinde oy oranlarını [0, 20] yüzde puan aralığında artırmayı başardı (*alttaki grafik*); ancak bu şehirlerin pek çoğunda ‘Hayır’ çıkmasına engel olamadı. Dolayısıyla gelen sonuçlar sonrasında piyasada bir erken seçim olasılığı zayıfladı. Cumhurbaşkanı Erdoğan’ın referandum sonrasındaki tüm iletişimleri de bu beklentiyi güçlendirdi ve piyasada seçim yönünde bir fiyatlamaya gerçekleşmedi.

Mayıs ayında izlenecek gelişmeler:

- AKP’nin olağanüstü kongreye gitme ihtimali
- Kabinede olası bir değişim
- Cumhurbaşkanı Erdoğan’ın ABD başkanı Trump ile 16-17 Mayıs tarihlerinde yapacağı Beyaz Saray görüşmesi
- Avrupa Konseyi Parlamenter Meclisi kararı sonrasında daha da gerilen Türkiye – Avrupa Birliği ilişkileri. Avrupa Birliği’nin genişlemeden sorumlu komiseri Johannes Hahn’ın, AB hükümetlerine referandum sonrası Türkiye ile ilişkileri değiştirme çağrısı yapması.
- Sincar operasyonu sonrası gözlerin tekrar Suriye ve K. Irak’taki jeopolitik gelişmelere çevrilmiş olması.

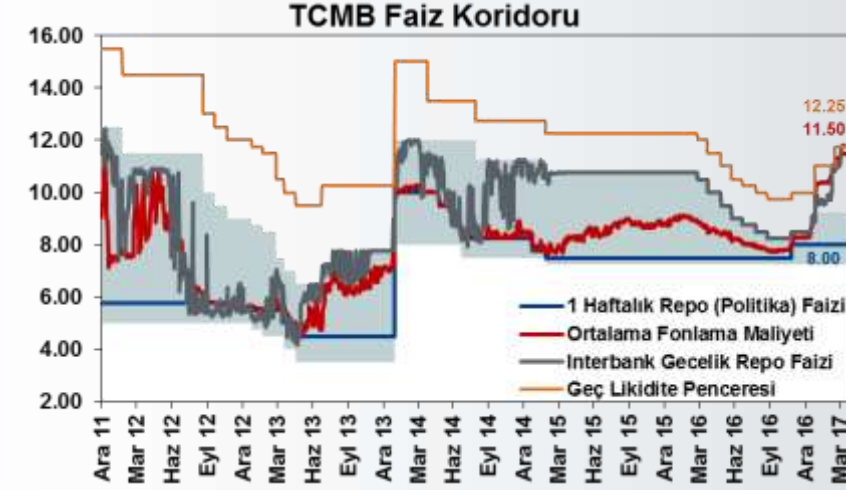
Uzun süredir ağırlıklandırılmış reel TL değerindeki iskontonun geldiği seviyeden bahsediyor ve TL varlıklarındaki değerlenmeyi makul karşılıyorduk. Ancak yukarıdaki gelişmeler neticesinde TL’nin risk primi bir süre daha yüksek seyredebilir.

TCMB Nisan ayı toplantısında geç likidite penceresinden yaptığı fonlama oranında artışa gitti ve bu faizi %12,25'e yükseltti. Böylece TCMB altı hafta sonra yapılması planlanan Haziran ayı toplantısına kadar geçecek sürede ihtiyaç halinde TL'yi koruyabilmek adına kendisine bir marj sağlamış oldu. Nisan ayı verisi ile yıllık bazda manşet enflasyonun %12 seviyelerine kadar yükselmesinin, Mayıs ayında ise bir miktar gevşese dahi buna yakın seviyelerde seyretmesini beklemekteyiz. Enflasyon beklentilerinin de hızla bozulduğu bir ortamda Nisan ayı toplantısında gelen örtülü faiz artışını, enflasyonla mücadelede sıkı duruş temasını kuvvetlendirmek adına, Banka tarafından piyasaya verilen bir mesaj olarak değerlendirmekteyiz.

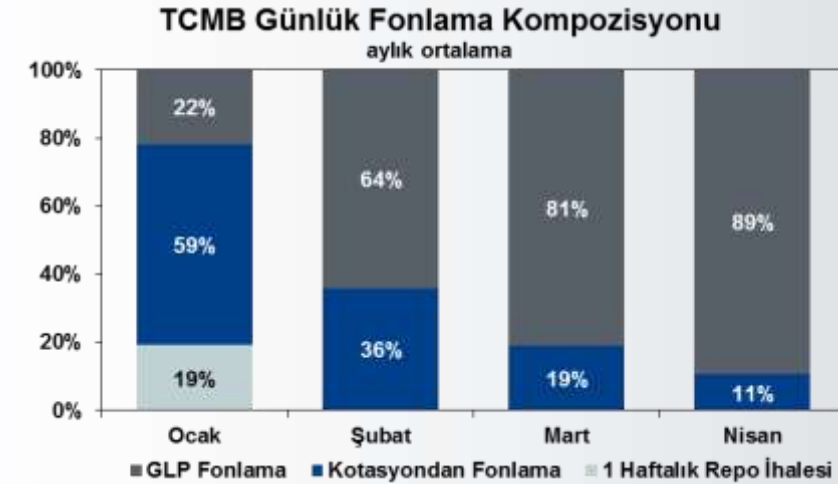
Fonlamanın kompozisyonuna bağlı olarak maliyetler artmayabilir. Nisan ayı boyunca TCMB'nin fonlama ağırlığının %89'u %11,75'lik geç likidite imkanından, geriye kalan %11'i ise %9,25'lik marjinal fonlama imkanından gerçekleştirdiğini hesaplamaktayız. Fonlama ağırlıkları bu seviyede korunduğu takdirde ortalama fonlama maliyetinin yaklaşık 45 baz puanlık yükseliş ile %11,50 seviyesinden %11,90'ın üzerine sıçrayabilir. Ancak Mayıs ayında ağırlıklı fonlama maliyetinin bu seviyelere ulaşacağına dair şüphelerimiz bulunmaktadır. Yeni bir kur baskısı gelmediği takdirde Banka'nın "marjinal fonlama imkanının ağırlığını artırarak" günlük ortalama borçlanma maliyetini mevcut %11,50 seviyelerine yakın tutacağını düşünmekteyiz. Böylece banka marjlarının gerçekleştirilen faiz artışından pek fazla etkilenmeyeceğini düşünüyoruz.

Sıkı para politikası karşısında genişlemeci mali politikalar. Merkez Bankası 2Ç17 döneminin 1Ç17'ye kıyasla daha güçlü bir ekonomik performans sergileneceğine yönelik beklentisini korumaktadır. Bu görüşe biz de katılıyoruz. Dış talebin ihracat üzerinde olumlu etkisinin sürmesini beklerken son dönemde uygulanan teşvikler neticesinde ekonomik aktivitenin hız kazanacağına inanıyoruz. Nisan ayı PMI verileri ve reel sektör güven endeksi ile perakende satışlarda görülen artışlar yurtiçi talep koşullarında bir iyileşme gösterdiğine işaret etmektedir. Son dönemde kredi artış oranındaki artan trend düşünüldüğünde yapılan faiz artışının 'TL üzerinde ek bir baskı oluşmadıkça' kullanılmayacağını düşünmekteyiz. Uygulamadaki sıkı likidite koşullarının mevduat ve kredi oranlarını yükseltme yönündeki etkileri son dönemde dikkat çekici bir hal almıştır. Bu durum hız kazandığı takdirde, artış gösteren kredi büyümesi dinamiklerinde bozulma gerçekleşebilir.

Yılın geri kalanında yeni faiz artışları beklememekteyiz. Banka yakın dönemde risk iştahında gözlenen artışın maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da enflasyonun bulunduğu yüksek seviyelerin fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğuna değindi. Takip ettiğimiz enflasyon yayılım endeksi %85 seviyesine kadar yükselmiştir (TÜFE sepetinde yer alan mal ve hizmetlerin %85'i son 6 aydır fiyat artışı yaşamıştır). Bu durumu fiyatlama davranışlarında meydana gelen bozulmaya dair somut bir işaret olarak yorumlamaktayız. Öte yandan yılın geri kalanında faiz artışları beklememekteyiz. Yıl sonuna kadar çift hanelerde kalıcak olmasına rağmen manşet enflasyonun Mayıs ayından itibaren düşüş trendine gireceğini öngörmekteyiz. Ancak Banka'nın son zamanlarda gerçekleştirdiği 325 – 350 baz puanı bulan faiz artışlarını geri almaya başlaması için "geçmişteki uygulamalara kıyasla" bir parça daha ihtiyatlı olacağını düşünmekteyiz.



Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman



Kaynak: Yatırım Finansman

Temel Makroekonomik Göstergeler

	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017T</u>
GSYİH (milyar TL)	1160.0	1394.5	1569.7	1809.7	2044.5	2337.5	2590.5	2971.7
GSYİH (milyar \$)	772.4	831.7	871.1	950.4	934.9	861.5	856.8	810.5
GSYİH Reel Büyüme	8.5%	11.1%	4.8%	8.5%	5.2%	6.1%	2.9%	3.6%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	6.4%	10.4%	6.2%	7.4%	8.2%	8.8%	8.5%	9.66%
TÜFE (yıllık, ortalama)	8.6%	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.8%	10.76%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	7.1%	11.5%	6.2%	10.1%	8.0%	10.9%	10.6%	11.76%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	8.5%	8.8%	8.3%	7.4%	9.3%	9.7%	9.8%	11.38%
Politika Faizi (dönem sonu)	6.50%	5.75%	5.50%	4.50%	8.25%	7.50%	8.00%	8.00%
Politika Faizi (ortalama)	6.83%	6.14%	5.73%	4.88%	8.65%	7.57%	7.55%	8.00%
USD/TL (dönem sonu)	1.5535	1.9157	1.7912	2.1381	2.3230	2.9128	3.5382	3.7200
USD/TL (ortalama)	1.5057	1.6791	1.8009	1.9064	2.1907	2.7235	3.0249	3.6678
EURO/TL (dönem sonu)	2.0590	2.4711	2.3630	2.9418	2.8258	3.1833	3.7006	3.8688
EURO/TL (ortalama)	1.9986	2.3345	2.3154	2.5331	2.9112	3.0235	3.3447	3.8623
Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)	0.7%	1.8%	1.2%	1.7%	1.3%	1.3%	0.8%	0.2%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-3.5%	-1.3%	-1.9%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-1.1%	-2.5%
İhracat (milyar \$)	113.9	134.9	152.5	151.8	157.6	143.8	142.5	93.5
İthalat (milyar \$)	185.5	240.8	236.5	251.7	242.2	207.2	198.6	125.6
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-32.1
Cari Denge (milyar \$)	-45.3	-75.0	-48.5	-64.7	-43.6	-32.1	-32.6	-37.5
Cari Denge / GSYH (%)	-5.9%	-9.0%	-5.6%	-6.8%	-4.7%	-3.7%	-3.8%	-4.6%

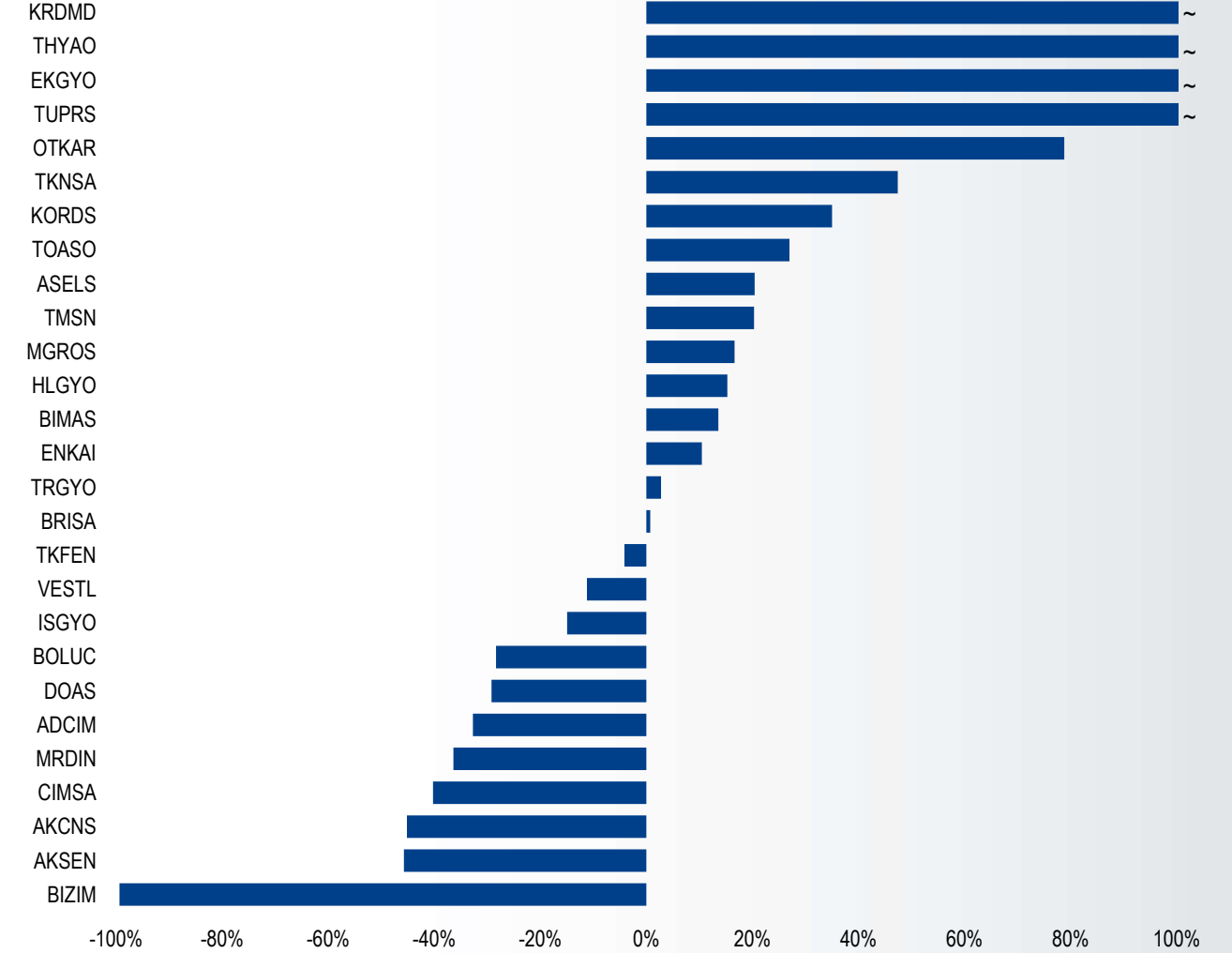
Yatırım Finansman Menkul Değerler

Bankalar arasında şu ana kadar Akbank ve Garanti Bankası 1Ç17 sonuçlarını açıkladı. Her iki banka da beklentilerin üzerinde kar açıklarken bu iki bankanın ortalama kar artışı geçen senenin aynı dönemine göre %43 oldu. Araştırma takip listemizde olan diğer bankaların 1Ç17'de yıllık ortalama %51 kar artışı açıklayacağını tahmin ediyoruz. Bu artışın en önemli nedenini, Halkbank ve Vakıfbank'ın Tüfe'ye endeksli bono getirilerinde ve ayrıca bu bankaların komisyon gelirlerindeki artış oluşturmaktadır.

1Ç17 finansal sonuçlarını açıklayan şirketler hariç tutulduğunda takibimizde olan sanayi şirketlerinin FAVÖK'lerinin yıllık bazda ortalama %49 artış göstermesini beklemekteyiz. Takip ettiğimiz sanayi şirketlerinden **KRDMD, THYAO, EKGYO, TUPRS, OTKAR, TKNSA, KORDS ve TOASO'nun** FAVÖK açısından dikkat çekici performans sergilemelerini beklemekteyiz.

Genel olarak bakıldığında 1Ç17'de güçlü sonuçlar açıklayan veya açıklamasını beklediğimiz sanayi şirketleri ihracat ağırlığı yüksek veya gelir kompozisyonunda döviz ağırlıklı olan şirketler ön plana çıkmaktadır. 2Ç16 ortalama ve mevcut kur seviyelerini göz önünde bulundurduğumuzda, TL'nin önümüzdeki 2 ay içinde önemli bir değer kazanmaması halinde benzer bir tablonun 2Ç17 sonuçlarında da geçerli olacağını tahmin ediyoruz.

1Ç17 FAVÖK artış tahminlerimiz



Kaynak: YF Araştırma

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi



İyi Senaryo: BİST-100'ün F/K'sı son 12 ayda en yüksek 10.0x çarpanını gördü. Bu seviye aynı zamanda son 3 yıllık ortalamaya tekabül etmektedir. İyi seneryoda ilk hedefin tekrar bu zirveye doğru olacağını tahmin ettiğimiz için Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **101,000** seviyesi olarak belirliyoruz. Bu seviye %7 getiri potansiyeli taşımaktadır ve bizim Araştırma kapsamındaki şirketler için İNA yöntemiyle yaptığımız değerlemelerin işaret ettiği 12 aylık hedef olan 98,000 seviyesinin üzerindedir.

Kötü Senaryo: BİST-100 F/K çarpanının kısa vadede dip seviyesinin 8.7x olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için dip seviyenin bu çarpanın işaret ettiği ve %7'lik aşağı yönlü potansiyel taşıyan **88,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

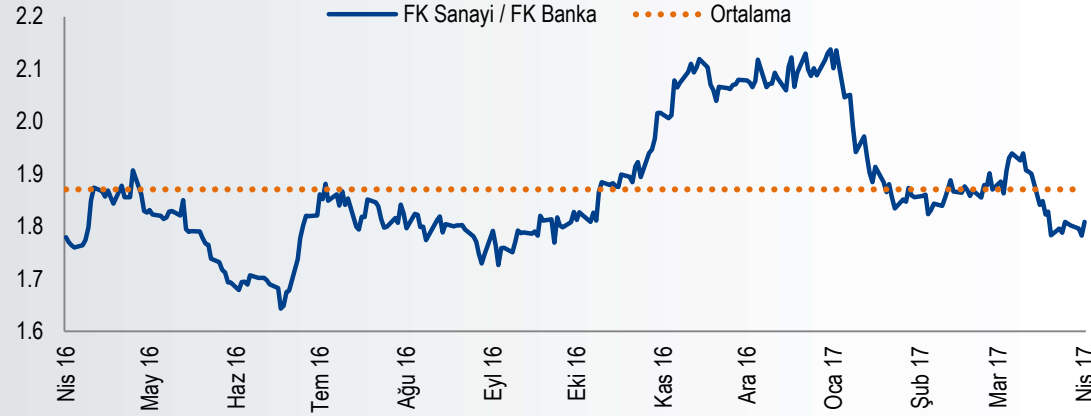
Kısa vadeli hedefimiz: Hisse senetleri şu an mevcut faiz oranlarını da göz önünde bulundurduğumuzda aşırı değerli görünmektedir. Bu nedenle kısa vadede bir düzeltme hareketi beklediğimiz için alt hedefin gerçekleşme ihtimalinin daha yüksek olduğunu düşünüyoruz.

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

Geçmiş performansımız

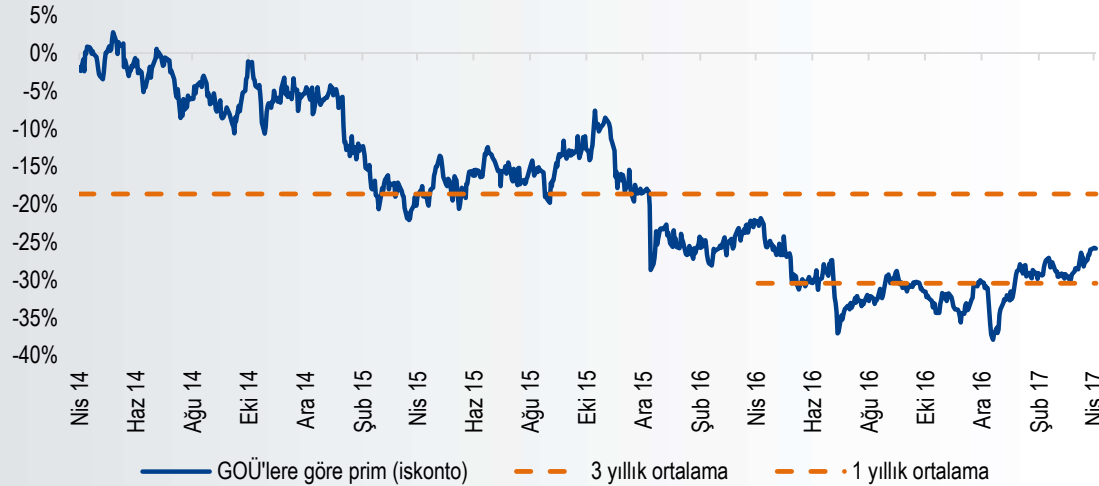


Bankalardan sanayi şirketlerine geçme zamanı...



Kaynak: Bloomberg

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



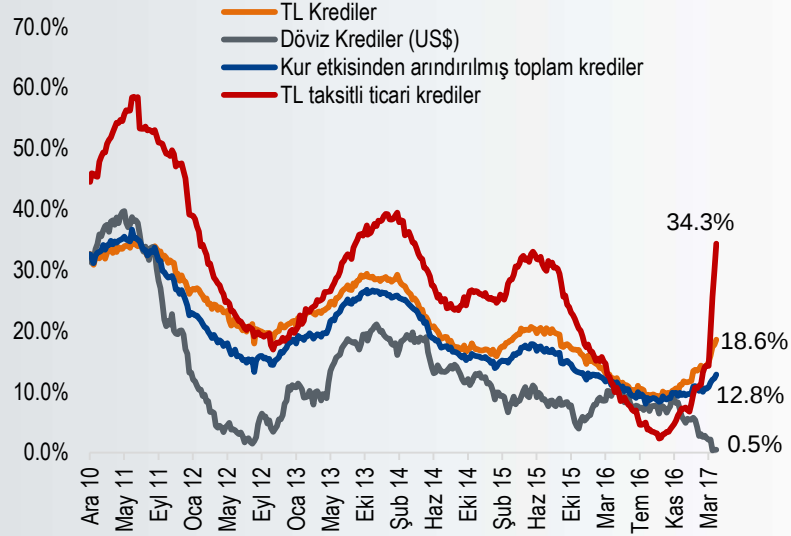
Kaynak: Bloomberg

Bankalar yüksek kar artışı beklentileri sayesinde yıl başından bu yana sanayilerin %7 üzerinde performans gösterdi. 1 yıl ileriye dönük F/K oranlarını kıyasladığımızda son 1 yıllık ortalamalara yaklaşılmaması nedeniyle **bankalar için yüksek 1Ç17 kar tahminlerinin fiyatlara yansımış olduğunu düşünmekteyiz**. Kabaca yaptığımız ilk tahminlere göre bankaların 2Ç17 sonuçları da güçlü gelecek fakat 1Ç17 kadar iyi olmayacak. Mevduat fonlama maliyetlerindeki olası artış marjlarda bir miktar düşüşe neden olabilir.

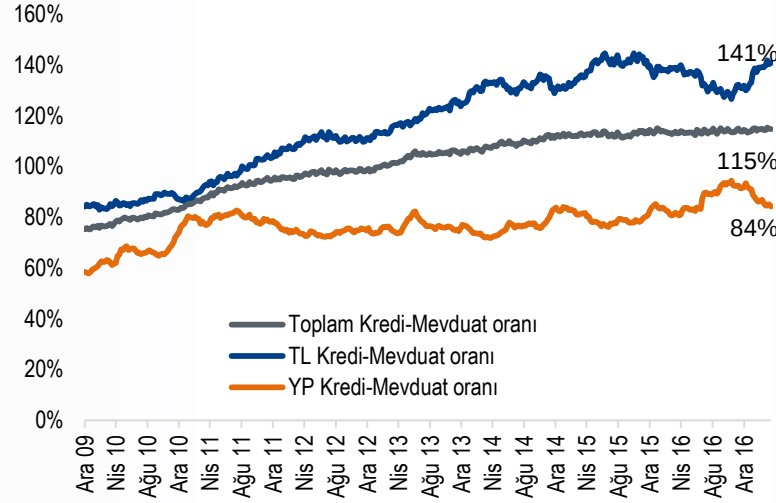
Diğer taraftan mevcut ve 2Ç16 ortalama kur seviyelerini göz önüne aldığımızda sanayi şirketleri arasında özellikle ihracat ağırlıklı şirketlerin 2Ç17'de iyi sonuçlar açıklaması olası görünmektedir. **Bu nedenlerle şu an bankalardan sanayi şirketlerine geçiş için doğru bir zaman olduğunu düşünmekteyiz.**

Türk hisse senetleri diğer gelişmekte olan piyasalarla arasındaki açıklığı kapatmaya başladı. 1 yıl ileriye yönelik F/K'lar baz alındığında MSCI Türkiye Endeksi MSCI GOÜ endeksine göre %26 iskontolu işlem görmektedir. Bu oran son 3 yıllık ortalama olan %19 göz önüne alınca yüksek görülebilir. Fakat son 1 yıllık ortalamasının %19 seviyesinde olduğu da unutulmamalıdır. Bu nedenle son 3 yıllık ortalamalara tekrar geri dönebilmemiz için Türkiye'nin yeni bir «re-rating» hikayesine ihtiyaç duyduğunu düşünüyoruz.

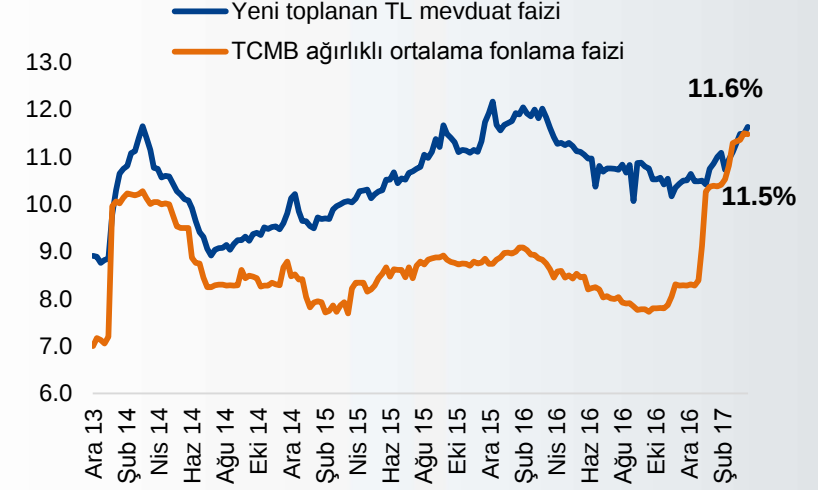
Yıllık Kredi Büyümesi



Kredi-Mevduat Oranı



TL Fonlama Maliyeti



Kredi Garanti Fonu, TL kredi artışını destekliyor

Bankacılık sektörü kredi büyümesi TL segmentte yıllık bazda %19'a ulaştı. Ancak, döviz kredi büyümesi dolar bazında yıllık %0,5 artış ile sınırlı seviyede kaldı. Kredi Garanti Fonu, bankaları TL kredi verme konusunda cesaretlendirdiğini görüyoruz. TL kredilerin yaklaşık %20'sini temsil eden TL taksitli ticari kredilerdeki yıllık büyüme yılsonundaki %7'lik seviyesinden, %34'lere yükseldi. KOBİ kredilerini de kapsayan, taksitli ticari kredilerin Kredi Garanti Fonu desteğiyle artmış olabileceğini düşünüyoruz.

Kredi büyümesi TL, mevduat büyümesi YP kaynaklı

TL krediler yılbaşından bu yana %9 artış gösterirken, TL mevduat artışı %2 ile sınırlı kaldı. Ancak, YP mevduat artışı dolar bazında yılbaşından bu yana %8 artış gösterdi. TL kredi-mevduat oranı, tarihsel olarak en yüksek seviyesine %141 seviyelerine yükseldi. Bankacılık sektörünün, kredi büyümesini bono ihracı veya yurtdışı borçlanma ile imkanı var. Ancak, mevduat ve büyümeyi özellikle aynı kur cinsinden fonlamanın daha sağlıklı bir seçenek olabileceğini düşünüyoruz. Yani, TL kredi-mevduat oranındaki artış, bankacılık sektöründeki mevduat piyasasında rekabete yol açabilir ve mevduat faizlerini yukarıya çekebilir. Aksi takdirde, sektördeki büyüme iştahının olumsuz etkileyebilir.

Mevduat oranlarındaki artış 2Ç17'de marjları baskılayabilir

TCMB verilerine göre, yeni açılan TL mevduat hesaplarındaki faiz oranları, TCMB'nin ortalama fonlama maliyeti olan %11,5 seviyelerine ulaştı. TL kredilerde daha fazla büyüme iştahı, rekabeti ve TL faiz oranlarında artışı tetikleyebilir. 1Ç17'de muhtemelen, artan mevduat faizlerindeki olumsuz etkiyi kısmen göreceğiz. 2Ç17'de artan fonlama maliyetlerinin daha belirgin şekilde marjları etkilemesi muhtemeldir.

Hafif araç (binek + hafif ticari) satışları yılın ilk 3 ayında %7 düşüş kaydetti. Binek araç satışları %9 düşerken hafif ticari araç satışları sadece %1 geriledi. Binek araç satışlarındaki bu düşüşü son 6 ayda artan maliyetlerin fiyat artışları ile ürüne yansıtılmaya başlanmasına ve ÖTV değişikliğinin etkilerine bağlıyoruz.

ÖTV sistemindeki ufak değişiklikler özellikle ithal edilen binek araçları etkiledi. Bu nedenle, toplam binek araç satışları içinde ithal edilen araçların oranı 1Ç17'de geçen senenin aynı dönemine göre 425bp birden gerileyerek %69 oldu. Yerli üretim binek araçlar 1Ç17'de %5 artarken ithal araçların satış adedi %15 geriledi. Bizim görüşümüze göre, ithal araç oranının gerilemiş olması otomotiv piyasasında yeni vergi artışlarının olma ihtimalini düşürmektedir. Hatta, eğer ihtiyaç duyulursa, yerli üretimin desteklenmesi amacıyla otomotiv satışlarına da destek gelebileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle yılın geri kalanında otomotiv talebinin aşağı yönlü risklerinin sınırlı olduğunu düşünüyoruz.

Diğer taraftan referandum ayı olması nedeniyle Nisan ayı özelinde satışların düşük geleceğini tahmin ediyoruz. Nisan ayında binek araç satışlarının %25, hafif ticari araç satışlarının %3 düşmesini, böylece hafif araç satışlarının %20 gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Otomotiv sektörüne ilişkin tahminlerimiz

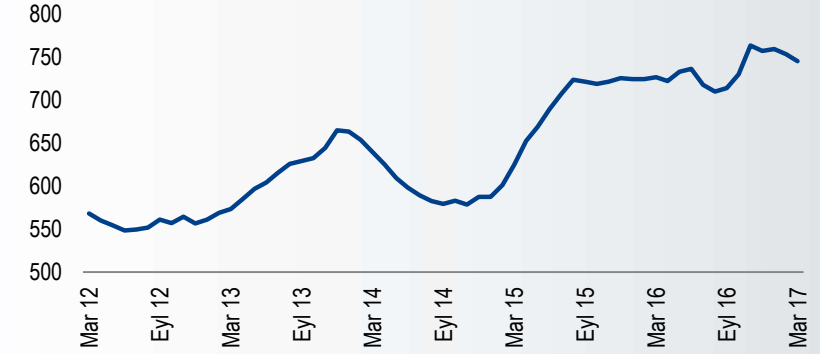
	Nis-17 (T)	Nis-16	Yıllık değ.	2017T	2016	Yıllık değ.	4A17 (T)	4A16	Yıllık değ.	S8A17* (T)	S8M16*	Yıllık değ.
Binek	49,356	65,618	-25%	763,126	756,938	1%	165,319	193,539	-15%	597,806	563,399	6%
HTA	18,731	19,269	-3%	224,911	226,782	-1%	58,858	59,834	-2%	166,053	166,948	-1%
HA	68,087	84,887	-20%	988,036	983,720	0%	224,177	253,373	-12%	763,859	730,347	5%

* Yılın kalan aylarını ifade ediyor

Kaynak: ODD, YF Araştırma

Türkiye'de 12 Aylık Binek Oto Satışları

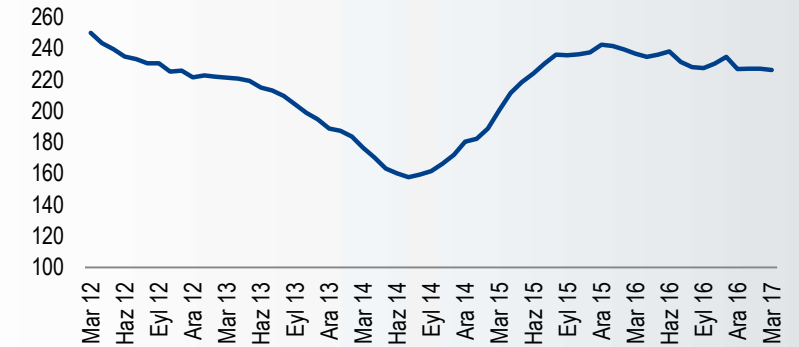
Son 12 ay binek araç satışları (x 1,000)



Kaynak: ODD

Türkiye'de 12 Aylık HTA Satışları

Son 12 ay H.T.A. satışları (x 1,000)



Kaynak: ODD

Türkiye’de elektrik üretimi 2A17’de yıllık bazda %8 artarak 48 TWH oldu. Termik santrallerden elektrik üretimi 2A17’de yıllık bazda %10 oranında artış gösterdi, buna karşılık hidroelektrik santrallerinden elektrik üretimi yıllık bazda %7 oranında daraldı. 2A17’de yenilenebilir kaynaklardan (Jeotermal, Rüzgar, Güneş) elektrik üretimi yıllık bazda %30 arttı. Son rakamlara göre, termik santrallerin toplam elektrik üretimindeki payı %70 seviyesindedir. Hidroelektrik santrallerinin payı ise 2A16’daki %24’den 2A17’de %21’e düştü. Öte yandan, artan yenilenebilir enerji yatırımlarıyla birlikte yenilenebilir enerjinin elektrik üretimindeki payı 2A17’de önceki yılın aynı dönemindeki %7’den %9’a yükseldi.

Gelecek çeyreklerde devam etmekte olan genişlemeci maliye politikası da elektrik talebi için destekleyici olacaktır. Bu yüzden de 2017 yılında elektrik tüketimi büyümesi GSYH büyümesinin üzerinde gerçekleşebilir. Son açıklanan rakamlara göre, ticarethane ve sanayi toplamda Türkiye’de üretilen elektriğin %70’ini tüketiyor.

Şu anda Türkiye’de kurulu güç 79,178 MW, ki bu rakam 2016 yılbaşından beri %1’lik bir artış gerçekleştirdi. Ayrıca, 2016 yılsonundan itibaren Türkiye’deki elektrik santrali sayısı %12 artarak 2,601 oldu. Çoğunlukla yenilenebilir enerji yatırımlarıyla kurulu gücün 2017 yılsonunda 82,000 MW olması bekleniyor.

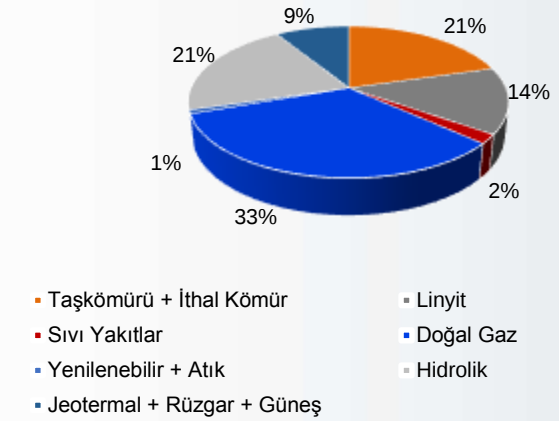
2017 yılbaşından beri spot piyasada elektrik fiyatları ortalama MWh başına 161 TL oldu, buna karşılık 4A16’da elektrik fiyatları ortalama MWh başına 125 TL’ydi. Spot piyasadaki daha yüksek elektrik fiyatları 2Ç17’de bağımsız elektrik üreticilerinin cirolarını destekleyecektir. Ancak, yeni kapasitelerin girişiyle birlikte gelecek aylarda ortalama elektrik fiyatlarının spot piyasada düşmesini bekliyoruz.

BOTAŞ’ın doğalgaz tarifi 4A17’de geçtiğimiz senenin tarife rakamına göre daha düşük duruyor. BOTAŞ tarifesinin bir süre daha sabit kalmasını bekliyoruz ve birim hammadde maliyetleri ve satış fiyatları arasındaki farkın daha yüksek olduğunu düşünürsek, bağımsız elektrik üreticilerinin karlılıklarını desteklemeye devam edecektir. Öte yandan, küresel kömür fiyatları yıllık bazda artış gösterdi ki bu da 2Ç17’de ithal kömürden elektrik üreten santrallerde karlılığı olumsuz etkileyebilir.

YEKDEM’e elektrik satan yenilenebilir enerji santralleri dolar bazlı fiyatlardan faydalaniyor. Hidro ve rüzgar enerji santralleri için ödenen fiyat MWh başına 73 dolar, buna karşılık jeotermal santraller için ödenen fiyat MWh başına 103 dolar ve güneş santralleri için ödenen fiyat MWh başına 133 dolar. YEKDEM 2020 yılına kadar yenilenebilir enerji üreticilerini desteklemeye devam edecektir. Spot piyasa elektrik fiyatları ve TL bazlı YEKDEM fiyatları arasındaki yüksek fark orta vadede yenilenebilir enerji santrallerinin karlılığını desteklemeyi sürdürecektir.

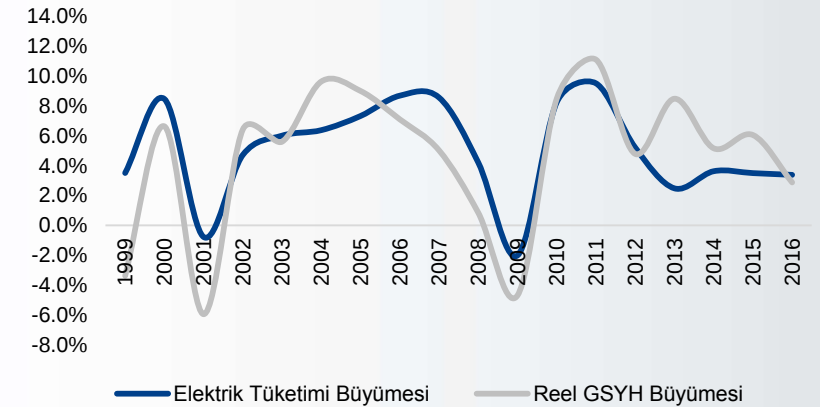
2016 yılında linyit santralleri için uygulanan tarife MWh başına 188 TL olarak belirlendi ve bu tarife tutarı 4A17’de aynı kaldı. Geçtiğimiz birkaç ayda spot piyasa fiyatları ve linyit tarifi arasındaki farkın daralması nedeniyle hükümetin yakın vadede linyit tarifesini yükseltebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, elektrik üretiminde linyit’in payının artması hükümetin cari işlemler açığını düşürme hedefi için destekleyici olacaktır.

Kaynağına Göre Elektrik Üretimi (2A17)



Kaynak: TEİAŞ

Elektrik Talebi Büyümesi & Reel GSYH Büyümesi



Kaynak: TÜİK

Model Portföy'ümüzden Türk Traktör'ü çıkarıp yerine Aksa Enerji'yi ekliyoruz. Türk Traktör 5 Ocak tarihinden bu yana nominal olarak %19 getiri sağlarken BİST-100'ün %4 altında performans gösterdi. Şirket'in tahminlerin altında gelen 1Ç17 sonuçları sonrasında hisseyi Model Portföy'den çıkarıyoruz.

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

Kısaca hisseleri Model Portföy'de tutma nedenlerimiz:

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

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

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

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

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

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

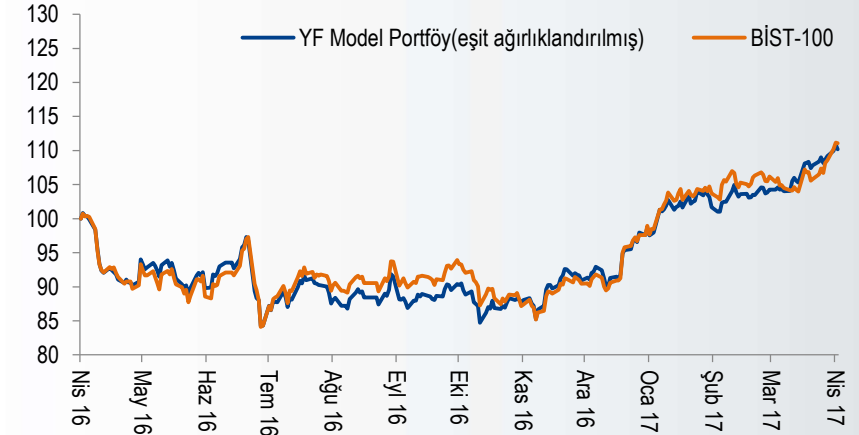
Tofas: Yeni modellerin katkısıyla artan gelir ve FAVÖK büyümesi, ihracatta al-ya da-öde kontratları ile riski azaltan iş modeli ve yüksek temettü verimi potansiyeli.

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

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %16 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. Son Strateji raporumuzdan bu yana Model Portföy'ümüz %6 getiri sağlarken BİST-100'ün bu dönemde getirisi %5 seviyesindeydi.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
AKSEN	TL 3.00	TL 3.60	20%	27-Nis-17	-	-
BIMAS	TL 57.30	TL 63.00	10%	05-Oca-17	-5%	18%
BOLUC	TL 6.02	TL 7.50	25%	27-Mar-17	-3%	1%
GARAN	TL 9.66	TL 11.00	14%	05-Oca-17	9%	35%
HLGYO	TL 0.97	TL 1.50	55%	02-Şub-17	-11%	-3%
KORDS	TL 8.15	TL 9.30	14%	07-Mar-17	9%	13%
TOASO	TL 28.78	TL 32.00	11%	05-Oca-17	3%	28%
YKBNK	TL 4.30	TL 4.70	9%	05-Oca-17	4%	29%

Model Portföy'ün son 12 aydaki performansı



Yatırım Tezi :

Gana'daki fuel-oil yakıtlı elektrik santrali Mayıs 2017'de devreye girecek, buna karşılık Mali'deki fuel-oil yakıtlı elektrik santrali Temmuz 2017 devreye girecektir. Madagaskar'daki fuel-oil yakıtlı elektrik santralinin 60MW'lık kısmı Temmuz 2017'de tamamen faaliyete geçecek ve ikinci 60MW'lık kapasitenin 2018 yılında devreye girmesi bekleniyor. Bu üç fuel-oil yakıtlı elektrik santrallerinin toplam kurulu gücü 530MW olacak ve Afrika'daki güçlü talep ve yerel hükümetlerle yapılan garantili satış anlaşmaları sayesinde kapasite kullanım oranlarının ciddi yüksek seviyelerde olmasını bekliyoruz. 2017 yılında şirketin Afrika'daki fuel-oil yakıtlı santrallerden 1.8 TWh elektrik satışı yapacağını öngörüyoruz.

Afrika'daki fuel-oil yakıtlı santrallerden elektrik satışları Dolar ve Euro bazlı fiyatlanacak ve ortalama elektrik satış fiyatı Türkiye'deki elektrik satış fiyatından bir hayli yüksek olacaktır. Bu yüzden, yeni fuel-oil santrali yatırımları şirketin karlılığını olumlu etkileyecektir ve Afrika'daki elektrik üretim faaliyetlerinin şirketin FAVÖK'ünde 2016-2018 yılları arasında %50'lik bir YBBO'ya neden olacağını düşünüyoruz.

Şirket altı tane rüzgar santralinin satışını yaptı ve şu anda EPDK'dan onay bekliyor. 2017 yılında varlık satışlarından elde edilecek nakit şirketin borçluluğunu ciddi miktarda düşürecek ve net borç FAVÖK oranı 2016'daki 5.1x'den 2017 yılında 2.7x'ye gerileyecektir. Aksa Enerji'nin düşen net finansal giderleri ile 2017 yılında net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

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

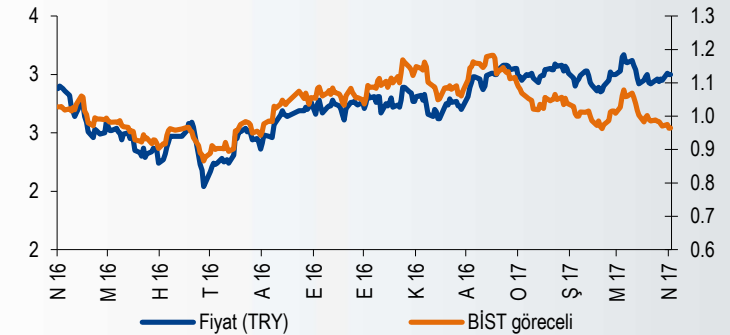
Şirketin bazı elektrik santrallerinin satış işlemi EPDK'nın onayını bekliyor. Olası bir onayla birlikte yakın vadede şirketin borçluluğu ve net finansal giderleri ciddi miktarda düşecektir.

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

Hisse şu anda 6.4x'lik 2017T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ki bu da 3 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %37'lik yüksek bir iskontoya işaret ediyor.

AKSEN (Endeks Üzeri)		Aksa Enerji		
Sektör				Elektrik
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	3.00	3.60	20%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	0%	1%	3%	1%
BIST100'e göre relatif	-4%	-11%	-6%	-17%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR1.6mn		TL6.3mn	
Piyasa Değeri	EUR471mn		TL1,840mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	3,178	3,002	4,065	4,527
Büyüme	38%	-6%	35%	11%
FAVÖK	431	720	972	860
Büyüme	-4%	67%	35%	-12%
Net Kar	-363	134	479	500
Büyüme	69%	-137%	258%	4%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	10.6	6.4	4.7	5.3
F/K	-5.1	13.7	3.8	3.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Bim, hızlı büyüyen yüksek iskonto süpermarket kanalının en büyük oyuncularından bir tanesidir. Çift haneli büyüyen benzer mağaza büyümesine ek olarak şirketin mağaza sayısının 2017 yılında %10 artacağını tahmin ediyoruz. Böylece önümüzdeki 3 yıl satış gelirlerinde YBBO'nun %16 olmasını tahmin ediyoruz. Yüksek ciro artışına rağmen şirket karlılık konusunda başarılı bir geçmişe sahip. Şirketin FAVÖK marj hedefi %5.0 iken, son 10 yılda ortalama FAVÖK %5.1 oldu. Standart sapma ise 49bp seviyesiyle sınırlı kaldı.

Bim borçsuz yapısı ve düşük kur riski nedeniyle TL ve faiz oranlarında olası dalgalanmalara karşı sağlam bir yapıya sahiptir. 4Ç16 itibarıyla şirketin 578mn TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

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

Kısa vadeli görünüm:

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

Bim 1Ç17 sonuçlarını 8 Mayıs'ta açıklayacak. Artan gıda enflasyonunun etkisiyle şirketin ciro artışında ivmelenme görüleceğini bekliyoruz.

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

BIMAS (Endeks Üzeri)		Bim Birleşik Mağazalar		
Sektör			Perakende	
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		57.30	63.00	10%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	0%	8%	-5%	17%
BIST100'e göre relatif	-4%	-4%	-14%	-3%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR8.9mn		TL35.0mn	
Piyasa Değeri	EUR4,450mn		TL17,396mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	20,072	23,775	27,557	31,655
Büyüme	15%	18%	16%	15%
FAVÖK	997	1,188	1,369	1,584
Büyüme	15%	19%	15%	16%
Net Kar	671	777	918	1,121
Büyüme	15%	16%	18%	22%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	16.9	14.2	12.3	10.6
F/K	25.9	22.4	19.0	15.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

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

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

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

Kısa vadeli görünüm:

Petrokok fiyatlarında meydana gelen artış ve kötü hava koşulları nedeniyle zayıf seyreden yurtiçi talep 1Ç17 döneminde çimento üreticilerinin operasyonel karlılıklarını baskılayacaktır. Ancak Ağustos 2015'te Ankara'da devreye giren 1 milyon ton kapasitesiyle ve Erdemir'in üretim tesisi aracılığıyla ek granüle cüruflu çimento üretimi yapmasıyla Bolu Çimento'nun operasyonel performansı üzerindeki baskının sınırlı kalmasını ve diğer çimento üreticilerinden ayrışmasını beklemekteyiz.

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

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

BOLUC (Endeks Üzeri)		Bolu Çimento		
Sektör		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		6.02	7.50	25%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	2%	-6%	-3%	-4%
BIST100'e göre relatif	-3%	-16%	-12%	-20%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.2mn		TL1.0mn	
Piyasa Değeri	EUR221mn		TL862mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	452	478	497	515
Büyüme	11%	6%	4%	4%
FAVÖK	169	159	164	170
Büyüme	16%	-6%	3%	3%
Net Kar	106	103	110	114
Büyüme	0%	-3%	7%	4%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	5.8	6.2	6.0	5.8
F/K	8.1	8.4	7.8	7.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

Garanti'nin yakın izlemedeki kredileri toplam krediler içindeki payı %5,3 ile rakipleri arasında en yüksek seviyeye yükseldi. Net takibe düşen krediler 1. çeyrekte de çeyreksel %42 azaldı. Bankanın 500mn TL tutarındaki serbest karşılıkları kredi kalitesindeki muhtemel bozulma için de tampon görevinde olabilir.

Garanti'nin maliyetlerinde kontrollü olması, performansını olumlu etkilemektedir. 2016 yılında faaliyet gider artışı, yıllık enflasyon artışı hedefinin oldukça altında yıllık %4 artış kaydetmiştir. Gider-gelir oranı 2015 yıl sonu %47 iken, 2016 yıl sonunda %40'a gerilemiştir. 2017 yılında da iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz.

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

Kısa vadeli görünüm:

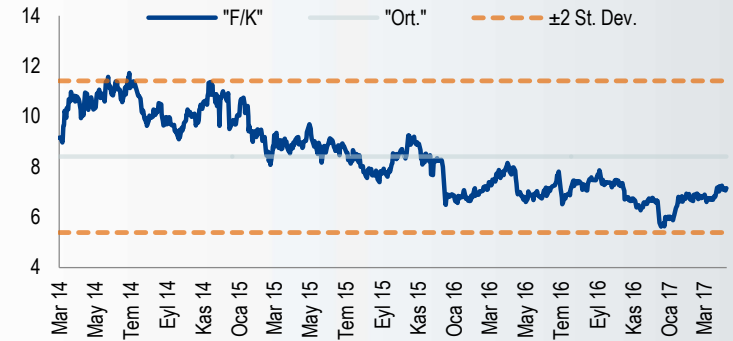
2017 yılı beklentilerimize göre, Garanti Bankası 6,7x F/K ile işlem görmekte olup, bu çarpan son bir yıllık F/K ortalamasının %3 altındadır. Kar görünümü açısından yukarı yönlü potansiyelin olduğunu ve bu sebeple hisse performansının desteklenebileceğini düşünüyoruz.

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayrıştırabilir. Garanti %14,9 ana sermaye yeterlilik oranı ile muadil bankalar arasında en yüksek seviyeye sahip bankalardan biridir.

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

GARAN (Endeks Üzeri)		Garanti Bankası		
Sektör		Bankacılık		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	9.66	11.00	14%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	12%	27%	17%	31%
BIST100'e göre relatif	7%	12%	6%	8%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR178.3mn		TL700.8mn	
Piyasa Değeri	EUR10,403mn		TL40,572mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Defter Değeri	35,539	39,617	45,050	52,149
Büyüme	15%	11%	14%	16%
Net Kar	5,071	6,024	6,918	7,279
Büyüme	49%	19%	15%	5%
Karlılık	2016	2017T	2018T	2019T
Özkaynak Karlılığı	15.2%	16.0%	16.3%	15.0%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	8.0	6.7	5.9	5.6
F/DD	1.1	1.0	0.9	0.8

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

2010 yılında kurulan Halk GYO, Halkbank grup şirketlerindendir. 2016 itibarıyla 1,9 milyar TL portföy değerine sahip olan şirketin İFM'de (İstanbul Finans Merkezi) 646mnTL'lik ekspertiz değerine sahip arsası (portföyün %34'si), ofis, otel ve konut projeleri bulunmaktadır.

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

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

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

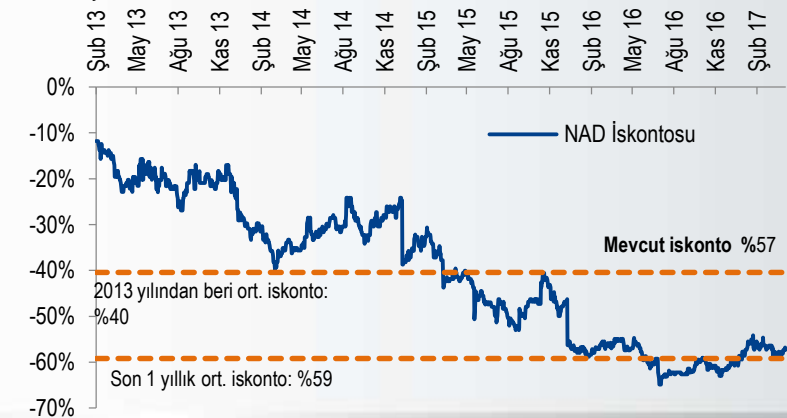
Kısa vadeli görünüm:

İFM Projesi finansallarda 646 mn TL değerinde, arsa olarak belirtilmektedir. Önümüzdeki dönemde, arsa olarak belirtilen İFM, proje kapsamına alındığında net aktif değerinde bir artış yaratabileceğini ve bunun da hisse performansına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Ancak, bu konudaki zamanlama henüz net değildir.

Halk GYO'nun piyasa değeri, net aktif değerine göre %57 iskontolu işlem görmekte olup, bu rakam muadil şirketleri ortalaması olan %49'dan daha düşük seviyededir.

HLGYO (Endeks Üzeri)		Halk G.M.Y.O.		
Sektör	Gayrimenkul Yatırım Ort.			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	0.97	1.50	55%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	3%	-5%	7%
BIST100'e göre relatif	-6%	-8%	-13%	-12%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR1.1mn		TL4.2mn	
Piyasa Değeri	EUR196mn		TL766mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	80	69	316	171
Büyüme	-20%	-14%	359%	-46%
FAVÖK	48	38	100	69
Büyüme	-24%	-21%	167%	-31%
Net Kar	108	37	77	43
Büyüme	-47%	-66%	110%	-44%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	15.3	19.4	7.3	10.6
F/K	7.1	20.9	9.9	17.8

Kaynak: Yatırım Finansman



Yatırım Tezi :

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

Arge faaliyetlerine odaklanan şirketin yeni ürün satışlarının toplam gelirlerinin içerisindeki payı 2012 yılından beri artıyor. Orta vadede yeni ürünlerin toplam gelirler içerisindeki payının daha da artmasını bekliyoruz. Toplam gelirler için 2016-2018 yılları arasında YBBO beklentimiz %20 seviyesindedir.

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

Kısa vadeli görünüm:

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

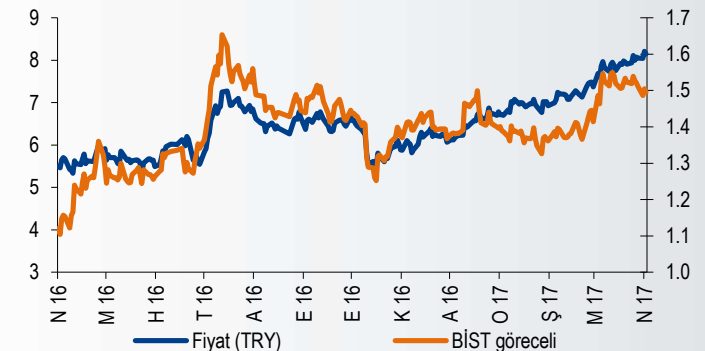
Dolar’ın gelişmekte olan para birimlerine karşı yıllık bazda daha güçlü kalması 2Ç17’de şirketin TL bazlı gelirlerini destekleyecektir.

Kordsa şu anda 8.6x’lik 2017B F/K çarpanı ile işlem görüyor, ki şirketin 3-yıllık ortalama F/K’sına göre %16 iskontoya işaret ediyor.

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

KORDS (Endeks Üzeri)				Kordsa
Sektör				Lastik
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	8.15	9.30	14%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	11%	21%	49%	31%
BIST100’e göre relatif	6%	8%	35%	8%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR1.7mn		TL6.6mn	
Piyasa Değeri	EUR406mn		TL1,585mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	1,908	2,455	2,802	3,248
Büyüme	10%	29%	14%	16%
FAVÖK	300	382	429	455
Büyüme	25%	28%	12%	6%
Net Kar	143	185	221	198
Büyüme	44%	29%	20%	-11%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	8.0	6.3	5.6	5.3
F/K	11.1	8.6	7.2	8.0

Kaynak: Yatırım Finansman



Yatırım tezi:

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

Tofaş Egea modelinin station wagon ve hatchback versiyonlarının üretimine 2016 yılında başladı. 2017 yılında yeni modeller ve kapasite artışının etkisiyle satış adet artışının % 12, satış gelir artışının %28 olacağını tahmin ediyoruz. Şirket ihracat tarafında zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Şirketin 2017 yılında FAVÖK artışının ise %30 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Tofaş yeni yatırımlarını dış kaynaklarla finanse etmektedir ve finansmanın maliyeti al-ya da-öde kontratlarla korunmaktadır. Finansmanların vadesi de modellerin tahmini ömrü kadardır. Bu nedenle şirketin nakit akışında kısa ve orta vadede hiç bir bozulma öngörmüyoruz. Büyük çaplı yatırımların tamamlanmış olması nedeniyle önümüzdeki yıllarda temettü oranlarının artmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

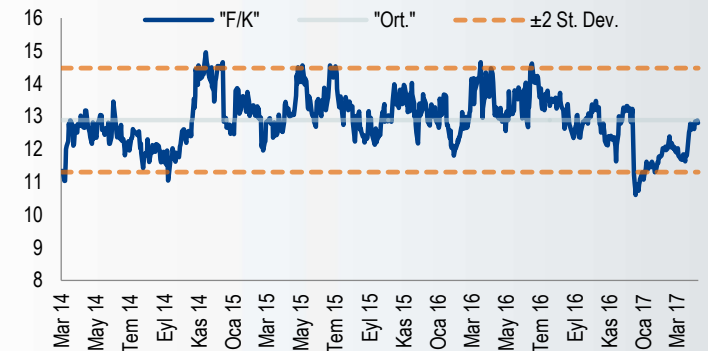
Yeni model lansmanları ardından Tofaş yüksek talebi karşılamakta zorlanmaktadır. Şirket bu nedenle boyahaneye yaptığı yatırımla kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e çıkarmış bulunmaktadır.

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

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

TOASO (Endeks Üzeri)		Tofaş Otomobil Fab.		
Sektör		Kapanış	Hedef	Potansiyel
				Otomotiv
Hisse fiyatı (TL)		28.78	32.00	11%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	9%	15%	27%	20%
BIST100'e göre relatif	4%	2%	16%	-1%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR4.9mn		TL19.2mn	
Piyasa Değeri	EUR3,681mn		TL14,390mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	14,236	18,211	18,844	20,634
Büyüme	43%	28%	3%	9%
FAVÖK	1,367	1,771	1,823	1,999
Büyüme	28%	30%	3%	10%
Net Kar	970	1,392	1,018	1,133
Büyüme	17%	43%	-27%	11%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	12.5	9.6	9.3	8.5
F/K	14.8	10.3	14.1	12.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Yapı Kredi, 2016 yılı net karı yıllık %58 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 %46'ya geriledi. Hisse senedi performansı İtalya'dan gelen negatif haber akışı ve TL'nin değer kaybından olumsuz etkilendi. Bankanın operasyonel performansındaki toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz ve değerlendirme çarpanlarının 5.5x F/K ile son yılların en düşük seviyelerinde olması nedeniyle alım için fırsat yarattığına inanıyoruz.

Yapı Kredi'nin özkaynak karlılığı 2016 yılında 330 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. 2017 yılında Kredi Garanti Fonu'nun devreye girmesi ile kredi kalitesinde daha olumlu bir görünüm yaratmasını ve kar büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

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, 2016 yılında 40 baz puan artış göstererek, %14,2'ye yükseldi. Ancak, bankanın ana sermaye yeterlilik oranı muadil bankalara göre daha düşük seviyede kalmış olması, volatilitenin arttığı piyasalarda hisse performansını daha olumsuz etkileyebiliyor. Banka yönetimi, TL'nin her 10 kuruşluk değer kaybında sermaye yeterlilik oranının 10-15 baz puan negatif yönde etkilediğini belirtmektedir. Sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankanın önümüzdeki dönem için büyüme hedeflerini olumsuz etkileyebilir.

Banka yönetimi Fitch'in not indiriminin sermaye oranlarına yaklaşık 100 baz puan negatif etkileyeceğini belirtmişti. Ancak, BDDK, TCMB'de tutulan döviz rezerv karşılıkları için risk ağırlığının %50'den 0'a indirilmesi üzerine çalışıyor. 2016 yılsonu verilerine göre, Yapı Kredi'nin YP rezerve karşılıklarındaki risk ağırlığının düşürülmesi ile SYR'nin 70 baz puan olumlu etkileneceğini hesaplıyor.

Kısa Vadeli Görünüm:

1Ç17 finansal sonuçlar

2017 beklentilerimize göre, 5.5x F/K ile son bir yıllık F/K ortalamasının %4 altında işlem görüyor

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

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

YKBNK (Endeks Üzeri)		Yapı Ve Kredi Bankası		
Sektör		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		4.30	4.70	9%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	12%	22%	0%	25%
BIST100'e göre relatif	7%	8%	-9%	4%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR37.4mn		TL147.1mn	
Piyasa Değeri	EUR4,837mn		TL18,866mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Defter Değeri	26,119	29,491	32,993	37,112
Büyüme	13%	13%	12%	12%
Net Kar	2,933	3,373	3,670	4,302
Büyüme	58%	15%	9%	17%
Karlılık	2016	2017T	2018T	2019T
Özkaynak Karlılığı	11.9%	12.1%	11.7%	12.3%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	6.4	5.5	5.1	4.3
F/DD	0.7	0.6	0.6	0.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

YF Araştırma Takip Listesi - I

TAVSİYE		HEDEF HİSSE FİYATI (TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	GET. POT. (%)	PİYASA DEĞERİ (mn TL)	BIST100'e RELATİF PERF.				F/K		Firma Değeri/FAVÖK		Net Satışlar - Büyüme		FAVÖK - Büyüme		Net Kar - Büyüme	
						1A	3A	12A	YBB	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T
Finansallar																			
Bankacılık																			
AKBNK	Endekse Paralel	10.30	9.56	8%	38,240	7%	11%	7%	15%	7.0	6.2							20%	13%
ALBRK	Endeks Altı	1.20	1.20	0%	1,080	-5%	-11%	-29%	-26%	3.9	3.4							27%	17%
GARAN	Endeks Üzeri	11.00	9.66	14%	40,572	7%	13%	8%	8%	6.7	5.9							19%	15%
HALKB	Endeks Üzeri	13.30	11.90	12%	14,875	1%	1%	1%	-10%	4.6	4.0							25%	15%
VAKBN	Endekse Paralel	5.80	6.09	-5%	15,225	8%	16%	12%	22%	5.2	4.9							9%	7%
YKBNK	Endeks Üzeri	4.70	4.30	9%	18,692	8%	9%	-8%	0%	5.5	5.1							15%	9%
Sigorta																			
ANHYT	Endeks Üzeri	6.40	5.39	19%	2,318	3%	0%	0%	-20%	13.1	10.6							-7%	23%
AVISA	Endekse Paralel	21.60	19.82	9%	2,339	-1%	-18%	-10%	-9%	22.6	16.8							64%	35%
Finansal Olmayanlar																			
Havacılık																			
PGSUS	Endeks Üzeri	16.00	16.18	-1%	1,655	6%	-11%	-11%	-31%	a.d	9.6	30.1	8.2	20%	29%	35%	269%	-9%	-242%
TAVHL	Endeks Üzeri	16.00	14.92	7%	5,420	0%	-11%	-13%	-30%	6.2	4.5	5.2	4.2	13%	14%	16%	24%	107%	38%
THYAO	Endeks Üzeri	6.50	6.10	7%	8,418	2%	-3%	-23%	-39%	92.8	4.2	9.3	5.5	25%	19%	68%	68%	-293%	a.d
Otomotiv / Tarım Araç																			
DOAS	Endekse Paralel	9.30	8.77	6%	1,929	-3%	-15%	-35%	-33%	9.1	5.9	8.5	7.0	8%	13%	33%	21%	-10%	55%
FROTO	Endekse Paralel	40.00	38.10	5%	13,370	4%	6%	-6%	6%	12.8	11.5	8.4	7.7	12%	9%	20%	9%	9%	11%
TOASO	Endeks Üzeri	32.00	28.78	11%	14,390	5%	1%	13%	23%	10.3	14.1	9.6	9.3	28%	3%	30%	3%	43%	-27%
TTRAK	Endekse Paralel	88.00	79.80	10%	4,259	0%	-3%	-5%	1%	11.9	10.0	9.3	8.4	9%	10%	6%	12%	-3%	19%
TMSN	Endeks Altı	6.20	7.89	-21%	907	8%	-15%	-16%	-36%	20.4	17.4	12.9	11.2	12%	11%	21%	15%	11%	17%
Çimento																			
ADANA	Endeks Altı	6.30	6.80	-7%	600	-4%	-14%	-9%	-5%	9.2	8.6	9.7	9.1	13%	7%	5%	7%	-8%	7%
AKCNS	Endeks Üzeri	16.20	12.22	33%	2,339	-6%	-17%	-12%	-15%	9.8	9.0	6.4	6.1	10%	7%	-2%	5%	-16%	8%
BOLUC	Endeks Üzeri	7.50	6.02	25%	862	-4%	-18%	-11%	-6%	8.4	7.8	6.2	6.0	6%	4%	-6%	3%	-3%	7%
CIMSA	Endeks Üzeri	18.50	14.93	24%	2,017	-6%	-17%	-9%	-11%	10.0	9.3	7.4	6.2	14%	14%	12%	20%	-18%	8%
MRDIN	Endeks Altı	4.40	4.47	-2%	490	-5%	-15%	-6%	1%	14.1	11.4	11.3	8.8	10%	20%	7%	29%	-9%	23%
Holdingler																			
KCHOL	Endekse Paralel	16.00	16.60	-4%	42,096	4%	3%	3%	21%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SAHOL	Endeks Üzeri	11.20	10.68	5%	21,792	4%	-1%	-1%	2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

YF Araştırma Takip Listesi - II

	TAVSİYE	HEDEF HİSSE FİYATI (TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	GET. POT. (%)	PİYASA DEĞERİ (mn TL)	BIST100'e RELATİF PERF.				F/K		Firma Değeri/FAVÖK		Net Satışlar - Büyüme		FAVÖK - Büyüme		Net Kar - Büyüme	
						1A	3A	12A	YBB	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T
İnşaat Taahhüt																			
ENKAI	Endekse Paralel	6.50	5.93	10%	24,906	-6%	-3%	19%	12%	10.9	9.8	7.0	6.3	35%	9%	25%	11%	28%	12%
TKFEN	Endekse Paralel	9.50	9.37	1%	3,467	4%	14%	47%	85%	7.4	6.7	4.8	4.5	49%	3%	49%	5%	45%	10%
Savunma																			
ASELS	Endekse Paralel	17.00	18.81	-10%	18,810	4%	26%	70%	69%	18.5	13.5	20.0	17.2	26%	16%	26%	17%	28%	37%
OTKAR	Endekse Paralel	133.50	132.40	1%	3,178	3%	-13%	8%	13%	29.5	21.2	16.7	14.5	18%	11%	26%	15%	55%	39%
Dayanıklı Tüketim																			
ARCLK	Endekse Paralel	24.00	23.74	1%	16,042	2%	-4%	17%	35%	12.3	9.5	9.2	7.6	24%	16%	32%	21%	0%	29%
VESTL	Endeks Üzeri	7.60	7.34	4%	2,462	7%	0%	-1%	10%	11.5	8.0	5.5	4.4	13%	10%	-10%	24%	28%	44%
Enerji																			
AKSEN	Endeks Üzeri	3.60	3.00	20%	1,840	-4%	-12%	-6%	-10%	13.7	3.8	6.4	4.7	-6%	35%	67%	35%	-137%	258%
Rafineri & Petrokimya																			
TUPRS	Endekse Paralel	92.00	88.00	5%	22,037	0%	4%	11%	10%	7.6	7.6	6.5	7.4	48%	7%	37%	-13%	62%	0%
GYO																			
EKGYO	Endeks Üzeri	3.50	2.94	19%	11,172	-7%	-14%	-6%	-11%	5.7	3.5	4.8	2.9	16%	37%	10%	68%	10%	66%
HLGYO	Endeks Üzeri	1.50	0.97	55%	766	-5%	-8%	-12%	-23%	20.9	9.9	19.4	7.3	-14%	359%	-21%	167%	-66%	110%
ISGYO	Endekse Paralel	1.70	1.49	14%	1,267	-6%	-11%	-16%	-21%	9.9	3.2	15.5	5.6	-39%	395%	-6%	175%	-70%	207%
TRGYO	Endeks Üzeri	5.20	4.94	5%	2,470	3%	4%	-6%	18%	2.1	1.1	9.6	4.8	72%	124%	52%	100%	2%	82%
Perakende																			
BIMAS	Endeks Üzeri	63.00	57.30	10%	17,396	-3%	-4%	-15%	-13%	22.4	19.0	14.2	12.3	18%	16%	19%	15%	16%	18%
BİZİM	Endekse Paralel	13.00	11.75	11%	470	-8%	-10%	-38%	-30%	47.1	19.7	5.3	4.0	11%	11%	15%	32%	a.d	139%
MGROS	Endekse Paralel	21.00	24.24	-13%	4,315	3%	14%	11%	3%	a.d	13.3	8.6	6.2	32%	19%	11%	40%	-99%	a.d
TKNSA	Endeks Üzeri	4.20	4.38	-4%	482	14%	-3%	-38%	-49%	a.d	69.2	4.6	3.0	12%	16%	115%	56%	-93%	-167%
Demir & Çelik																			
EREGL	Endekse Paralel	6.00	6.34	-5%	22,190	6%	4%	29%	78%	17.0	14.6	7.3	6.5	47%	8%	10%	13%	-14%	16%
KRDMD	Endeks Üzeri	1.50	1.28	17%	999	5%	-8%	-27%	-13%	20.7	16.9	6.2	5.5	46%	16%	65%	12%	-157%	22%
Telekomünikasyon																			
TCELL	Endekse Paralel	12.80	12.69	1%	27,918	1%	1%	-5%	-2%	12.2	9.1	6.2	5.7	10%	9%	14%	9%	52%	33%
TTKOM	Endeks Üzeri	6.70	6.36	5%	22,260	-2%	-6%	-13%	-13%	15.0	7.6	5.9	5.5	8%	6%	11%	8%	-305%	97%
Lastik																			
BRISA	Endekse Paralel	6.60	6.83	-3%	2,084	-1%	-10%	-27%	-32%	16.9	16.3	11.5	11.1	16%	10%	32%	4%	54%	4%
KORDS	Endeks Üzeri	9.30	8.15	14%	1,585	6%	7%	34%	46%	8.6	7.2	6.3	5.6	29%	14%	28%	12%	29%	20%

Mayıs 2017 Aylık Takvimi

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
1 @ 10.00 İTO İmalat Sanayi PMI Verisi (Nisan) @ 11.00 TİM İhracat Verileri (Nisan) @ 12.00 İTO Geçinme Endeksi (Nisan)	2 BİZİM 1Ç17 Finansalları TKNSA 1Ç17 Finansalları KORDS 1Ç17 Finansalları VAKBN 1Ç17 Finansalları	3 İtfa: 152 milyon TL @ 10.00 TÜFE (Nisan) @ 10.00 Yurtiçi ÜFE (Nisan) @ 14.30 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Şubat)	4 @ 10.00 TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Nisan) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (18. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (17. Hafta) @ 14.30 Reel Efektif Döviz Kuru (Nisan) AKCNS 1Ç17 Finansalları	5	6	7
8 @ 10.00 Sanayi Üretimi (Mart) @ 17.30 Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Nisan) ENKAI 1Ç17 Finansalları BIMAS 1Ç17 Finansalları ASELS 1Ç17 Finansalları	9 @ 10.00 Perakende Satış Hacim Endeksi (Mart) HALKB 1Ç17 Finansalları	10 İtfa: 63 milyon TL DOAS 1Ç17 Finansalları	11 @ 10.00 Ödemeler Dengesi (Mart) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (18. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (19. Hafta)	12	13	14
15 @ 10.00 Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Mart) @ 10.00 İşgücü İstatistikleri (Şubat) @ 11.00 Merkezi Yönetim Konsolide Bütçesi (Nisan) @ 14.30 TCMB Beklenti Anketi (Mayıs)	16 15.05.2019 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (ilk ihraç) 02.03.2022 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	17 İtfa: 3.635milyon TL	18 @ 10.00 Tüketici Güven Endeksi (Mayıs) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (19. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (19. Hafta)	19 RESMİ TATİL	20	21
22	23 @ 14.30 Kapasite Kullanım Oranı (Mayıs) @ 14.30 Reel Kesim Güven Endeksi (Mayıs)	24 İtfa: 640 milyon TL @ 10.00 Konut Satış İstatistikleri (Nisan)	25 @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (20. Hafta) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (20. Hafta)	26 @ 10.00 Ekonomik Güven Endeksi (Mayıs)	27	28
29 @ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Mart)	30 @ 10.00 TCMB Finansal İstikrar Raporu (I. Dönem) 13.12.2017 itfa tarihli Hazine Bonosu	31 @ 10.00 Dış Ticaret Dengesi (Nisan)				

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

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

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

-Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.’nin takibi altında bulunan Şirketler BİST100 endeksine görece beklenen performanslarına göre notlandırılmıştır. Raporda geçen hisse senedi hedef fiyatları 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

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

Endeks Üzeri Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.

Endekse Paralel Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.

Endeks Altı Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

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

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Levent Durusoy	Koordinatör	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	-------------	--------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

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

Yatırım Danışmanlığı Birimi

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

Hizmet Noktalarımız

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