

HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

ARALIK 2016

Basım tarihi 6 Aralık 2016

YATIRIM
FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE İŞ BANKASI



Ana temamız:

Türk piyasaları için zorlu bir yıl olan 2016'nın son ayına girmiş bulunmaktayız. Ön tarafa yığılmış ajandayı göz önünde bulundurduğumuzda Aralık ayının ikinci yarısında toparlanmanın daha etkili olacağını düşünürken ilk yarısının daha dalgali geçeceğini tahmin ediyoruz. Aralık ayının ortasındaki FED'in faiz kararı sonrasında global gelişmekte olan piyasalara karşı risk iştahının tekrar canlanacağını tahmin ediyoruz. Oldukça iskontolu işlem gören Türk hisselerinin cazip değerlemeleri bu aşamada ön plana çıkmasını sağlayabilir.

Makro dinamiklerde gevşeme:

Küresel konjonktürün ekonomiye sağladığı destek azalmaktadır (Amerikan seçimleri sonrası artan küresel faizler, OPEC toplantısı sonrası yükselen petrol fiyatları, jeopolitik gelişmeler). Türk varlıkları bu dönemde enflasyon, cari açık ve döviz borçluluğu kanallarıyla baskı altında kalmaktadır. Ancak talep tarafında devam eden yavaşlama bu etkileri sınırlandırmaktadır. İktisadi dinamikler kamu teşvikleriyle canlandırılmaya çalışılırken Merkez Bankası kur gelişmelerini yakından takip etmektedir.

Türk hisse senetleri çarpanları oldukça yüksek iskontolu:

BİST-100 kasım ayında USD bazında %18 değer kaybederken diğer gelişmekte olan piyasaların %9 altında performans gösterdi. Mevcut durumda F/K çarpanına göre GOÜ'lere göre %35 iskontolu işlem gören BİST-100'ün bu iskontosu 15 Temmuz sonrasında en düşük %37 seviyesini görmüştü. Bu nedenle Aralık ayında hisse senedi fiyatlarında bir tepki hareketinin olma ihtimalini yüksek görüyoruz.

YF Model Portföy hisseleri:

Aselsan ve Turkcell'i model portföyümüzden çıkarıp, yerine Türk Traktör ve Yapı Kredi'yi ekliyoruz. **Garanti Bankası** (güçlü sermaye oranları, disiplinli marj yönetimi) ve **Yapı Kredi** (operasyonel performansta iyileşmenin devamı, Unicredit'te gelişmeler nedeni ile aşırı satıldığını düşünüyoruz) en beğendiğimiz bankalar arasında yer almaktadır. Banka dışında, portföyümüzde **Bim** (defansif iş modeli), **Çimsa** (varlık satışı, yüksek temettü verimliliği), **Erdemir** (defansif iş modeli, cazip çarpanlar), **Sabancı Holding** (enerji ve hayat sigortası görünümünde iyileşme, derin NAD iskontosu), **Tofaş** (yeni modellerde büyüme, defansif ihracat modeli) ve **Türk Traktör** (sağlam iç talep, yüksek temettü verimliliği) bulunmaktadır.

Ayın önemli gündem maddeleri

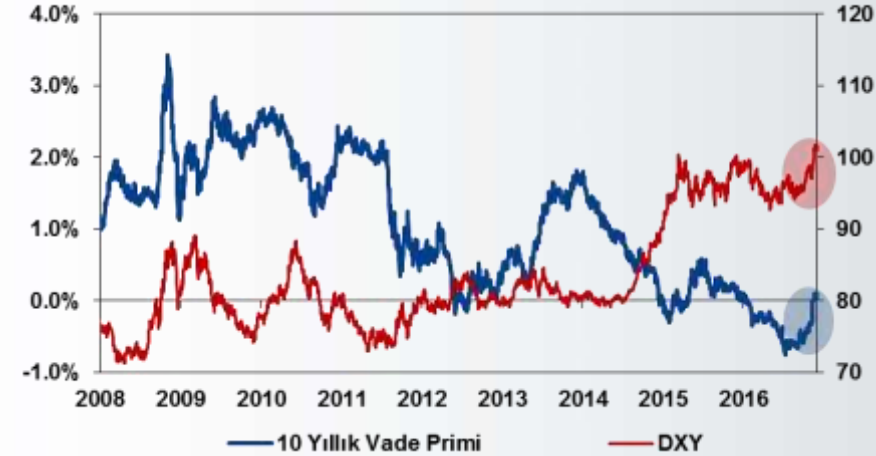
1. hafta (5-9 Ara)	2. hafta (12-16 Ara)	3. hafta (19-23 Ara)	4. hafta (26-30 Ara)
8 Ara. – ECB Faiz Kararı	13 Ara. – Unicredit - Sermaye Piyasaları Günü (YKBNK)	20 Ara. – TCMB Faiz Kararı	29 Dec – BDDK Kasım Ayı Verileri
9 Ara. – THYAO Kasım Ayı Trafik Verileri	14 Ara. – FED Faiz kararı ve FOMC Tahminleri		
	15 Ara. – Avrupa Konseyi Toplantısı		

ABD başkanlık seçimlerinden galip çıkan Donald Trump'ın açıkladığı geniş mali teşvikler ABD'de enflasyon beklentilerinin ve piyasadaki faiz oranlarının yükselmesine sebebiyet verdi. Konuşma sonrasında, ABD ve diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının 2017 yılında uygulayacakları para politikalarında olası ayrışmanın beklentileri aşağı yönde kuvvetli bir algı oluştu. Artan enflasyon beklentileri ile birlikte Kasım ayı sonunda ABD 10 yıllık tahvillerindeki vade primleri Ocak 2016'dan bu yana ilk defa artıya geçti (sağdaki grafik). Artan faizlerle birlikte güçlenen dolar küresel döviz kurlarında ve gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarında etkisini gösterdi. Bu süreçte Türk varlıkları ve Türk Lirası diğer ülkelere göre belirgin bir şekilde negatif ayrıştı. Seçimden bu yana TL %13 değer kaybederken 2-yıllık gösterge tahvil faizi 150 baz puandan üzerinde artış göstererek %11 seviyelerine yükseldi. FED'in Aralık ayında yapması beklenen faiz artımı hemen hemen tamamen fiyatlara yansımış durumdadır. Ancak 14 Aralık tarihinde asıl dikkat edilmesi gereken husus FED'in ileriye yönelik yönlendirme politikası kapsamında açıklayacağı kurum beklentileri olacaktır. Ticaret ağırlıklı dolar endekslerindeki artış ve bu endekslerin ana trendlerine bakıldığında önümüzdeki yıl için FED'in mevcut durumda iki faiz arttırımı yapılmasına yönelik beklentisini koruyacağını tahmin etmekteyiz.

OPEC üyelerinin üretimin kısıtlanmasına dair anlaşmaya varmasının ardından Brent tipi petrol fiyatları varil başına 55 doların üzerine kadar çıktı. Bu durum, Türkiye'nin dış dengesi ve enflasyon görünümü açısından sıkıntı yaratmaktadır. Cari açığın toplam milli gelire oranının önümüzdeki yıl %5,4'e yükselmesini beklemekteyiz. Açık pozisyonunun tetiklediği kaygılarla Türkiye'nin risk primi (CDS-5YR) 300 seviyesini aşarak Şubat ayından bu yana en yüksek seviyesine ulaştı. Aynı zamanda 30 yıllık dolar tahvil spreadi de 400 baz puana yükseldi.

Avrupa Merkez Bankası'nın Aralık ayında Varlık Alım Programı'nı (APP) 6 ay daha uzatmasını öngörmekteyiz (Mart 2017'den Eylül 2017'ye). Böyle bir hareket, alıma uygun tahvil havuzunun bir miktar genişletilmesi ile de desteklenebilir. Örneğin, mevcut -0,4%'lük getiri tabanının kaldırılması ECB tarafından alınabilecek bono stoğunu 1,4 trilyon euro yükseltebilir. Büyük çerçeveden bakacak olursak ECB, «%2'ye yakın ama bu oranın altında enflasyon» hedefini tutturmak için çaba göstermektedir. 5 yıllık başabaş enflasyon oranı Eylül ayından itibaren yükselmektedir. Banka için olumlu görüntü verse de enerji fiyatlarındaki baz etkisinin geri alımı artış gösteren spot manşet enflasyonundaki bu yükselişin temel nedeni olarak gösterilebilir. Bu etkinin önümüzdeki çeyrekte sona ermesiyle enflasyon dinamikleri çekirdek enflasyon tarafından belirlenmeye başlayacaktır. Ancak çekirdek enflasyon tarafında büyük bir kazanım henüz elde edilememiştir. GSYH büyüme rakamları olumlu bir görünümde seyrediyor olmasına karşılık ECB, mevcut yıl için çekirdek enflasyon tahminlerinde aşağı yönlü revizyona gitmiştir. ABD seçimlerinden bu yana Euro Bölgesi'nde tahvil getirileri artış kaydetmiş, bu durum da ECB'nin para politikasında ek gevşemeye gideceği beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Ayrıca, Euro Bölgesi'nin içinde ve dışında yükselen politik belirsizlikler risk primlerinde ani bir genişleme ihtimalini canlı tutmaktadır. Bu sebeplerle ECB'den gelebilecek politika tepkilerinin Türk finansal varlıklarına destekleyici bir etki sağlayacağı fikrindeyiz.

Vade Primi ve Dolar Endeksi

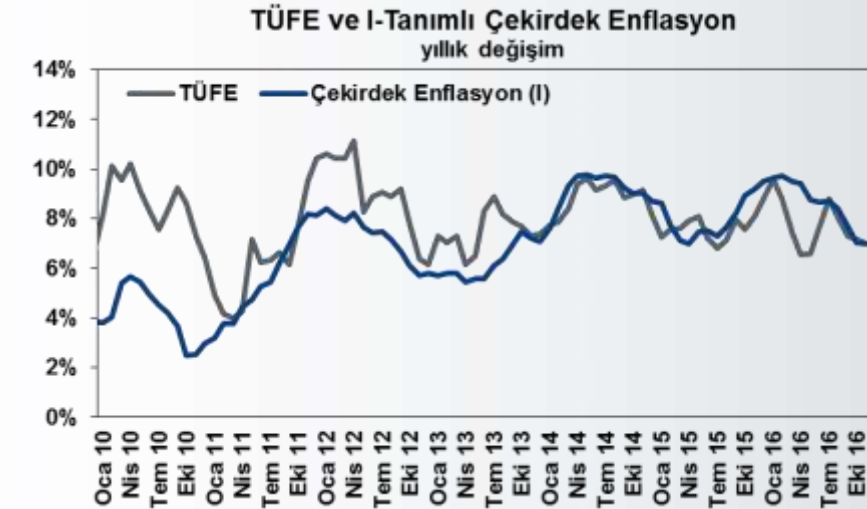
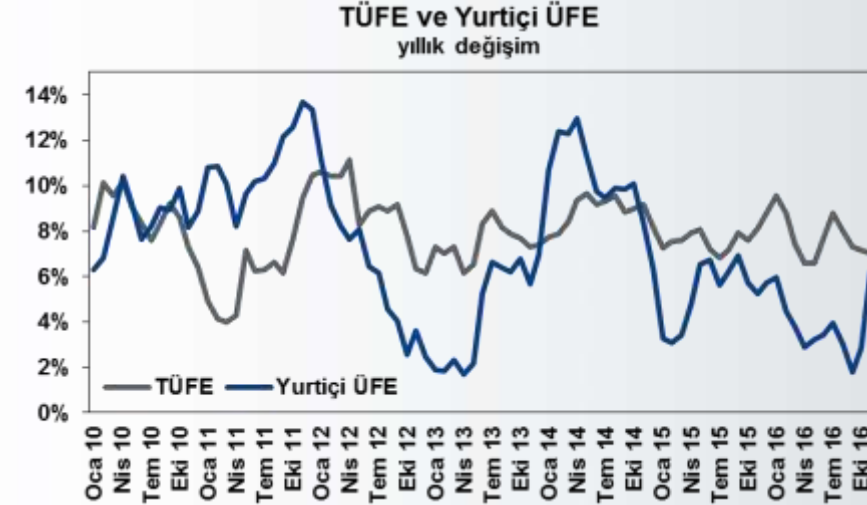
Euro Bölgesi Sanayi Üretimi ve Enflasyon
yıllık değişim

Kaynaklar: Bloomberg, Yatırım Finansman Menkul Değerler

Enflasyon Kasım ayında da aşağı yönlü bir sürpriz yaptı. Yıllık enflasyon %7,16 seviyesinden %7,00'a gerileyerek son 16 ayın en düşük değerine ulaştı. Hem çekirdek hem de gıda fiyatları manşet enflasyonu aşağı çekerken kur baskısı nedeniyle çekirdek enflasyonun ana trendi Kasım ayında artış gösterdi. Bu baskı %2,0'lık artış gösteren üretici fiyatlarında net bir şekilde görülmektedir (2001'den bu yana en yüksek Kasım ayı artışı). Bu artışın tüketici fiyatlarına yansımaları önümüzdeki ay görmeye başlayabiliriz. Dolayısıyla, 20 Aralık tarihli PPK toplantısında Merkez Bankası'nın maliyet enflasyonuna daha belirgin bir şekilde değinmesini beklemekteyiz. Yurtiçi talepteki yavaşlama ise ürün fiyatlarında TL kaynaklı zayıflık sebebiyle oluşan yukarı yönlü baskıyı dengelemektedir. Kur değişimlerine hassas ürünlerde (bilgisayar, cep telefonu, spor ürünleri, otomotiv, vs.) kurda devam eden zayıflık hissedilmektedir. Önümüzdeki aydan geçerli olmaya başlayacak olan tütün ve alkolü ürünlerdeki ÖTV düzenlemesi yıllık manşet enflasyonu yaklaşık 0,3 baz puan arttıracaktır. Motorlu taşıtlar üzerinde yapılan vergi ayarlaması ise enflasyonu 0,16 baz puan yükseltecektir. FED'in Aralık ayında beklenen faiz artışını gerçekleştirmesinin ardından Türkiye ve gelişmekte olan ülkelere ek bir satış baskısı gelmeyeceği ve TCMB'nin TL'yi korumak amacıyla sınırlı bir faiz artışına gideceği varsayımlarıyla 2017 yıl sonu enflasyon beklentimizi %8,5 olarak koruyoruz. Enflasyon tahmin patikamızdan hareketle, Aralık ayı içerisinde bono/tahvil tarafında %11,0 seviyelerinden aşağı yönlü bir hareket ihtimalini kısıtlı görmekteyiz.

Emtia fiyatları enflasyon üzerinde baskı yaratmaktadır. OPEC toplantısına müteakip olarak 2017 yılında küresel petrol fiyatlarının 50–60 dolar aralığında seyredeceği varsayımıyla enerji maliyetlerinde artışların devamını bekliyoruz. Rafine petrol ürünleri fiyatları son üç aydır artış göstermektedir: Kasım ayında yıllık enflasyonu %18,6'ya ulaşarak son 30 ayın en yüksek seviyesine çıktı. Ancak burada tek etken enerji kalemi değildir. Son dönemde artan emtia fiyatları TL'deki zayıflık ile birleşti ve imalat sektörünün maliyet yapısına girdi. Yıllık bazda %18,1 artan ana metal fiyatları (son 60 ayın en yüksek seviyesi) sermaye malı, ara mal ve dayanıklı mal üretimi üzerinde maliyet baskısı yaratmaktadır.

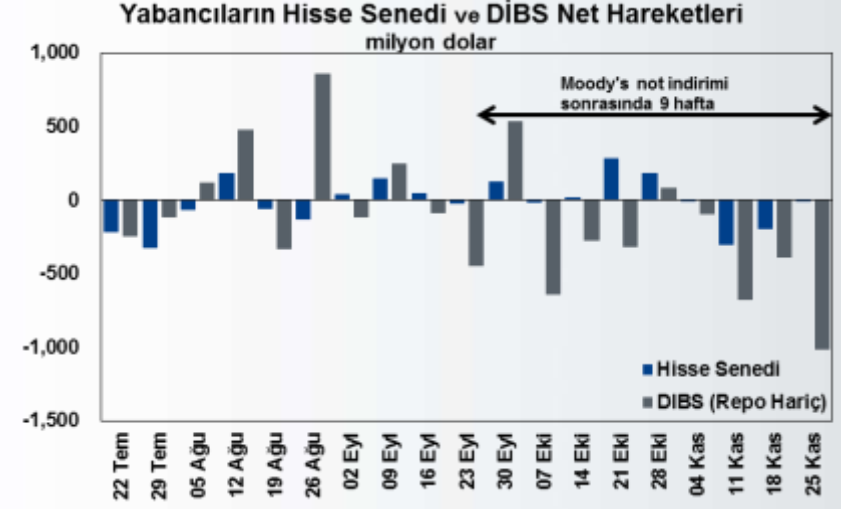
Merkez Bankası geçtiğimiz ay politika faizinde 50 baz puanlık bir artışa gitti (2014 yılından bu yana ilk kez). Banka bu aksiyonu ile piyasalara TL'deki zayıflığın enflasyon ve finansal istikrar üzerindeki olası etkilerinden endişe duyduğuna dair bir sinyal vermiş oldu. TCMB'nin sıkılaştırma yönündeki faiz aksiyonları ekonomik aktivitelerdeki zayıflık nedeniyle kısıtlıdır. TL'deki zayıflığa rağmen çekirdek göstergelerin 9 ay içerisinde %9,7'den %7,0'ye gerilemesini talepte yavaşlama olarak nitelendirmekteyiz (PMI 4Ç16 döneminde de 50 eşik değerinin altında seyretmektedir). Ancak TCMB para politikasını belirlemekle yükümlü bağımsız bir kurum olarak piyasada oluşan baskıya karşılık verebileceğini göstermek istemektedir. Biz 2016 yıl sonunda kur geçişkenliği etkisini 117 baz puan olarak hesaplamaktayız. Ancak 2016 yılında kısıtlı kalan kurdaki kayıpların birikimli etkisinin önümüzdeki 15 ay içerisinde manşet enflasyona 225 baz puanlık bir katkı yapacağını öngörmekteyiz. Dolar bazlı ithalat fiyatları da bu duruma yardımcı değildir. Bu nedenlerden dolayı 2016 ve 2017 yılları için faiz beklentilerimizi yukarı taşıyoruz. Bir sonraki PPK toplantısında politika faizinde 50 baz puanlık bir artış öngörmekteyiz.



Kaynaklar: TÜİK, Yatırım Finansman Menkul Değerler

Fitch tarafından yakın dönemde gelebilecek bir not indirimi piyasadaki iyileşmeyi kısıtlayan faktörler arasındadır. Fitch Türkiye'nin görünümünü 19 Ağustos'ta negatife çekmişti. *Baz senaryomuzda yer almamakla birlikte*, Türkiye'nin Fitch'te bulunan BBB- yatırım yapılabilir ülke notunu kaybetme olasılığı bulunmaktadır. Bu yöndeki bir aksiyon, sermaye yeterlilik rasyolarını olumsuz etkileyeceği için özellikle bankalar üzerinde baskı yaratacaktır. Yaptığı değerlendirmede kurum not indirimine sebep olabilecek faktörleri şu şekilde sıralamıştı: (1) İçgüvenlik ve jeopolitik risklerin uzaması / derinleşmesi neticesinde iktisadi aktivitede yavaşlama ve siyasi kredibilitenin erozyona uğraması; (2) Dış finansman ihtiyacı kaynaklı kırılganlıkların artması; (3) Gerileme trendindeki borç/milli gelir rasyosunda bu eğilimin ters dönmesi.

Son çeyrekte öngörülen ekonomik aktivitedeki hızlanmanın gecikmeli geliyor olması ve güven endekslerinin (dolar kurunu takip eder) daha az harcama ve üretim yapıldığına dair sinyaller vermesi ile büyüme görünümü aşağı yönlü revizyonlara karşı karşıyadır. Ancak zayıflayan iktisadi aktiviteye rağmen Türkiye'de büyüme beklentileri halen %3 seviyelerindedir ve bu da gelişmekte olan ülkeler açısından görece olumlu bir performanstır. İç dengede oluşan ekstra alan (ve düşük kamu borcu) hem yatırım hem de harcamalar tarafında kaynak kullanımını mümkün kılmaktadır. İkinci olarak, küresel gelişmelerin sağladığı destek azalmakta ve dış açık pozisyonu artış göstermektedir. Şirketlerin 213 milyar dolarlık net döviz açık pozisyonu fazlasıyla gündem oluşturmaktadır. Ancak bu açığın öngörülenden hızlı yükselme ihtimali sınırlıdır ve borcun döndürülmesine dair yapısal bir sorun mevcut değildir. Politik tarafta ise verilen mesajlar bir erken seçim ihtimalini kaldırmıştır. Bununla birlikte zayıf bir risk olarak AB müzakerelerinin dondurulmasını görmekteyiz.



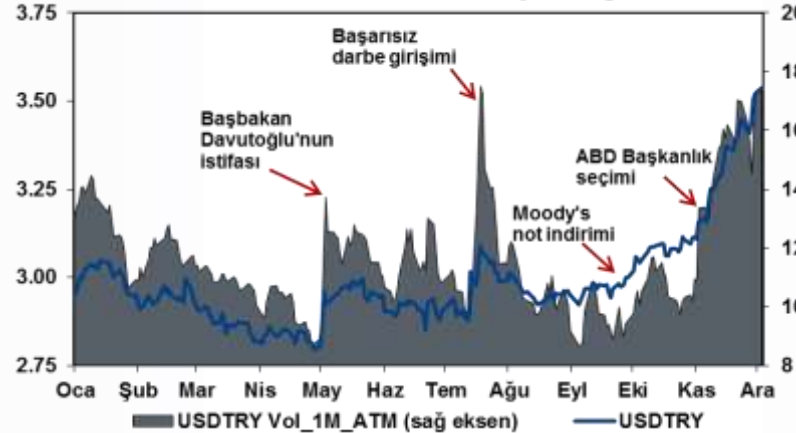
Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman Menkul Değerler

10 Yıllık Tahvil Faizleri



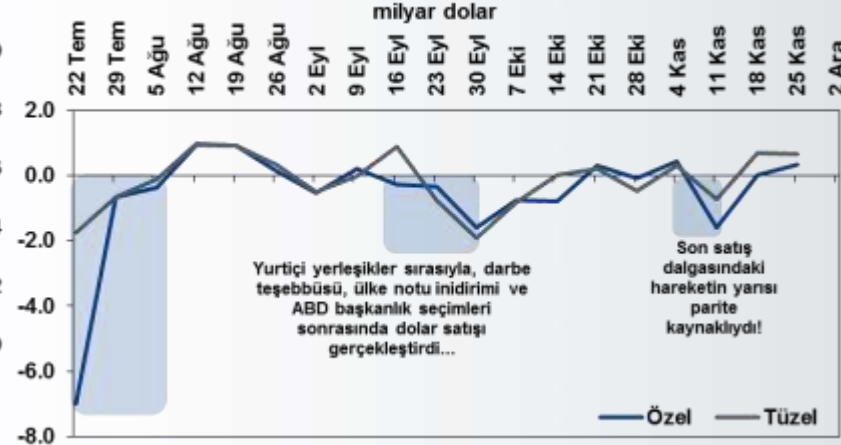
Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman Menkul Değerler

USD/TRY Kuru ve Kur Oynaklığı



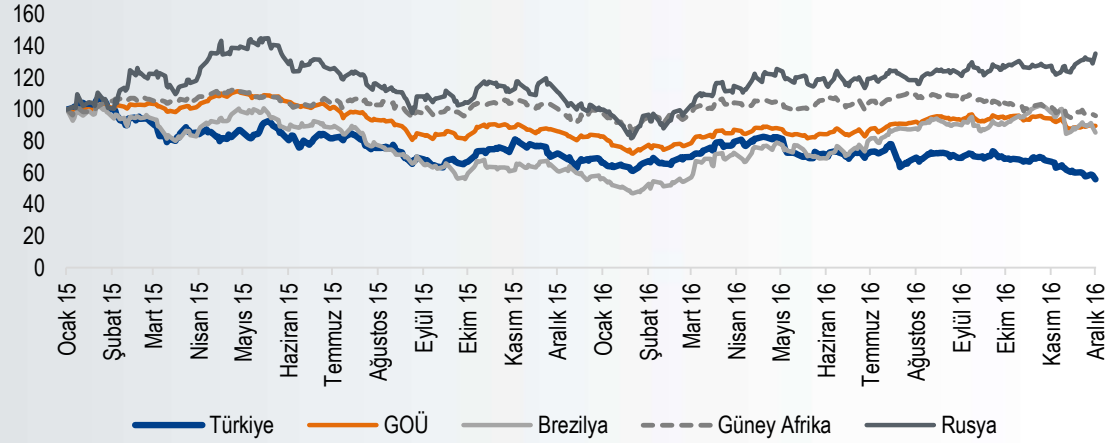
Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman Menkul Değerler

Yurtiçi Yerleşiklerin Döviz Satışı



Kaynak: TCMB, Yatırım Finansman Menkul Değerler

Kasım ayında BİST-100 GOÜ'lerin %9 altında performans gösterdi



Kaynak: Matriks

BİST-100'in GOÜ'lere iskontosuzluğu artıyor

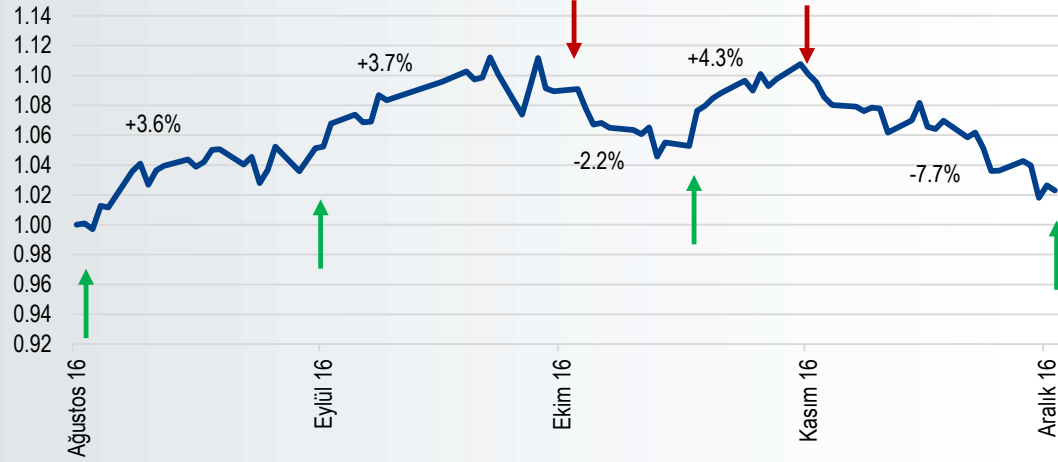


Kaynak: Bloomberg

Gelişmekte olan ülkeler ABD seçimleri sonrası güçlenen dolar'dan olumsuz etkilendi. Kasım ayında Türkiye piyasası diğer gelişmekte olan ülke piyasalarına göre %9 daha zayıf performans gösterdi. Yılın ilk 11 ayında BIST-100 endeksi GOP'nin %22 aşağısında performans göstermiş oldu.

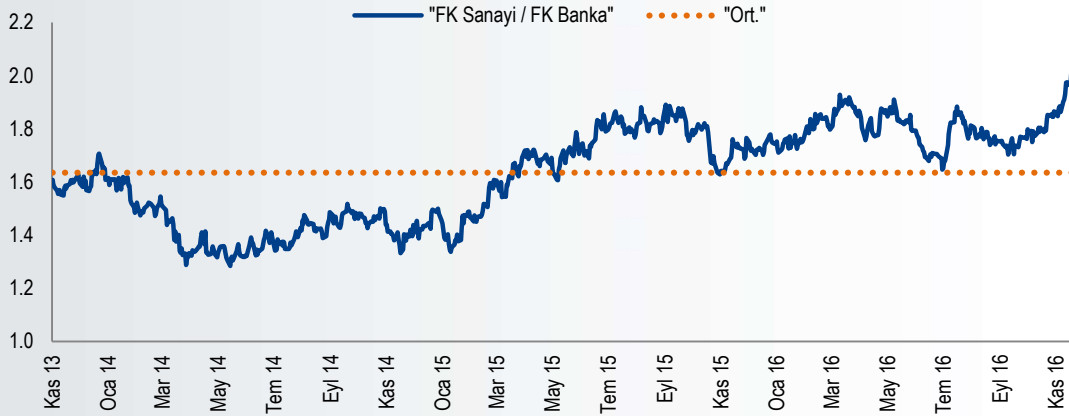
12 aylık ileriye dönük F/K çarpanlarına göre, BIST100, MSCI GOÜ endeksine göre %35 iskontolu işlem görmektedir. BIST-100 endeksi için son bir yılın en yüksek iskonto oranı 15 Temmuz 2016'daki başarısız darbe girişiminin hemen ardından iskontonun daralmasıyla %37 olmuştu. Oysa ki, son 10 yılın GOÜ'lere göre en yüksek iskontosuzluğu olan %45 küresel ekonomik kriz döneminde gözlemlenmişti. Bunları dikkate aldığımızda, en kötü senaryoda hisse senedi piyasasının diğer GOÜ'lerin %2 ila %10 altında performans gösterme ihtimali olabileceğini düşünüyoruz.

Banka ve sanayi arasında verdiğimiz tavsiyelerin performansı (XBANK/XUSIN)



Kaynak: YF Araştırma

12 ay ileriye dönük FK Sanayi / FK Banka



Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma

Banka ve Sanayi endeksi için paylaştığımız ikili işlemlere göre, son 4 ayda %22 getiri sağladık. Bankalar için ağırlığımızı artırdığımızdan beri, bankalar Ağustos ve Eylül aylarında sanayi endeksinin %4 üzerine performans gösterdi. Moody's'in not indiriminden bizim 3Ç16 kar beklenti raporuna kadar ise beklentimiz dahilinde, banka endeksi sanayi endeksinin %2 altında performans gösterdi. 3. Çeyrek kar beklenti raporumuz ile bankalar için ağırlığın artırılması yönünde tavsiye verdik ve Ekim ayı sonuna kadar bankalar, sanayi endeksinin %4 üzerinde performans gösterdi. Kasım ayı için ağırlığın azaltılması yönündeki tavsiyemiz ile bankalar sanayi endeksinin %7,7 altında performans gösterdi.

Beklentimiz doğrultusunda gelişen Kasım ayındaki zayıf performans sonrasında, Aralık ayında bankaların, sanayi endeksine göre ağırlığını artırıyoruz. Bankaların değerlendirme çarpanı bazında sanayi endeksine göre oldukça cazip olması bu tavsiyemizi desteklemektedir. Şu aşamada, sanayi hisselerinin F/K bazında, bankaların 2 katına çıkmıştır. Aradaki bu farkın son bir yıllık ortalaması 1,8x civarındadır.

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi

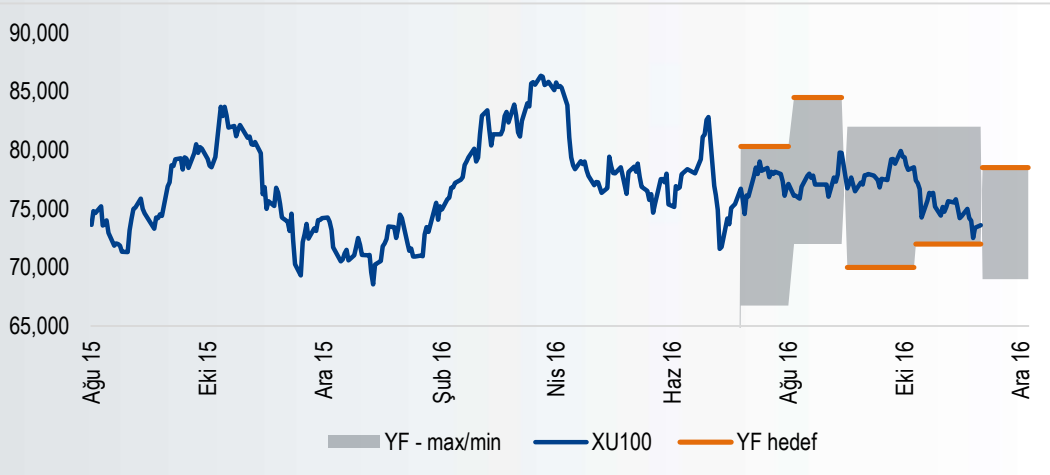


İyi Senaryo: Son 8 ayda BIST-100 F/K çarpanı bir kaç kez 9.4x çevresinde bir plato oluşturdu. İyi seneryoda ilk hedefin tekrar bu platoya doğru olacağını tahmin ettiğimiz için Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **79,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

Kötü Senaryo: BİST-100'ün 15 Temmuz sonrasında gördüğü dip seviyesi olan 8.3x seviyesinin kısa vadede alt limit olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için hedefimizi %5'lik aşağı yönlü risk ile **70,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

BİST-100'ün diğer GOÜ'lere göre yüksek iskontoda işlem görmesi nedeniyle Endeks'in neredyse tüm olumsuzlukları fiyatladığını düşünüyoruz. Bu çerçevede kısa vadede iyi senaryomuz olan 79,000'e doğru bir hareketin daha muhtemel olduğunu düşünmekteyiz.

Geçmiş performansımız



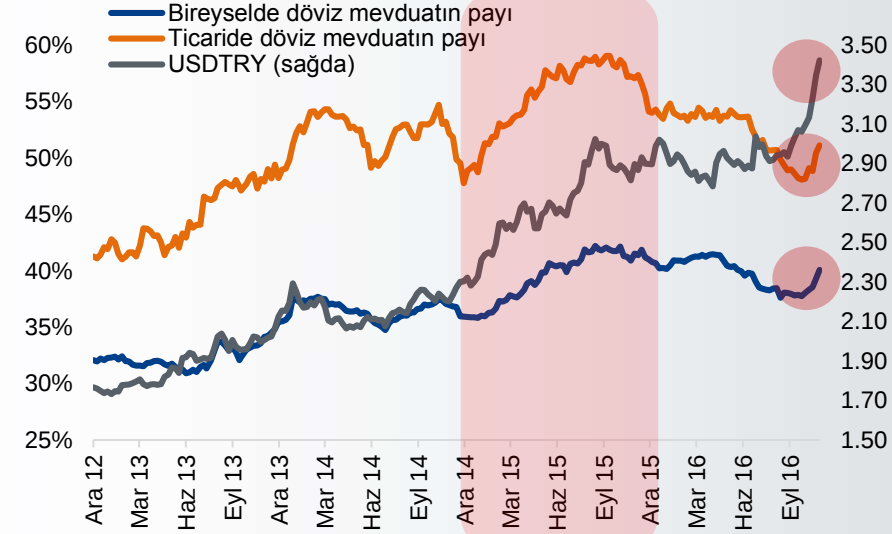
BIST100 Hedefimizi Nasıl Belirliyoruz: Tarihi veriler üzerinden gerçekleştirdiğimiz analizimize göre, BIST100 F/K çarpanı ayda ortalama 57bp ve bir ayda en fazla 140bp değişim gösteriyor. BIST-100 için iyi ve kötü senaryo hedeflerimizi çarpanlarının uzun ve kısa vadede pik ve dip noktalarını alarak ve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

Bankacılık: Döviz mevduatın payı artıyor...

Bankacılık sektörü için mevduatlar, kredi büyümesi için en sağlıklı fonlama kaynağı olduğu için büyüme oranları da kredilerdeki büyüme oranlarına paralel gelişmektedir. Ancak, son dört yıllık dönemde krediler ortalama %22 büyüme gösterirken, mevduatların büyüme ortalaması %17 seviyesinde gerçekleşti. Son dört yıllık dönemde, Kredi-Mevduat oranı %98'den %113'e yükseldi. Bunun sonucu olarak fonlama maliyetlerinde baskı ve kredi büyümesinde iştahın azaldığını gözlemliyoruz.

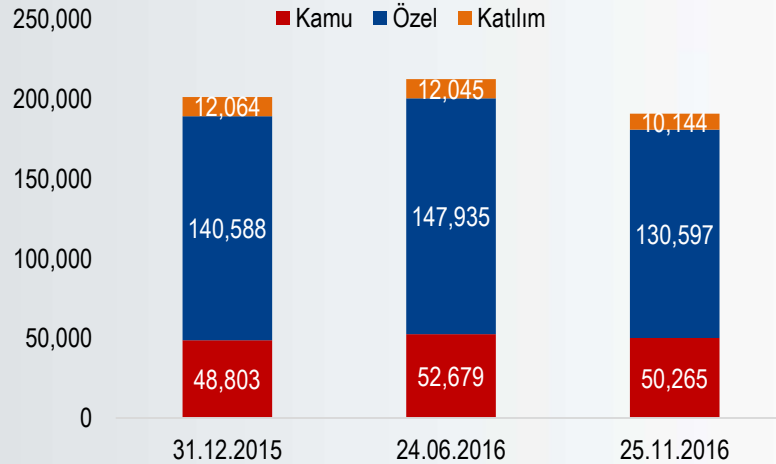
Döviz mevduatlar son yıllardaki zirvesine ulaştığı Nisan ayından bu yana USD bazında %10 geriledi. Bankaların kur takası (swap) yoluyla yaptığı fonlamanın 2. Çeyrekte son azalma göstermesi, mevduattaki gerilemede etkili oldu. Temmuz ayı ortalarında siyasi risklerin tavan yapmasından bugüne, döviz mevduatlarında 18 milyar ABD dolarına yakın düşüş gözlemledik. Bu düşüşte, mevduat sahiplerinin TL'ye dönmesi veya sistemden çıkmalarının etkili olabileceğini düşünüyoruz.

Toplam içindeki döviz mevduat payı son haftalarda artmaya başladı. 2015 yılında, TL'ni %26 değer kaybettiği dönemde de buna benzer trendi gözlemlemiştik. O dönemde, döviz mevduat payı bir yılda %39'dan %44'e yükselmişti. Mevcut durumda ise, TL'deki dalgalanmanın devam etmesi ve olumsuz haber akışı, döviz talebi destekleyebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, hükümet yetkilileri döviz talebini engellemek adına, bazı adımlar attığını görüyoruz. Bazı kamu kurumlarının döviz varlıklarını TL'ye dönmesi veya kamu ihalelerinde döviz yerine TL üzerinden anlaşma yapılması talep yönünde etkili olabilir. Döviz talebinin, politik belirsizliklerin azalması veya küresel döviz/faiz piyasasındaki dalgalanmanın düşmesi ile azalabilir.

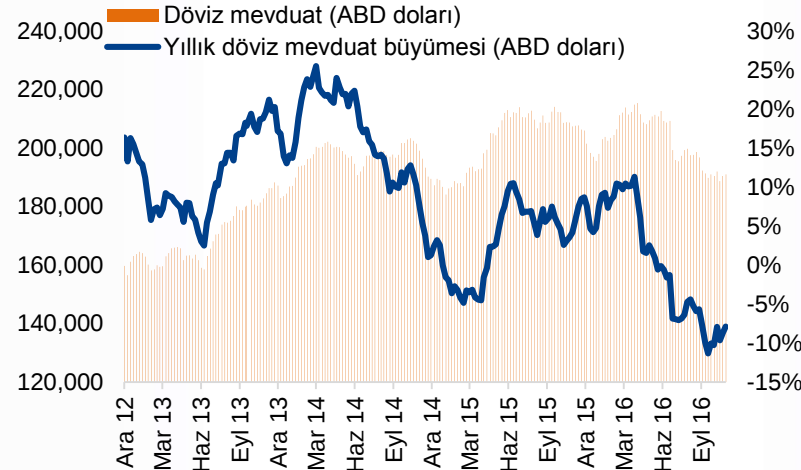


Kaynak: BDDK, Yatırım Finansman Araştırma

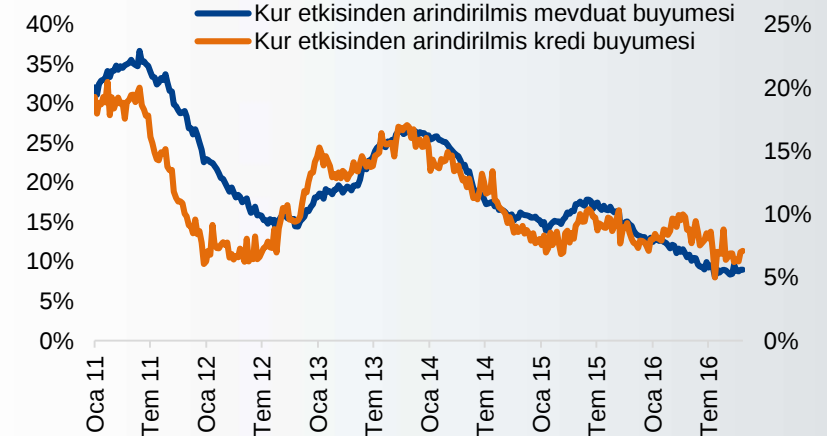
Yıllık döviz mevduat büyümesi



Döviz mevduat stoğunda düşüş trendi



Mevduat büyümesi krediler ile paralel yavaşladı



Binek araçlar üzerindeki ÖTV oranları, araçların baz fiyatları da gözetilecek şekilde Kasım ayının son haftasında güncellendi. Daha önce ÖTV oranlarında tek kriter motor hacmi iken yeni düzenleme ile birlikte araç fiyatları da değerlendirmeye tabi oldu. Yeni değişiklikle devlet, düşük motor hacmine sahip lüks araçların vergilendirilmesindeki eşitsizliği ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır.

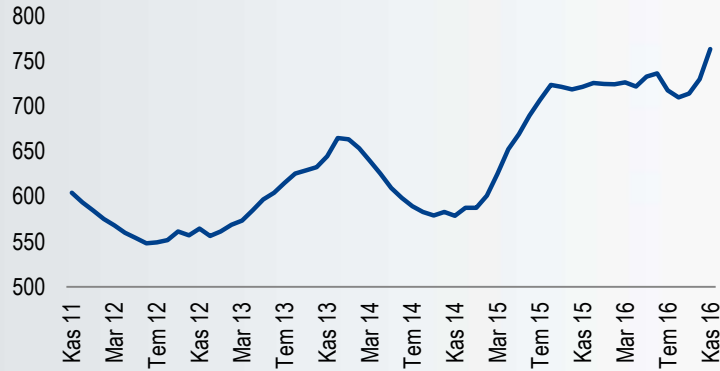
Tofaş'ın yurtiçinde ürettiği modellerin baz fiyatı 40bin TL'lik eşiği aşmadığı için hem Egea hem de Linea modelleri ÖTV artışından etkilenmemektedir. Fakat Fiat Grubundan ithal ettiği araçlar vergi artışından etkilenmektedir. İthal araç satışları Tofaş'ın iş hacmi içinde ufak bir paya sahip olduğu için hisse senedi performansına önemli bir etki beklemiyoruz.

Ford Otosan Türkiye'de sadece ticari araç üretimi yapmaktadır ve bu araçlarda vergi değişimi olmadı. Fakat ithal edilen binek araçlar vergi artışından etkileniyor. İthal araç satışları Ford Otosan'ın iş hacmi içinde ufak bir paya sahip olduğu için şirketin operasyonel performansına önemli bir etki beklemiyoruz.

Doğuş Otomotiv ise vergi artışından en çok etkilenen şirket konumunda. Eğer diğer herşeyi sabit tutarsak (şirketin hedeflenen kar marjını, VW'den alınan desteği vs.) Passat ve Tiguan modellerinde aracın özelliklerine göre %3 ile %10 arasında artış, Golf ve Jetta'da ise %3 artış öngörüyoruz. Hemen hemen tüm Audi modellerinde %3 ile %11 arasında artış, Porsche modellerinde ise %10 artış öngörüyoruz. Bu durum şirketin pazar payı veya karlılığına olumsuz etkide bulunacaktır.

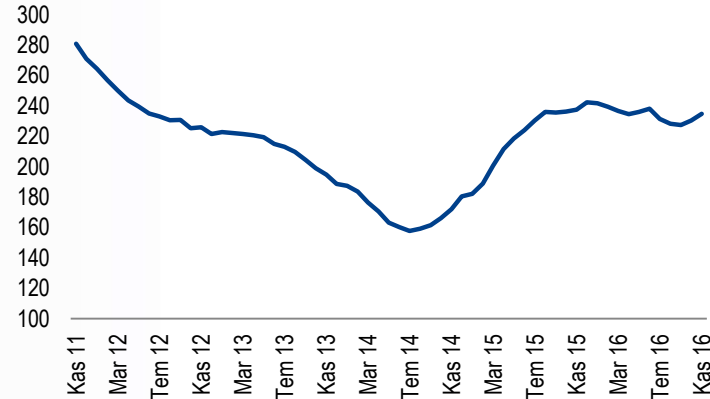
ÖTV oranları	Eski	Yeni
1600cc altı motor hacmine sahip olanlar		
Baz fiyatı < TL40K	45%	45%
Baz fiyatı TL40K ve TL70K arasında	45%	50%
Baz fiyatı > TL70K	45%	60%
Motor hacmi 1600 ve 2000cc arasında olanlar		
Baz fiyatı < TL100K	90%	100%
Baz fiyatı > TL100K	90%	110%
Motor hacmi 2000cc üzerinde olanlar	145%	160%

Türkiye'de 12 Aylık Binek Oto Satışları

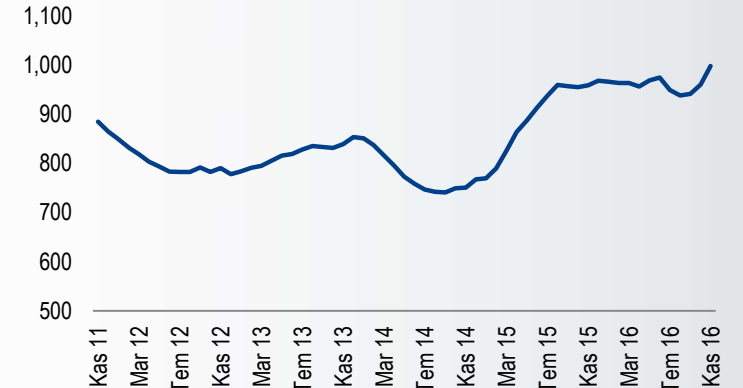


Kaynak: ODD

Türkiye'de 12 Aylık HTA Satışları



Türkiye'de 12 Aylık Hafif Araç Satışları



Artan devlet desteği ve devam eden faiz indirimleri sayesinde Türkiye traktör pazarı 9A16'da yıllık bazda %6 oranında büyüdü. Öte yandan, 3Ç16'da tarımsal işletmelerin traktör satın alım kararlarını erteleten başarısız darbe girişimini ile Türkiye traktör pazarı yıllık bazda %4 daraldı.

4Ç16'da traktör satışlarının yüksek baza rağmen yıllık bazda hafif de olsa %1 oranında artmasını bekliyoruz. Özellikle, devam eden faiz indirimleriyle birlikte ertelenmiş talep yurtiçi pazarda traktör satışlarını destekleyecektir. Buna ek olarak, tarım sektörüne Aralık ayında 2.8 mlr TL'lik devlet desteği gerçekleşecek, bu da toplam tarım ayrılan bütçe rakamının %7'sine denk geliyor.

Ulusal Tarım Projesi Ekim 2016 yılında açıklandı. Projeye göre, tarım sektörüne yapılan destek ödemeleri yılda iki kere olacak ve destekler havza bazlı verilecektir. Ayrıca, gübre alımlarında %23 indirim olacak ve yakıt maliyetlerinin yarısı devlet tarafından karşılanacak. Bunlara ek olarak, 2023 yılına kadar 7 milyon hektar alanın konsolide edilmesi hedefleniyor.

Tarım sektöründeki düşük makineleşme oranı ve yaşlı traktör parkı gelecek çeyreklerde traktör satışları için önenli potansiyel sunuyor. 2017 yılında tarım sektörüne yapılan devlet desteğinin yıllık bazda %10 oranında artması bekleniyor ve faiz indirimi teşviklerinin devam etmesi bekleniyor.

İthalatçılar Türkiye traktör pazarında ciddi miktarda Pazar payı kazandı ve yakın gelecekte de yoğun rekabetin devam etmesini bekliyoruz. Ancak, Türk Traktör ve Tümosan'ın rekabetçi konumları bu iki şirketin orta vadede Pazar payını korumasını sağlayacaktır.

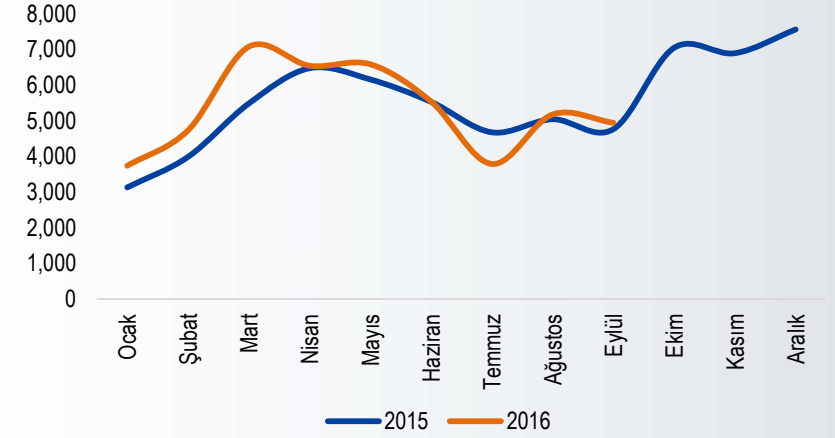
Türkiye Traktör Pazarı Tahminlerimiz

(birim)	Eki-16 (Tah.)	Eki-15	y/y değ.	2016T	2015	y/y değ.	10A16 (Tah.)	10A15	y/y değ.	S2A16* (Tah.)	S1A15*	y/y değ.
Traktör Satışları	7,300	7,049	4%	69,940	66,775	5%	55,440	52,313	6%	14,500	14,462	0%

* Yılın kalan aylarını ifade ediyor

Kaynak: TÜİK, YF Yatırım Araştırma

Aylık Traktör Satışları (Adet)



Kaynak: TÜİK

Türkiye Traktör Parkı (Adet)



Kaynak: TÜİK

Kasım ayı başında Model Portföy'e dahil ettiğimiz Aselsan'ı BİST-100'ün %24 üzerinde performans göstermesi sonrasında kar realizasyonu amacıyla portföyümüzden çıkarıyoruz. Hissedarlık sorununda beklenen çözüme ulaşılamaması nedeniyle de Turkcell'i portföyümüzden çıkarıyoruz. Buna karşılık Türk Traktör ve Yapı Kredi Bankası'nı cazip değerlemeleri nedeniyle YF Model Portföy'e dahil ediyoruz.

Şu anda Model Portföyümüz Bim, Çimsa, Erdemir, Garanti Bankası, Sabancı Holding, Tofas, Türk Traktör ve Yapı Kredi Bankası'ndan oluşuyor.

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

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

Erdemir: Volatil piyasa ortamında defansif kalan iş yapısı, cazip değerlendirme.

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

Sabancı Holding: Finans ve enerji sektörlerindeki grup şirketlerinin iyileşen performansları, cazip değerlendirme.

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

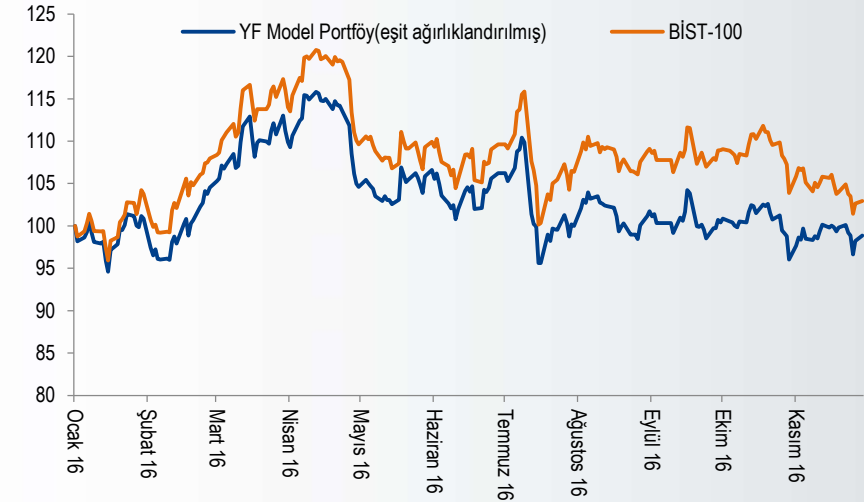
Türk Traktör: Tarım alanına artan teşvik ve destekler, sağlam yurtiçi talebi, yüksek temettü verimi.

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

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %13 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. Geçtiğimiz ay Model Portföy'ümüz BİST-100'ün %4 üzerinde performans gösterdi.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
BIMAS	TL 47.62	TL 67.00	41%	06-May-16	-14%	-19%
CIMSA	TL 14.57	TL 19.40	33%	14-Kas-16	-1%	-3%
EREGL	TL 4.75	TL 5.50	16%	26-Eyl-16	18%	11%
GARAN	TL 7.32	TL 9.91	35%	08-Oca-16	1%	4%
SAHOL	TL 8.59	TL 11.40	33%	13-Tem-16	-5%	-14%
TOASO	TL 22.08	TL 31.00	40%	13-Tem-16	-1%	-10%
TTRAK	TL 72.70	TL 90.00	24%	06-Ara-16	-	-
YKBNK	TL 3.18	TL 4.40	38%	06-Ara-16	-	-

Model Portföy'ün yıl başından bu yana performansı



Yatırım tezi:

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

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

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

Kısa vadeli görünüm:

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

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

BIMAS (Endeks Üzeri)		Bim Birleşik Mağazalar		
Sektör		Perakende		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	47.62	67.00	41%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	1%	-6%	-8%	-5%
BIST100'e göre relatif	2%	-1%	-7%	-8%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR13.2mn		TL45.2mn	
Piyasa Değeri	EUR3,847mn		TL14,457mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	17,428	20,896	24,691	28,773
Büyüme	21%	20%	18%	17%
FAVÖK	865	1,023	1,229	1,468
Büyüme	40%	18%	20%	19%
Net Kar	583	680	803	963
Büyüme	48%	17%	18%	20%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	16.0	13.5	11.2	9.4
F/K	24.8	21.3	18.0	15.0

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

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

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

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

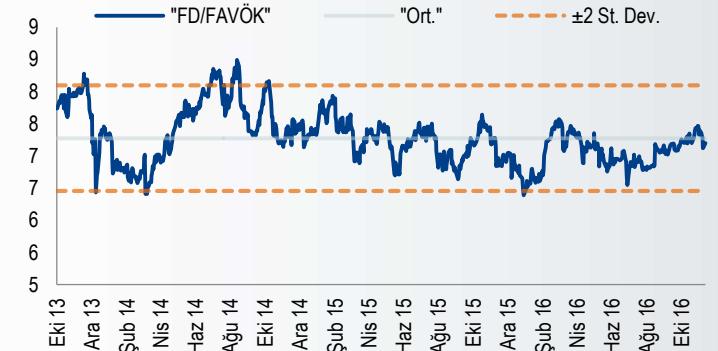
Kısa vadeli görünüm:

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

Ayrıca, 2017 yılında temettü getirisinin %11,6 oranında ve hisse başına temettünün ise 1,67TL olmasını beklemekteyiz. Güçlü temettü getirisinin aşağı yönlü riskleri kısa vadede kısıtladığını düşünmekteyiz.

CİMSA (Endeks Üzeri)		Çimsa		
Sektör		Çimento		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	14.57	19.40	33%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-3%	-5%	5%	5%
BIST100'e göre relatif	-2%	1%	6%	2%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.5mn		TL1.8mn	
Piyasa Değeri	EUR524mn		TL1,968mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	1,171	1,184	1,353	1,491
Büyüme	7%	1%	14%	10%
FAVÖK	360	375	419	472
Büyüme	13%	4%	12%	13%
Net Kar	245	268	291	278
Büyüme	27%	9%	9%	-4%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	7.7	7.4	6.6	5.9
F/K	8.0	7.4	6.8	7.1

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Erdemir'i sektördeki konumu, güçlü nakit akışı, lojistik avantajları ve global emsallerinin üzerinde karlılığı sebebiyle beğeniyoruz. 2016 ve 2017 yıllarında Şirket'in kar optimizasyonundaki başarısı ve güçlü iş modeli sayesinde yine emsallerinin üzerinde karlılık açıklamaya devam edeceğini düşünüyoruz.

İlavaten yüksek temettü dağıtan Borsa İstanbul şirketlerinden olan Erdemir'in 2016 ve 2018 yıllarında temettü verimliliğini %8-10 aralığında olmasını ve yine güçlü temettü verimliliği ile öne çıkan şirketlerden olmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Erdemir özellikle TL'nin dalgalanma gösterdiği dönemlerde güçlü iş modeli ile ön plana çıkıyor. Gelirlerinin tamamına yakını dolar bazlı ve nakit maliyetlerinin yaklaşık %25 TL bazlı olan Şirket TL'nin zayıflık gösterdiği dönemlerde fayda sağlıyor. Diğer taraftan fonksiyonel para biriminin dolar olması net karlılıkta kur farkı giderleri kaynaklı dalgalanmaların önüne geçiyor.

Yassı çelik kapasitesi açığı bulunan yurtiçi pazarda pazarı domine eden Erdemir yurtiçi talep ortamındaki dalgalanmalara karşı da defansif yapıdadır. Şirket ithal ürünlerden kolaylıkla pazar payı alabilen yapıda olması ve üretim maliyetlerindeki optimizasyonu sağlamadaki başarısı ile tam kapasiteye yakın çalışabilmektedir.

Şirket yönetimi güçlü gelen 3Ç16 finansalları sonrası 2016 yıl sonu FAVÖK marjı öngörüsünü %15-17 aralığından %19-21 aralığına yükseltmiştir. Mayıs-Temmuz dönemindeki yassı çelik ve hammadde fiyatları arasındaki cazip açıklığı göz önünde bulundurarak Şirket'in 3Ç16'da güçlü finansal sonuçlar açıklamıştı. Şirket'in ton başına FAVÖK rakamı 3Ç16'da 2014'ten bu yana en yüksek seviyesi olan 144\$'a yükselmiştir. 9A16 FAVÖK marjı %21 mertebesinde olup, 4Ç16 için de güçlü sonuçlara işaret etmektedir.

Kömür fiyatlarındaki son dönemdeki artış 1Ç17'de marjlar üzerinde baskı yaratabilecek bir risk faktörüdür. Ancak global çelik oyuncularının maliyetlerdeki artışı satış fiyatlarına belli ölçüde yansıtacağını düşünerek bu riskin sınırlı olduğuna inanıyoruz.

EREGL (Endeks Üzeri)		Ereğli Demir Çelik		
Sektör		Demir, Çelik Temel		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	4.75	5.50	16%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	22%	2%	46%	68%
BIST100'e göre relatif	23%	8%	47%	63%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR21.2mn		TL73.0mn	
Piyasa Değeri	EUR4,424mn		TL16,625mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	11,915	11,267	16,321	17,485
Büyüme	4%	-5%	45%	7%
FAVÖK	2,197	2,404	2,701	3,245
Büyüme	-13%	9%	12%	20%
Net Kar	1,126	1,352	1,374	1,766
Büyüme	-30%	20%	2%	29%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	7.7	7.0	6.2	5.2
F/K	14.8	12.3	12.1	9.4

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım Tezi:

Garanti Bankası'nın karlılık odaklı büyüme stratejisini beğeniyoruz. Banka, 9 aylık dönemde %2 aktif karlılığı, %16 özkaynak karlılığı ile rakipleri arasında karlılık konusunda en iyi performansı göstermiştir. TL kredi getirilerinde son altı çeyrektir artış devam etmektedir. Bankanın fonlama yönünden esnekliği ve yüksek vadesiz mevduat ağırlığı, banka için rekabet avantajıdır. Fonlamadaki avantajının yanında, yılın ilk yarısında kredilerde disiplinli şekilde fiyatlamasının devam etmesi, yılın ikinci yarısında net faiz marjını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Garanti'nin yakın izlemedeki kredileri toplam krediler içindeki payı %4,7 ile rakipleri arasında en yüksek seviyeye yükseldi. İkinci grup kredilerdeki artışın, temkinli yönetim politikasından kaynaklandığını düşünüyoruz. Yakın izlemedeki krediler çeyreklik olarak %5 artarken, yeniden yapılandırılan kredilerde artış görülmedi. 3. çeyrekte, bankanın net takibe düşen krediler oranı çeyreklik bazda %7 düşüş gösterdi. Banka ayrıca, önümüzdeki dönemde kredi kalitesinde olabilecek bozulmaya karşı 100mn TL tutarında karşılık ayırdı.

Garanti'nin maliyetlerinde kontrollü olması, performansını olumlu etkilemektedir. Yılın 9 aylık döneminde faaliyet gider artışı, yıllık enflasyon artışı hedefinin oldukça altında yıllık %1 artış kaydetmiştir. Gider-gelir oranı yılsonu %48 iken, yılın ilk 9 aylık döneminde %38'e gerilemiştir.

Garanti'nin sermaye yeterlilik oranı %16,4 ile, rakipleri arasında en yüksek seviyededir. Önümüzdeki dönemde, kredi büyüme iştahı konusunda etkili olmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayrıştırabilir. Garanti %15,3 ana sermaye yeterlilik oranı ile muadil bankalar arasında en yüksek seviyeye sahiptir.

Bankanın marjlarında yılın ikinci yarısı olumlu gelişimin devamı.

GARAN (Endeks Üzeri)		Garanti Bankası		
Sektör		Bankacılık		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	7.32	9.91	35%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-4%	-10%	1%	4%
BIST100'e göre relatif	-4%	-4%	2%	2%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR200.4mn			TL689.9mn
Piyasa Değeri	EUR8,248mn			TL30,828mn
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	30,981	35,388	41,985	47,208
Büyüme	16%	14%	19%	12%
Net Kar	3,407	4,833	4,971	5,969
Büyüme	-7%	42%	3%	20%
Karlılık	2015	2016E	2017E	2018E
Özkaynak Karlılığı	11.8%	14.6%	12.8%	13.4%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
F/K	9.0	6.4	6.2	5.2
F/DD	1.0	0.9	0.7	0.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

Sabancı Holding'in grup şirketleri hariç holding bünyesinde 3Ç16 itibarıyla 1.0mr TL net nakit pozisyonu bulunuyor.

NAD'ın %20'sini oluşturan enerji iştiraklerinin orta vadede enerji piyasasında beklenen liberalizasyondan faydalanmaları beklenmektedir.

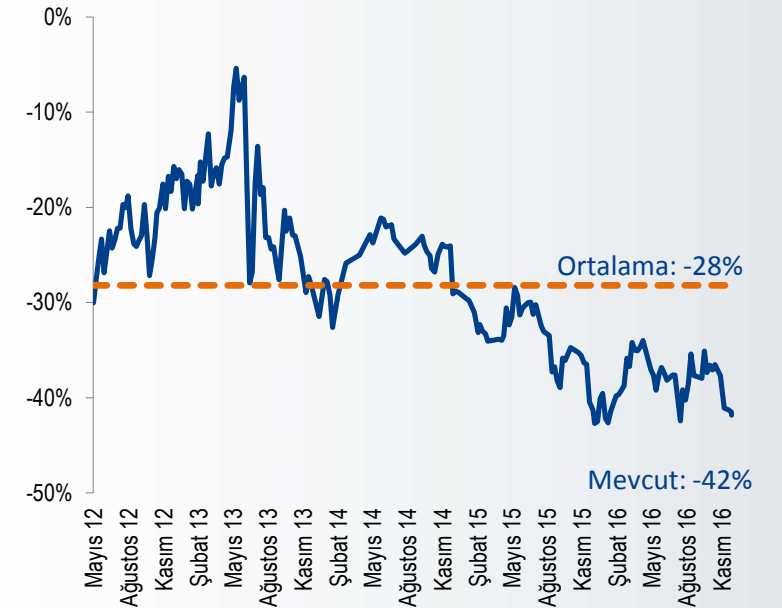
Kısa vadeli görünüm:

Sabancı Holding NAD'ine göre %42 iskontolu işlem görürken son 3 yıl ortalaması %28 seviyelerindedir. Sabancı Holding NAD'ının yaklaşık 2/3'ünün halka açık şirketlerden geldiğini göz önünde bulundurarak, iskonto oranının oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Rusya ile iyileşme sürecinde olan ilişkiler ve İran'la olan tahkim süreci doğal gaz fiyatlarına ilişkin beklentileri güçlendirmektedir. Sabancı Holding'in elektrik üretiminin %45'i doğalgaz ile üretildiği için doğal gaz fiyatlarındaki indirim Sabancı Holding'in enerji grubu şirketlerini olumlu yönde etkileyecektir.

SAHOL (Endeks Üzeri)	Sabancı Holding			
Sektör	Holding			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	8.59	11.40	33%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-5%	-8%	8%	5%
BIST100'e göre relatif	-4%	-3%	9%	3%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR14.9mn		TL51.4mn	
Piyasa Değeri	EUR4,664mn		TL17,527mn	

NAD'e göre prim (iskonto)



Kaynak: Şirket, YF Araştırma

Yatırım tezi:

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

Tofaş Egea modelinin station wagon ve hatchback versiyonlarının üretimine kısa süre önce başladı. 2016 yılında yeni modellerin etkisiyle satış adet artışının % 30, satış gelir artışının %44 olacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK'te YBBO'nun önümüzdeki 3 yıl %19 olacağını tahmin ediyoruz.

Tofaş yeni yatırımlarını dış kaynaklarla finanse etmektedir ve finansmanın maliyeti al-ya da-öde kontratlarla korunmaktadır. Finansmanların vadesi de modellerin tahmini ömrü kadardır. Bu nedenle şirketin nakit akışında kısa ve orta vadede hiç bir bozulma öngörmüyoruz. 2017 yılı için nakit temettü tahminimiz olan 1.1TL, %5.0 temettü verimine işaret etmektedir.

Kısa vadeli görünüm:

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

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

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

TOASO (Endeks Üzeri)	Tofaş Otomobil Fab.			
Sektör	Otomotiv			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	22.08	31.00	40%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	1%	-3%	15%	21%
BIST100'e göre relatif	2%	3%	16%	17%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR5.7mn		TL19.5mn	
Piyasa Değeri	EUR2,938mn		TL11,040mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	9,921	14,247	16,408	17,711
Büyüme	33%	44%	15%	8%
FAVÖK	1,069	1,446	1,688	1,822
Büyüme	28%	35%	17%	8%
Net Kar	831	1,008	1,251	1,001
Büyüme	45%	21%	24%	-20%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	13.3	9.9	8.4	7.8
F/K	13.3	10.9	8.8	11.0

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım Tezi:

Tarım sektöründeki düşük makineleşme oranı, devam eden tarımsal alan konsolidasyonları ve aşırı yaşlı traktör parkı sebebiyle, Türkiye Traktör pazarının gelecek dönemlerde güçlü büyüme potansiyeli mevcuttur. Türkiye traktör pazarında lider konumunda olan Türk Traktör güçlü talepten en çok fayda sağlayacak şirket olacaktır. Geçtiğimiz dört aylık dönemde şirketin ihracat rakamlarında bir zayıflık olmasına rağmen, yurtiçi satışlara olan yüksek talep devam ediyor, ki yurtiçi satışlar şu anda toplam cironun %75'ini oluşturuyor.

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

Sakarya'daki yeni fabrika inşaatına rağmen Türk Traktör'ün beş yıllık ortalama temettü ödeme oranı %95 oldu. Türk Traktör'ün temettü ödeme politikasına bağlı kalacağını tahmin ediyoruz ve temettü ödeme oranının %90 olmasını bekliyoruz, ki bu da şu anda %7.8 temettü verimine denk geliyor.

Kısa vadeli görünüm:

3Ç16'daki sert daralmanın ardından 4Ç16'da ertelenmiş talep neticesinde Türk Traktör'ün satış hacminde bir toparlanma görünüyor.

Tarımsal destek ödemeleri için ayrılan devlet bütçesinin 2017 yılında yıllık bazda %10 artması bekleniyor, ki bu da traktör satışlarını destekleyecektir.

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

TTRAK (Endeks Üzeri)	Türk Traktör			
Sektör	Otomotiv			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	72.70	90.00	24%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-4%	-16%	8%	12%
BIST100'e göre relatif	-3%	-11%	9%	9%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR1.6mn		TL5.5mn	
Piyasa Değeri	EUR1,032mn		TL3,880mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	3,103	3,344	3,658	3,989
Büyüme	14%	8%	9%	9%
FAVÖK	416	488	536	595
Büyüme	26%	17%	10%	11%
Net Kar	257	338	351	399
Büyüme	-2%	32%	4%	13%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	11.4	9.7	8.8	7.9
F/K	15.1	11.5	11.0	9.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Yapı Kredi, 9 aylık net karı yıllık %93 artış göstermesine rağmen, yılbaşından bu yana endeksin %6 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 4.5x F/K ile son 7 yılın en düşük seviyelerde olması alım için fırsat yarattığına inanıyoruz.

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

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

Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı, karlılıktaki artış ile birlikte, yılbaşından bu yana 120 baz puan artış 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.

Kısa Vadeli Görünüm:

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

Unicredit'in Yapı Kredi'deki yatırımının devamı ile ilgili haber akışı, hisse performansını olumlu etkileyebilir.

YKBNK (Endeks Üzeri)		Yapı Ve Kredi Bankası		
Sektör		Bankacılık		
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		3.18	4.40	38%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-4%	-14%	-6%	-3%
BIST100'e göre relatif	-3%	-9%	-5%	-6%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR25.1mn		TL86.4mn	
Piyasa Değeri	EUR3,664mn		TL13,693mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	23,084	25,743	30,259	33,492
Büyüme	14%	12%	18%	11%
Net Kar	1,861	3,084	3,048	3,385
Büyüme	-10%	66%	-1%	11%
Karlılık	2015	2016E	2017E	2018E
Özkaynak Karlılığı	8.6%	12.6%	10.9%	10.6%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
F/K	7.4	4.5	4.5	4.1
F/DD	0.6	0.5	0.5	0.4

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma
			@ 10.00 İmalat Sanayi PMI Verisi (Kasım) @ 10.00 TİM İhracat verileri (Kasım) @ 10.00 İTO İstanbul Ücretliler Geçinme Endeksi (Kasım) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (47. Hafta) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (47. Hafta)	@ 14.30 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Eylül)
@ 10.00 TÜFE (Kasım) @ 10.00 Yurt İçi - ÜFE (Kasım)	@ 10.00 TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Kasım) @ 14.30 Reel Efektif Döviz Kuru (Kasım)	@ 17.30 Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Kasım)	@ 10.00 Sanayi Üretimi (Ekim) @ 10.00 Perakende Satış Hacim Endeksi (Ekim) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (48. Hafta) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (48. Hafta)	
@ 10.00 GSYH (III. Çeyrek, 2016) @ 10.00 Ödemeler Dengesi (Ekim) 22.09.2021 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	11.07.2018 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) 11.02.2026 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	İtfa: 4.790 milyon TL @ 10.00 Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Ekim)	@ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (49. Hafta) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (49. Hafta) @ 10.00 İşgücü İstatistikleri (Eylül) @ 11.00 Merkezi Yönetim Konsolide Bütçesi (Kasım) @ 14.30 TCMB Beklenti Anketi (Aralık)	
	@ 14.00 PPK Toplantısı (Aralık)	İtfa: 543 milyon TL @ 10.00 Tüketici Güven Endeksi (Aralık)	@ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (50. Hafta) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (50. Hafta)	@ 10.00 Konut Satış İstatistikleri (Kasım)
@ 14.30 Kapasite Kullanım Oranı (Aralık) @ 14.30 Reel Kesim Güven Endeksi (Aralık)		@ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Ekim)	@ 10.00 Ekonomik Güven Endeksi (Aralık) @ 11.00 Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Kasım) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (51. Hafta) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (51. Hafta)	@ 10.00 Dış Ticaret (Kasım)

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 317 69 32

UYARI NOTU: Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler “Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.” tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih 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.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

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

Araştırma Bölümü

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

Yatırım Danışmanlığı Bölümü

Dr. Nuri Sevgen	Müdür	nuri.sevgen@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 62
Göksel Tekiner	Müdür Yrd.	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 44
Kemal Ozan Sayın	Kıdemli Uzman	ozan.sayin@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 70
Kamer Külek	Uzman Yrd.	kamer.kulek@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 47

Kurumsal Finansman Bölümü

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

Hizmet Noktalarımız

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