

# HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

EKİM 2017

Genel Yatırım Tavsiyesi kapsamındadır

Basım tarihi 19 Ekim 2017

YATIRIM  
FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE  
BANKASI



## Ana temamız:

Yurtdışı piyasalardaki olumlu görünüme rağmen, Türk hisse senetleri son zamanlarda artan jeopolitik riskler nedeniyle dalgalı bir seyir izlemeye başladı. Biz önceki raporumuzda bu yöndeki beklentimizi dile getirmiştik. Bundan sonraki süreçte jeopolitik riskler devam etse de Borsa İstanbul'da aşağı yönlü risklerin oldukça ucuz fiyatlar nedeniyle sınırlı olduğunu düşünüyoruz. 3Ç17 kar sezonuna giriş yapmak üzere olduğumuz şu günlerde hem 3Ç17 hem de 2018 görünümü iyi olan hisselerin halen cazip fırsatlar sunduğunu düşünüyoruz. Bu süreçte bankalara göre daha iyi sonuç açıklayacak olan sanayi şirketlerine yönelmenin daha doğru olacağını düşünmekteyiz. Bu çerçevede olası dalgalanmaları uzun vadeli düşünen yatırımcıların alım fırsatı olarak değerlendirmelerini tavsiye ediyoruz.

## 3Q17 kar sezonu başlamak üzere:

Takip listemizdeki bankalar için 3Ç17'de net karın çeyreksel olarak %12 daralmasını öngörüyoruz, yıllık olarak ise %10 artış öngörüyoruz. TL mevduat maliyetlerindeki artış ve kamu bankalarındaki Tüfeye endeksli bono getirilerinin etkisi ile, net faiz marjının çeyreksel olarak yaklaşık 30 baz puan daralmasını bekliyoruz. Diğer taraftan, sanayi şirketleri için daha olumlu beklenti ve tahminlerimiz bulunmaktadır. Sanayi şirketleri için 3Ç'de net kar artışının yıllık %92 olmasını bekliyoruz. VAFÖK artışının yıllık %48, satışlardaki artışın yıllık %30 olmasını bekliyoruz. Finans dışındaki şirketler arasında, **ASELS, BRISA, EREGL, FROTO, HLGYO, KRDM, KORDS, PGSUS, TAVHL, TCELL, THYAO, TKFEN, TKNSA, TUPRS ve ZOREN** hisselerinin 3Ç17'de yıllık bazda göze çarpan net kar artışı göstermesini bekliyoruz. Operasyonel performans bakımından, **AKSEN, INDES, TOASO ve VESTL** hisselerinin güçlü VAFÖK büyümesi gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz.

## YF Model Portföy hisseleri:

Model portföyümüzden bu ay Bolu Çimento'yu çıkarıyoruz. **Garanti Bankası** (güçlü sermaye oranları, disiplinli marj yönetimi) ve **Yapı Kredi** (operasyonel performansta iyileşmenin devamı) tercih ettiğimiz bankalar arasında yer almaktadır. Bankalar dışında, portföyümüzde **Aksa Enerji** (Karlı Afrika yatırımları, varlık satışları ile düşen borçluluk oranı, cazip fiyat), **Halk GMYO** (yüksek NAD iskontosu, İFM projesi ile NAD artış beklentisi), **Kardemir** (uzun ürün fiyatlarındaki sert yükseliş ve güçlenen operasyonel karlılık, genişleyen ürün yelpazesinin sunduğu uzun vadeli büyüme potansiyeli), **Tofaş** (yeni modeller sayesinde yüksek büyüme, defansif ihracat modeli), **Tüpraş** (güçlü beklenen 3Ç17 finansal sonuçları, Akdeniz rafineri marjının üzerinde rafineri marjı performansı, %11'lik temettü verimi beklentisi) ve **Turkcell** (Daha yüksek veri kullanımı ile artan kullanıcı başına ortalama gelirler ve artan genişbant segmenti gelirleri, yüksek temettü ödemeleri) bulunmaktadır.

## Aylık önemli gündem maddeleri

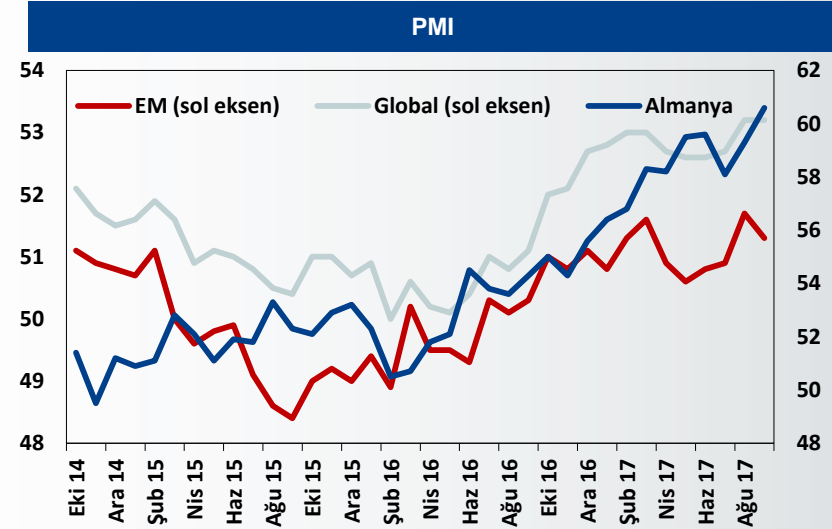
16 - 20 Ekim	23 - 27 Ekim	30 Ekim - 3 Kasım	6 - 10 Kasım
16 Ekim - İşsizlik, Temmuz	23 Ekim - Tüketici Güven Endeksi Ekim	30 Ekim - TKNSA, 3Ç17 Finansal Sonuçları	6 Kasım - TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu, Ekim
16 Ekim - Konsolide Bütçe, Eylül	24 Ekim - TAVHL & TTKOM, 3Q17 Finansal Sonuçları	31 Ekim - Dış Ticaret, Eylül	6 Kasım - BIMAS & CIMSA, 3Ç17 Finansal Sonuçları
16 Ekim - TCMB Beklenti Anketi, Ekim	25 Ekim - TCELL & AKBNK, 3Q17 Finansal Sonuçları	31 Ekim - ASELS, 3Ç17 Finansal Sonuçları	8 Kasım - TUPRS & MGROS, 3Ç17 Finansal Sonuçları
20 Ekim - ARCLK, 3Ç17 Finansal Sonuçları	26 Ekim - PPK Toplantısı, Ekim	1 Kasım - TCMB Enflasyon Raporu (IV)	8 Kasım - Sanayi Üretimi, Eylül
	26 Ekim - BIZIM & GARAN, 3Q17 Finansal Sonuçları	3 Kasım - TÜFE, Ekim	9 Kasım - PETKM & THYAO, 3Ç17 Finansal Sonuçları
	27 Ekim - KRDM & YKBNK, 3Q17 Finansal Sonuçları	3 Kasım - S&P Türkiye Kredi Notu Değerlendirmesi	
		3 Kasım - TKFEN, 3Ç17 Finansal Sonuçları	

**Senkronize küresel büyüme ve gevşek finansal koşullar son 10 yıldaki en senkronize ve sürdürülebilir büyüme görünümüne işaret ediyor.** IMF'nin Dünya Ekonomik Görünümü, küresel büyüme projeksiyonlarını bu yıl için yüzde 3,6'ya ve gelecekteki tahminlerde yüzde 3,7'ye yükselterek, önceki tahminlerin 0.1 puan üstünde ve 2016'nın küresel büyüme oranını yüzde 3.2 olarak açıkladı. 2017 için, yükseltmenin büyük bir kısmı gelişmiş ekonomilere yönelik daha parlak beklentilere borçluyken, 2018'in pozitif revizyonu için gelişmekte olan piyasa ve gelişmekte olan ekonomiler daha büyük bir rol oynadı.

**Euro Bölgesi büyüme beklentileri yukarı revize edilmeye devam ederken,** Rusya ve Brezilya gibi Emtia ihracatçısı EM'ler ve Güneydoğu Asya'da ekonomik aktivite giderek güçleniyor. Perakende satışlar, motorlu araç satışları, reel ücretler ve tüketici güveni gibi veriler tüketici talebinin güçlenmeye devam ettiğine işaret ediyor. Küresel büyümenin ana motoru olan Çin ekonomisi her ne kadar eskiye nazaran yavaşlasa da ilk yarı beklentilerin üzerinde performans gösterdi.

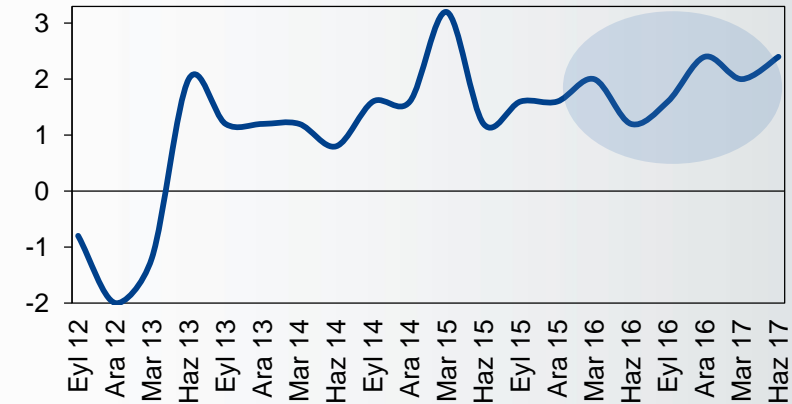
**Bir başka önemli konu ise Başkan Trump'un bir sonraki FED başkanı seçimi olacak.** Son zamanlardaki pazar sohbetlerine göre, Trump şu anki koltuk J. Yellen'in yerine Powell'a ya da Taylor'a doğru eğilebilir. Taylor'un atanması, hem Bernanke'nin hem de Yellen'in politikalarını çok gevşek bulan daha şahin bir figür olarak bilinen pozisyonundan dolayı, başlangıçta Gelişme olan Ülkere satış getirebilir. Yine de, Taylor'un, hala kaygılanmakta olan ve hızla kaybolan gevşek olmasına rağmen enflasyonun sürekli düşük olmasından endişe duyan FOMC'de güçlü bir uzlaşma sağlanmadan hareket etmeyecektir. Öte yandan, hali hazırda FED 2017 ve 2018'de üçer faiz artışını konusunda oldukça hevesli hareket ediyor. FED başkanı kim olursa olsun, hem enflasyon görünümünü hem de imalat sektörü görünümünü zayıflatacak güçlenen ABD dolarına sıcak bakmayacaktır.

**Jeopolitik gelişmelere paralel olarak, geçici de olsa ABD - Türkiye ilişkilerinde gerginliğin piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini gördük.** Türkiye'nin Atlantik ittifakıyla olan bağlarının zayıfladığı algısı pazarlar için büyük bir endişe kaynağı olarak görünüyor. Öte yandan Soğuk Savaş sonrası dönemde olduğumuzu unutmamalıyız. Batı'da korumacı eğilimlerin her geçen gün artması ve Rusya'nın Ortadoğu'ya tekrar dönüşü ve Kırım'ın ilhak etmesi son dönemde dikkat çeken gelişmeler. Son gelişmeler, Türkiye'nin diplomatik olarak güç dengesi oyununu oynayarak herhangi bir bloğa tamamen bağımlı kalmaya çalıştığına işaret ediyor. Karşılıklı olumsuz retoriğe rağmen, Avrupa Birliği ile göçmen akışını regüle etmek adına yapılan kapsamlı ve yapıcı anlaşma, Rusya ve İran'la Suriye ve Irak özelinde yapılan anlaşmalar, enerji konusunda hem Rusya ile hem de Hazar ve Akdeniz kaynaklarına yönelik atılan adımlar, ve Türkiye'nin Doğu Afrika ve Katar'a yaptığı son açılımlarda görüldüğü üzere kendi ekonomik çıkarlarını gözetmeye çalışacaktır. Her ne kadar çıkar çatışmalarından kaynaklanan gerilimler gündeme gelse de, Türkiye ile Batı karşılıklı ilişkilere neredeyse geri dönülemeyecek kadar yatırım yaptıkları için, en azından işlevsel bir ilişkiyi sürdüreceklerdir. Her iki taraftan da zaman zaman birbirlerine çok sert duruş sergiliyor olsalar da, kısa süren olumsuz tepkiler sonrasında piyasaların gelişmeleri çabucak unutulmaları ve her zamanki rutinine dönmesi muhtemel. Piyasalar dönem dönem yaşanacak olumsuz gelişmelere rağmen, Türkiye'nin dengeli bir dış politika yürüteceğine inançlarını devam ettireceklerdir.



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

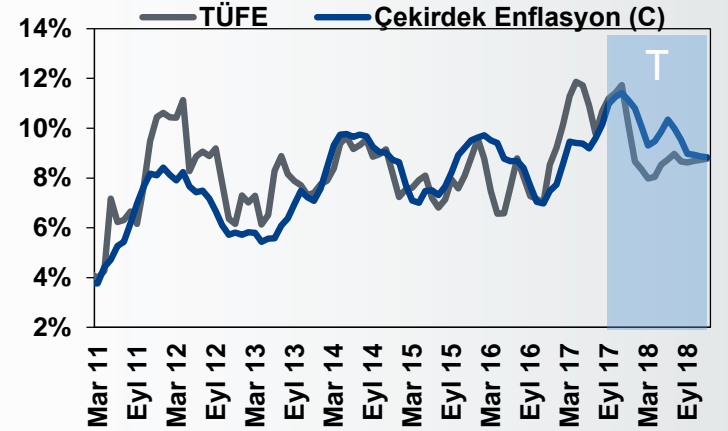
## Eurozone Büyüme (Çeyreklik büyüme, yıllıklandırılmış %)



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

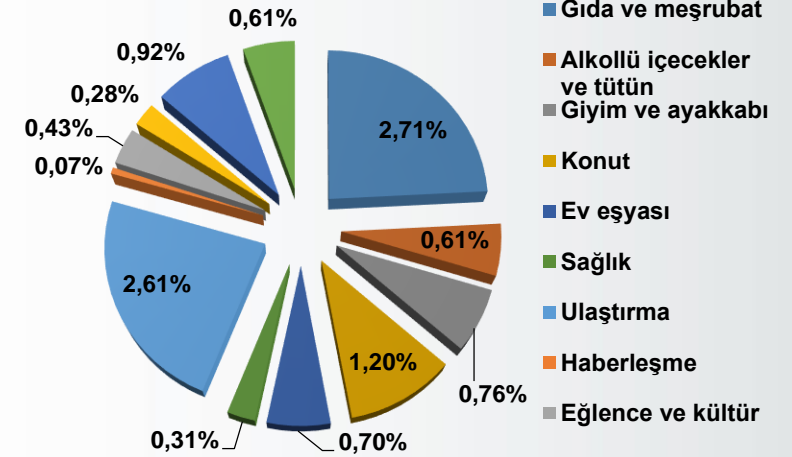
- Beklentilerin üzerinde gelen Ağustos enflasyon verileri 2017 ve 2018 enflasyon görünümü konusunda iyimserliğimizi zedelememişti. Dolayısıyla, Dünya'da reel faiz oranları halen düşük seviyelerde seyrederken, Aralık 2017 itibariyle hızla gerileyecek manşet enflasyon sayesinde, TCMB'nin 2017 sonu ve 2018'in ilk çeyreğinde para politikasını gevşetebilmek için alanı olabileceğini düşünüyorduk.
- Bununla birlikte, Eylül ayı verileri çekirdek enflasyon göstergelerindeki bozulmanın geçici olmadığına işaret ederken, son dönem de TL'deki değer kaybının artmasıyla beraber, çekirdek enflasyonundaki gerileme patikası ile beklentimizi yukarı yönlü revize etmek durumunda kaldık.
- Temel mallar üzerinde, enflasyondaki dalgalanmaya karşı daha duyarlı hale getiren artan bir kur geçişkenliği etkisini görürken, Aralık ayında başlayacak ve Mayıs 2017'ye kadar devam edecek olumlu baz etkisine rağmen, TCMB'nin gözünün herhangi bir parasal genişleme öncesi ticaret ağırlıklı TL üzerinde olacağını öngörüyoruz.
- Son gelişmeler enflasyon ve faiz oranlarındaki beklentilerimizi bir miktar yukarı revize etmemize yol açtı.
- Yaklaşık 0.5 puanlık revizyon sonucu, 2017 yılının sonunda % 11.00'e, Mart 2018'e kadar % 9.0-9.5'e gerileyebileceği, geçici olarak Haziran-Temmuz ayında çift haneli rakamları görmesini, ancak 2018 yılının geri kalanında kademeli olarak % 9.0'a kademeli olarak gerilemesi yönünde.
- Uzun süredir gözlemlenen çekirdek enflasyondaki artış trendi, enflasyon beklentilerinin sürekli olarak %5 olan enflasyon hedefinden daha da uzaklaşmasına sebep oluyor. 24 ay açık enflasyon beklentisi son 1 yıla kıyasla 1,0 puanlık artış göstererek %8'e yükseldi. Çekirdek enflasyon, 2018'in ve 4. Çeyrek 'in büyük bir kısmında çift haneli rakamlara yakın seyredeceği için, enflasyon beklentileri daha da bozulma riski taşıyor.
- TL'deki önceki seneye kıyasla daha güçlü kalmasını beklessek de, bu değer kaybı, birikimli kur etkilerinin enflasyon üzerindeki etkisinin daha yavaş ortadan kalkmasına sebep olmasını öngörüyoruz.
- FED'in Aralık 2017'deki faiz artışını üzerine 2018'de 2/3 faiz artışına devam edeceğini varsaydığımızda (ki piyasalar şu an için kabaca 1 tane fiyatlıyor,) USD re-finansman ihtiyacı yüksek ülkelerin para birimlerinde değer kaybı riskinin devam ettiğini öngörüyoruz. Yüksek seyreden çekirdek enflasyonu, beklentilerdeki bozulmayı ve TL'deki son değer kaybı, TCMB'nin 2018'in önemli bir bölümünde para politikasında kayda değer bir gevşeme alanı tanımıyor. Ortalama fonlama faizinin yılın büyük bölümünde %11.50'e yakın seyretmesini, yılın sonuna da ise %10.50'a doğru gerilemesini bekliyoruz.
- Bu bağlamda USD/TRY'nin 2017'i 3.75'te bitirdikten sonra 2018'i 4.05 ile bitireceğini varsayıyoruz.

## Enflasyon (Yıllık)



Source: TÜİK, Yatırım Finansman

## Eylül Enflasyon kompozisyonu



Source: TÜİK, Yatırım Finansman

**2018 yılında büyümenin %5.2'den % 4.2'e gerilemesini bekliyoruz.** İhracat, özel tüketim ve yatırımlar ana büyüme faktörleri olarak göze çarpmaya devam ediyor. Bu, önümüzdeki yıl için bu yıla benzer şekilde daha dengeli bir büyüme işaret ediyor.

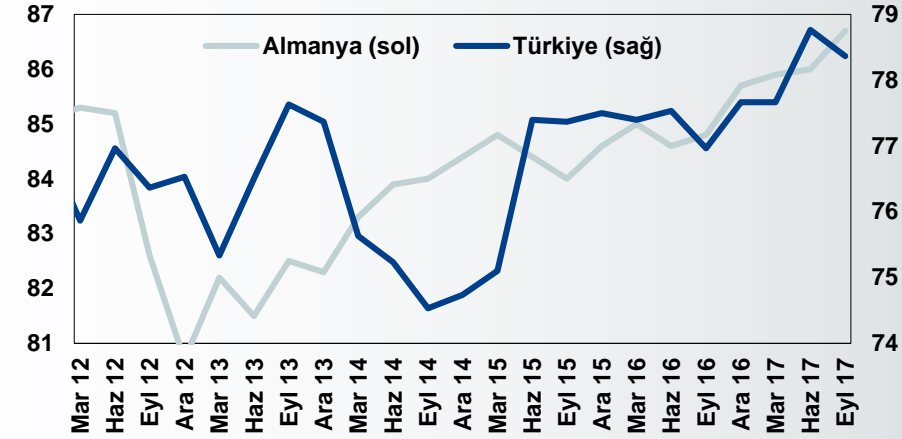
## Olumlu

- **İmalat sektörünün yüksek kapasite kullanıma erişmesi, güçlenen küresel talep, nispeten güçlü iç talep,** geçtiğimiz senelere kıyasla daha düşük iç siyaset belirsizliği, göreceli olarak azalan finansal oynaklık ve bir süredir ertelenen yatırımlar sebebiyle, özel sektörün makine, tesis ve ekipman yatırım harcamalarının artmasını bekliyoruz.
- **2018'de hızlanarak, büyümenin en önemli sürükleyicilerinden birisi olmasını bekliyoruz.** Öte yandan, buna nispeten artan makro istikrar ortamında bir süredir yavaş seyreden konut satışlarının da canlanması eşlik edebilir. Kamu kesiminin %2 bütçe açığı vermeye devam ederek, büyümeye katkı vermeye ise devam edecek.

## Olumsuz

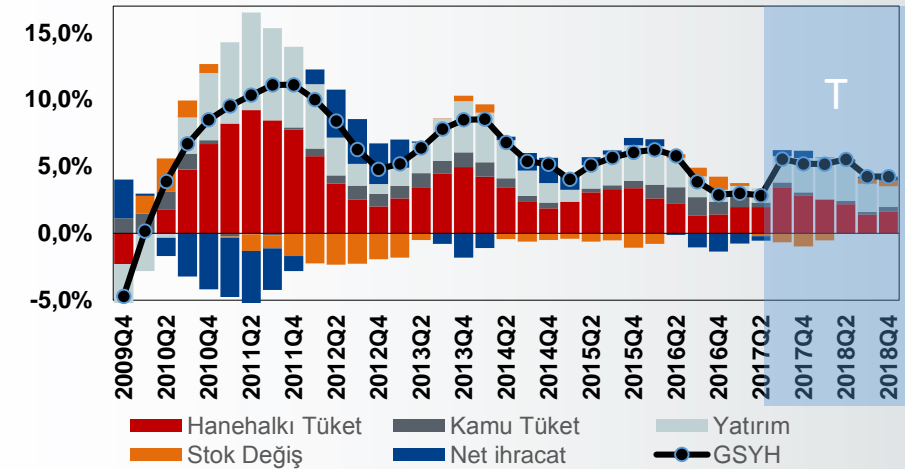
- **Yeni GSYH serisi çok önemli bir büyüme performansına işaret etmesine rağmen, büyüme giderek payı yükselen inşaat yatırımları tarafından sürükleniyor gözüküyor.** Bu da yarımındaki artışın sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri artırıyor. Konut stokunun artıyor olması, öte yandan satışların yatay seyretmesi, özellikle İstanbul'da konut satış fiyatı artışının son yılların en düşük seviyelerine gerilemesi, inşaat yatırımlarındaki artış trendinin devamı ile ilgili soru işaretlerini arttırıyor.
- **Daha da endişe verici olanı, ülkedeki yatırım dalgalanmasının borç artırıcı niteliği.** 2010 yılından bu yana finansal olmayan şirketler büyük bir dış borç edinim yolu seyretiler ve bankacılık sektörünün kredi/mevduat oranı tüm zamanların en yüksek seviyelerine eriştiği olduğu bir dönemde şirketlerin kaldıraç oranlarını arttırmak için yerleri kalmadı. Bankalar, borçlanma maliyetleri arttıkça yurtdışından borç alarak bilançolarını büyüme konusunda da çok daha az hevesliler.
- **Dolayısıyla artan borç servisi maliyetleri ve finansman eksikliği nedeniyle, finansal olmayan kuruluşlar yakında gelecekte yatırımları erteleyebilir.** Bu da büyümede önemli bir katkısını beklediğimiz yatırımların yavaş seyretmesine sebep olabilir. Yatırımların ertelenmesi öte yandan orta vadeli büyüme potansiyelini de zedeleyebilir.

## İmalat Sanayi Kapasite Kullanım (%)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

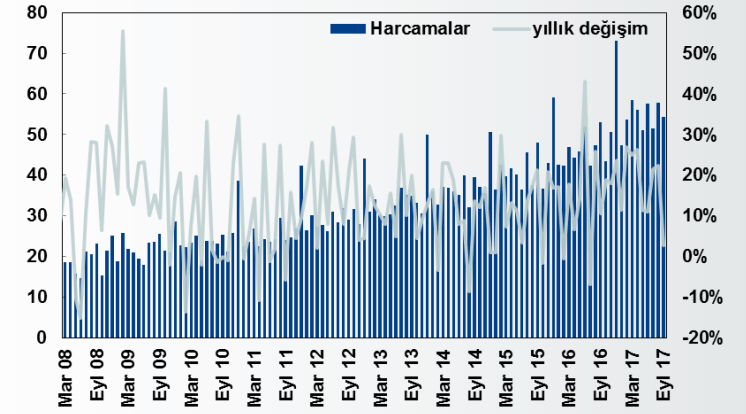
## Büyüme Kompozisyonu (yıllık, katkı puan)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

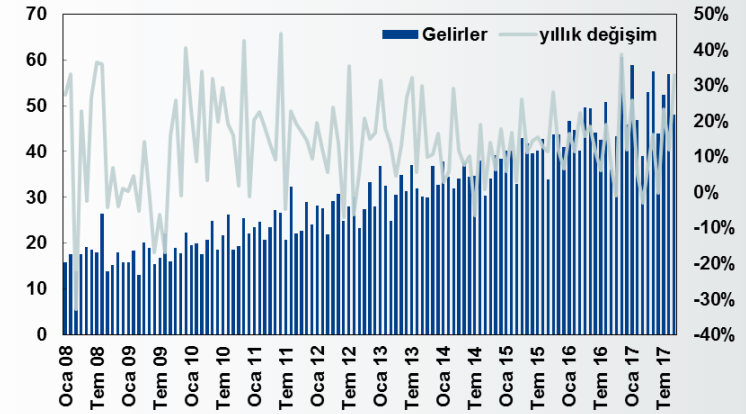
- **OVP (Orta Vadeli Plan), 2017 ve 2020 yılları arasında GSYH'nin % 5.5'lik büyümesini beklemekte.** Hükümet TÜİK'in yeni büyüme serisine geçmesiyle beraber orta vadeli büyüme beklentisi, bir önceki yıldaki %5,0'den %5,5'e revize edildi. IMF, yeni GSYİH serisini makro çerçevesine dahil etti ancak trend serisindeki büyümenin halen eski seride olduğu gibi % 3,6'ya yavaşlaması bekleniyor. IMF, sermaye harcamalarının önemli ölçüde yavaşlaması beklenmekte olduğundan, Türkiye'nin %5,5 (2013 yılından bu yana ortalama büyüme ve hükümet hedefini) sürdüremediğine inanıyor.
- **Bütçeden bir yıldan daha uzun bir süredir ilk defa olumlu yönde sinyaller aldık.** Bütçe açığı, Eylül ayında 6.4 milyar TL gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı döneminde bu açık 16.9 milyar TL gerçekleşmişti. Ağustos ayında 12 aylık kümülatif açık, Ağustos ayında 54.8 milyar TL'den (GSYH'nin %1.85'i) 48.8 milyar TL'ye (GSYH'nin %1.65'i) geriledi. 3-yıllık kümülatif vergi gelirleri yıllık %21,5 artarken, faiz dışı giderler ise yıllık %13.2 arttı. Özellikle tüketim (dayanıklı ürünlerdeki vergi indirimlerine rağmen) ve dış ticaretten alınan vergiler çok güçlü artarken, önümüzdeki dönemde bütçe açığının hükümet hedefleri ile uyumlu sürdürülebilir bir patikaya oturacağını düşünüyoruz. Hükümet, bütçe açığının GSYH'ye oranını 2017, 2018 ve 2019'da %2.0, %1,9, 2020'de ise %1,6 gerçekleşmesini bekleniyor.
- **Faiz dışı açık vermemek üzere hazırlanan bütçenin hedefler doğrultusunda gerçekleşmesi durumunda iç borç çevirme rasyolarında önemli bir bozulmaya yol açmasını beklemeyiz.** Zorunlu BES, Varlık Fonu, düşük yabancı sahipliğinin talep tarafını güçlü tutacağını düşündüğümüzde, mevcut borçlanma gereksinimi hazine tahvilleri üzerindeki baskıyı sınırlı tutacaktır.
- **Hükümet, gelirleri artırmak ve harcamaları azaltmak amacıyla GSYH'nin %0,8'ine eşdeğer olacak tedbirler aldı. (TRY27-28bn).** Hükümet, ekonominin talep tarafına zarar vermeden vergi gelirlerini artırmanın olası yollarını tercih edecek. Hükümet ayrıca, ekonominin soğuması durumunda olasılık artırıcı planlarla aktif olarak harekete geçmek üzere elinde fazladan cephane tutmak istediğini anlıyoruz. Bu yaklaşım aslında %5.5'lik iddialı büyüme hedefine yönelik aşağı yönlü risklerin bir örtülü kabulü olduğunu düşünüyoruz. Hükümet reel sektöre destek kapsamında savunma, telekomünikasyon, turizm ve genel olarak reel sektör gibi stratejik (hükümetin mikro yönetime dair bir işareti) önemli finansal destek sağlamayı hedefliyor.
- **Ayrıca, banka kredilerinin reel sektöre akışını sağlamak üzere kredi garanti fonu ve mekanizması devam ettirilecek.** Öte yandan bankaların gayri nakdi kredilerinin sigorta kapsamına alınması yönünde çalışmalara kaynak aktarabilir. Ayrıca, yatırımlar için teşvikler, Eximbank ihracat kredileri ve turizm ve KOBİ'lere sektörel destekler yoluyla destek sağlanacak. Öte yandan gelir yaratan KİT'lerin varlık fonuna devri ise bütçeyi vergi dışı gelirlerin bir kısmından mahrum ediyor. Varlık fonunun da özellikle yurtdışında yapacağı hisse ve tahvil ihraçları ile reel sektör yatırımların destekleyici bir politikayı benimseme yoluna gitmesini büyük bir ihtimal olarak değerlendiriyoruz.

### Harcamalar



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

### Gelirler



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

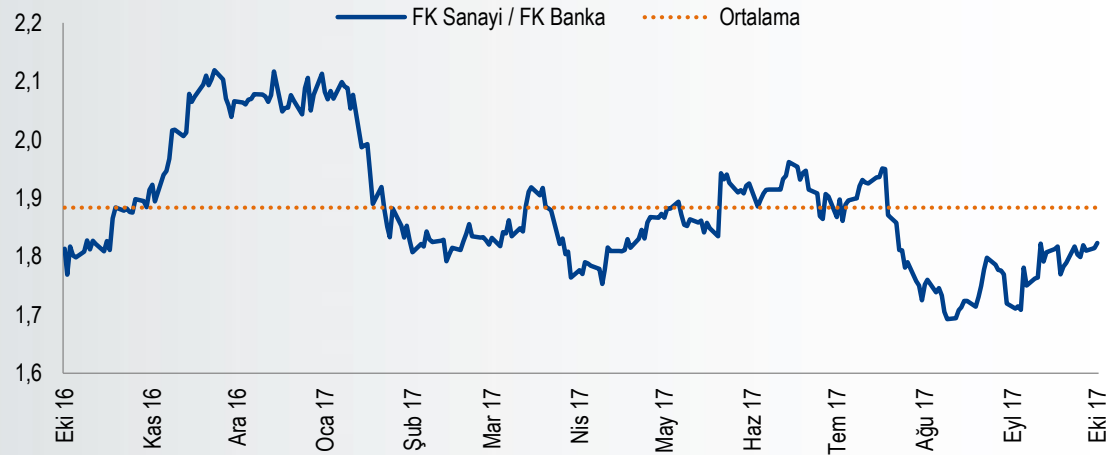
	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017T</u>	<u>2018T</u>
<b>GSYİH (milyar TL)</b>	1160.0	1394.5	1569.7	1809.7	2044.5	2338.6	2608.5	3023.8	3405.1
<b>GSYİH (milyar \$)</b>	772.4	831.7	871.1	950.4	934.9	861.9	862.7	843.5	893.0
<b>GSYİH Reel Büyüme</b>	8.5%	11.1%	4.8%	8.5%	5.2%	6.1%	2.9%	5.2%	4.2%
<b>TÜFE (yıllık, dönem sonu)</b>	6.4%	10.4%	6.2%	7.4%	8.2%	8.8%	8.5%	10.00%	8.75%
<b>TÜFE (yıllık, ortalama)</b>	8.6%	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.8%	10.80%	8.55%
<b>Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)</b>	7.1%	11.5%	6.2%	10.1%	8.0%	10.9%	10.6%	12.00%	11.40%
<b>Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)</b>	8.5%	8.8%	8.3%	7.4%	9.3%	9.7%	9.8%	11.30%	10.70%
<b>Ortalama Fonlama Faizi (dönem sonu)</b>	6.50%	9.04%	5.55%	7.11%	8.25%	8.51%	8.31%	12.00%	10.60%
<b>Ortalama Fonlama Faizi (ortalama)</b>	6.83%	6.33%	5.51%	5.82%	8.65%	8.95%	8.36%	10.50%	10.55%
<b>USD/TL (dönem sonu)</b>	1.5535	1.9157	1.7912	2.1381	2.3230	2.9128	3.5382	3.7400	4.0500
<b>USD/TL (ortalama)</b>	1.5057	1.6791	1.8009	1.9064	2.1907	2.7235	3.0249	3.5753	3.9200
<b>EURO/TL (dönem sonu)</b>	2.0590	2.4711	2.3630	2.9418	2.8258	3.1833	3.7006	4.5000	4.9400
<b>EURO/TL (ortalama)</b>	1.9986	2.3345	2.3154	2.5331	2.9112	3.0235	3.3447	4.1221	4.7550
<b>Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)</b>	0.7%	1.8%	1.2%	1.7%	1.3%	1.3%	0.8%	0.3%	0.7%
<b>Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)</b>	-3.5%	-1.3%	-1.9%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-1.1%	2.1%	1.9%
<b>İhracat (milyar \$, ödemeler dengesi tanımlı)</b>	113.9	134.9	152.5	151.8	157.6	143.8	142.5	158.8	185.3
<b>İthalat (milyar \$, ödemeler dengesi tanımlı)</b>	185.5	240.8	236.5	251.7	242.2	207.2	198.6	212.5	233.3
<b>Dış Ticaret Dengesi (milyar \$, ödemeler dengesi)</b>	-71.7	-105.9	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.1	-53.7	-48.0
<b>Cari Denge (milyar \$)</b>	-45.3	-75.0	-48.5	-64.7	-43.6	-32.1	-32.6	-35.5	-38.5
<b>Cari Denge / GSYH (%)</b>	-5.9%	-9.0%	-5.6%	-6.8%	-4.7%	-3.7%	-3.8%	-4.2%	-4.3%

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



Türk hisse senetleri son 1 ay içinde MSCI GOÜ Endeksinin dolar bazında %7 altında performans gösterdi. Bu zayıf performansın ardından BİST-100 GOÜ'lere göre FK bazında %38 iskonto ile işlem görmektedir. Artan jeopolitik risklere ek olarak ABD ile yaşanan vize krizi Türk varlıklarının risk priminin artmasına neden oldu. Bölgede devam eden jeopolitik riskler nedeniyle kısa vadede sert yükselişler olmasını beklemiyoruz. Bununla beraber yüksek iskonto oranı uzun vadeli yatırımcılar için cazip alım fırsatı sunmaktadır.

## Sanayi şirketleri bankalara göre hala ucuz...



Son 6 ayda, sanayi hisseleri, bankaların yaklaşık %21 üzerinde performans gösterdi. Sanayi hisselerinin önümüzdeki dönemde de daha iyi performans gösterebileceğini düşünüyoruz. 3Ç17'de bankaların net karının yıllık %10, sanayi hisselerinin ise yıllık %92 artmasını bekliyoruz. 2018 yılında da sanayi hisselerindeki olumlu görünümün devam etmesini öngörüyoruz. 2018 yılı için bankalarda %10, sanayi hisselerinde ise %38 kar artışı öngörmekteyiz. 1 yıllık F/K çarpanlarına göre, sanayi ve banka F/K arasındaki prim, son 1 yıl ortalamasının hala altında devam etmektedir.

Kaynak: Bloomberg



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



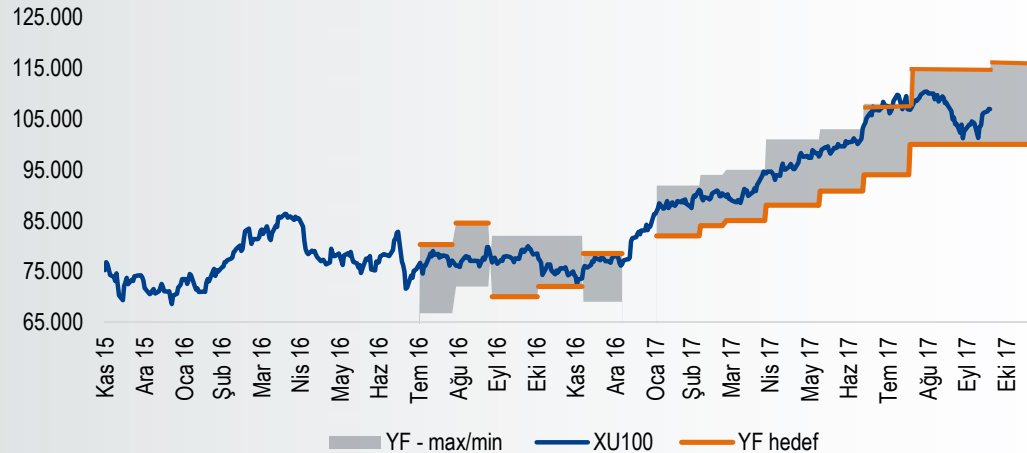
**İyi Senaryo:** BİST-100'ün F/K'sı son 3 yılda ortalama 9.6x olarak gerçekleşti. Küresel risk iştahının canlı kaldığı iyi senaryoda Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **116,000** seviyesi olarak belirliyoruz. Bu seviye %8 getiri potansiyeli taşımaktadır.

**Kötü Senaryo:** BİST-100 F/K çarpanının kısa vadede dip seviyesinin 8.3x olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için dip seviyenin bu çarpanın işaret ettiği ve %6'lık aşağı yönlü potansiyel taşıyan **100,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

**Kısa vadeli hedefimiz:** BİST-100'ün kısa vadede, jeopolitik risklerle ilgili gelişmelere bağlı olarak belli bir kanal içinde dalgalanacağını tahmin ediyoruz.

**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



Sanayi şirketleri için 3Ç'de net kar artışının yıllık %92 olmasını bekliyoruz. Sanayi şirketleri için VAFÖK artışının yıllık %48, satışlardaki artışın yıllık %30 olmasını bekliyoruz.

Finans dışındaki şirketler arasından, **ASELS, BRISA, EREGL, FROTO, HLGYO, KRDM, KORDS, PGSUS, TAVHL, TCELL, THYAO, TKFEN, TKNSA, TUPRS ve ZOREN** hisselerinin 3Ç17'de yıllık bazda göze çarpan net kar artışı göstermesini bekliyoruz. Operasyonel performans bakımından, **AKSEN, INDES, TOASO ve VESTL** hisselerinin güçlü VAFÖK büyümesi gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz.

Tekfen'in taahhüt ve tarım segmentlerinin artan katkısıyla yıllık bazda güçlü FAVÖK büyümesi ile öne çıkması beklenirken, **Enka Insaat ve Tekfen'in** düşük baz etkisi sebebiyle net karlılıklarında güçlü yıllık büyüme beklenmektedir.

Büyüyen araç üretimi ve araç parkı ile hem Türkiye'de hem de uluslararası piyasalarda lastik talebi artıyor. Artan kord bezi fiyatları ve büyüyen satış hacminin yanı sıra istikrarlı karlılığı neticesinde **Kordsa'nın** 3Ç17'de FAVÖK büyümesinin %33 olacağını tahmin ediyoruz. Küresel pazarlarda normalize olan kauçuk fiyatları, artan yenileme satış hacmi ve artan lastik fiyatları 3Ç17'de **Brisa'nın** operasyonel performansını destekleyecektir.

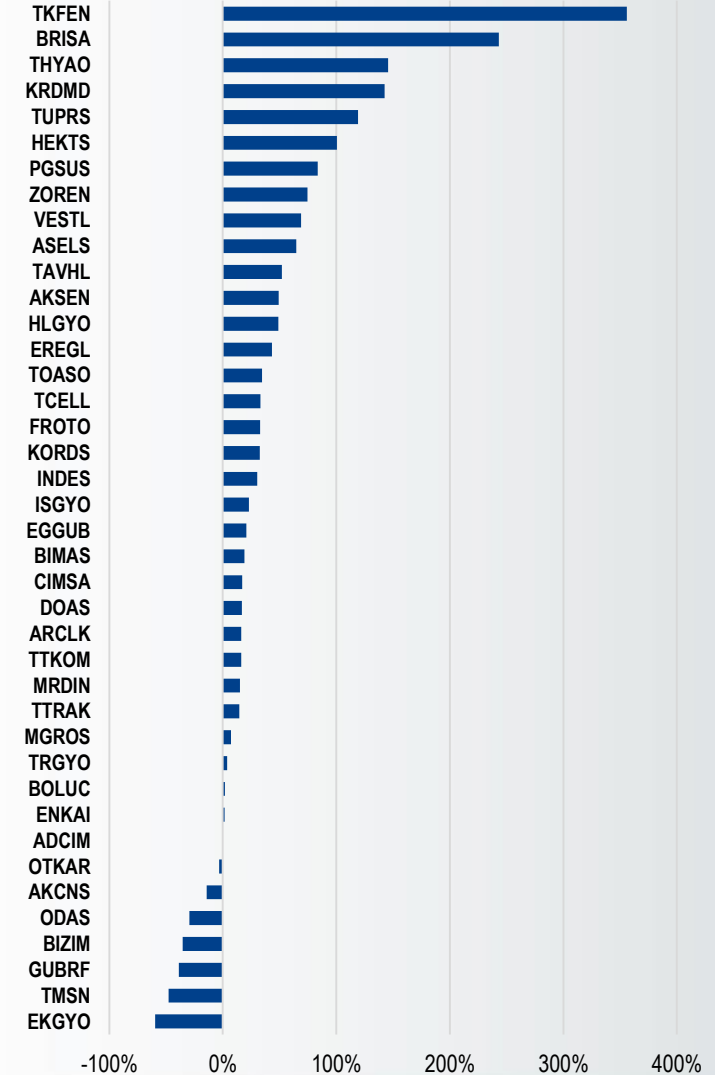
**Havacılık sektöründe** trafik verilerindeki iyileşme ve düşük baz etkisi 3Ç17'de güçlü finansallara işaret etmektedir. Yolcu sayısı 3Ç17'de 3Ç16'ya göre %14 artış kaydetti. Ayrıca ortalama bilet fiyatlarındaki USD bazında artışın 11 çeyreklik düşüş trendinden sonra ilk defa 3Ç17'de artıya geçtiğini tahmin ediyoruz. Ayrıca iyileşen doluluk oranları karlılık tarafında da olumlu sinyaller vermektedir. Bu nedenle tüm havacılık sektörü şirketlerinin 3Ç17'de iyi sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

Demir çelik üreticileri için fiyat maliyet makası güçlü seviyelerde seyretmeye devam ediyor. Güçlü global talep görünümü ve Çin'de devam eden başarılı kapasite azaltımı süreci arz talep görünümü sağlıklı seviyelerde koruyor. 3Ç17'de özellikle Nisan-Temmuz döneminde gerileyen hammadde maliyetlerinin çelik üreticileri marjları için destekleyici olacağını düşünüyoruz. **Kardemir ve Erdemir** için 3Ç17 ton başına FAVÖK performanslarında çeyreklik ve yıllık bazda kayda değer artışlar bekliyoruz.

3Ç17'de varil başına 6.5\$ seviyesinde gerçekleşen Akdeniz rafineri marjının (geçmiş 3 yıl ortalamasının 2.5\$ üzerindedir) Tüpraş'ın operasyonel karlılığını tarihi yüksek seviyelere taşıması beklenmektedir. 3Ç17'de **Tüpraş** için 9.3\$ net rafineri marjı beklentimiz bulunmaktadır.

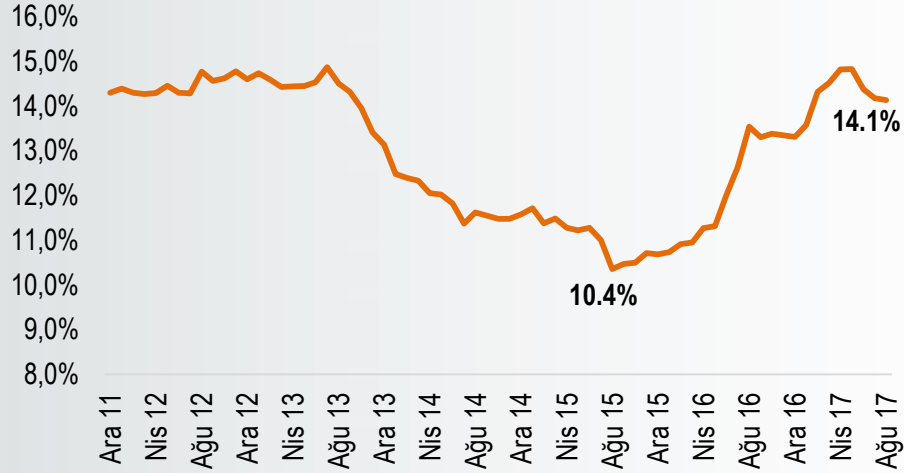
Afrika'daki HFO santrallerinin üçünün kısmen devreye girmesi ile **Aksa Enerji'nin** operasyonel performansının 3Ç17'de güçlenmesini bekliyoruz. Osmangazi elektrik dağıtım faaliyetlerinin sağlam katkısı ve Kızıldere III jeotermal elektrik santralinden elektrik satışlarının başlaması ile 3Ç17'de **Zorlu Enerji'nin** operasyonel performansının güçleneceğini tahmin ediyoruz.

Yıllık VAFÖK artış beklentileri (3Ç17)



Detaylar için lütfen 3Ç17 kar tahminleri raporumuza bakınız.

## Bankacılık Sektörü Özkaynak Karlılığı (son 12 aylık)



## Düzeltilmiş Net Faiz Marjı (son 12 aylık)



## Bankalar: Net karın yıllık ortalama %10 artmasını bekliyoruz...

Takip listemizdeki bankalar için 3Ç17'de net karın çeyrekse olarak %12 daralmasını öngörüyoruz. TL mevduat maliyetlerindeki artış ve kamu bankalarındaki Tüfeye endeksli bono getirilerinin etkisi ile, net faiz marjının çeyrekse olarak yaklaşık 30 baz puan daralmasını bekliyoruz. Garanti Bankası'nın marj performansının diğer bankalardan daha iyi olabileceğini düşünüyoruz. Önceki çeyreklerde olduğu gibi Garanti'den yeniden serbest karşılık ayırmasını beklerken, buna rağmen, net karının çeyrekse olarak yatay seviyede kalabilir. Yapı Kredi ise Tüfeye endeksli bono getirilerindeki yukarı yönlü düzeltmenin katkısı ile, marj olarak nispeten güçlü kalabilir. Ancak, karşılık giderlerindeki yüksek seviyenin devam etmesini bekliyoruz.

Halkbank ve Vakıfbank'ın net faiz marjlarını çeyrekse olarak 60 baz puandan fazla daralmasını bekliyoruz. Kamu bankalarının tüfeye endeksli bono portföylerini güncel enflasyona göre muhasebeleştirilmesi nedeni ile, marj daralmasını diğer özel bankalara göre daha yüksek görebiliriz. Halkbank'ta yüksek temettü gelirin katkısına rağmen, net karda çeyrekse %23 daralma bekliyoruz. Albaraka Türk'te ise k/z ortaklığı projelerinden gelebilecek katkının az olması beklentisi ile net karda çeyrekse bazda %73 ile en yüksek daralmayı öngördüğümüz banka olmaktadır.

## Banking Coverage 3Q17 Net Income Expectations

TL Milyon	3Ç16	2Ç17	3Ç17T	Çeyrekse Δ	Yıllık Δ
<b>Toplam</b>	<b>4,743</b>	<b>5,948</b>	<b>5,207</b>	<b>-12%</b>	<b>10%</b>
<b>Akbank</b>	1,105	1,501	1,359	-9%	23%
<b>Albaraka Turk</b>	50	96	26	-72%	-47%
<b>Garanti</b>	1,331	1,554	1,547	0%	16%
<b>Halkbank</b>	630	1,009	772	-23%	23%
<b>Vakıfbank</b>	817	897	735	-18%	-10%
<b>Yapı Kredi</b>	811	892	767	-14%	-5%

Detaylar için lütfen 3Ç17 kar tahminleri raporumuza bakınız.

Model Portföy'ümüzden Bolu Çimento'yu zarar kesmek amacıyla portföyden çıkarıyoruz. Bolu Çimento'nun son dönemdeki fiyat performansının şirketin finansal performansını ve büyüme potansiyelini yansıttığını düşünmesek de zarar kes amaçlı olarak Model Portföy'den çıkardık. Şu anda Model Portföyümüz Aksa Enerji, Garanti Bankası, Halk GYO, Kardemir, Tofas, Turkcell, Tüpraş, 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.

**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

**Kardemir:** Uzun ürün fiyatlarındaki sert yükseliş ve güçlenen operasyonel karlılık, genişleyen ürün yelpazesinin sunduğu uzun vadeli büyüme potansiyeli

**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.

**Tupras:** Sektörde iyileşme gösteren arz talep dengesi, güçlü 3Ç17 finansalları beklentisi, Akdeniz rafineri marjının üzerinde rafineri marjı gelişimi, 2018'de güçlü temettü verimi beklentisi.

**Turkcell:** Daha yüksek veri kullanımı ile artan mobil kullanıcı başına ortalama gelirler, artan genişbant segmenti gelirleri ve sağlam temettü ödemeleri.

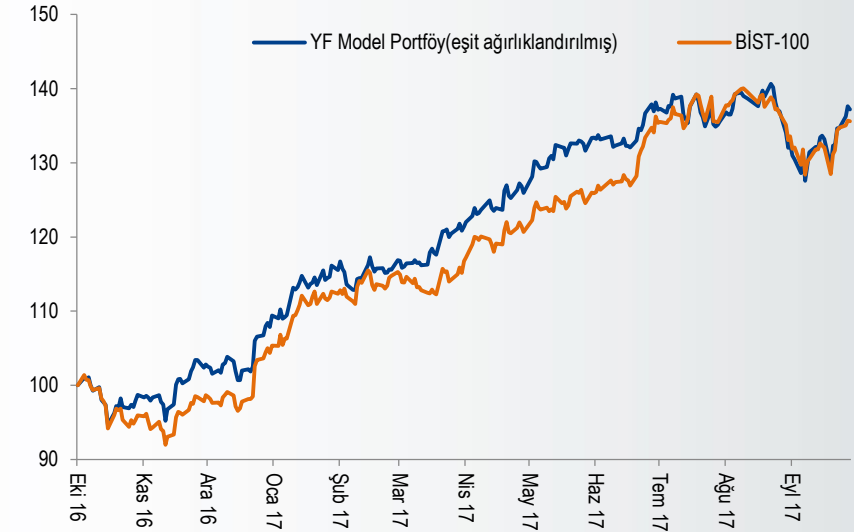
**Yapı Kredi Bankası:** Operasyonel performansta ve sermaye oranlarında toparlanma beklentisi

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %17 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %6 YBBO'nı gösteriyor. Son Strateji raporumuzdan bu yana Model Portföy'ümüz %3.9 artarken BİST-100 aynı dönemde %1.9 değer kazanmıştır.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
AKSEN	TL 3.39	TL 4.60	36%	27-Nis-17	-1%	12%
GARAN	TL 10.20	TL 13.20	29%	05-Oca-17	1%	42%
HLGYO	TL 1.03	TL 1.60	55%	02-Şub-17	-13%	7%
KRDMD	TL 2.63	TL 3.00	14%	07-Eyl-17	8%	5%
TOASO	TL 30.14	TL 37.00	23%	05-Oca-17	-4%	34%
TUPRS	TL 128.70	TL 147.00	14%	17-Ağu-17	13%	13%
TCELL	TL 14.19	TL 15.00	6%	20-Eyl-17	14%	16%
YKBNK	TL 4.40	TL 5.90	34%	05-Oca-17	-6%	32%
<b>Model Portföy (2017)</b>					<b>-3%</b>	<b>36%</b>

Model Portföy hisseleri için zarar kes seviyesi BİST-100'e göreceli performansın -%15'in altına geldiği seviyedir.

## Model Portföy'ün son 12 aydaki performansı



## Yatırım Tezi :

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

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

Şirket altı tane rüzgar santralini 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 4.6x'ya gerileyecektir. Aksa Enerji'nin düşen net finansal giderleri ile 2017 yılında net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz.

## Kısa vadeli görünüm:

Afrika'daki fuel-oil yakıtlı elektrik santralini devreye girmesi 3Ç17'de Aksa Enerji'nin karlılığını destekleyecektir.

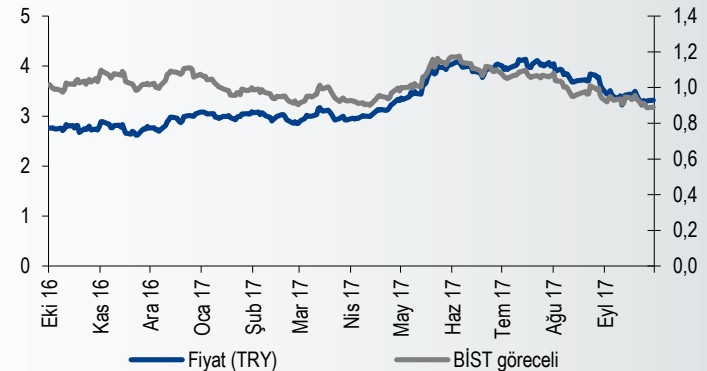
Şirketin bazı elektrik santrallerinin satış işlemi EPDK'nın onayını bekliyor. Olası bir onayla birlikte yakın vadede şirketin borçluluğu ve net finansal giderleri ciddi miktarda düşecektir.

Spot elektrik piyasasında elektrik fiyatları yıllık bazda daha yüksekken doğalgaz tarifeleri yıllık bazda daha düşük seviyede bulunuyor, ki bu da 3Ç17'de şirketin Türkiye'deki doğalgaz santrallerinden elde ettiği ciroyu ve şirketin karlılığını destekleyecektir.

Hisse şu anda 7.4x'lık 2017T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ki bu da 3 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %32'lik yüksek bir iskontoya işaret ediyor.

AKSEN (Endeks Üzeri)		Aksa Enerji		
Sektör		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		3.39	4.60	36%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-1%	-14%	23%	14%
BIST100'e göre relatif	-2%	-15%	-10%	-17%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR1.4mn		TL6.0mn
Piyasa Değeri		EUR481mn		TL2,079mn
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	3,178	3,331	4,316	4,864
Büyüme	38%	5%	30%	13%
FAVÖK	431	650	987	978
Büyüme	-4%	51%	52%	-1%
Net Kar	-363	-24	444	567
Büyüme	69%	-93%	-1946%	28%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	11.2	7.4	4.9	4.9
F/K	-5.7	-86.4	4.7	3.7

Kaynak: Yatırım Finansman



## Yatırım tezi:

Garanti Bankası'nın karlılık odaklı büyüme stratejisini beğeniyoruz. Banka, yılın ilk yarısında %17 özkaynak karlılığı ile karlılığı yıllık 60 baz puan iyileştirdi. 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 ile rakipleri arasında en yüksek seviyededir. Ancak net takibe düşen krediler 2. çeyrekte de çeyreksel %29 azaldı. Bankanın 220mn TL tutarındaki serbest karşılık ayırdı ve toplam serbest karşılıkları 720mn TL'ye yükseldi. Bu karşılıklar 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 %18,3 ile, en yüksek sermaye oranına sahip bankalardan birisidir. Önümüzdeki dönemde, yüksek sermaye oranının, kredi büyüme iştahı konusunda etkili olmasını bekliyoruz. Ayrıca, yüksek sermaye oranları daha yüksek temettü ödemeye imkan verebilir.

## Kısa vadeli görünüm:

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

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayırıştırabilir. Garanti %16,1 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

OTAŞ kredisinde çözüm gerçekleşirse, hisse performansı olumlu etkilenebilir

GARAN (Endeks Üzeri)		Garanti Bankası		
Sektör		Bankacılık		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	10.20	13.20	29%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-4%	-1%	29%	38%
BIST100'e göre relatif	-4%	-3%	-5%	1%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR81.1mn	TL338.0mn		
Piyasa Değeri	EUR9,920mn	TL42,840mn		
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Defter Değeri	35,539	39,909	45,358	51,502
Büyüme	15%	12%	14%	14%
Net Kar	5,071	6,231	6,984	7,866
Büyüme	49%	23%	12%	13%
Karlılık	2016	2017T	2018T	2019T
Özkaynak Karlılığı	15.2%	16.5%	16.4%	16.2%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	8.4	6.9	6.1	5.4
F/DD	1.2	1.1	0.9	0.8

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

**Yatırım tezi:**

2010 yılında kurulan Halk GYO, Halkbank grup şirketlerindedir. 2Ç17 itibarıyla 1,8 milyar TL portföy değerine sahip olan şirketin İFM'de (İstanbul Finans Merkezi) 646mnTL'lik ekspertiz değerine sahip arsası (portföyün %35'i), ofis, otel ve konut projeleri bulunmaktadır.

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

Referans Bakırköy ve Eskişehir Panorama konut projelerinin tamamlanmasının ardından, devam eden Sancaktepe Bizim Aydos ve Erzurum Şehristan konut projelerindeki teslimlerin 2018'de olmasını bekliyoruz. Bu iki konut projelerindeki teslimlerle 2018 yılında satış gelirin %76'sı, 2019 yılında 96 mn TL (satış gelirin %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.

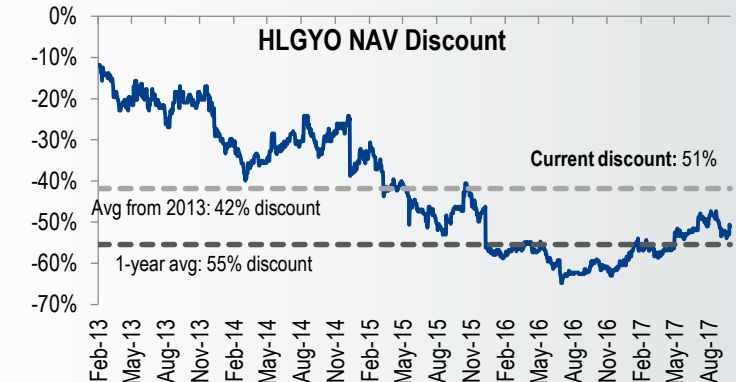
**Kısa vadeli görünüm:**

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 %51 iskontolu işlem görmekte olup, bu rakam muadil şirketleri ortalaması olan %47'den daha düşük seviyededir.

HLGYO (Endeks Üzeri)	Halk G.M.Y.O.			
Sektör	Gayrimenkul Yatırım Ort.			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	1.03	1.60	55%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	1%	18%	18%
BIST100'e göre relatif	-2%	0%	-14%	-14%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR1.9mn		TL8.0mn	
Piyasa Değeri	EUR196mn		TL845mn	
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	17.1	21.7	8.1	11.8
F/K	7.8	23.0	10.9	19.6

Kaynak: Yatırım Finansman



**Yatırım Tezi :**

Uzun çelik fiyatlarında güçlü seyir sürüyor. Geçtiğimiz 4-5 aylık dönemde Çin piyasasına paralel olarak yurtiçi uzun çelik fiyatlarında sert yükselişler yaşandı. Bu durumda Çin'den gelen güçlü inşaat sektörü verileri etkili oldu.

Şirket Yönetiminin kapasite kullanım oranını katma değerli ürünle lehine arttırmaya yönelik girişimleri (yeni sürekli döküm makinesi yatırımı ve Filyos Liman projesi gibi) Şirket için cazip uzun vadeli büyüme potansiyeli sunuyor. Gelişen ürün yelpazesine rağmen projeksiyonlarımızda muhafazakar tarafta kalıyoruz. Uzun vade FAVÖK marjı tahminimiz %18 seviyesindedir ve 2015 öncesi dönem ortalaması olan %20'nin altındadır. Bu durum hedef fiyatımızda yukarı yönlü risk barındırmaktadır.

**Kısa vadeli görünüm:**

3Ç17'de ton başında FAVÖK performansının 82\$ dolar seviyesine çıkması beklenirken bu rakam 2Ç17'de 66\$ ve 3Ç16'da 71\$ idi. Ortalama satış fiyatındaki 85\$ seviyesindeki artış beklentimiz iyileşen FAVÖK performansının en önemli sebeplerindendir. 3Ç17'de Şirket'in FAVÖK marjının yılbaşından bu yana en yüksek seviye olan %17.5'e çıkmasını bekliyoruz. Kur farkı giderlerinin net karı bir miktar baskılaması beklense de geçen senenin aynı dönemine göre kayda değer bir artış öngörülmektedir (3Ç17 bekl: 65mn TL net kar; 3Ç16: 20mn TL net zarar).

Geçtiğimiz 4-5 aylık süreçte 100\$'a yakın artış gösteren uzun ürün fiyatları, fiyat hareketlerin gecikmeli etkisi de göz önünde bulundurulduğunda yılın 4. çeyreğinde FAVÖK karlılığının 3Ç17'nin üzerinde olması öngörülmektedir. Haziran ayı başında 412\$ seviyesinde olan yurtiçi kütük fiyatı Eylül ayında 532\$'a ulaşmıştır. Yine aynı dönemde inşaat demiri 477\$'dan 560\$'a ve kangal ise 502\$'dan 570\$'a yükselmiştir.

Diğer taraftan 1.6 milyar TL döviz açık pozisyonu bulunan Şirket için TL'deki sert dalgalanmalar hisse performansını baskılayabilecek risk faktörüdür.

KRDMD (Endeks Üzeri)	Kardemir (D)			
Sektör	Demir, Çelik Temel			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	2.63	3.00	14%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	14%	39%	109%	129%
BIST100'e göre relatif	13%	38%	53%	67%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR50.0mn		TL208.9mn	
Piyasa Değeri	EUR475mn		TL2,052mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	1,599	2,664	3,240	3,513
Büyüme	5%	67%	22%	8%
FAVÖK	215	413	578	631
Büyüme	48%	92%	40%	9%
Net Kar	-85	194	353	419
Büyüme	480%	-329%	82%	19%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	14.5	7.6	5.4	5.0
F/K	-24.2	10.6	5.8	4.9

Kaynak: Yatırım Finansman





### Yatırım tezi:

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

Tofaş Egea modelinin station wagon ve hatchback versiyonlarının üretimine 2016 yılında başladı. 2017 yılında yeni modeller ve kapasite artışının etkisiyle satış adet artışının %8, satış gelir artışının %31 olacağını tahmin ediyoruz. Şirket ihracat tarafında zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Şirketin 2017 yılında FAVÖK artışının ise %37 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. Buna ek olarak yeni kapasite artış planları yönetimin gündem maddeleri arasındadır.

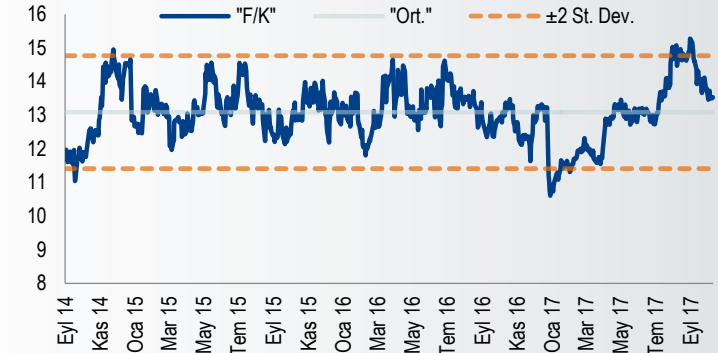
Ticari amaçlı kullanılan araçların yenilenmesinde ÖTV alınmamasını öngören teşvik paketi Tofaş'ın yurtiçi satışlarını olumlu etkileyecektir.

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

3Ç17'de VAFÖK'ün %35 artış kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Güçlü gelecek 3Ç17 sonuçlarının hisse performansını destekleyeceğini tahmin ediyoruz.

TOASO (Endeks Üzeri)	Tofaş Otomobil Fab.			
Sektör	Otomotiv			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	30.14	37.00	23%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-4%	-1%	33%	26%
BIST100'e göre relatif	-4%	-2%	-3%	-8%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR4.3mn		TL17.8mn	
Piyasa Değeri	EUR3,490mn		TL15,070mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	14,236	18,822	22,006	23,567
Büyüme	43%	32%	17%	7%
FAVÖK	1,367	1,874	2,197	2,327
Büyüme	28%	37%	17%	6%
Net Kar	970	1,443	1,220	1,309
Büyüme	17%	49%	-15%	7%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	13.0	9.5	8.1	7.6
F/K	15.5	10.4	12.3	11.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

### Yatırım tezi:

Önümüzdeki yıllarda global rafineri kapasitesinin yıllık 1mn varil/gün artış göstermesi beklenirken, petrol ürünlerine talebin 1.2-1.3mn varil/gün artması öngörülmektedir. Bu durum güçlenen arz talep dengesi üzerinde pozitif etki yaratmaya devam edecektir.

Fuel-oil dönüşüm projesinin de katkısıyla ağır petrol işleme kapasitesini genişleten Şirket'in Akdeniz rafineri marjından daha güçlü yükseliş göstermeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. 2017 yılı için Tüpraş'ın net rafineri marjının Şirket beklentisinin üst bandı olan 7.5 \$ seviyesinde olacağını tahmin etmekteyiz.

Operasyonel karlılığı yurtiçi makroekonomik dalgalanmalardan görece kısıtlı etkilenen Tüpraş, defansif yapısı ile de ön plana çıkmaktadır.

### Kısa vadeli görünüm:

Akdeniz rafineri marjındaki güçlü seyri göz önünde bulundurarak 3Ç17'nin Tüpraş için tarihi güçlü çeyrek olacağını bekliyoruz. 3Ç16'da 9\$/varil ve 2Ç17'de 10.7\$/varil olan motorin karlılığı 3Ç17'de 13.1\$/varil seviyelerine ulaştı. İlaveten ABD'de meydana gelen Harvey kasırgası, kapasite duruşlarını beraberinde getirerek 3Ç17 Akdeniz rafineri marjını 6.5\$ seviyesine taşıdı (son 3 yıl 3Ç ortalamasının 2.5\$ üzerindedir).

Akdeniz rafineri marjındaki güçlü seyrin Şirket yönetiminin beklentilerinde yukarı yönlü risk oluşturduğunu düşünüyoruz.

Tüpraş temettü verimliliği anlamında endeksin önde gelen isimlerinden olmaya devam ediyor. 2017 yılı finansal sonuçlarına ilişkin %10'luk bir temettü verimi beklentimiz bulunmaktadır.

TUPRS (Endeks Üzeri)	Tüpraş Rafineri			
Sektör	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	128.70	147.00	14%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	5%	22%	132%	96%
BIST100'e göre relatif	5%	21%	70%	43%
<b>Ort. İşlem Hacmi (3A)</b>	EUR33.1mn		TL138.1mn	
<b>Piyasa Değeri</b>	EUR7,463mn		TL32,229mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
<b>Net Satışlar</b>	<b>34,855</b>	<b>48,016</b>	<b>49,365</b>	<b>53,575</b>
<i>Büyüme</i>	-6%	38%	3%	9%
<b>FAVÖK</b>	<b>3,195</b>	<b>5,848</b>	<b>5,193</b>	<b>5,214</b>
<i>Büyüme</i>	-14%	83%	-11%	0%
<b>Net Kar</b>	<b>1,793</b>	<b>4,171</b>	<b>3,292</b>	<b>3,382</b>
<i>Büyüme</i>	-30%	133%	-21%	3%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
<b>FD/FAVÖK</b>	12.0	6.5	7.4	7.3
<b>F/K</b>	18.0	7.7	9.8	9.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

### Yatırım Tezi :

Turkcell mobil telekomünikasyon piyasasında %45'lik pay ile pazar lideri konumundadır. Artan akıllı telefon kullanım oranı ve büyüyen mobil veri kullanımı ile şirketin kullanıcı başına ortalama gelirlerindeki büyüme bir süredir güçlüydü. Artan 4.5G kullanıcı sayısı ve dijital hizmetlerden elde edilen sağlam gelirler neticesinde Turkcell'in FAVÖK'ünün 2016-2018 yılları arasında %17'lik YBBO ile büyüyeceğini öngörüyoruz.

Şirket'in genişbant abone sayısı 2013 yılında beri yükseliyor. Genişbant abone sayısındaki mevcut trendin devam etmesini bekliyoruz ve artan kullanıcı başına ortalama gelirler ile genişbant gelirlerinin şirketin cirosunu desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Turkcell Finansman şirketinin orta vadede şirketin cirosunu desteklemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Turkcell 2017 yılında 1.36 TL hisse başına brüt temettü ödedi, ki bu da %11.3'lük temettü verimine denk geliyor. Faaliyetlerden elde edilen güçlü nakit akışı sayesinde Turkcell'in 2018 yılında 0.69 TL hisse başına temettü dağıtmasını bekliyoruz ki bu da %4.9 temettü verimine işaret ediyor.

### Kısa vadeli görünüm:

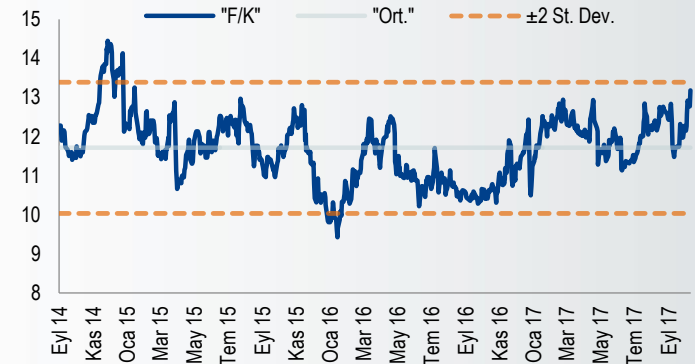
Telia'nın doğrudan hisse satışının sona ermesi orta vadede hisse performansı için olumlu olabilir.

Artan genişbant abone sayısı 3Ç17'de şirketin cirosunu destekleyecektir.

Artan veri kullanımı ile istikrarlı bir şekilde büyüyen mobil kullanıcı başına ortalama gelirler 3Ç17'de şirketin operasyonel performansını destekleyecektir.

TCELL (Endeks Üzeri)				Turkcell
Sektör				İletişim
<b>Hisse fiyatı (TL)</b>	<b>Kapanış</b>	<b>Hedef</b>	<b>Potansiyel</b>	
	14.19	15.00	6%	
<b>Hisse Performansı</b>	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	17%	22%	55%	57%
BIST100'e göre relatif	17%	20%	14%	15%
<b>Ort. İşlem Hacmi (3A)</b>	EUR33.8mn			TL141.0mn
<b>Piyasa Değeri</b>	EUR7,229mn			TL31,218mn
<b>Finansallar (mn TL)</b>	2016	2017T	2018T	2019T
<b>Net Satışlar</b>	<b>14,101</b>	<b>17,074</b>	<b>18,689</b>	<b>20,751</b>
<i>Büyüme</i>	10%	21%	9%	11%
<b>FAVÖK</b>	<b>4,573</b>	<b>5,684</b>	<b>6,265</b>	<b>6,963</b>
<i>Büyüme</i>	11%	24%	10%	11%
<b>Net Kar</b>	<b>1,512</b>	<b>2,002</b>	<b>3,395</b>	<b>3,945</b>
<i>Büyüme</i>	-27%	32%	70%	16%
<b>Çarpanlar</b>	2016	2017T	2018T	2019T
<b>FD/FAVÖK</b>	8.2	6.6	6.0	5.4
<b>F/K</b>	20.7	15.6	9.2	7.9

Kaynak: Yatırım Finansman



## Yatırım tezi:

Regulasyonların desteği ve ekonomideki toparlanma beklentisi ile, bankanın kredi kalitesinde yılın ikinci yarısında iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, bankanın dijitalleşmeye yaptığı yatırımların geri dönüşü beklentisi ile, verimliliğinde artış potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Yapı Kredi için 5,9TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri Performans beklentimizi koruyoruz. Bankanın operasyonel performansındaki toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz.

Yapı Kredi, verimlilik artışı ile operasyonel performansında önemli iyileşme gösterdi. 2Ç16'de %46 olan gider-gelir oranı, 2Ç17'de %42'ye geriledi. Bankanın özkaynak karlılığı ise yıllık 160 baz puan artışla, yılın ilk yarısında %13,2'ye yükseldi.

Bankanın kredi değerlendirme sürecindeki iyileşme, önümüzdeki dönemde daha düşük karşılık gideri ayrılmasını sağlayabilir. Ayrıca, ekonomik görünümdeki stabilite takipteki kredi tahsilatlarını artırabilir.

3Ç17'de bankanın net faiz marjlarının, tufeye endeksli bono getirilerindeki yukarı yönlü revizyon nedeni ile çeyrek olarak yatay kalmasını bekliyoruz. Ayrıca, 4Ç17'de marjlardaki toparlanmanın etkisi ile kar görünümünün daha olumlu olmasını bekliyoruz.

## Sermaye oranlarında toparlanma:

Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı yılbaşından bu yana 63 baz puan artışla %14,8'e yükseldi. TL'nin son dönemde değer kazanması da sermaye oranları açısından olumlu olduğunu düşünüyoruz. Banka, TL'deki her 10 kuruşluk değer kaybında, sermaye oranının %0,15 düştüğünü paylaşmaktadır. Banka, uygun piyasa koşulları oluştuğu takdirde 2017 yılında sermaye benzeri kredi ile sermayesini güçlendirmeyi planlamaktadır. 2016 yılına göre, sermaye oranları ile ilgili endişenin azaldığını düşünüyoruz.

## Kısa Vadeli Görünüm:

2017 beklentilerimize göre, 5.4x F/K ile son üç yıllık F/K ortalamasının %21 altında işlem görüyor

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

YKBNK (Endeks Üzeri)	Yapı Ve Kredi Bankası			
Sektör	Bankacılık			
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	4.40	5.90	34%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-1%	-6%	23%	28%
BIST100'e göre relatif	-1%	-7%	-10%	-6%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR21.0mn		TL87.2mn	
Piyasa Değeri	EUR4,429mn		TL19,127mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Defter Değeri	26,119	30,129	34,034	38,512
Büyüme	13%	15%	13%	13%
Net Kar	2,933	3,532	4,081	4,682
Büyüme	58%	20%	16%	15%
Karlılık	2016	2017T	2018T	2019T
Özkaynak Karlılığı	11.9%	12.6%	12.7%	12.9%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	6.5	5.4	4.7	4.1
F/DD	0.7	0.6	0.6	0.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

	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
<b>Finansallar</b>																			
<b>Bankacılık</b>																			
AKBNK	Endekse Paralel	11.50	9.59	20%	38,360	-6%	-9%	-13%	-8%	6.9	6.3							22%	10%
ALBRK	Endekse Paralel	1.70	1.34	27%	1,206	-8%	-5%	-17%	-14%	4.1	3.7							34%	11%
GARAN	Endeks Üzeri	13.20	10.20	29%	42,840	-4%	-3%	-5%	1%	6.9	6.1							23%	12%
HALKB	Endeks Üzeri	18.60	11.79	58%	14,738	-6%	-18%	-4%	-6%	3.7	3.7							56%	1%
VAKBN	Endeks Üzeri	8.85	6.20	43%	15,500	-8%	-13%	1%	5%	4.2	3.8							36%	11%
YKBNK	Endeks Üzeri	5.90	4.40	34%	19,127	-1%	-7%	-10%	-6%	5.4	4.7							20%	16%
<b>Sigorta</b>																			
ANHYT	Endekse Paralel	7.50	6.78	11%	2,915	-3%	12%	7%	6%	13.4	12.4							14%	8%
AVISA	Endeks Üzeri	24.30	18.60	31%	2,195	-9%	-9%	-28%	-29%	23.0	17.0							51%	36%
<b>Finansal Olmayanlar</b>																			
<b>Havacılık</b>																			
PGSUS	Endekse Paralel	29.00	29.10	0%	2,976	10%	36%	66%	50%	11.8	10.0	8.3	6.1	39%	25%	511%	37%	-289%	18%
TAVHL	Endekse Paralel	20.50	17.86	15%	6,488	-3%	-18%	1%	-3%	7.9	5.7	5.4	4.4	18%	15%	23%	23%	94%	39%
THYAO	Endekse Paralel	10.50	9.60	9%	13,248	3%	7%	27%	40%	a.d	7.2	7.8	6.1	25%	12%	104%	28%	a.d	-274%
<b>Otomotiv / Tarım Araç</b>																			
DOAS	Endeks Üzeri	10.75	8.25	30%	1,815	-6%	-15%	-41%	-31%	9.6	5.8	9.5	7.0	1%	21%	12%	35%	-21%	65%
FROTO	Endekse Paralel	54.00	50.10	8%	17,581	3%	11%	20%	24%	14.6	10.4	9.5	7.6	23%	20%	38%	25%	26%	40%
TOASO	Endeks Üzeri	37.00	30.14	23%	15,070	-4%	-2%	-3%	-8%	10.4	12.3	9.5	8.1	32%	17%	37%	17%	49%	-15%
TTRAK	Endeks Üzeri	103.00	76.80	34%	4,099	-12%	-6%	-28%	-21%	12.9	10.2	9.0	7.6	16%	13%	6%	19%	-14%	27%
TMSN	Endeks Altı	5.60	7.15	-22%	822	1%	-12%	-35%	-29%	223.5	54.1	35.9	18.3	16%	13%	-61%	95%	-91%	313%
<b>Çimento</b>																			
ADANA	Endekse Paralel	6.70	6.37	5%	562	1%	-6%	-21%	-26%	8.5	8.3	8.9	7.3	17%	11%	7%	23%	-7%	3%
AKCNS	Endeks Üzeri	16.80	12.07	39%	2,311	6%	-1%	-25%	-29%	9.6	9.0	6.8	6.3	12%	10%	-1%	9%	-16%	6%
BOLUC	Endeks Üzeri	8.00	5.60	43%	802	-1%	-4%	-32%	-31%	7.1	6.9	5.4	5.3	10%	5%	0%	2%	6%	3%
CIMSA	Endeks Üzeri	20.40	14.18	44%	1,915	-7%	-7%	-25%	-28%	8.7	7.9	8.2	6.6	19%	18%	18%	25%	-10%	9%
MRDIN	Endekse Paralel	4.80	4.19	15%	459	-5%	-9%	-30%	-30%	10.8	10.4	10.0	8.2	21%	21%	10%	22%	12%	4%
<b>Holdingleler</b>																			
KCHOL	Endekse Paralel	20.00	16.30	23%	41,335	-6%	-4%	-7%	-12%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SAHOL	Endekse Paralel	12.20	10.14	20%	20,690	-6%	-11%	-21%	-17%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

# 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
<b>İnşaat Taahhüt</b>																			
ENKAI	Endekse Paralel	5.80	5.36	8%	24,656	3%	-4%	-6%	-18%	10.8	9.7	7.0	6.3	35%	9%	25%	11%	28%	12%
TKFEN	Endekse Paralel	13.10	12.64	4%	4,677	8%	24%	21%	48%	9.9	9.0	4.4	4.2	49%	3%	49%	5%	45%	10%
<b>Savunma</b>																			
ASELS	Endeks Altı	22.90	28.70	-20%	28,700	6%	21%	123%	65%	28.1	20.6	31.7	27.9	27%	13%	25%	13%	29%	36%
OTKAR	Endeks Altı	114.00	107.80	6%	2,587	-3%	-13%	-21%	-40%	20.3	16.0	14.2	12.7	32%	14%	40%	12%	83%	27%
<b>Dayanıklı Tüketim</b>																			
ARCLK	Endekse Paralel	27.00	22.46	20%	15,177	-3%	-18%	-20%	-20%	12.1	8.1	9.6	7.4	29%	22%	27%	30%	-3%	50%
VESTL	Endekse Paralel	9.10	7.48	22%	2,509	-6%	3%	-18%	-14%	9.0	6.8	5.5	4.4	19%	16%	-2%	27%	67%	32%
<b>Enerji</b>																			
AKSEN	Endeks Üzeri	4.60	3.39	36%	2,079	-2%	-15%	-10%	-17%	a.d	4.7	7.4	4.9	5%	30%	51%	52%	-93%	a.d
ODAS	Endekse Paralel	6.35	5.89	8%	800	-1%	7%	63%	45%	a.d	23.3	23.4	6.9	10%	71%	4%	240%	-25%	a.d
ZOREN	Endeks Üzeri	2.10	1.57	34%	3,140	-5%	12%	-14%	-2%	144.9	46.6	11.3	7.5	149%	30%	85%	51%	a.d	211%
<b>Fertilizer</b>																			
EGGUB	Endeks Üzeri	41.50	27.18	53%	272	0%	-4%	3%	-2%	10.5	8.9	5.3	5.2	2%	4%	10%	1%	19%	18%
GUBRF	Endekse Paralel	5.30	4.69	13%	1,566	-10%	-7%	-33%	-22%	33.3	13.0	10.4	7.2	21%	11%	77%	43%	-168%	157%
HEKTS	Endekse Paralel	6.80	7.86	-13%	596	9%	38%	70%	79%	14.3	12.8	11.7	10.6	26%	12%	37%	10%	42%	12%
<b>Rafineri &amp; Petrokimya</b>																			
TUPRS	Endeks Üzeri	147.00	128.70	14%	32,229	5%	21%	70%	43%	7.7	9.8	6.5	7.4	38%	3%	83%	-11%	133%	-21%
<b>GYO</b>																			
EKGYO	Endeks Üzeri	3.65	2.65	38%	10,070	-4%	-17%	-35%	-35%	5.2	3.1	5.3	3.2	16%	37%	10%	68%	10%	66%
HLGYO	Endeks Üzeri	1.60	1.03	55%	845	-2%	0%	-14%	-14%	23.0	10.9	21.7	8.1	-14%	359%	-21%	167%	-66%	110%
ISGYO	Endekse Paralel	1.60	1.35	19%	1,234	-3%	-10%	-29%	-29%	9.6	3.1	16.0	5.8	-39%	395%	-6%	175%	-70%	207%
TRGYO	Endeks Üzeri	7.80	6.42	21%	3,210	0%	17%	-4%	15%	2.7	1.5	11.3	5.7	72%	124%	52%	100%	2%	82%
<b>Perakende</b>																			
BIMAS	Endekse Paralel	83.00	77.30	7%	23,468	2%	13%	15%	17%	27.3	23.1	18.0	15.9	23%	16%	27%	14%	28%	18%
BIZIM	Endekse Paralel	8.30	8.11	2%	487	4%	-1%	-34%	-18%	a.d	a.d	13.3	7.3	10%	13%	-46%	82%	a.d	-78%
MGROS	Endeks Altı	26.50	26.86	-1%	4,782	-2%	-5%	15%	12%	8.1	a.d	9.9	7.9	34%	20%	14%	25%	-302%	-110%
TKNSA	Endekse Paralel	5.80	5.52	5%	607	6%	-15%	-10%	19%	103.6	14.7	6.1	4.2	10%	14%	262%	44%	-104%	a.d
İNDES	Endeks Üzeri	14.50	12.20	19%	683	0%	0%	0%	0%	3.2	5.2	5.5	4.9	18%	12%	19%	12%	313%	-38%
<b>Demir &amp; Çelik</b>																			
EREGL	Endeks Üzeri	9.10	8.36	9%	29,260	8%	9%	49%	28%	10.0	10.9	5.8	6.2	54%	7%	90%	-6%	93%	-8%
KRDMD	Endeks Üzeri	3.00	2.63	14%	2,052	13%	38%	53%	67%	10.6	5.8	7.6	5.4	67%	22%	92%	40%	-329%	82%
<b>Telekomünikasyon</b>																			
TCELL	Endeks Üzeri	15.00	14.19	6%	31,218	17%	20%	14%	15%	15.6	9.2	6.6	6.0	21%	9%	24%	10%	32%	70%
TTKOM	Endekse Paralel	7.30	6.73	8%	23,555	1%	2%	-12%	-7%	23.3	14.2	5.8	5.4	11%	6%	16%	6%	-240%	64%
<b>Lastik</b>																			
BRISA	Endeks Altı	7.00	7.34	-5%	2,240	-4%	0%	-22%	-13%	28.8	13.3	14.2	10.4	16%	18%	14%	37%	-3%	116%
KORDS	Endeks Üzeri	9.90	7.35	35%	1,430	0%	-18%	-18%	-14%	9.3	8.5	6.3	5.9	26%	11%	27%	6%	8%	9%

14 – 15 Ekim	16 Ekim	17 Ekim	18 Ekim	19 Ekim	20 Ekim
	<ul style="list-style-type: none"> <li>İşsizlik, Temmuz</li> <li>Konsolide Bütçe, Eylül</li> <li>TCMB Beklenti Anketi, Ekim</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>12.10.2022 itfa tarihli TÜFE'ye Endeksli Kira Sertifikası (doğrudan satış)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (41. Hafta)</li> <li>TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (41. Hafta)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ARCLK, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>
21 – 22 Ekim	23 Ekim	24 Ekim	25 Ekim	26 Ekim	27 Ekim
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tüketici Güven Endeksi (Ekim)</li> <li>24.10.2018 itfa tarihli Kuponsuz, TL cinsi Devlet Tahvili (ilk ihraç)</li> <li>17.08.2022 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)</li> <li>07.07.2027 itfa tarihli TÜFE'ye Endeksli, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Konut Satış İstatistikleri (Eylül)</li> <li>15.05.2019 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)</li> <li>11.08.2027 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)</li> <li>05.06.2024 itfa tarihli Değişken Faizli, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)</li> <li>TAVHL, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>TTKOM, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>İtfa: 12,713 milyon TL</li> <li>Kapasite Kullanım Oranı (Ekim)</li> <li>Reel Kesim Güven Endeksi (Ekim)</li> <li>TCELL, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>AKBNK, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PPK Toplantısı</li> <li>BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (42. Hafta)</li> <li>TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (42. Hafta)</li> <li>BİZİM, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>GARAN, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Konut Fiyat Endeksi, Ağustos</li> <li>KRDMD, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>YKBNK, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>
28 – 29 Ekim	30 Ekim	31 Ekim	1 Kasım	2 Kasım	3 Kasım
	<ul style="list-style-type: none"> <li>TKNSA, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dış Ticaret Dengesi (Eylül)</li> <li>ASELS, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>İtfa: 156 milyon TL</li> <li>PMI Verisi (Ekim)</li> <li>TCMB Enflasyon Raporu (IV. Dönem)</li> <li>TİM İhracat verileri (Ekim)</li> <li>İTO Geçinme Endeksi (Ekim)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Ağustos)</li> <li>BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (43. Hafta)</li> <li>TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (43. Hafta)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TÜFE (Ekim)</li> <li>S&amp;P Rating Değerlendirmesi</li> <li>TKFEN, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>
4 – 5 Kasım	6 Kasım	7 Kasım	8 Kasım	9 Kasım	10 Kasım
	<ul style="list-style-type: none"> <li>TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Ekim)</li> <li>Reel Efektif Döviz Kuru (Ekim)</li> <li>BIMAS, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>CIMSA, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Ekim)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>İtfa: 66 milyon TL</li> <li>Perakende Satış Hacim Endeksi (Eylül)</li> <li>Sanayi Üretimi (Eylül)</li> <li>TUPRS, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>MGROS, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (44. Hafta)</li> <li>TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (44. Hafta)</li> <li>PETKM, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> <li>THYAO, 3Ç17 Finansal Sonuçları</li> </ul>	

**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 itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporun içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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
Hilmi Yavaş	Ekonomist	hilmi.yavas@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