

HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

EYLÜL 2017

Genel Yatırım Tavsiyesi kapsamındadır

Basım tarihi 20 Eylül 2017

YATIRIM
FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE
\$
BANKASI



Ana teması: Gündem maddelerinin yoğun olduğu şu günlerde hisse senedi piyasaları da kritik bir döneme girdi. Jeopolitik risklerin artmasıyla birlikte riskten kaçınmak isteyen yatırımcıların kar realizasyonuna yönelmesi sonucu BİST-100 Endeksi ay başından bu yana diğer gelişmekte olan ülke piyasalarının %8 altında performans gösterdi. Son günlerdeki satış baskısı neticesinde Borsa İstanbul GOP'a göre F/K bazında %36 iskontolu işlem görmektedir. Bu oran son 7 yıl içinde en düşük %38'i görmüştü. Tarihi dip seviyelerine yakın olan iskonto oranı, uzun vadeli yatırımcılar için Borsa İstanbul'da yüksek getiri potansiyeli bulunduğuna işaret etmektedir. Bununla beraber, kısa vadede satış baskısının kalkması için jeopolitik risklerde yumuşama olması gerekmektedir. Bu durumları göz önünde bulundurarak BİST-100'ün kısa vadede belli bir aralık içinde yüksek volatilité ile hareket edeceğini tahmin ediyoruz. Borsa İstanbul'da risk iştahının tekrar geri gelmesi ile birlikte özellikle 3Ç17 görünümü kuvvetli hisse senetlerinde kısa vadede önemli fırsatlar oluşacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle Borsa İstanbul'da artan volatilitéyi alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

Küresel koşulların orta vadeli görünümü konusunda iyimser kalmaya devam ediyoruz. FED düşük enflasyonun geçici olduğunu ifade etse de, fiyat baskısının zayıf seyretmesi, FED'in bu yıl bir faiz daha artırması konusunda daha fazla zorlamasına neden oluyor. İç tarafta ise çekirdek enflasyon, piyasa beklentilerinin aksine Ağustos itibarıyla tekrar ivme kazanmaya başladı.. TL'nin istikrar kazandığına ilişkin bir güven oluşmadan, TCMB faiz indiriminde zorlanacaktır. Büyüme tarafında ise, 2017-2019 arasında ortalama %4.6 civarında bir büyüme bekliyoruz. Bu da BİST şirketleri için yüksek kar görünümünün sürdürülebilir olduğuna işaret ediyor.

12 Aylık BİST-100 hedefimiz 125 bin: Daha önce 2017 yılsonu için hesaplanan hedef fiyatlarımızı, yılın son çeyreğine girmek üzere olmamız nedeniyle 12 aylık hedef fiyatlara çevirdik. Yeni makro tahminlerimiz ışığında bazı şirketler için tahminlerimizi de güncelledik. Bu değişiklikler neticesinde **ANHYT, BİMAS, ENKAI, ODAS, SAHOL, THYAO, TTKOM ve VESTL** için daha önce Endeks Üzeri olan tavsiyelerimizi Endekse Paralel'e; **HEKTS ve BRISA** için daha önce Endekse Paralel olan tavsiyemizi Endeks Altı olarak değiştirdik. Ayrıca **ADANA ve MRDİN** için daha önce Endeks Altı olan tavsiyemizi Endeks'e Paralel olarak değiştirdik.

YF Model Portföy hisseleri: Model portföyümüze bu ay Turkcell'i eklerken Kordsa'yı 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), **Bolu Çimento** (Çimento şirketleri arasında yüksek operasyonel karlılığı, yüksek temettü verimi), **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

18 - 22 Eylül	25 - 29 Eylül	2 - 6 Ekim	9 - 13 Ekim
21 Eylül - Tüketici Güven Endeksi, Eylül	25 Eylül - KKO, Eylül	2 Ekim - PMI, Eylül	9 Ekim - Sanayi Üretimi, Ağustos
	25 Eylül - RKGE, Eylül	3 Ekim - Enflasyon, Eylül	11 Ekim - Ödemeler Dengesi, Ağustos
	25 Eylül - Irak Kürdistan Referandumu		
	29 Eylül - Dış Ticaret, Ağustos		

Senkronize küresel büyüme ve gevşek finansal koşullar son 10 yıldaki en senkronize ve sürdürülebilir büyüme görünümüne işaret ediyor. İmalat PMI'lardaki toparlanma, daha iyi küresel ticaret aktivitesi, güçlü sanayi üretimi ve tüketici güveninin yükselmeye devam etmesi küresel büyümenin güçlenmeye devam ettiğini işaret ediyor. Ayrıca, para politikasında küresel eğilim sıkılaşma ve normalleşme olduğu halde, finansal koşullar ekonomik görünüme fayda sağlayan önemli bir teşvik olarak kalmakta.

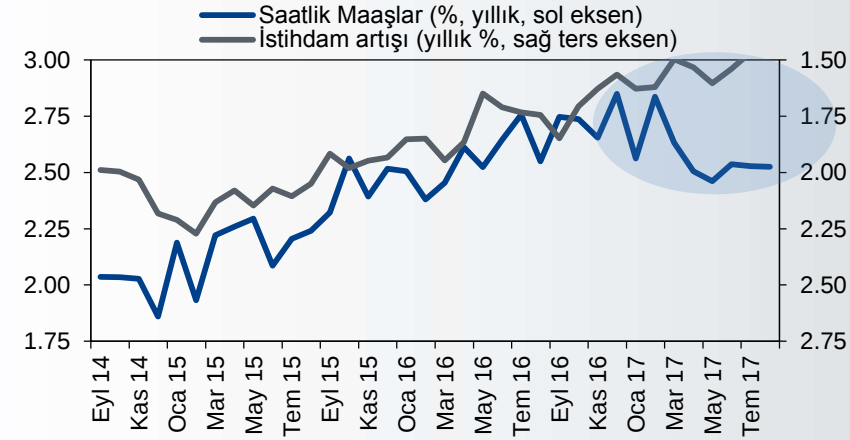
FED, ekonomide istihdam boşluğunun kapanmasına ve çok yüksek istihdam artışına rağmen enflasyonun düşük seyretmesi karşısında şaşkınlığını korumaya devam ederken, halen bu duruma herkesi tatmin eden bir açıklama bulmuş değil. Ağustos perakende satışlar ve imalat sanayi üretimi 3Ç17'de zayıflamaya dair işaretleri güçlendirmeye başladı.

FED düşük enflasyonun geçici olduğunu ifade etse de, fiyat baskısının zayıf seyretmesi, FED'in bu yıl bir faiz daha artırması konusunda daha fazla zorlamasına neden oluyor. Dudley gibi etkili FED yetkilileri, Aralık ayında başka bir faiz artırımları için nispeten düşük bir eşik görürken, piyasalar, Aralık'ta faiz artış ihtimalini %50'i civarında değerlendiriyor. Bununla birlikte, faiz oranlarının yükselmesi ya da FED'in varlıklarını yavaş yavaş azaltmaya başlaması, ABD finansal koşullarının önümüzdeki dönemde sıkılması pek muhtemel gözüküyor. Aralık 2016 ve Haziran 2017'deki faiz artışlarına rağmen, finansal koşullar uzun süredir aslında gevşeme eğiliminde.

Euro Bölgesi ve Gelişen Avrupa ve Japonya büyümesi 2Ç17'de hız kazandı. 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.

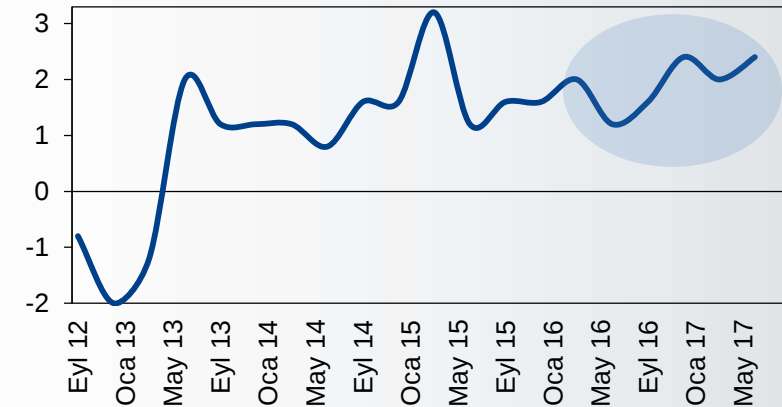
Çin'de her ne kadar eskisi kadar hızlı büyümese de, özellikle aşırı kapasiteyi devreden çıkarması, üretici fiyatları deflasyona son verdi. Tüketim tarafındaki yüksek büyüme hızının devamı, global talep koşullarını olumlu etkilemeye devam ediyor.

ABD İstihdam Piyasası



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

Eurozone Büyüme (Çeyrekse büyüme, yıllıklandırılmış %)



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

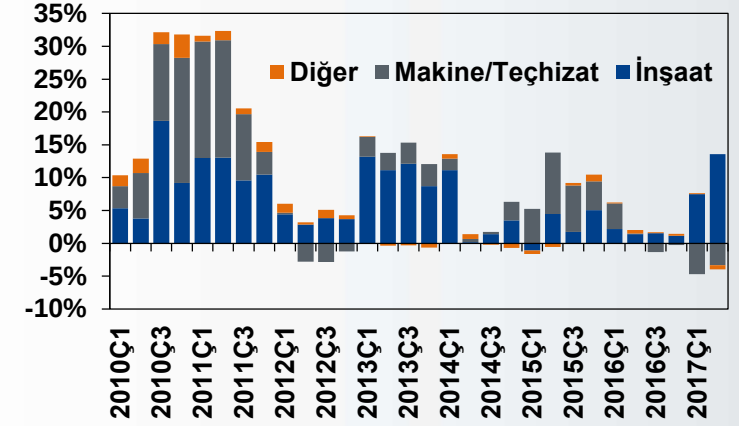
Enflasyonun Ağustos ayında görüldüğünden daha karışık bir resim sunduğunu düşünüyoruz. Evet, enflasyonun muhtemelen yapısal olarak daha yüksek seviyelere yükseldi. % 8,5'lara, ancak % 9,0 veya daha yüksek bir seviyeye yükseldiğini düşünmüyoruz. Özellikle de 2Y17'deki yüksek baz düşündüğümüzde, enflasyon 2Y18'de %8.0'lere doğru gerileyecektir.

- Küresel reel faizler halen düşük seviyelerde seyrederken, TCMB sıkı para politikasını bir miktar gevşetecek imkân bulacaktır. Bununla birlikte, TL'nin kırılgan görünümü yüksek carry getirisine rağmen ortadan kalkmadı. Ortalama fonlama faizindeki 300 baz puanının üzerindeki artışı rağmen, sepet kurda (3.85) 27 Ocak'taki zirve noktasının (4.02) sadece %4 altında olmamız, TL'nin kırılganlığını açıkça sergiliyor. TL'nin istikrar kazandığına ilişkin bir güven oluşmadan, TCMB faiz indiriminde zorlanacaktır. Çünkü güçlenen iç talebi, hammadde ve ara mal fiyatlarındaki artışı göz önüne aldığımızda, çekirdek mallar kurdaki yukarı yönlü hareketlere oldukça duyarlı kalacaktır. Ağustos verisi enflasyonu bize bu sinyalleri güçlü bir şekilde verdi.
- Öte yandan KGF limitlerinin dolmaya başlaması ve artan faizler ile beraber kredi büyümesi oldukça hızlı bir şekilde ivme kaybetmeye başladı. Fırsatını gördüğü anda, TCMB faiz indirimini tekrar gündemine alacaktır. Enflasyonun düşmesi söz konusu iken, TL'nin kırılganlığının azalması daha çok sermaye girişlerine ve lokallerin yatırım tercihlerine bağlı olacak. Sermaye girişlerini belirleyecek faktörler getiri/risk oranının seviyesi ve bankaların ve banka dışı özel sektörün yurtdışından borçlanma miktarı olacak. Lokallerin döviz ya da TL tercihini ise reel faizler belirleyecek. Döviz mevduat %4 getiri fırsatı sunarken (%2 civarı reel getiri), TL'nin reel faizinin bu seviyenin üzerinde kalıp kalmaması TL'nin dayanıklılık seviyesini belirleyecek.

GSYİH 2Ç17'de yıllık bazda% 5,1 arttı. Bununla birlikte,% 2.1'lik QoQ hızlanma oranı, (tahminen pazarın)% 1.5'luk beklentisinden oldukça yüksekti. 2Ç'de büyüme esas olarak 3 eksende sürdü.

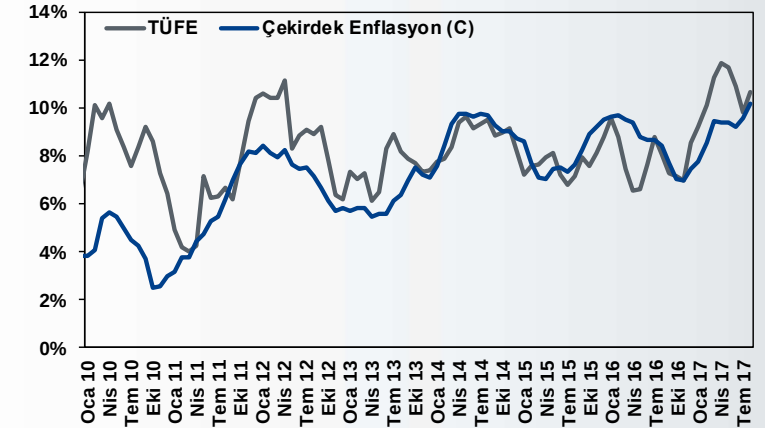
- Yatırımlar, 2Ç11'den bu yana çeyreklik bazda en yüksek büyüme hızı olan % 6,3'la büyürken. Yıllık bazda %9.5 artış gösterdi. Bu artış beklentilerin oldukça üzerinde bir gerçekleşmeydi. Makine ve teçhizatındaki daralmaya rağmen, inşaat yatırımları yatırımlar kalemini tek başına taşımış oldu.
- Mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda % 10.5 artarken, bir önceki çeyreğe göre %0.7 oranında daraldı. Ancak 4Ç16 ve 1Ç17'de 14'lük ve % 6.4'lük artış kaydedilmişti. Hızla artan ithalata rağmen, 3Ç17'de turizm gelirindeki artış nedeniyle, net ihracatın büyümeye yüksek katkısı devam edecek.
- Özel tüketim (GSYH'nin %61'i) yıllık bazda %3.2 artış kaydetti. Ancak, zayıf seyrin ana sebebi 1Ç17'deki çeyreklik %1'e yakın daralmaydı. 2Ç17'de özel tüketim, 1Ç17'e göre oldukça hızlı % 2,1 büyüdü.
- 3Ç17'ye gelince, net ihracatın GSYH'ya katkısı, 2Ç'de benzer bir büyüklüğe katkıda bulunacaktır. Özel tüketimin hızlanması muhtemel ve yatırımların 2Ç'den itibaren hızlanması da söz konusu. 2011 yılının % 5,2'lik beklentimizde açık bir şekilde yukarı yönlü risk var (konsensüs % 4,5). Ağustos / Eylül ayı IP verileri ve Eylül / Ekim ayı PMI verileri, 2017 ve 2018 yılları için GSYH'nın yukarı yönlü revizyona gitmemize yol açabilir.

Yatırım Büyümesi ve Bileşenleri (yıllık, puan)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

TÜFE ve Çekirdek TÜFE



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

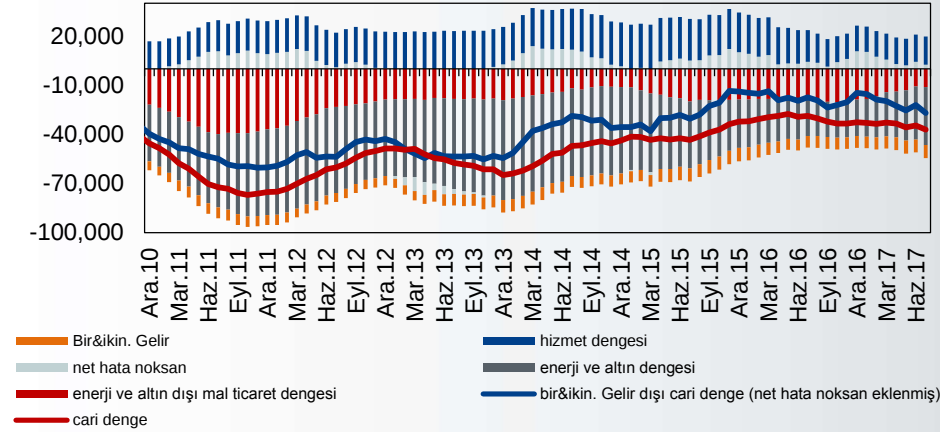
Türkiye'nin dış kırılganlıkları artmıyor. Tam tersine mevcut gidişat şimdilik müspet.

- **Temmuz itibariyle 12-aylık cari açık 37.1 milyar dolar gerçekleşti.** Güçlü ihracat talebi ile beraber, enerji ve altın dışı mallarda dış ticaret açığı son 9 ayda 20.4 milyar dolardan 11.2 dolara geriledi. Önümüzdeki dönem özellikle petrol ihraç eden ülkelere olan ihracatımızın toparlaması ve AB'deki güçlü ihracat talebiyle beraber, mal ticareti açığımızın daha da daralması söz konusu.
- **12 aylık kümülatif hizmetler dengesi toparlamaya başladı ve Temmuz ayında 17.2 milyar dolara yükseldi.** 2015 yılının ortasında 26.0 milyar dolardan hala uzakta olmamıza rağmen, hizmet dengesi yükselmeye devam edecektir. Yabancı turist sayısındaki artışla beraber Türkiye'nin hizmet ihracatının önümüzdeki dönemde hızlanması beklenir.
- **Bütün bileşenleri, bir arada değerlendirdiğimizde, ülkenin dış dengeleri nispeten güçlü bir iç talep büyümese rağmen olumlu seyir izlemektedir.** Cari açığın 2017'de 35.5 milyar dolar (% 4.2 GSYH) gerçekleşmesini bekliyoruz.
- **Öte yandan Türkiye'nin net hata ve noksan kaleminin uzun yıllar ortalaması yıllık 5 milyar ABD Doları'nın üzerinde gerçekleşmektedir.** Muhasebe açısından, net hata noksan cari denge kalemi olmasa da, geçmiş yıllarda ya da kayıt dışı gerçekleşmiş dış ticaret gelirlerinin ülkeye zamanla geri girişi olarak değerlendirildiği için (kayıt dışı sermaye girişleri de bu rakama dahil) net hata noksan fiili olarak cari gelir kalemi olarak çalışmaktadır.
- **Cari açığın diğer önemli bir kısmı, cari denge de gider olarak görünen, 10 milyar dolarlık birincil gelir (faiz ödemeleri ve sermaye transferleri) söz konusu.** Dolayısıyla bu ödeme dış borç stokunu arttıran bir açığa işaret etmemektedir.
- **Net hata noksanı cari gelir olarak değerlendirirsek, birincil gelir dışındaki cari açık GSMH'nin % 2.0'sine tekabül eden 24 milyar ABD doları seviyesinde.** Öte yandan finansman tarafına baktığımızda ise, Ağustos itibariyle yıllık 12.5 milyar (GSYH %1.0) doğrudan ve hisse senedi yatırımları gözükmemektedir.
- **Diğer bir değişle ekonomi son 1 senede yaklaşık %6-7 civarında büyürken (3Ç büyüme tahminimiz %7.5), GSYH'nin sadece %1.0'ine tekabül eden miktarda dış borçlanmaya gittiğimiz görünmekte.** Bu borçlanmanın da büyük bir kısmı Hazine'nin uzun vadeli Eurobond ihraçlarından karşılanmaktadır. Dolayısıyla, mevcut seyir Türkiye'nin dış kırılganlıklarını azaltıcı niteliktedir.

Gerçekten eskiye nazaran borçlanmıyor muyuz? Bu ne kadar sürdürülebilir?

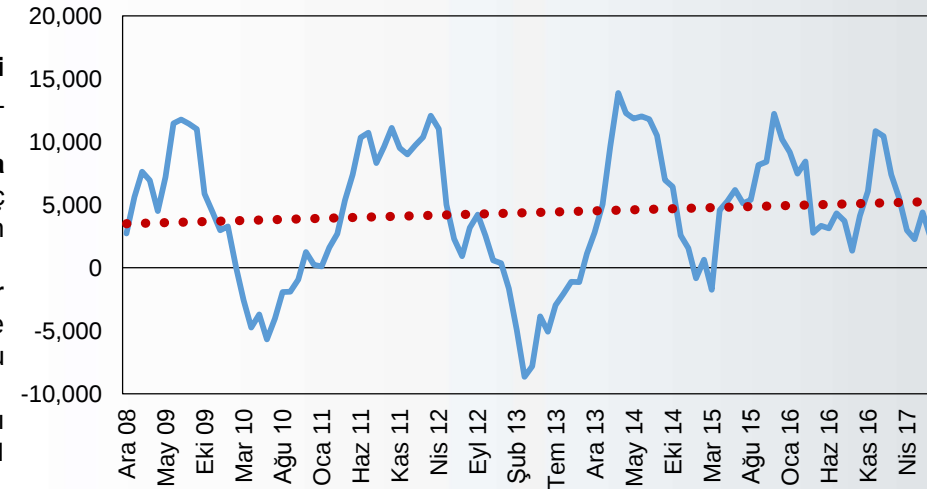
- **12 aylık kümülatif net kredi geri ödemeleri 6.3 milyar dolar iken, bankalar USD5.7 milyarlık net Eurobond geri ödemesi yaptılar.** Veriler şaşırtıcı çünkü büyüme oldukça bankalar yılbaşından bu yana kredi tarafında gaza basmalarına (çoğunlukla TL tarafında) ve büyümenin de hızlanmasına rağmen dış kaynak kullanımı artmak bu yana azalıyor.
- **Öte yandan, yüksek nominal büyüme ve artan portföy yatırımları mevduat büyümesini normal şartlar altında hızlandırması gerekir.** Bu da bankaların dış kaynak kullanım ihtiyacını bir süre daha törpüleyebilir. Öte yandan bankaların borç geri çevirmelerini %50 civarına gerilemesi, döviz likiditesini olumsuz olarak etkiliyor olabilir. Bu yüzden, hane halkı ve şirketlerin de döviz alımını sürdürdüğü bu dönemde TL likiditesi olumsuz etkilenebilir.
- **Özellikle bankacılık sistemi tarafından sürdürülen dış borç kaldırıcı azalımı sürecinin sürdürülebilirliği diğer önemli bir soru.** 2000'li yıllarda başlayan yatırım/GSYH oranındaki artış trendinin devam ettiğini görüyoruz ve iç tasarruflarımız bu seviyede yatırımı finanse etmede yeterli olamıyor. Dolayısıyla büyümenin devamı için dış kaynak girişi zorunlu. Borçlanmadan bunu sağlamamız neredeyse imkansız.
- **Ancak, borçlanma ihtiyacı geçmiş dönemlerdeki kadar fazla olmayabilir.** İş gücü ödemelerinin/brüt sermaye getirisine oranı 2008 ile 2016 arasında aralıksız artarken, ilk kez 2017'de gerilemeye başladı. Dolayısıyla, bu gelişmenin ülkenin tasarruf/GSYH oranı artış trendini desteklemesini bekleriz. Bu da önümüzdeki dönemde dış kaynak ihtiyacını bir miktar törpüleyebilir.

12 ay birikimli cari denge bileşenleri (milyon dolar)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Net Hata Noksan (12-ay birikimli, milyon dolar)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Temel Makroekonomik Göstergeler

							Yeni	Eski
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	2017T
GSYİH (milyar TL)	1394.5	1569.7	1809.7	2044.5	2337.5	2590.5	3008.3	3003,0
GSYİH (milyar \$)	833.8	876.0	950.7	932.9	858.5	855.0	845.6	825,9
GSYİH Reel Büyüme	10.7%	4.7%	8.9%	5.0%	5.8%	3.0%	5.2%	5,2%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	10.5%	6.3%	7.4%	8.2%	8.8%	8.53%	9.50%	9,03%
TÜFE (yıllık, ortalama)	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.80%	10.46%	10,46%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	11.04%	6.16%	10.03%	7.97%	10.78%	10.63%	11.76%	11,76%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	8.83%	8.35%	7.37%	9.34%	9.71%	9.71%	11.38%	11,38%
Politika Faizi (dönem sonu)	5.75%	5.50%	4.50%	8.25%	7.50%	7.50%	8.00%	8,00%
Politika Faizi (ortalama)	6.14%	5.73%	4.88%	8.65%	7.57%	7.50%	8.00%	8,00%
USD/TL (dönem sonu)	1.8889	1.7776	2.1304	2.3230	2.9128	3.5268	3.6000	3,7200
USD/TL (ortalama)	1.6725	1.7919	1.9036	2.1915	2.7227	3.0300	3.5640	3,6391
EURO/TL (dönem sonu)	2.4438	2.3452	2.9344	2.8258	3.1833	3.7131	4.3200	4,2408
EURO/TL (ortalama)	2.3250	2.3040	2.5300	2.9116	3.0222	3.3411	4.0699	4,0055
Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)	1.0%	0.3%	0.9%	0.3%	0.8%	-0.9%	-1.2%	0,2%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-1.5%	-2.0%	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.7%	-2.1%	-2,5%
İhracat (milyar \$)	135.0	152.5	151.8	157.6	143.8	143.0	158.8	146,7
İthalat (milyar \$)	-240.8	-236.5	-251.7	-242.2	-207.2	-199.6	212.5	210,8
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)	-105.9	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-56.6	-56.5	-64,1
Cari Denge (milyar \$)	-75.0	-48.5	-64.7	-43.6	-32.2	-32.6	-35.4	-38,3
Cari Denge / GSYH (%)	-9.7%	-6.2%	-7.9%	-5.4%	-4.5%	-3.8%	-4.2%	-4,6%

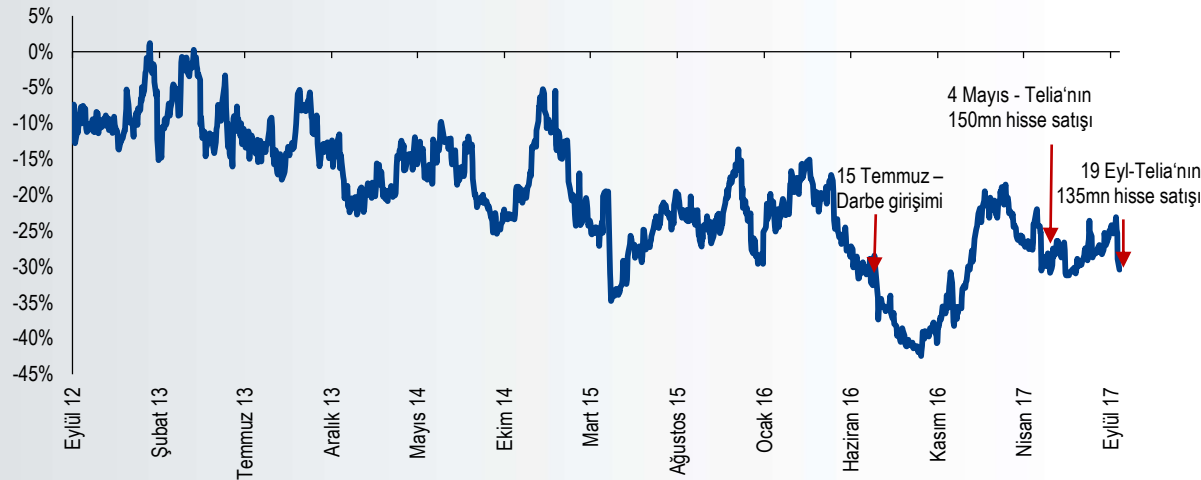
Yatırım Finansman Securities

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



Türk hisse senetleri ay başından bu yana MSCI GOÜ Endeksinin dolar bazında %8 altında performans gösterdi. Bu zayıf performansın ardından BİST-100 GOÜ'lere göre FK bazında %36 iskonto ile işlem görmektedir. Bu oran son 7 yıl içinde en düşük %38'i görmüştü. Bölgede artan jeopolitik risklerde bir gevşeme olmadığı müddetçe kısa vadede sert dönüşler olmasını beklemiyoruz. Bununla beraber yüksek iskonto oranı uzun vadeli yatırımcılar için cazip alım fırsatı sunmaktadır.

TCELL'in GOÜ telekom şirketlerine göre tarihi iskontosu



Turkcell geçtiğimiz birkaç çeyrekte güçlü finansal sonuçlar açıklıyor. Ancak, hisse geçtiğimiz 6 aylık dönemde BIST-100 endeksinin %10 aşağısında performans gösterdi. Özellikle, Telia'nın hisse satışları bu dönemki zayıf performansın başlıca nedenlerinden oldu. Şu anda, TCELL'in 1 yıllık ileri dönük F/K tahmini gelişmekte olan benzerlerine göre %30 iskontoya işaret ediyor. Telia'nın doğrudan hisse satışı tamamlandığı için orta vadede herhangi bir büyük ölçekli yeni satış riski beklemiyoruz, ki bu da hisse performansını rahatlatacaktır.

Kaynak: Bloomberg

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi

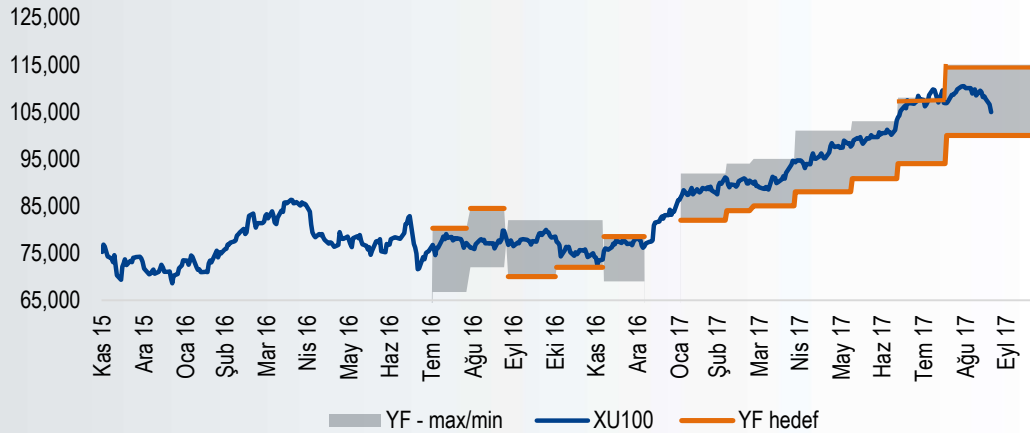


İyi Senaryo: BİST-100'ün F/K'sı son 12 ayda en yüksek 10.0x çarpanını gördü. Bu seviye aynı zamanda son 3 yıllık ortalamaya tekabül etmektedir. Küresel risk iştahının canlı kaldığı iyi senaryoda Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **115,000** seviyesi olarak belirliyoruz. Bu seviye %10 getiri potansiyeli taşımaktadır.

Kötü Senaryo: BİST-100 F/K çarpanının kısa vadede dip seviyesinin 8.4x olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için dip seviyenin bu çarpanın işaret ettiği ve %5'lik 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.

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.

Tahmin Değişiklikleri - I

(mn TL)	2017 NET SATIŞLAR			2017 VAFÖK			2017 NET KAR			GÜNCELLEME NEDENİ
	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	
FİNANS SEKTÖRÜ										
BANKACILIK										
AKBNK							5,540	5,540	0%	-
ALBRK							292	292	0%	-
GARAN							6,231	6,231	0%	-
HALKB							3,995	3,995	0%	-
VAKBN							3,689	3,689	0%	-
YKBNK							3,532	3,532	0%	-
SİGORTA										
ANHYT							177	218	23%	Yılın ilk yarısında emeklilik segmentindeki güçlü performans nedeni ile emeklilik teknik karını yukarı yönlü revize ettik
AVISA							104	95	-8%	Şirketin yatırım gelirlerini aşağı yönlü revize ettik
FİNANS DIŞI SEKTÖRLER										
HAVACILIK										
PGSUS	4,458	5,161	16%	121	547	354%	-122	253	a.d.	Lütfen 13. sayfaya bakınız
TAVHL	4,126	4,287	4%	1,726	1,824	6%	876	823	-6%	Gelirlerinin %70'ini döviz cinsi gelirler oluşturduğu için yeni kur tahminlerimiz finansal beklentileri etkiledi.
THYAO	36,927	36,937	0%	4,102	4,993	22%	91	-1,048	a.d.	Lütfen 13. sayfaya bakınız
OTOMOTİV										
DOAS	12,864	11,985	-7%	542	456	-16%	213	188	-11%	Şirketin 8A17'deki zayıf Pazar payı performansı nedeniyle tahminlerimizi düşürdük.
FROTO	20,426	22,584	11%	1,785	2,055	15%	1,045	1,208	16%	Yeni kapasiteyi tahminlerimize ekledik. Ayrıca gelirlerinin %70'ini döviz cinsi gelirler oluşturduğu için yeni kur tahminlerimiz finansal beklentileri etkiledi.
TOASO	18,211	18,822	3%	1,771	1,874	6%	1,392	1,443	4%	Gelirlerinin %70'ini döviz cinsi gelirler oluşturduğu için yeni kur tahminlerimiz finansal beklentileri etkiledi.
TTRAK	3,752	4,006	7%	545	553	2%	358	327	-9%	8A17'deki güçlü satış hacmi ile ciro beklentimizi artırdık fakat yeni EUR/TL tahminimiz net kar beklentimizi düşürdü
TMSN	561	580	3%	75	25	-67%	44	4	-92%	Zayıf 1Y17 opeasyonel sonuçları neticesinde FAVÖK ve net kar beklentilerimizi düşürdük
ÇİMENTO										
ADCIM*	434	448	3%	116	118	2%	120	122	2%	Petrokok fiyatlarının aşağı yönlü hareketi ile maliyet endeksimizi güncelliyoruz. Aynı zamanda fiyat ortamı da iyileşme göstermeye başlamıştır.
AKCNS	1,606	1,639	2%	398	406	2%	239	241	1%	Petrokok fiyatlarının aşağı yönlü hareketi ile maliyet endeksimizi güncelliyoruz. Aynı zamanda fiyat ortamı da iyileşme göstermeye başlamıştır.
BOLUC	478	499	5%	159	169	6%	103	113	9%	Petrokok fiyatlarının aşağı yönlü hareketi ile maliyet endeksimizi güncelliyoruz. Aynı zamanda fiyat ortamı da iyileşme göstermeye başlamıştır.
CIMSA	1,332	1,396	5%	387	406	5%	202	220	9%	Petrokok fiyatlarının aşağı yönlü hareketi ile maliyet endeksimizi güncelliyoruz. Aynı zamanda fiyat ortamı da iyileşme göstermeye başlamıştır.
MRDIN	154	169	10%	43	44	3%	35	43	22%	Petrokok fiyatlarının aşağı yönlü hareketi ile maliyet endeksimizi güncelliyoruz. Aynı zamanda fiyat ortamı da iyileşme göstermeye başlamıştır.
TELEKOMÜNİKASYON										
TCELL	15,544	17,074	10%	5,208	5,684	9%	2,291	2,261	-1%	Daha yüksek kullanıcı başına gelirler tahminleri ile ciro ve FAVÖK tahminlerimizi artırdık
TTKOM	17,374	17,906	3%	5,962	6,276	5%	1,485	1,746	18%	Daha yüksek kullanıcı başına gelirler tahminleri ile ciro ve FAVÖK tahminlerimizi artırdık ve yeni kurlar net karı destekledi

* Şirketin tüm finansallarını kapsamaktadır

Tahmin Değişiklikleri - II

(mn TL)	2017 NET SATIŞLAR			2017 VAFÖK			2017 NET KAR			GÜNCELLEME NEDENİ
	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	
İNŞAAT VE TAAHHÜT										
ENKAI	14,286	9,871	-31%	2,874	2,406	-16%	2,275	2,154	-5%	İnşaat ve gayrimenkul segmenti karlılıklarında aşağı yönlü revizyon etkili olmuştur
TKFEN	7,040	7,249	3%	663	833	26%	471	616	31%	Güçlü 1H17 sonuçları neticesinde 2017 yıl sonu beklentileri yukarı revize edilmiştir
SAVUNMA										
ASELS	4,764	4,776	0%	906	922	2%	1,014	1,049	3%	1Y17'de beklenenden daha iyi gelen karılık neticesinde FAVÖK tahminlerimizi hafif yukarı çektik.
OTKAR	1,925	2,157	12%	214	238	11%	108	127	18%	Daha yüksek ortalama birim fiyatları ciro ve FAVÖK öngörülerimizi yukarı çekti
DAYANIKLI TÜKETİM										
ARCLK	19,948	20,744	4%	2,161	2,080	-4%	1,299	1,259	-3%	Gelirlerinin %60'ını döviz cinsi gelirler oluşturduğu için yeni kur tahminlerimiz finansal beklentileri etkiledi.
VESTL	10,802	11,336	5%	795	863	9%	214	280	31%	Gelirlerinin %70'ini döviz cinsi gelirler oluşturduğu için yeni kur tahminlerimiz finansal beklentileri etkiledi.
ENERJİ										
AKSEN	3,364	3,331	-1%	704	650	-8%	19	62	228%	Yeni USD/TL kuru tahminimiz TL balzı ortalama birim fiyatlarımızı düşürdü ve 1Y17'deki faaliyet dışı gelirler net karımızı yükseltti.
ODAS	568	567	0%	64	64	0%	-5	-5	0%	
ZOREN	2,967	2,977	0%	730	764	5%	8	22	181%	Yeni USD/TL kuru tahminimiz üretim maliyetlerini ve net kur farkı giderlerini düşürüyor.
GÜBRE										
EGGUB	343	335	-2%	57	55	-4%	27	26	-4%	Yeni USD/TL kuru tahminimiz ciroyu düşürdü ve liman faaliyetlerindeki karlığı hafif düşürdü
GUBRF	3,516	3,438	-2%	234	230	-2%	77	78	2%	Yeni USD/TL kuru tahminimiz ciro öngörülerimizi ama daha yüksek faaliyet dışı giderler net karı yükseltti
HEKTS	223	222	0%	53	55	4%	39	42	7%	Yeni USD/TL kuru tahminimiz karlılığı yükseltti
PETROL & PETROKİMYA										
TUPRS	48,016	48,016	0%	5,848	5,848	0%	4,171	4,171	0%	-
GAYRİMENKUL										
EKGYO	4,004	4,004	0%	1,809	1,809	0%	1,943	1,943	0%	-
HLGYO	69	69	0%	38	38	0%	37	37	0%	-
ISGYO	245	245	0%	149	149	0%	128	128	0%	-
TRGYO	1,144	1,144	0%	522	522	0%	1,200	1,200	0%	-
PERAKENDE										
BIMAS	24,666	24,666	0%	1,269	1,269	0%	861	861	0%	-
BİZİM	3,097	3,064	-1%	78	37	-53%	10	-21	n.m.	Toptan satış segmentindeki zayıf iş ortamı nedeni ile 2017 yılı beklentilerimizi düşürüyoruz.
MGROS	14,550	14,843	2%	709	722	2%	-3	591	n.m.	Operasyonel olarak pek değişiklik yapmazken, gayrimenkul değer artış karını tahminlerimize dahil ediyoruz.
TKNSA	3,391	3,391	0%	118	118	0%	6	6	0%	-
DEMİR & ÇELİK										
EREGL	17,952	17,952	0%	5,102	5,102	0%	2,926	2,926	0%	-
KARDM*	3,892	3,892	0%	604	604	0%	283	283	0%	-
LASTİK										
BRISA	2,055	2,058	0%	328	282	-14%	123	78	-37%	Zayıf 1Y17 sonuçları neticesinde karlılık tahminlerimizi aşağı çektik.
KORDS	2,455	2,409	-2%	382	380	-1%	185	154	-17%	Yeni EUR/TL tahminimiz net karı düşürdü

* Şirketin tüm finansallarını kapsamaktadır (ADCIM: Adana Cimento, KARDM: Kardemir)

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri - I

HİSSE KODU	TAVSİYE		HEDEF FİYAT			SON KAPANIŞ FİYATI	YÜKSELİŞ POTANSİYELİ
	ESKİ	YENİ	ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM		
FİNANS SEKTÖRÜ							
BANKACILIK							
AKBNK	Endekse Paralel	Endekse Paralel	11.10	11.50	4%	9.91	16%
ALBRK	Endekse Paralel	Endekse Paralel	1.60	1.70	6%	1.44	18%
GARAN	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	12.00	13.20	10%	10.33	28%
HALKB	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	17.10	18.60	9%	12.57	48%
VAKBN	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	7.90	8.85	12%	6.65	33%
YKBNK	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	5.20	5.90	13%	4.37	35%
SİGORTA							
ANHYT	Endeks Üzeri	Endekse Paralel	6.60	7.50	14%	6.88	9%
AVISA	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	22.20	24.30	9%	20.80	17%
FİNANS DIŞI SEKTÖRLER							
HAVACILIK							
PGSUS	Endekse Paralel	Endekse Paralel	20.00	29.00	45%	26.06	11%
TAVHL	Endekse Paralel	Endekse Paralel	18.00	20.50	14%	18.16	13%
THYAO	Endeks Üzeri	Endekse Paralel	8.35	10.50	26%	9.21	14%
OTOMOTİV							
DOAS	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	10.00	10.75	8%	8.79	22%
FROTO	Endekse Paralel	Endekse Paralel	42.00	54.00	29%	48.30	12%
TOASO	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	33.00	37.00	12%	30.32	22%
TTRAK	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	90.50	103.00	14%	83.50	23%
TMSN	Endeks Altı	Endeks Altı	6.30	5.60	-11%	6.88	-19%
ÇİMENTO							
ADANA	Endeks Altı	Endekse Paralel	6.40	6.70	5%	6.21	8%
AKCNS	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	16.30	16.80	3%	11.32	48%
BOLUC	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	7.70	8.00	4%	5.56	44%
CIMSA	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	19.10	20.40	7%	14.73	38%
MRDİN	Endeks Altı	Endekse Paralel	4.50	4.80	7%	4.30	12%
TELEKOMÜNİKASYON							
TCELL	Endeks Üzeri	Endeks Üzeri	13.80	15.00	9%	12.19	23%
TTKOM	Endeks Üzeri	Endekse Paralel	7.00	7.30	4%	6.58	11%

2017 yıl sonu olan hedef fiyatlarımızı yılın sonlanmasına sadece bir çeyrek kalması nedeniyle 12 ay ileriye yönelik olarak güncelliyoruz. Kar beklentilerindeki değişikliklerle hedef fiyatlarımızı güncellemiş bulunmaktayız. Bu doğrultuda, 2 hisse tavsiyemizi yükseltirken 10 hisse tavsiyemizi düşürüyoruz.

Mevcut durumda, hedef fiyatlarımız ortalama %19'luk yükseliş potansiyeli sunmaktadır. **BIST-100 için 12 ay ileriye yönelik hedefimiz 125.000 seviyesindedir.**

- **ANHYT** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz. Hisse sene başından bu yana BIST-100 endeksinin %10 üzerinde performans göstermiştir.
- **THYAO** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'ye indiriyoruz. Hissede olumlu beklentilerin fiyata yansıdığını düşünmekteyiz.
- **ADANA** için Endeks Altı tavsiyemizi Endekse Paralel olarak güncelliyoruz. Hisse sene başından bu yana BIST-100 endeksinin %26 altında performans göstermiştir.
- Yılın başından bu yana BIST-100 endeksinin %26 altında performans gösteren **MRDIN** için tavsiyemizi Endekse Paralel olarak güncelliyoruz.
- **TTKOM** için Endeks Üzeri tavsiyemizi sınırlı yükseliş potansiyeli nedeniyle Endekse Paralel'e indiriyoruz.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri - II

HİSSE KODU	ESKİ	TAVSİYE	YENİ	HEDEF FİYAT			SON KAPANIŞ FİYATI	YÜKSELİŞ POTANSİYELİ
				ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM		
HOLDİNG								
KCHOL	Endekse Paralel		Endekse Paralel	16.85	20.00	19%	16.82	19%
SAHOL	Endeks Üzeri		Endekse Paralel	12.00	12.20	2%	10.36	18%
SAVUNMA								
ASELS	Endeks Altı		Endeks Altı	18.50	22.90	24%	26.40	-13%
OTKAR	Endeks Altı		Endeks Altı	111.00	114.00	3%	106.10	7%
İNŞAAT VE TAAHHÜT								
ENKAI	Endeks Üzeri		Endekse Paralel	6.60	5.80	-12%	5.09	14%
TKFEN	Endekse Paralel		Endekse Paralel	9.50	13.10	38%	11.46	14%
DAYANIKLI TÜKETİM								
ARCLK	Endekse Paralel		Endekse Paralel	26.00	27.00	4%	22.68	19%
VESTL	Endeks Üzeri		Endekse Paralel	7.80	9.10	17%	7.78	17%
ENERJİ								
AKSEN	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	4.85	4.60	-5%	3.44	34%
ODAS	Endeks Üzeri		Endekse Paralel	6.35	6.35	0%	5.86	8%
ZOREN	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	2.00	2.10	5%	1.59	32%
GÜBRE								
EGGUB	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	42.50	41.50	-2%	26.50	57%
GUBRF	Endekse Paralel		Endekse Paralel	5.30	5.30	0%	4.98	6%
HEKTS	Endekse Paralel		Endeks Altı	6.30	6.80	8%	7.50	-9%
PETROL & PETKOKİMYA								
TUPRS	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	135.00	147.00	9%	121.60	21%
GAYRİMENKUL								
EKGYO	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	3.50	3.65	4%	2.76	32%
HLGYO	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	1.50	1.60	7%	1.05	52%
ISGYO	Endekse Paralel		Endekse Paralel	1.60	1.60	0%	1.37	17%
TRGYO	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	5.40	7.80	44%	6.37	22%
PERAKENDE								
BIMAS	Endeks Üzeri		Endekse Paralel	76.00	83.00	9%	75.35	10%
BIZIM	Endekse Paralel		Endekse Paralel	14.00	12.40	-11%	11.33	9%
MGROS	Endeks Altı		Endeks Altı	23.00	26.50	15%	26.50	0%
TKNSA	Endekse Paralel		Endekse Paralel	7.00	5.80	-17%	5.00	16%
DEMİR & ÇELİK								
EREGL	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	8.90	9.10	2%	7.48	22%
KRDMD	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	2.90	3.00	3%	2.25	33%
LASTİK								
BRISA	Endekse Paralel		Endeks Altı	7.25	7.00	-3%	7.39	-5%
KORDS	Endeks Üzeri		Endeks Üzeri	10.00	9.90	-1%	7.09	40%

- **SAHOL** hissesi için tavsiyemizi azalan yükseliş potansiyeli nedeniyle Endekse Paralel'e indiriyoruz.
- **ENKAI** için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi kısa vadede hisseyi yukarı yönlü hareketlendirecek bir unsur bulunmadığından Endekse Paralel olarak güncelliyoruz.
- **VESTL** için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi 2Ç17 finansal sonuçları sonrası BIST-100 endeksinin %20 üzerinde performans göstermesi nedeniyle Endekse Paralel'e indiriyoruz.
- Yılın başından bu yana BIST-100'ün %47 üzerinde performans göstermesi nedeniyle **ODAS** için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi Endekse Paralel'e çekiyoruz.
- Azalan yükseliş potansiyeli sebebiyle **BIMAS** hissesi için tavsiyemizi Endekse Paralel olarak değiştiriyoruz.
- Zayıf ilk yarı finansal sonuçları nedeniyle **BRISA** için tavsiyemizi Endekse Paralel'den Endeks Altı Getiri'ye indiriyoruz.
- **HEKTAS** için tavsiyemizi Endeks Altı Getiri olarak güncelliyoruz. Hisse sene başından bu yana BIST-100 endeksinin %75 üzerinde performans göstermiştir.

2017 toparlanma yılı oldu. Fakat bu durum fiyatlara yansdı

Yılın ilk 8 ayında Türkiye’de havayolunu kullanan yolcu sayısı %9 artış kaydetti. Bu artış sektör için vasat bir büyümeye işaret etse de havayolu şirketleri için asıl iyileşme karlılık tarafında gözlemlendi. 2016’nın sonlarında devreye giren maliyet azaltıcı önlemler ve verimlilik çalışmaları 2017 yılında meyvesini verdi ve kar marjlarında sert düzelmeler görüldü. Trafik verilerindeki iyileşme ve maliyetlerin düşmesine ek olarak USD’nin EUR karşısında değer kaybı operasyonel olarak THYAO’nun ve PGSUS’un sonuçlarını destekledi. Gelir pozisyonunda ağırlık EUR iken maliyet tarafında ise ağırlık USD kurundadır. Bunlara ek olarak petrol fiyatlarının aşağı yönlü seyri 1Y17’de havayolu şirketlerinin sonuçlarını ayrıca olumlu etkiledi. Fakat son dönemde petrol fiyatlarındaki artış 3. ve 4. çeyrekler için risk oluşturabilir.

Kambiyo zararları 2017’de Türk Hava Yollarının net karını törpülüyor

Türk Hava Yolları’nın yolcu trafik verileri beklentilerimizle uyumlu seyrettiği için gelirler tarafında önemli bir değişikliğe gitmiyoruz. Fakat 1Y17’de operasyonel sonuçların iyi gelmesinin ardından yılın ikinci yarısında da benzer bir trend göreceğimizi düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında zayıf USD THY’nin operasyonel karlılığını desteklemeye devam edecek. Bu nedenle USD bazında birim maliyet tahminimizi 2017 yılı için %4 düşürdük. Böylece VAFÖK tahminimiz %22 arttı. Buna karşılık zayıf USD kuru şirketin kur farkı zararı açıklamasına neden olmaktadır. Muhasebe kuru USD olan Türk Hava Yolları’nın 2Ç17 itibarıyla 4.1mr USD değerinde EUR kısa pozisyonu, 2.4mr USD değerinde Japon Yeni kısa pozisyonu bulunmaktadır. Bu nedenle yılın ikinci yarısında şirket kur farkı zararı yazmaya devam edebilir. Şirket için olumlu görünümün fiyatlara yansıdığını düşündüğümüz için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri’den Endekse Paralel Getiri’ye düşürüyoruz.

Pegasus uluslararası yolcu trafiğindeki artıştan olumlu etkileniyor

Türk Hava Yolları’nın Sabiha Gökçen Havalimanında kapasite ayarlamaları sonrasında Pegasus uluslararası yolcu trafiğine odaklanmaya başladı. Şirketin daha az karlı yurtiçi uçuşlar yerine uluslararası uçuşlarda Pazar payının artması şirketin karlılığını oldukça olumlu etkilemektedir. Bu nedenle şirket için hem gelir hem de karlılık tahminlerimizi yukarı yönlü revize ettik. Yine de değerlemeler makul fiyatlamaya işaret ettiği için hisse için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri olarak koruyoruz.

Havayolu şirketleri için tahmin değişiklikleri

(TL mn)	2017T			2018T		
	Yeni	Eski	Değ.	Yeni	Eski	Değ.
Turkish Airlines						
Gelirler	36,937	36,927	0%	41,417	43,884	-6%
AKK (m)	175,037	173,336	1%	179,200	177,459	1%
ÜYK (m)	135,578	130,967	4%	140,594	137,631	2%
Doluluk oranı	77.5%	75.6%	1.9%	78.5%	77.6%	0.9%
VAFÖK	4,993	4,102	22%	6,394	6,888	-7%
Brim maliyet (\$)	5.7	6.0	-4%	5.8	6.1	-5%
Net kar	-1,048	91	n.m.	1,829	2,006	-9%

(TL mn)	2017T			2018T		
	Yeni	Eski	Değ.	Yeni	Eski	Değ.
Pegasus						
Gelirler	5,161	4,458	16%	6,476	5,760	12%
AKK (m)	32,951	32,423	2%	36,664	36,701	0%
ÜYK (m)	26,454	24,828	7%	29,422	28,816	2%
Doluluk oranı	80.3%	76.6%	3.7%	80.2%	78.5%	1.7%
VAFÖK	547	121	354%	751	444	69%
Brim maliyet (€)	3.7	3.8	-3%	3.6	3.9	-7%
Net kar	253	-122	n.m.	299	173	73%

Yılın ilk yarısındaki zayıf talep ortamı sonrası 3Ç17’de talepte iyileşme...

Yılın ilk yarısında petrokok ve serbest piyasa elektrik fiyatlarında meydana gelen artışlar ile çimento üreticileri yükselen maliyetlerden olumsuz bir şekilde etkilenirken çimento fiyatlarının kayda değer artışlar kaydetmemiş olması ile artan maliyet tarafı dengelenemedi. Ayrıca, bu dönem içerisinde talep ortamı da görece zayıf kaldı. TÇMB verilerine göre, 2017 yılının ilk yarısında yurtiçi çimento ve klinker satışları geçen yılın aynı dönemine göre %4 seviyesinde düşüş kaydetti. 1Ç17’deki kötü hava koşulları ve 2Ç17’de Ramazan ayı nedeniyle satış hacminde düşüş yaşandığını düşünmekteyiz. Ancak, ilk yarıda görece zayıf kalan satışların aksine çimento üreticileri 3Ç dönemiyle talep ortamındaki iyileşmeden yararlanacaklardır.

Maliyet tarafının yarattığı baskı gevşeme göstermeye başladı...

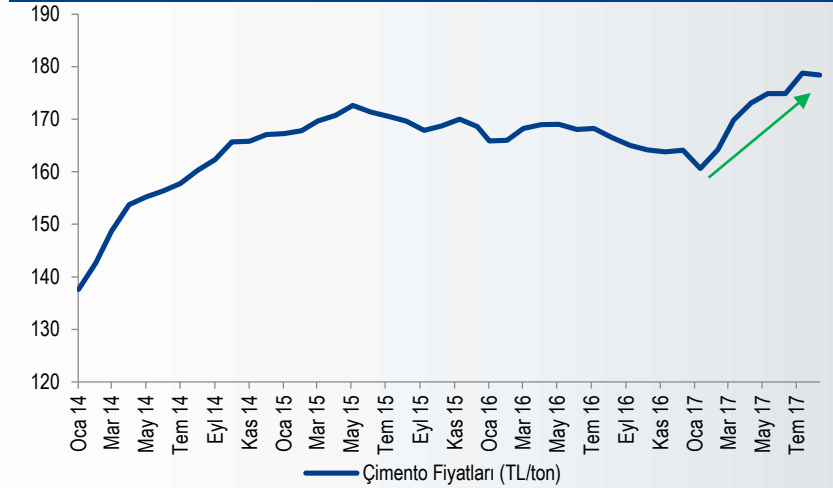
Hammadde fiyatlarındaki artışın operasyonel karlılıklar üzerinde yarattığı baskı 3Ç ile gevşemeye başlamıştır. 2016 yılının üçüncü çeyreğinde ~\$90/ton seviyelerinde bulunan petrokok fiyatları 3Ç17 döneminde ortalama ~\$80-85/ton seviyesine gerilemiştir (yakıt maliyeti üreticilerin toplam nakit maliyetlerinin %40’ını oluşturmaktadır). Yakıt maliyetleri görünümünü göz önünde bulundurduğumuzda, 3Ç17 ile marjlarda iyileşme görmeyi beklemekteyiz.

Çimento fiyatları artıyor...

Çimento sektörü fiyat dinamiklerinin 2016 yılının ikinci yarısı ve 2017 yılının ilk yarısında maliyetler tarafında meydana gelen değişimleri yakaladığından bahsedememekteyiz. Petrokok fiyatlarının artan bir trend izlemesiyle 2016 yılının ikinci yarısında yükselişe geçen girdi fiyatlarına rağmen yurtiçi çimento fiyatları artış gösteren maliyet fiyatlarına göre geride kaldı. Böylece üreticilerin karlılıklarını aşağı çekerken operasyonel marjlarda da ek bir baskı yarattı. Ancak, fiyatlardaki aşağı yönlü trend durmuş durumdadır ve iyileşme göstermeye başlamıştır. TÜİK’in yayınladığı çimento, kireç ve alçı endeksi yılın başından bugüne kadar %9’luk artış göstermiştir. Özellikle yılın ikinci yarısında meydana gelecek fiyat artışlarıyla, 2017 yılında çimento fiyatlarında ortalama %7’lik bir artış yaşanmasını beklemekteyiz.

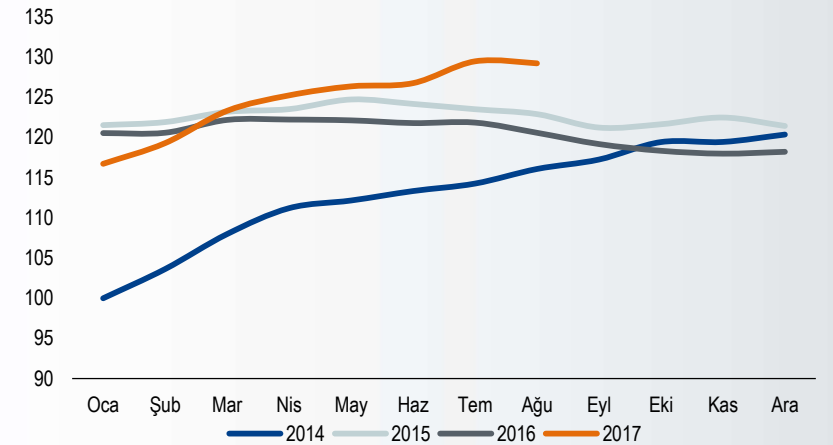
Yılın geri kalanında petrokok fiyatlarını aşağı gelmeye başlaması, çimento fiyatlarının da yukarı yönlü hareketi ve kuvvetli talep ortamı ile 3Ç17 dönemiyle çimento üreticilerinin operasyonel karlılıkları iyileşme göstermeye başlayacaktır.

Çimento Fiyatları



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

TÜİK Çimento, kireç ve alçı Endeksi (Ocak 2014 = 100)



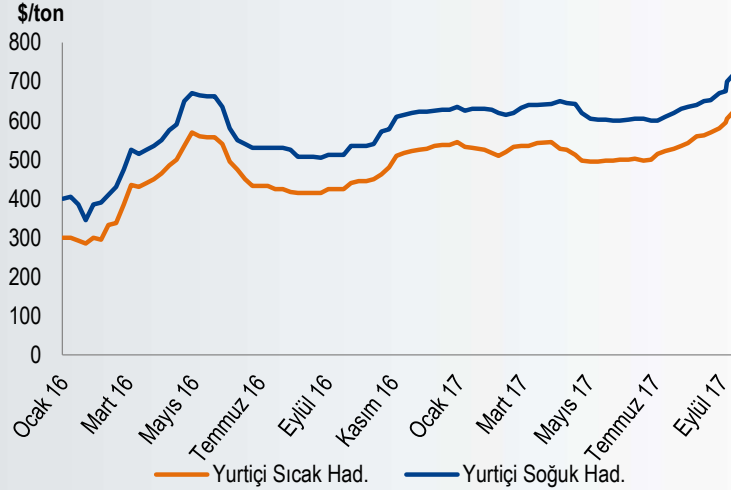
Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Güçlü global çelik talebi, Çin'de başarılı devam eden kapasite kapanışları ve ucuz Çin ihracatı tehditine yönelik global çapta antidumping uygulamaları ile çelik fiyatları görünümü güçlü seyretmeye devam ediyor. Dünya Çelik Birliği 2017 yılında çelik talebinin %1.3 ve 2018 yılında %0.9 artmasını öngörüyor. Diğer taraftan 2017 yılının başından beri Çin'de hedeflenen yıllık kapasitenin %84'ü kapatılmış olması ülke yönetiminin 5 yıllık programı açısından olumlu algılanıyor. Orta vadede güçlü çelik fiyatları ve hammadde tarafından kısıtlı baskı ile haddehane karlılıklarının yüksek seyretmeye devam etmesini bekliyoruz.

Yurtiçi sıcak haddelenmiş yassı çelik fiyatı ton başına 625\$ mertebesine yükselirken soğuk haddelenmiş çelik fiyatları ton başına 625\$ seviyesine yükselmiştir. (Haziran 2017 seviyeleri sırasıyla 515\$ ve 600\$'dir). Diğer taraftan geçtiğimiz 4-5 aylık süreçte Çin'deki güçlü inşaat sektörü verilerinin de katkısıyla uzun ürün fiyatlarında sert yükselişler yaşanmıştır. Yurtiçi kütük fiyatı ton başına 532\$ mertebesine ulaşırken (Haziran 2017: 412\$), inşaat demiri ve kangal fiyatı aynı dönemde sırasıyla 477\$'dan 560\$'a ve 502\$'dan 570\$'a yükselmiştir. Çelik fiyatlarındaki yukarı yönlü trendin demir-çelik üreticilerin 2017 yılı 2. yarı karlılıklarını desteklemesi beklenmektedir.

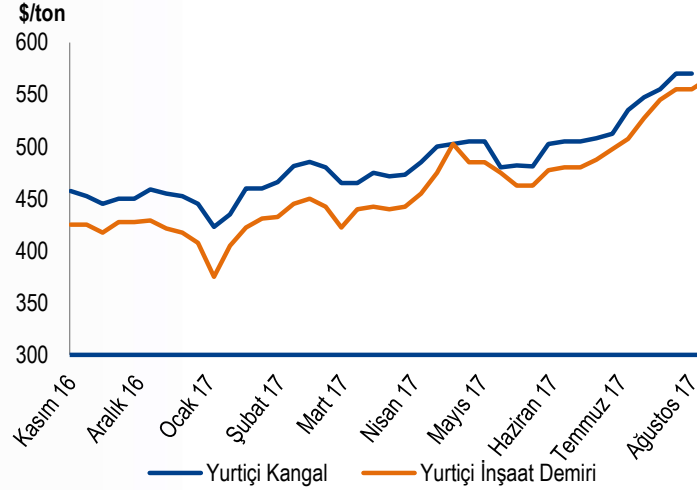
İlaveten son 3 ayda 70\$ artış gösteren hurda fiyatı 350\$ seviyesine ulaşmıştır ve entegre üreticiler için rekabet avantajı sunmaktadır.

Yurtiçi Yassı Çelik Fiyatları



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

Yurtiçi Kangal ve İnşaat Demiri Fiyatları



Demir Cevheri ve Kömür



Model Portföy'ümüze Turkcell'i dahil ederken Kordsa'yı zarar kesmek amacıyla portföyden çıkarıyoruz. Kordsa'nın 2Ç17 sonuçları sonrasında fazla satıldığını ve 3Ç17'de bu durumun değişeceğini öngörsek de devam eden satış baskısı nedeniyle zarar kes amaçlı olarak Model Portföy'den çıkardık. Şu anda Model Portföyümüz Aksa Enerji, Bolu Çimento, 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.

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

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

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

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.

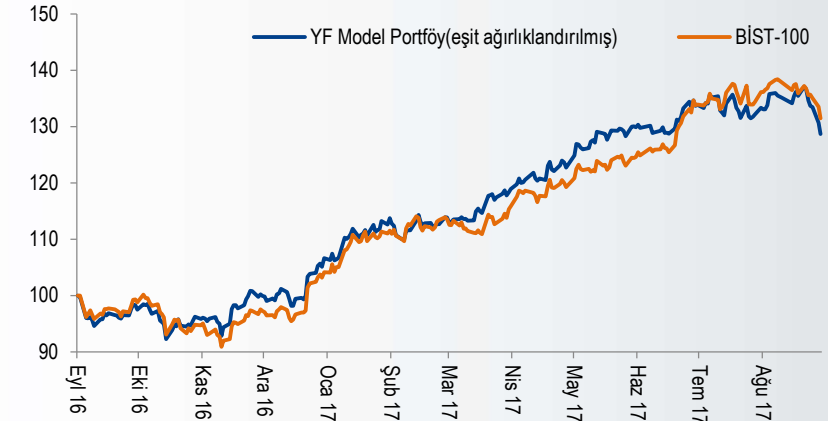
Turkcell: Daha yüksek veri kullanımı ile artan mobil kullanıcı başına ortalama gelirler, artan genişbant segmenti gelirleri, sağlam temettü ödemeleri ve çekici değerlendirme.

Yapı Kredi Bankası: Operasyonel performansta ve sermaye oranlarında toparlanma beklentisi

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %16 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %6 YBBO'nı gösteriyor. Son Strateji raporumuzdan bu yana Model Portföy'ümüz BİST-100'e paralel olarak %2 düşüş kaydetmiştir.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
AKSEN	TL 3.44	TL 4.60	34%	27-Nis-17	2%	14%
BOLUC	TL 5.56	TL 8.00	44%	27-Mar-17	-16%	-2%
GARAN	TL 10.33	TL 13.20	28%	05-Oca-17	5%	44%
HLGYO	TL 1.05	TL 1.60	52%	02-Şub-17	-9%	9%
KRDMD	TL 2.25	TL 3.00	33%	07-Eyl-17	-6%	-10%
TOASO	TL 30.32	TL 37.00	22%	05-Oca-17	-2%	35%
TUPRS	TL 121.60	TL 147.00	21%	17-Ağu-17	8%	6%
TCELL	TL 12.19	TL 15.00	23%	20-Eyl-17	-	-
YKBNK	TL 4.37	TL 5.90	35%	05-Oca-17	-5%	31%
Model Portföy (2017)					-4.8%	31.2%

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 2017'de (25MW'lık kısmı şu anda üretim yapıyor), 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 santralinin satışını yaptı ve şu anda EPDK'dan onay bekliyor. 2017 yılında varlık satışlarından elde edilecek nakit şirketin borçluluğunu ciddi miktarda düşürecek ve net borç FAVÖK oranı 2016'daki 5.1x'den 2017 yılında 3.1x'e 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 santralinin devreye girmesi 3Ç17'de Aksa Enerji'nin karlılığını destekleyecektir.

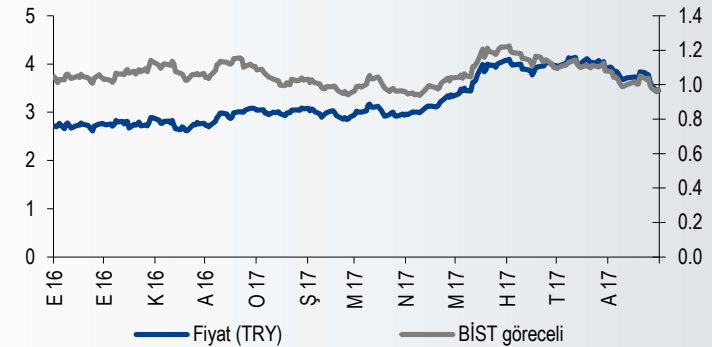
Şirketin bazı elektrik santrallerinin satış işlemi EPDK'nın onayını bekliyor. Olası bir onayla birlikte yakın vadede şirketin borçluluğu ve net finansal giderleri ciddi miktarda düşecektir.

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 %31'lik yüksek bir iskontoya işaret ediyor.

AKSEN (Endeks Üzeri)		Aksa Enerji		
Sektör		Elektrik		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	3.44	4.60	34%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-12%	-16%	28%	15%
BIST100'e göre relatif	-10%	-20%	-5%	-14%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR1.6mn		TL6.6mn	
Piyasa Değeri	EUR504mn		TL2,109mn	
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	5.0
F/K	-5.8	-87.7	4.7	3.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Yatırım tezi:

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

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

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

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

Kısa vadeli görünüm:

Fiyat ortamının zayıf seyri ve girdi fiyatlarında meydana gelen artışların çimento sektörünün operasyonel karlılığını yılın ilk yarısında baskıladığı gördük. Ancak, Ankara tesisinin katkısıyla birim maliyetlerde görülen iyileşme ile bu baskı Bolu Çimento'nun operasyonel performansı üzerinde görece sınırlı kaldı. Ayrıca, Şirket'in operasyonel karlılığında gerçekleşen bozulma 2Ç17'de hem yüksek teknolojili Ankara fabrikasının hem de güçlü talep ortamının katkısıyla gevşeme göstermişti. Çimento fiyatlarında meydana gelen artışlar ve petrokok fiyatlarının aşağı yönlü hareketi ile 3Ç itibarıyla Şirket'in marjları iyileşme göstereye başlayacaktır.

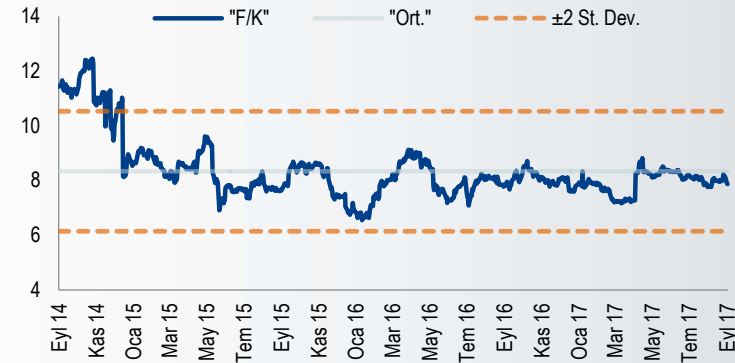
Bolu Çimento, büyük ölçekli altyapı projelerinin devam ettiği Marmara Bölgesi'ne yakınlığı sayesinde yüksek çimento talebinden yararlanmaya devam edecektir. Ayrıca, Bolu, faaliyet gösterdiği İç Anadolu (satışlarının %50'si), Marmara (satışlarının %35'i) ve Batı Karadeniz (satışlarının %25'i) bölgelerindeki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

Bolu güçlü temettü dağıtan şirketler arasında yer almaktadır. 2017 yılında hisse başına 0,663TL temettü dağıtacağını açıkladı. Açıklanan hisse başına temettü oranı %89 seviyesindedir ve %12'lik temettü verimi sunmaktadır. İlk taksidi (hisse başına 0,2653TL) 3 Temmuz tarihinde dağıtılan temettünün ikinci taksidi (hisse başına 0,398TL) 1 Aralık'ta dağıtılacaktır.

Bolu, Bloomberg konsensusuna göre 7,9x F/K çarpanıyla son bir yıllık ortalamasında işlem görmektedir.

BOLUC (Endeks Üzeri)		Bolu Çimento		
Sektör		Çimento		
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		5.56	8.00	44%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	1%	-2%	-1%	-7%
BIST100'e göre relatif	3%	-7%	-27%	-31%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.2mn		TL0.9mn	
Piyasa Değeri	EUR190mn		TL796mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	452	499	524	550
Büyüme	11%	10%	5%	5%
FAVÖK	169	169	171	179
Büyüme	16%	0%	2%	5%
Net Kar	106	113	116	122
Büyüme	0%	6%	3%	6%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	5.4	5.4	5.3	5.1
F/K	7.5	7.1	6.9	6.5

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 çeyreksele %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 ayrıştırabilir. 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)	10.33	13.20	28%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	6%	28%	40%
BIST100'e göre relatif	0%	0%	-5%	4%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR80.1mn		TL328.1mn	
Piyasa Değeri	EUR10,371mn		TL43,386mn	
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	8.6	7.0	6.2	5.5
F/DD	1.2	1.1	1.0	0.8

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

2010 yılında kurulan Halk GYO, Halkbank grup şirketlerindendir. 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 gelirine 238mnTL (satış gelirinin %76'sı), 2019 yılında 96 mn TL (satış gelirinin %56'sı) katkı yapmasını bekliyoruz. Halk GYO'nun konut projeleri, hedef net aktif değerimizin %24'üne denk gelmektedir.

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

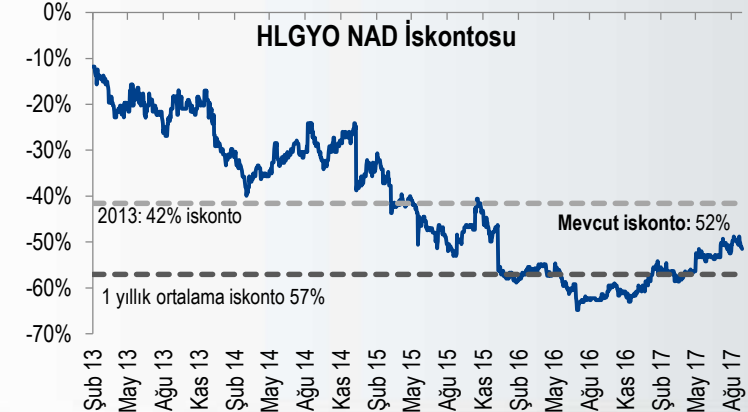
Kısa vadeli görünüm:

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

Halk GYO'nun piyasa değeri, net aktif değerine göre %52 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)	1.05	1.60	52%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	2%	4%	26%	20%
BIST100'e göre relatif	4%	-1%	-7%	-10%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR2.0mn		TL8.2mn	
Piyasa Değeri	EUR206mn		TL861mn	
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	17.5	22.2	8.3	12.1
F/K	8.0	23.4	11.1	20.0

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 tahminiz %18 seviyesindedir ve 2015 öncesi dönem ortalaması olan %20'nin altındadır. Bu durum hedef fiyatımızda yukarı yönlü risk barındırmaktadır.

Kısa vadeli görünüm:

Geçtiğimiz 4-5 aylık süreçte 100\$'a yaklaşan artış gösteren uzun ürün fiyatları, fiyat hareketlerin gecikmeli etkisi de göz önünde bulundurulduğunda yılın ikinci yarısında Kardemir için güçlü operasyonel karlılığa işaret ediyor. Haziran ayı başında 412\$ seviyesinde olan yurtiçi kütük fiyatı 532\$'a ulaşmıştır. Yine aynı dönemde inşaat demiri 477\$'dan 560\$'a ve kangal ise 502\$'dan 570\$'a yükselmiştir.

Beklentilerimiz Şirket beklentilerine göre muhafazakar kalmakla birlikte piyasa beklentilerinin üzerindedir. 2017 yılı satış geliri ve FAVÖK beklentimiz piyasa beklentilerine göre sırasıyla %18 ve %27 yukarıdadır. Bu sebeple piyasa beklentilerinde yukarı revizyonların devam etmesini bekliyoruz.

Sene başından beri güçlü performans gösteren KRDMD, 5.0x FD/FAVÖK 2018T işlem görürken, uluslararası emsallerine göre %26 iskontoludur. Artış trendindeki uzun çelik fiyatlarını ve güçlenen 3Ç17, 4Ç17 görünümünü göz önünde bulundurarak hissede güçlü fiyatlamamanın önümüzdeki dönemde devam etmesini bekliyoruz.

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)	2.25	3.00	33%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	39%	68%	96%
BIST100'e göre relatif	0%	31%	24%	46%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR41.3mn		TL169.8mn	
Piyasa Değeri	EUR420mn		TL1,756mn	
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	13.1	6.8	4.9	4.5
F/K	-20.7	9.0	5.0	4.2

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:

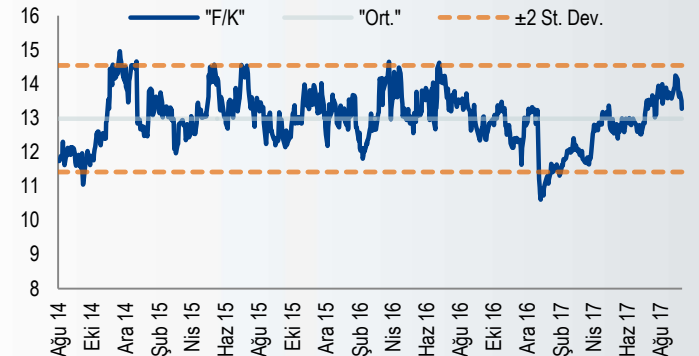
Yeni model lansmanları ardından Tofaş yüksek talebi karşılamakta zorlanmaktadır. Şirket bu nedenle boyahaneye yaptığı yatırımla kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e çıkarmış bulunmaktadır. Buna ek olarak yeni kapasite artış planları yönetimin gündem maddeleri arasındadır.

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.

TOASO (Endeks Üzeri)		Tofaş Otomobil Fab.		
Sektör		Otomotiv		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	30.32	37.00	22%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-5%	3%	44%	26%
BIST100'e göre relatif	-3%	-2%	7%	-6%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR4.0mn		TL16.6mn	
Piyasa Değeri	EUR3,624mn		TL15,160mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	14,236	18,211	18,844	20,634
Büyüme	43%	28%	3%	9%
FAVÖK	1,367	1,771	1,823	1,999
Büyüme	28%	30%	3%	10%
Net Kar	970	1,392	1,018	1,133
Büyüme	17%	43%	-27%	11%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	13.0	10.1	9.8	8.9
F/K	15.6	10.9	14.9	13.4

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.

Tüpraş temettü verimliliği anlamında endeksin önde gelen isimlerinden olmaya devam ediyor. 2017 yılı finansal sonuçlarına ilişkin %11'lik bir temettü verimi beklentimiz bulunmaktadır.

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 en güçlü çeyrek olacağını bekliyoruz. 3Ç16'da 9\$/varil ve 2Ç17'de 10.7\$/varil olan motorin karlılığı Ağustos ayında 13\$/varil seviyelerine ulaştı. İlave ABD'de meydana gelen Harvey kasırgası, kapasite duruşlarını beraberinde getirerek Akdeniz rafineri marjını Eylül ayında 8\$/varil ortalamasına taşıdı (Ağustos ort. 6.2\$/varildir).

2017 yılı için 5.8 milyar TL FAVÖK ve 4.2mn TL net kar öngörüyoruz. Beklentilerimiz piyasa beklentilerinin sırasıyla %23 ve %31 üzerindedir. Piyasa beklentilerinde yukarı yönlü revizyonların gelmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Tüpraş 2017 yılı beklentilerimize göre 6.2x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir ve uluslararası emsallerine göre %10 iskontoludur.

Petrol fiyatlarındaki keskin dalgalanmlar stok zararına sebep olması sebebiyle, Tüpraş için kısa vadeli riskler arasındadır.

TUPRS (Endeks Üzeri)		Tüpraş Rafineri		
Sektör	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	121.60	147.00	21%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	6%	22%	128%	85%
BIST100'e göre relatif	8%	15%	69%	38%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR28.6mn		TL117.4mn	
Piyasa Değeri	EUR7,279mn		TL30,451mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	34,855	48,016	49,365	53,575
Büyüme	-6%	38%	3%	9%
FAVÖK	3,195	5,848	5,193	5,214
Büyüme	-14%	83%	-11%	0%
Net Kar	1,793	4,171	3,292	3,382
Büyüme	-30%	133%	-21%	3%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	11.4	6.2	7.0	7.0
F/K	17.0	7.3	9.3	9.0

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 0.64 TL hisse başına temettü dağıtmasını bekliyoruz ki bu da %5.3 temettü verimine işaret ediyor.

Kısa vadeli görünüm:

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

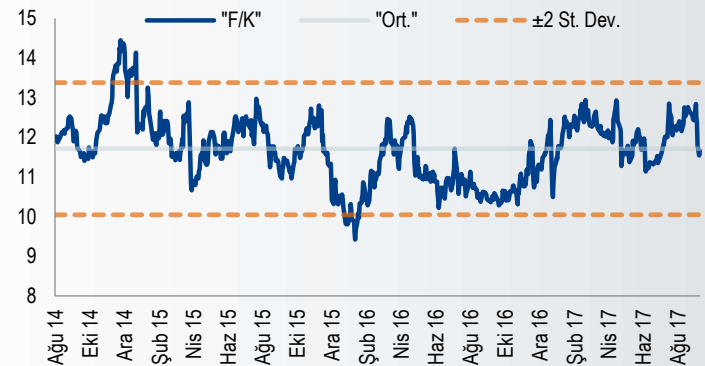
Artan genişbant abone sayısı 3Ç17'de şirketin cirosunu destekleyecektir.

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

Turkcell şu anda 5.8x'lik 2017T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor, ki bu da 3 yıllık ortalama çarpanına göre %8 iskontoya işaret ediyor.

TCELL (Endeks Üzeri)				Turkcell
Sektör				İletişim
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	12.19	15.00	23%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	0%	10%	32%	35%
BIST100'e göre relatif	2%	4%	-2%	0%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR28.1mn		TL115.5mn	
Piyasa Değeri	EUR6,410mn		TL26,818mn	
Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	14,101	17,074	18,689	20,751
Büyüme	10%	21%	9%	11%
FAVÖK	4,573	5,684	6,265	6,963
Büyüme	11%	24%	10%	11%
Net Kar	1,512	2,002	3,395	3,945
Büyüme	-27%	32%	70%	16%
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	7.2	5.8	5.3	4.7
F/K	17.7	13.4	7.9	6.8

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 5,2TL 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 artışıyla, yılın ilk yarısında %13,2'ye yükseldi.

Kredi kalitesinde iyileşme:

2Ç17 sonuçlarına göre, bankadaki net takibe düşen krediler çeyrekse olarak yatay seviyede kaldı. Kredi Garanti Fonu'nun etkisi ile de, kredi karşılık giderlerinde düşüşün ve tahsilat gelirlerinde toparlanma bekliyoruz.

Sermaye oranlarında toparlanma:

Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı yılbaşından bu yana 63 baz puan artışıyla %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.

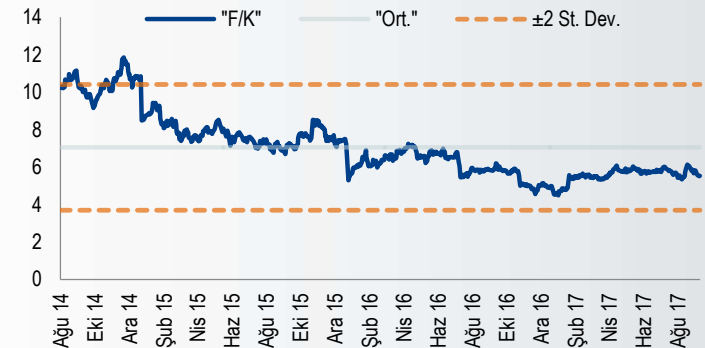
Kısa Vadeli Görünüm:

2017 beklentilerimize göre, 5.4x F/K ile son üç yıllık F/K ortalamasının %20 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)		4.37	5.90	35%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	2%	-3%	18%	27%
BIST100'e göre relatif	4%	-8%	-13%	-5%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR22.6mn		TL92.6mn	
Piyasa Değeri	EUR4,541mn		TL18,997mn	
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

YF Araştırma Takip Listesi - I

	TAVSİYE	HEDEF HİSSE FİYATI (TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	GET. POT. (%)	PİYASA DEĞERİ (mn TL)	BIST100'e RELATİF PERF.				F/K		Firma Değeri/FAVÖK		Net Satışlar - Büyüme		FAVÖK - Büyüme		Net Kar - Büyüme	
						1A	3A	12A	YBB	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T
Finansallar																			
Bankacılık																			
AKBNK	Endekse Paralel	11.50	9.91	16%	39,640	0%	-6%	-9%	-3%	7.2	6.5						22%	10%	
ALBRK	Endekse Paralel	1.70	1.44	18%	1,296	5%	6%	-13%	-6%	4.4	4.0						34%	11%	
GARAN	Endeks Üzeri	13.20	10.33	28%	43,386	0%	0%	-5%	4%	7.0	6.2						23%	12%	
HALKB	Endeks Üzeri	18.60	12.57	48%	15,713	-12%	-9%	1%	2%	3.9	3.9						56%	1%	
VAKBN	Endeks Üzeri	8.85	6.65	33%	16,625	-3%	-4%	13%	15%	4.5	4.0						36%	11%	
YKBNK	Endeks Üzeri	5.90	4.37	35%	18,997	4%	-8%	-13%	-5%	5.4	4.7						20%	16%	
Sigorta																			
ANHYT	Endekse Paralel	7.50	6.88	9%	2,958	7%	21%	7%	10%	13.6	12.6						14%	8%	
AVISA	Endeks Üzeri	24.30	20.80	17%	2,454	4%	3%	-17%	-19%	25.8	19.0						51%	36%	
Finansal Olmayanlar																			
Havacılık																			
PGSUS	Endekse Paralel	29.00	26.06	11%	2,665	1%	30%	59%	37%	10.5	8.9	7.8	5.6	39%	25%	511%	37%	-289%	18%
TAVHL	Endekse Paralel	20.50	18.16	13%	6,597	-9%	-6%	26%	1%	8.0	5.8	5.4	4.4	18%	15%	23%	23%	94%	39%
THYAO	Endekse Paralel	10.50	9.21	14%	12,710	2%	17%	32%	37%	a.d	7.0	7.7	6.0	25%	12%	104%	28%	a.d	-274%
Otomotiv / Tarım Araç																			
DOAS	Endeks Üzeri	10.75	8.79	22%	1,934	0%	-9%	-36%	-25%	10.3	6.2	9.8	7.2	1%	21%	12%	35%	-21%	65%
FROTO	Endekse Paralel	54.00	48.30	12%	16,949	2%	6%	21%	22%	14.0	10.0	9.1	7.3	23%	20%	38%	25%	26%	40%
TOASO	Endeks Üzeri	37.00	30.32	22%	15,160	-3%	-2%	7%	-6%	10.5	12.4	9.5	8.1	32%	17%	37%	17%	49%	-15%
TTRAK	Endeks Üzeri	103.00	83.50	23%	4,456	5%	0%	-19%	-12%	14.0	11.0	9.7	8.1	16%	13%	6%	19%	-14%	27%
TMSN	Endeks Altı	5.60	6.88	-19%	791	-3%	-15%	-32%	-31%	215.0	52.0	34.6	17.7	16%	13%	-61%	95%	-91%	313%
Çimento																			
ADANA	Endekse Paralel	6.70	6.21	8%	548	0%	-12%	-23%	-26%	8.3	8.1	8.7	7.1	17%	11%	7%	23%	-7%	3%
AKCNS	Endeks Üzeri	16.80	11.32	48%	2,167	4%	-6%	-29%	-32%	9.0	8.5	6.5	5.9	12%	10%	-1%	9%	-16%	6%
BOLUC	Endeks Üzeri	8.00	5.56	44%	796	3%	-7%	-27%	-31%	7.1	6.9	5.4	5.3	10%	5%	0%	2%	6%	3%
CIMSA	Endeks Üzeri	20.40	14.73	38%	1,990	7%	-7%	-21%	-24%	9.0	8.2	8.4	6.7	19%	18%	18%	25%	-10%	9%
MRDIN	Endekse Paralel	4.80	4.30	12%	471	2%	-7%	-28%	-26%	11.1	10.7	10.3	8.4	21%	21%	10%	22%	12%	4%
Holdingler																			
KCHOL	Endekse Paralel	20.00	16.82	19%	42,654	1%	-5%	-2%	-7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SAHOL	Endekse Paralel	12.20	10.36	18%	21,139	3%	-11%	-18%	-14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

16-17 Eylül	18 Eylül	19 Eylül	20 Eylül	21 Eylül	22 Eylül
		08.08.2018 itfa tarihli Hazine Bonosu (yeniden ihraç) 11.08.2027 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) - Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Temmuz)	İtfa: 2.615 milyon TL	- Tüketici Güven Endeksi, Eylül - BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (37. Hafta) - TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (37. Hafta)	
23-24 Eylül	25 Eylül	26 Eylül	27 Eylül	28 Eylül	29 Eylül
	- Kapasite Kullanım Oranı (Eylül) - Reel Kesim Güven Endeksi (Eylül) - Konut Satış İstatistikleri (Ağustos)	15.05.2019 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç)	İtfa: 1.680 milyon TL	- Ekonomik Güven Endeksi (Eylül) - Konut Fiyat Endeksi (Temmuz) - BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (38. Hafta) - TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (38. Hafta)	- Dış Ticaret Dengesi (Ağustos) - Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Ağustos)
30 Eylül-1 Ekim	2 Ekim	3 Ekim	4 Ekim	5 Ekim	6 Ekim
	- İTO İmalat Sanayi PMI Verisi (Eylül) - TİM İhracat Verileri (Eylül)	- TÜFE (Eylül) - Yurt İçi ÜFE (Eylül) - Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Temmuz)	- İtfa: 843 milyon TL - TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Eylül) - Reel Efektif Döviz Kuru (Eylül)	- BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (39. Hafta) - TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (39. Hafta)	Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Eylül)
7-8 Ekim	9 Ekim	10 Ekim	11 Ekim	12 Ekim	13 Ekim
	- Sanayi Üretimi (Ağustos) - Perakende Satış Hacim Endeksi (Ağustos)		Ödemeler Dengesi, Ağustos	- BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (40. Hafta) - TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (40. Hafta)	Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Ağustos)

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

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

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

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

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

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

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

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler

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

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler

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

Araştırma Bölümü

Mehmet Akif Daşiran	Müdür	akif.dasiran@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 39
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