

HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

EKİM 2016



Moody's not indirimi sonrası görüşümüz:

Türkiye'nin yatırım yapılabilir statüsü Cuma gecesi Moody's not indirimi ile sona ermiş oldu. Yatırımcılara doğru zamanda doğru yönlendirmeyi yapabilmek adına aylık strateji raporumuzu planlanan tarihinden bir hafta önce yayınlıyoruz. Şüphe yok ki not indirimi sonrası negatif şok Türk hisse senetleri üzerinde önümüzdeki dönemde baskı yaratıyor olacak. Diğer taraftan BIST-100'ün halihazırda gelişmekte olan piyasalara göre yüksek iskontosunun, düşüş göstermiş olan yabancı payının ve yakın zamanda gündemde olacak olan 3. çeyrek kar açıklamalarının aşağı yönlü baskıyı sınırlayan etkenler olacağını düşünüyoruz.

Türkiye'nin uzun vadeli görünümde değişiklik bulunmuyor:

Türkiye'nin demografik özellikleri, güçlü bankacılık sistemi ve kurumlarının yapısı ile uzun vadede güçlü büyüme dinamiklerini sürdüreceğini düşünüyoruz. İlaveten, ülkenin kamu maliyesi de güçlü bir iç ekonomik denge sunmaktadır. Yatırım yapılabilir notun tekrar elde edilmesi için hükümetin yapısal reformları hızlandırması gerektirdiği düşünülürken, bu yönde şimdiye kadar atılmış bazı adımlar da mevcut (örn. zorunlu emeklilik ödemeleri, ve devlet fonunun kurulması gibi).

Bankacılık endeksinin önümüzdeki dönemde sanayi hisselerinin %9 altında performans göstermesini bekliyoruz:

Moody's not indiriminin bankaların fonlama maliyetini yaklaşık 50 baz puan arttıracığını düşünüyoruz ve buna göre sektör karlılığında ortalama %10'luk bir düşüş öngörüyoruz. Kredi faizlerindeki potansiyel artış tüketici harcamalarını negatif yönde etkileyebilir, özellikle otomotiv, beyaz eşya ve konut sektörleri potansiyel faiz artışlarından en çok etkilenmesi beklenen sektörler arasında. Diğer taraftan TL'deki potansiyel dalgalanma döviz açık pozisyonu bulunan şirketlerin 2Y16 finansallarını negatif yönde etkileyecektir. Ancak yine de sanayi şirketlerinin kurdaki ve faizlerdeki dalgalanmaya karşı görece dayanıklı olduğunu düşünüyoruz.

Yüksek iskonto aşağı yönlü riskleri sınırlandırıyor:

Türkiye'nin bir süredir gelişmekte olan ülkeler arasında tarihi ortalama F/K rasyosuna göre iskontolu işlem gören tek piyasa olduğu göz önünde bulundurulduğunda aşağı yönlü risklerin bir kısmının halihazırda fiyatlanmış olduğunu düşünüyoruz. Türkiye mevcut durumda MSCI GOÜ endeksinde %29 iskonto ile işlem görmektedir. Geçtiğimiz 1 yıl içerisinde iskonto oranının en yüksek %37 (başarısız darbe girişimi ardından) seviyesine gördüğünü biliyoruz. Buna göre olumsuz senaryomuzda BIST -100 için 72,000 seviyesini öngörüyor ve endeksin bu seviyelere yaklaşması durumunda tekrar alım için fırsat yaratacağını düşünüyoruz.

Defansif hisseler ön plana çıkıyor:

Moody's den gelen beklenmeyen not indirimi sonrası oluşturduğumuz stratejimize göre model portföyümüzde değişikliğe gidiyoruz. Buna göre bankacılık sektöründeki ağırlığımızı azaltıyor, Akbank ve Yapı Kredi'de kar realizasyonuna gidiyoruz. Teknosa ve Torunlar GYO da model portföyümüzden çıkardığımız hisseler arasında yer alırken, Erdemir'i Model Portföyümüze dahil ediyoruz. Mevcut durumda **Garanti** (disiplinli marj yönetimi ve güçlü sermaye oranları) model portföyümüzdeki tek bankacılık sektörü hissesi iken **Turkcell** ve **Bim** defansif yapısı ile beğendiğimizi sanayi hisselerindendir. İlaveten Marmara bölgesindeki güçlü talep ortamından fayda sağlana **Akçansa**, defansif yapısı ile cazip değerlendirilen **Erdemir**, enerji ve sigortacılık segmentlerinde iyileşen görünüm ve cazip NAD iskontosunu ile **Sabancı Holding** ve güçlü büyüme görünümü ve al yada öde kontratları ile korunan ihracat imkanları ile **Tofaş** beğendiğimiz diğer sanayi hisseleridir.

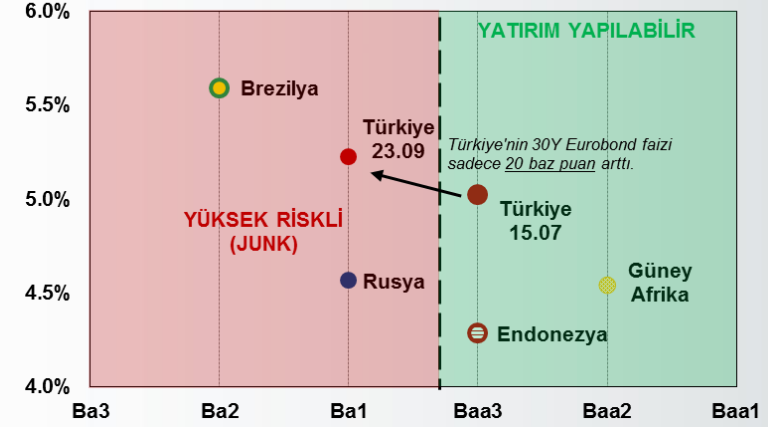
18 Temmuz'da başlattığı değerlendirme sürecini tamamlayan Moody's Türkiye'nin uzun vadeli döviz cinsi kredi notunu bir seviye düşürerek Baa3'ten Ba1'e indirdi (görünüm ise "durağan" olarak belirledi). Böylece döviz cinsi Türk Hazine tahvilleri "yüksek riskli (spekülatif/junk)" kategorisine girmiş oldu. Moody's not indiriminin ardından üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu arasında Türkiye'ye yatırım yapılabilir düzeyde not veren tek kuruluş olarak Fitch kaldı.

Karardan iki gün önce yapılan açıklamada başarısız darbe girişimi kaynaklı şokun Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisinin büyük ölçüde ortadan kalktığını ifade etmiş, gözden geçirme sürecinin gelecek ay içinde bitirileceğini belirtmişti. Bu açıklama Türk varlıkları için olumlu algılanırken yatırımcıların Türkiye'nin kredi notunun korunacağına dair beklentileri yükseltmişlerdi. Moody's kredi notu derecesinin indirilmesinde iki nedene vurgu yaptı:

1. Dış finansman ihtiyacına bağlı risklerin artması: Moody's (i) yabancı sermaye akışının ani biçimde terse dönme olasılığına (ii) rezervlerde yaşanabilecek hızlı bir düşüşe ve (iii) bir ödemeler dengesi krizi ihtimalinin önemli ölçüde artış gösterdiğine değinmiştir. Biz bu değerlendirmeye katılmıyoruz. Kredi notu kararının alındığı 2Ç13 döneminde Türkiye'de cari açığın GSYH'ya oranı %6,7 seviyesindeydi ve o yılın sonunda %7,9'a kadar ulaştı. Ancak 2Ç16'da bu rakam %4,3'e kadar geriledi ve iç talep koşullarındaki yavaşlama nedeniyle bu oranın yakın gelecekte yükselmesi ve finansman ihtiyacının artması düşük olasılıktır. Dış finansman tarafında ise borç döndürme oranları bu dönemde direnç gösterdi, finansman maliyetlerinde sınırlı bir artış söz konusu oldu. Türk bankacılık sektörü, gelecek 12 ay içerisindeki tüm yükümlülüklerini karşılayacak döviz rezervine sahiptir. Merkezi hükümetin önümüzdeki yıl içerisinde ödemesi gereken dış borç 11,3 milyar dolar seviyesinde seyretmektedir. Bütün bunların dışında, Türkiye'nin borç yükümlülüklerini karşılama konusundaki geçmiş performansı ve isteği Moody's tarafından göz ardı edilmektedir.

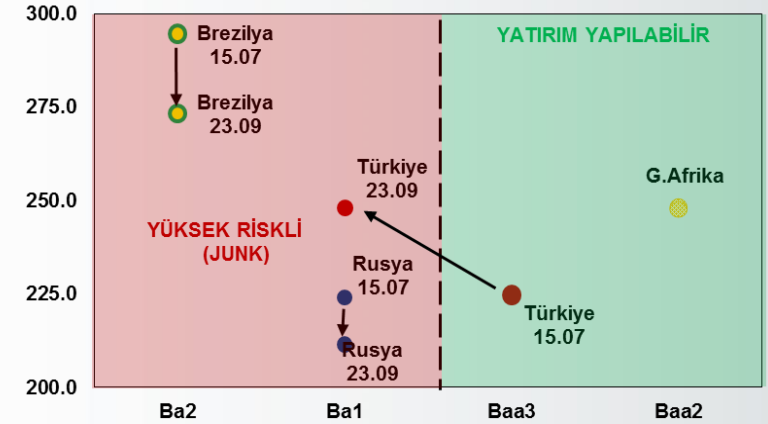
2. Kredi notunu destekleyen temellerin, özellikle büyüme görünümü ve kurumsal yapıların zayıflaması: Moody's Türkiye'de kurumların gücünde yaşanan bozulmanın hem gelecek yıllardaki büyüme görünümünde hem de yapısal reformların uygulanmasında olumsuz etkiler yaratacağını ifade etmiştir. Kurum, 2016-19 yılları içerisinde Türkiye'nin ortalama %2,7 büyüyeceğini öngörmektedir. Açıklamada, bu seviyenin 2010-14 yılları arasında kaydedilen ortalama %5,5'in altında kaldığı vurgulanmıştır. Ayrıca, Moody's, reform uygulamalarına dair beklentilerinin zayıf olduğuna değinmiştir. Moody's'in büyüme görünümünü geçmiş performans ile kıyaslarken istisnai 2010-11 yıllarını referans döneme dahil etmesini anlamalı bulmuyoruz. Türkiye'nin Moody's notunun yükseldiği 2Ç13 döneminden 2015 yıl sonuna büyüme ortalaması yıllık %3,6'dır. Ülkenin 2016 yılı içerisindeki mevcut performansı ise bu oranı geçmektedir. Türkiye'nin makroekonomik rasyolarında anlamlı değişiklik kaydedilmemiş olmasına rağmen not indirimin yapılmasında öznel bir kriter olan "kurumsal yapı"nın öne çıktığına inanıyoruz. Moody's'in açıklama metninde değindiği 'süreklilik arz eden yüksek siyasi risk' ve 'yatırımcı güvenindeki oynaklık' söz konusu ise makro rasyoları Türkiye'den daha zayıf ve kurumsal kalitesi en az Türkiye kadar tartışılan Güney Afrika'nın kredi notunun ülkemize kıyasla iki seviye yukarda konumlandırılması soru işareti yaratmaktadır.

Kredi Notu vs Eurobond Getirisi



Kaynak: Bloomberg

Kredi Notu ve CDS Düzeyi



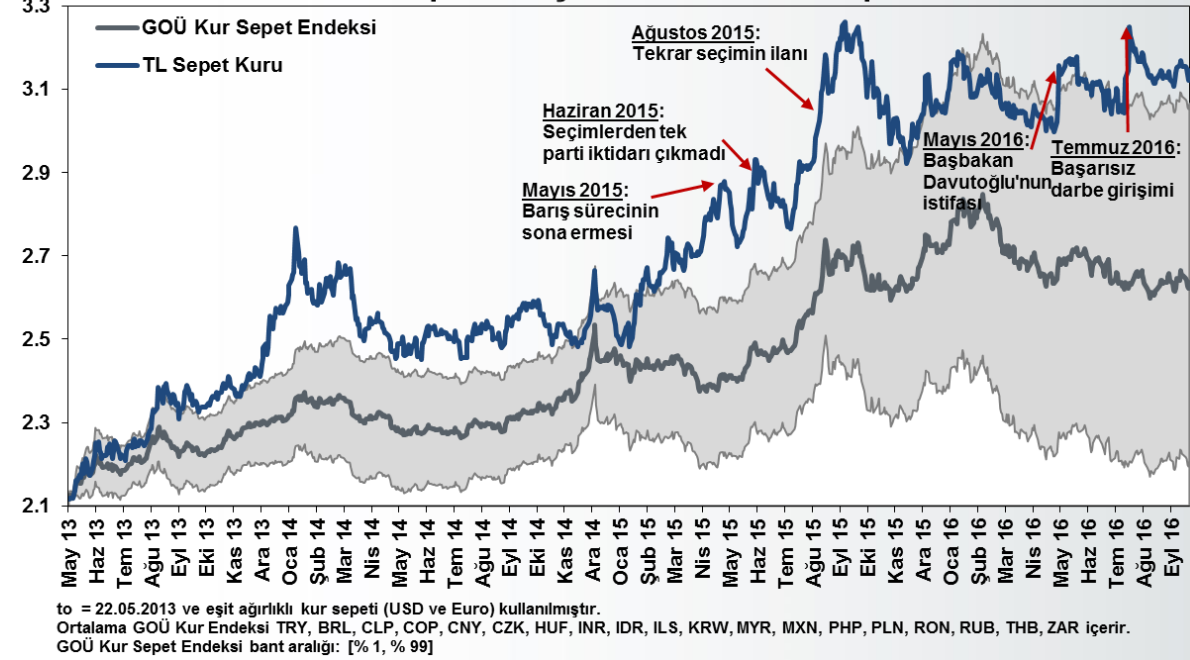
Kaynak: Bloomberg

Başarısız darbe girişimi sonrasında Türk varlıklarının risk primi yükseldi. CDS primleri 220 puandan hareketle 300 seviyelerine yaklaştı; 30 yıllık eurobond faizleri 64 puan yükseldi; TL cinsi getiri eğrisinde uzun sektörde faizler %9,60'a sıçradı; opsiyonların ima ettiği oynaklık değerleri 17 seviyesini geçti (Ocak 2014'teki faiz artışı sonrasında görülen en yüksek seviyelerden biri). Ancak risk değerlerindeki hızlı normalleşme, Moody's'in Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyedeki kredi notunu koruyacağına yönelik bir beklentiye işaret etti. Bu sebeple fiyatlamalara yönelik yaptığımız analizlerde, not indirim kararını bir vaka riskinin gerçekleşmesi olarak nitelendiriyoruz.

Karar sonrası TL varlıkları bir miktar baskı altında kalarak diğer GOÜ varlıklarından negatif ayrışabilir. Ancak biz, destekleyici küresel görünüm ve 15 Temmuz sonrası rallilerde kısıtlı kalan yabancı katkısından (ve erken satışlardan) ötürü bu baskının şiddetli olmayacağı kanısındayız. Önümüzdeki bir ay içerisinde TL'nin sepet karşısında (*en fazla*) %4,6 değer kaybederek 3,28 seviyesine yaklaşacağını hesaplıyoruz. TL'nin dolar karşısında ise (*en fazla*) %4,5 değer kaybederek 3,10'a gerilemesini bekliyoruz. TCMB sadeleşme politikası sürecinde üst banttıan yaptığı faiz indirimleri bu süre içinde duraksayabilir. Getiri eğrisinin bir parça yataylaşarak 75-100 puan aralığında yukarı kayması beklentimiz dahilindedir. USD cinsi Hazine tahvillerinde de 40-50 baz puanlık bir satış söz konusu olabilir.

Türkiye'nin uzun vadede büyüme hikayesinin ise değişmediği kanısındayız. Vaka risklerine ve şoklara esnek tepkiler verebilen bir iktisadi yapı içerisinde, yatırım yapılabilir seviyenin tekrar tesisi adına, hükümetin yapısal reform ajandasını hızlandırabilir.

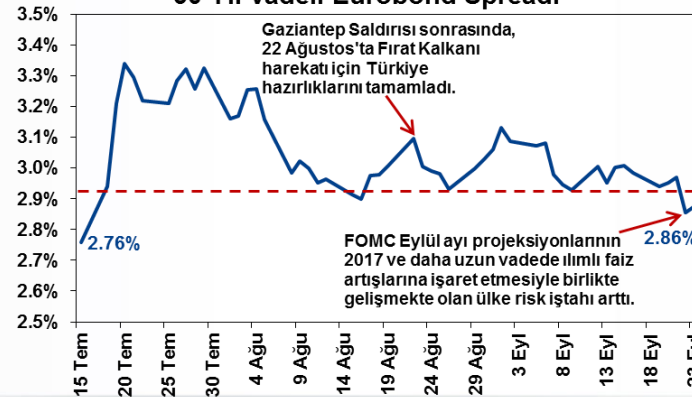
GOÜ Kur Sepeti Karşısında TRY'deki Sapmalar



TL Cinsi Gösterge Tahvil Faizleri



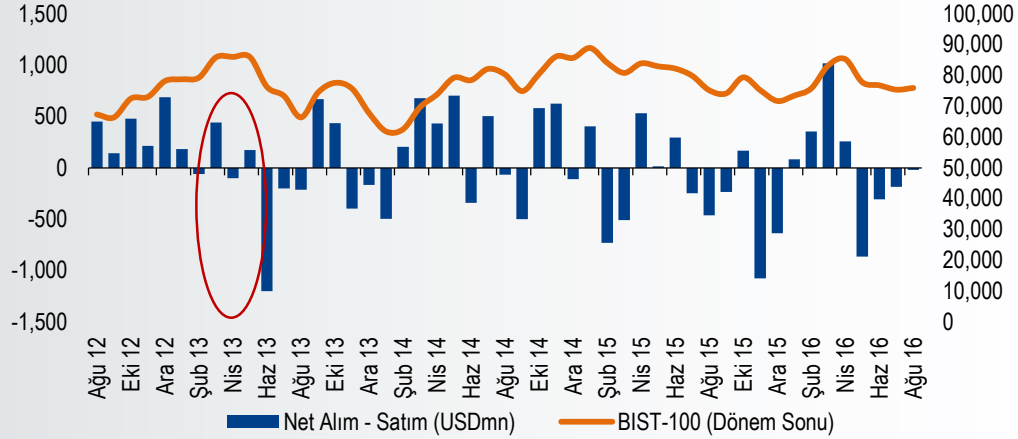
30 Yıl Vadeli Eurobond Spreadi



USD/TRY Kuru ve Kur Oynaklığı



Son 39 ayda yatırım yapılabilir not özelinde net yabancı alışı bulunmuyor



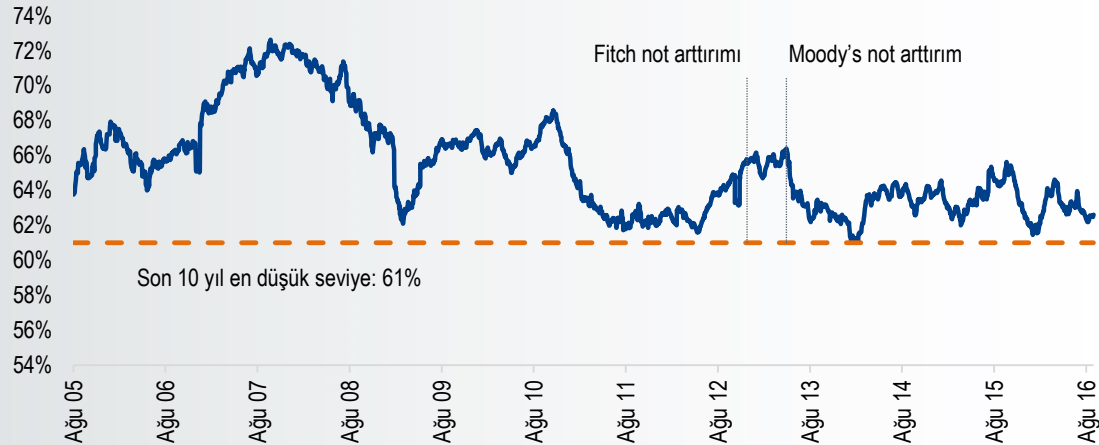
Moody's'in 2013 Mayıs ayında kredi notunu arttırması sonucunda Türkiye yatırım yapılabilir ülke statüsüne geldi. Ancak, şaşırtıcı bir şekilde, bu kararın ardındaki 3 ay boyunca yabancı yatırımcılar net satıcı oldular. Kredi notu arttırımından sonra ilk üç ayda nette 1,6 milyar dolar hisse satışı gerçekleşti.

Son 4 ayda (Mayıs – Ağustos 2016), yabancılar **net 1,4 milyar dolar hisse satışı** gerçekleştiren net satıcı konumundadırlar.

Son 12 ayda ise yine **1,4 milyar dolar değerinde hisse satışı** ile net satıcı oldular.

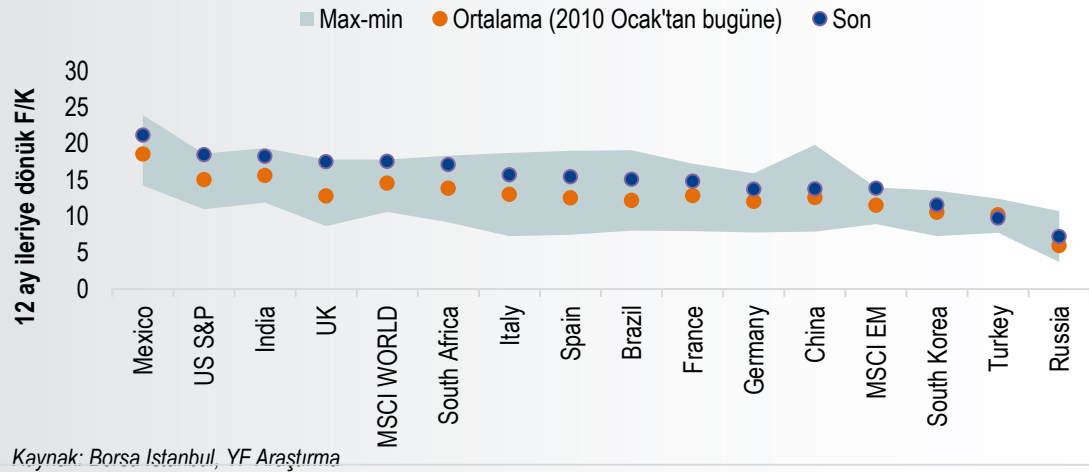
Mayıs 2013'ten bu yana yabancı yatırımcılar **1,0 milyar dolar hisse satışı** ile net satıcı konumundalar.

Yabancı payı tarihi diplerine yakın seyrediyor



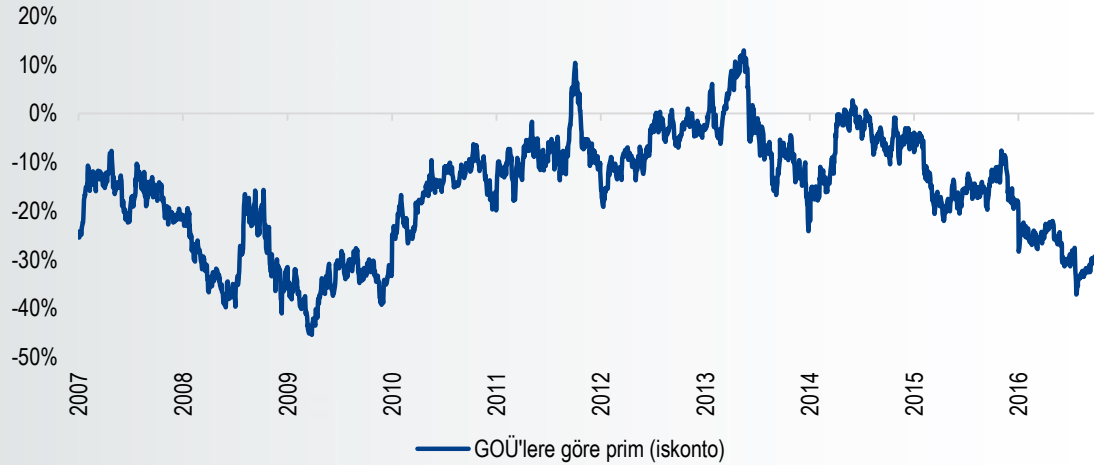
Aynı resmi borsadaki yabancı payı oranının tarihsel trendine baktığımızda da görmekteyiz. Türkiye'nin kredi notu arttırımı gelmeden önce yabancı payının zirveye çıktığını ve bu seviyeyi o zamandan bu yana geçmediğini görmekteyiz. Cari durumda, yabancıların Borsa İstanbul'daki payı %62,6 seviyesindedir (10 yıllık tarihsel düşük seviye %61'dir). Yabancı payı kredi notu arttırımından tam bir gün önce %66 seviyesindeydi. Yabancı payının yakın zaman diliminde 160 baz puan düşeceğini varsaydığımızda hisse piyasasından yaklaşık 1,1 milyar dolarlık bir çıkış olmasını öngörmekteyiz.

Türkiye dışındaki GOÜ'ler global likidite bolluğundan faydalıyor



Mevcut durumdaki küresel likidite koşullarından faydalanan gelişmekte olan ülkelerin F/K çarpanları tarihsel zirvelerinde işlem görmektedir. Türkiye'de ise 12 ay ileriye yönelik F/K çarpanları geçtiğimiz birkaç hafta içerisinde tarihsel ortalamasına yaklaşmış olsa da halen altında işlem görmektedir. Türk şirketlerinin kazanç seviyelerinde herhangi bir bozulma meydana gelmemesine rağmen son iki aydır değerlemelerde not indirimi riskinden dolayı oluşan bir baskı olduğuna değiniyorduk. GOÜ'lerde yaşanan olumlu havanın aksine 15 Temmuz'daki başarısız darbe girişimi sonrası Türkiye'nin F/K oranı büyük bir düşüş göstermişti. Eğer tarih tekrardan ibaretse, Türkiye'nin iskonto oranı diğer gelişmekte olan ülkelere göre kısa bir dönem içerisinde tekrar genişleyebilir.

BİST-100 GOÜ'lere göre %29 iskontolu işlem görüyor



12 ay ileriye yönelik F/K çarpanlarına göre, BIST-100 %29 iskonto ile işlem görmektedir. Son 1 yıl içerisinde ulaşılan en yüksek iskonto oranı ise %37 seviyesi olmuştur ve bu oran 15 Temmuz başarısız darbe girişimi sonrası asıl artışını göstermiştir. Ancak, son 10 yıl içerisinde en düşük iskonto oranı küresel ekonomik krizin olduğu dönemde görülmüştür ve Türk hisseleri %45'lik iskonto oranıyla işlem görmüştür. Bütün bunlar göz önüne alındığında, yakın zaman diliminde Türk hisseleri GOÜ'lerin %8-16 altında performans gösterebilir.

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi

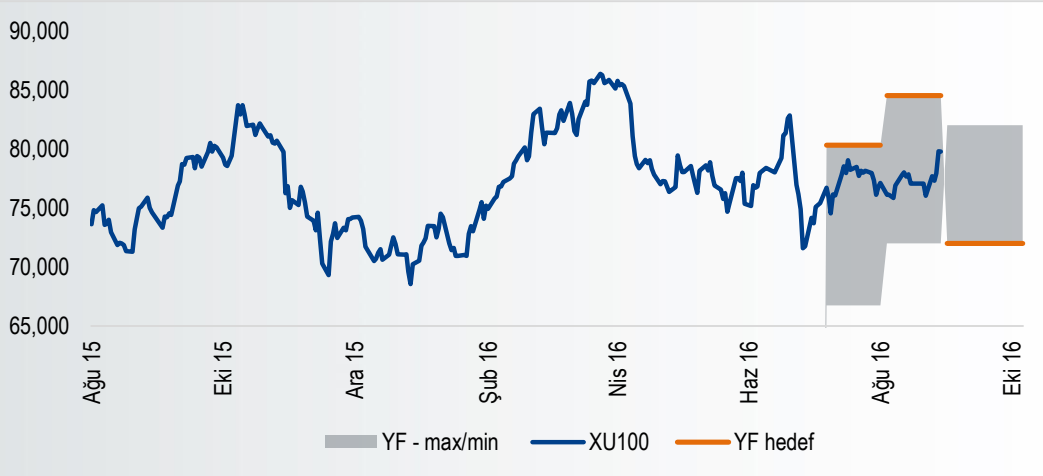


İyi Senaryo: BIST-100 F/K çarpanlarının tarihsel ortalaması üst sınır olarak kalmaya devam edecek gibi görünmektedir. Bu nedenle, kısa vadede BIST-100 endeks için üst band sınırlamızı 82,000 olarak belirliyoruz.

Kötü Senaryo: Moody's'in kredi notu indirimi sonrasında ileriye yönelik F/K oranlarının kısa dönem tarihsel düşük seviyesi olan seviyelere yaklaşabilir. Bu senaryoda, BIST-100 hedefimizi %10'luk aşağı yönlü risk ile **72,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

BİST-100'ün diğer GOÜ'lere göre yüksek iskontoda işlem görmesi nedeniyle Endeks'in F/K'sının dip seviyelerde işlem görmesini alım fırsatı olarak değerlendiririz. Bu çerçevede kötü senaryomuz olan 72,000'e yaklaşıldığında hisse senetlerinde alım fırsatının değerlendirilmesini tavsiye ediyoruz.

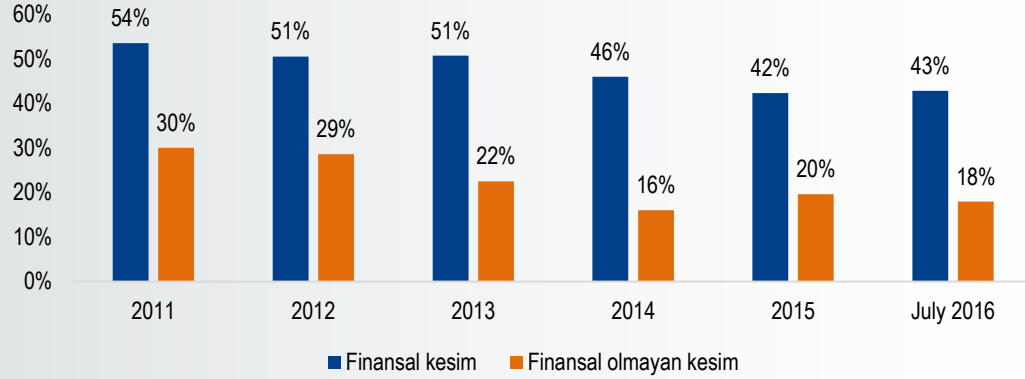
Geçmiş performansımız



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.

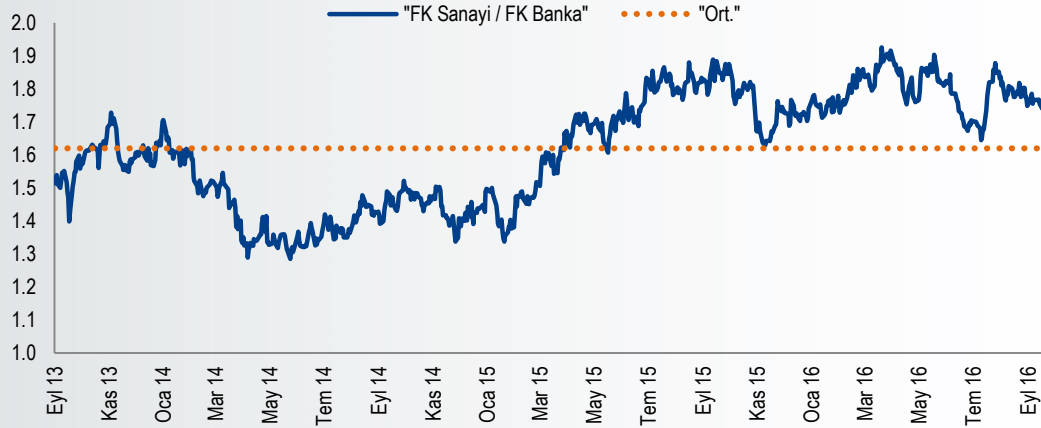
Sanayi şirketlerinin dış borç yapısı bankalara göre daha iyi

Kısa vadeli dış borcun toplam borç içindeki payı



Kaynak: TCMB, YF Araştırma

Banka ve Sanayi F/K karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma

2013 yılından beri varolan yatırım yapılabilir seviyedeki kredi derecelendirme notu Türk şirketlerinin yabancı para cinsinden borçlarının ortalama vadelerini artırmaya yardımcı oldu. Fakat, finansal şirketler için kısa vadeli yabancı para cinsinden borçların toplam yabancı para cinsinden borçların içindeki payının çok daha yüksek olduğunu gözlemliyoruz, buna karşılık finansal olmayan şirketlerin 2016 yılında daha iyi pozisyon aldığını görüyoruz. Finansal olmayan şirketlerin 2016 yılında Fed'in yapacağı muhtemel faiz artırımına karşı adımlar atarak dış borç stok vadelerini uzatmaya çalıştıklarını düşünüyoruz. Bu durum not indirimine karşı da finansal olmayan kesime alan yaratmış oldu.

Bankalar, Ağustos ayındaki sanayilere göre %5 daha yüksek performansın üzerine Eylül ayında sanayi şirketlerinin %5 üzerinde performans gösterdi. Hatırlayacak olursak, daha iyi değerlendirme çarpanları ve daha yüksek kar momentumu nedeniyle geçmiş 2 aylık dönemde bankaların sanayi şirketlerinin üzerinde performans göstermesini bekliyorduk. Türkiye'nin yatırım yapılabilir ülke konumunu kaybettiğiyle birlikte kısa vadede sanayi şirketlerine geçiş yapıyoruz. Açıkça, bankaların kar tahminleri sanayi şirketlerine göre faiz oranlarına çok daha hassas durumda. Bu yüzden, yakın zamanda sanayi şirketlerine göre banka kar tahminlerinde daha geniş revizyonlar bekliyoruz. **Yakın dönemde sanayi/banka F/K'larının tarihi zirvelerine yaklaşacağını varsaydığımızda, sanayi şirketlerinin kısa vadede bankaların %9 civarı üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.**

Not indiriminin potansiyel etkileri - Bankalar

Bloomberg'ün haberine göre, kreditorlerin muhtemel bir not indirimine karşı bazı bankalarla sendikasyon kredisi sözleşmelerine ekstra 40 baz puan maliyet yansıtabilecekleri belirtilmişti. Bu sebeple, ilk aşamada not indirildiği için 40 baz puanlık maliyet artışını sektör açısından bir göstere olarak görebiliriz.

Bu gelişmenin bankalara, yabancı para (YP) fonlama maliyetlerine yansması olarak beklenebilir. Karşılaştırmalı analizimize göre, YP bono ve alınan kredilerdeki 50 baz puanlık bir maliyet artışının bankaların net karına yaklaşık %3 ila %5 aralığında negatif bir etkisinin olabileceğini hesaplıyoruz. Bunun dışında, mevduat dışı fonlama maliyetlerindeki bir artışın, YP mevduat rekabeti ve maliyetleri artırabileceğini düşünüyoruz. YP mevduat maliyetlerindeki muhtemel bir 50 baz puanlık artış ise net karları, kar bazı ve mevduat büyüklüğüne göre %5 ila %10 aralığında olumsuz etkileyebileceğini hesaplıyoruz.

Fonlama portföyünün durasyonuna bakarak (yeniden fiyatlanma süresi), negatif etkinin ne kadar zamanda görülebileceğini tahmin edebiliriz. Takip ettiğimiz bankalar arasında, 2Ç16 finansallarına göre, Yapı Kredi'nin 10 ay ile en kısa durasyona sahipken, Halkbank 18 ay ile en uzun durasyona sahip olduğunu hesaplıyoruz.

TL'deki değer kaybı ve bono faiz oranlarındaki artışın ise bankaların sermaye yeterlilik oranlarını olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Bankaların yaptığı yorumlara dayanarak, TL'deki %10'luk bir değer kaybı, bankaların sermaye oranlarını 30 ila 60 baz puan azaltmaktadır. Yine, bono faizlerindeki 100 baz puanlık bir artış, sermaye oranlarını 10 ila 25 baz puan azaltmaktadır.

Eğer Fitch'in de Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmesi durumunda, sermaye oranlarının daha olumsuz etkilenmesini bekleyebiliriz. Çünkü, bankaların sermaye yeterlilik oranında kullandıkları risk ağırlıklı varlıklar kalemi, Fitch'in notuna göre hesaplanmaktadır. Banka yönetimlerinin yorumuna göre, Fitch kredi notunu indirirse, diğer etkenler sabit kalmak şartıyla, sermaye oranları 100 ila 150 baz puan arasında azalmasını bekleyebiliriz.

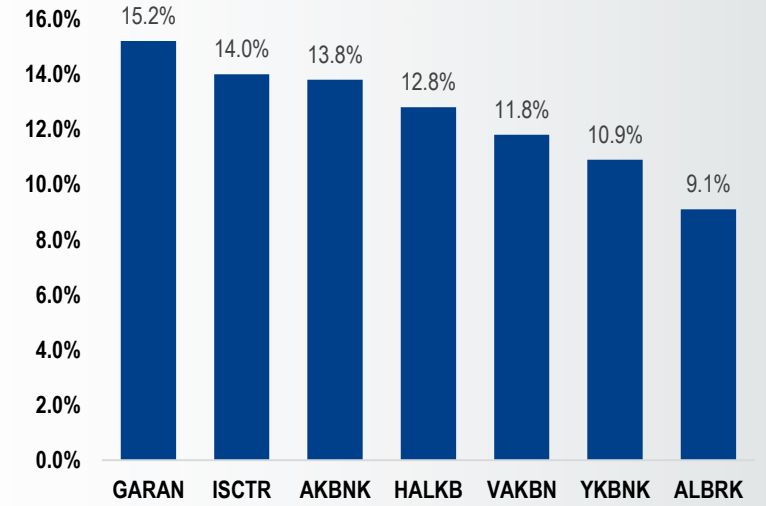
Yabancı para fonlama maliyetlerindeki 50 baz puanlık artışın karlılığa etkisi

TL milyon, 2Ç16 finansalları	AKBNK	GARAN	ISCTR	HALKB	VAKBN	YKBNK	ALBRK
YP İhraç Edilen Bonolar	7,370	9,823	13,224	7,280	8,886	6,484	0
YP Alınan Krediler	26,065	29,737	25,346	18,209	17,710	24,334	3,945
YP Mevduatlar	65,122	83,419	80,085	46,029	33,327	62,069	8,737
Bono ve alınan kredilerdeki 50 baz puan maliyet artışının kara etkisi	-134	-158	-154	-102	-106	-123	-16
YP Mevduatlarda 50 baz puan maliyet artışının kara etkisi	-260	-334	-320	-184	-133	-248	-35
2017T Net Kar	4,502	5,144	4,140*	3,152	2,511	2,892	340
YP bono ve alınan kredilerdeki maliyet artışının net kara oranı	-3.0%	-3.1%	-3.7%	-3.2%	-4.2%	-4.3%	-4.6%
YP mevduatlardaki maliyet artışının net kara oranı	-5.8%	-6.5%	-7.7%	-5.8%	-5.3%	-8.6%	-10.3%
Toplam Etki	-8.8%	-9.6%	-11.5%	-9.1%	-9.5%	-12.8%	-14.9%

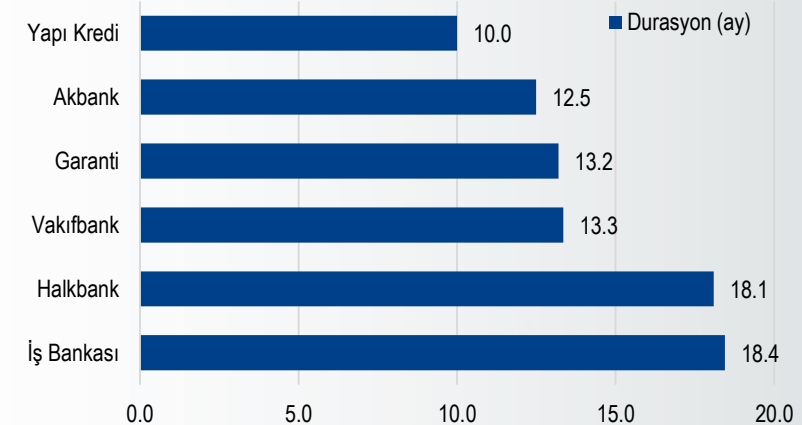
Kaynak: Banka finansalları, YF Araştırma

* İş Bankası 2017 yılı kar tahmini Bloomberg piyasa beklentisine göre verilmiştir.

Ana sermaye yeterlilik oranı (Tier-1)



Bono ve Alınan Kredilerin Durasyonu



Faiz oranlarındaki muhtemel bir artış, tüketim harcamalarını azaltabilir

Bankaların fonlama maliyetindeki artışın, kredilere yaklaşık 150 baz puan artış şeklinde yansıtacağını varsayıyoruz. Bu artış otomotiv, beyaz eşya ve konut gibi tüketici bağlantılı olan hisselerde olumsuz etki yaratacaktır. Ancak, faiz oranlarında dalgalanmaların yaşandığı bir durumda tüketici talebi açısından gıda perakende sektörü güvenli liman olarak kalmaya devam edecektir.

Yaptığımız analizlere göre, oto kredi faizlerinde yıllık 150 baz puan artışın olması, bireysel araç talebini %6,9, hafif ticari araç talebini ise %2,8 azaltabilmektedir. Yine, faizlerdeki 150 baz puanlık artış, konut satışlarını %3,4, beyaz eşya talebini %7 azaltabilmektedir. Ancak, beyaz eşya sektöründe, göçmen etkisiyle ile yakın vadede talep yüksek seyretmeye devam edebilir.

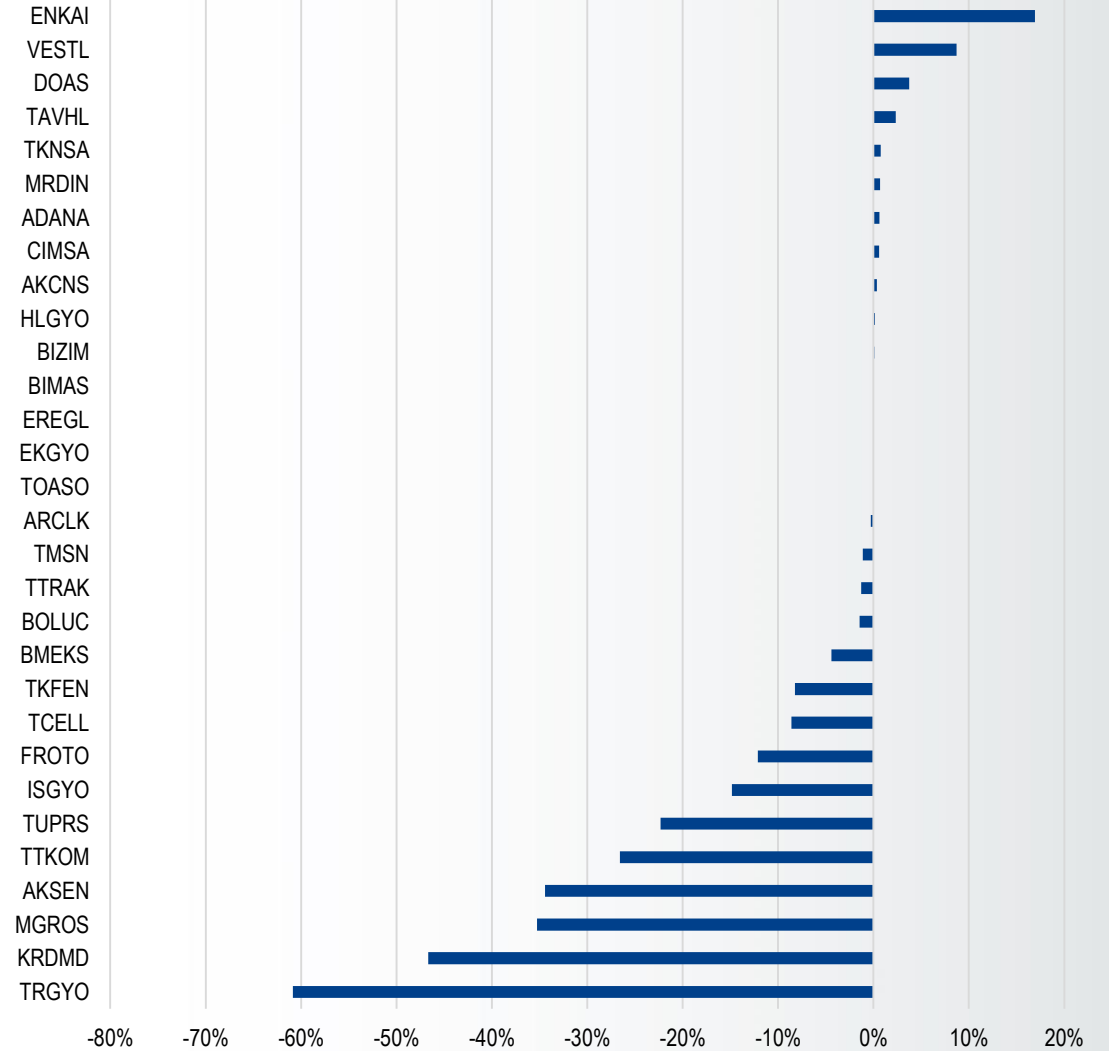
TL'deki dalgalanmalar operasyonel performanslar üzerinde etki yaratabilir

İhracat odaklı Vestel, Ford Otosan, Tofas gibi şirketlerin yanı sıra, Erdemir, TAV ve Tüpraş gibi gelirlerini yabancı para olarak kazanan şirketlerin, TL'deki değer kaybından faydalanabileceğini düşünüyoruz. Tofas ve Ford Otosan için, yurtiçi pazardaki araç talebindeki muhtemel azalma, ihracat gelirlerindeki artış ile telafi edilebilir.

Yılın ikinci yarısında zayıf TL'den dolayı kur zararları oluşabilir

TL'deki yüksek oynaklık, Torunlar GYO, Kardemir, Migros, Aksa Enerji ve Turk Telekom gibi yüksek yabancı para yükümlülükleri olan şirketler için yılın ikinci yarısında kur zararı oluşturabilir. Sağ taraftaki grafikte, TL'deki %10'luk değer kaybı durumunda oluşacak kur farkı zararının FAVÖK'e oranını karşılaştırdık. Kur farkı FAVÖK yerine net kar rakamına etkiye bulursa da kura duyarlı şirketlerin net karlarının hali hazırda düşük olması nedeniyle kıyaslamayı FAVÖK üzerinden yaptık.

TL'de %10 değer kaybıyla oluşacak kur zararının 2016E FAVÖK'e oranı



Moody's'in beklenmedik not indirimi sonrasında Model Portföy'ümüzü yeni yatırım stratejimize uyarladık. Buna göre Akbank ve Yapı Kredi'de kar realizasyonuna giderek banka ağırlığımızı azaltıyoruz. Ayrıca Teknosa ve Torunlar GYO'yu tüketici güvenine hasas şirketler olmaları nedeniyle Model Portföy'ümüzden çıkarıyoruz. Buna karşılık Erdemir'i defansif iş yapısı ve cazip değerlemesi nedeniyle Model Portföy'ümüze dahil ediyoruz.

Şu anda Model Portföyümüz Akcansa, Bim, Erdemir, Garanti Bankası, Sabanci Holding, Turkcell, Tofas'tan oluşuyor.

Akcansa: Güçlü temettü verimi, Marmara Bölgesindeki güçlü çimento talebi, yurtiçi pazardaki riskleri kısıtlayan güçlü ihracat ağı ile öne çıkıyor. Emsallerine göre iskontolu işlem görmektedir.

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

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

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

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

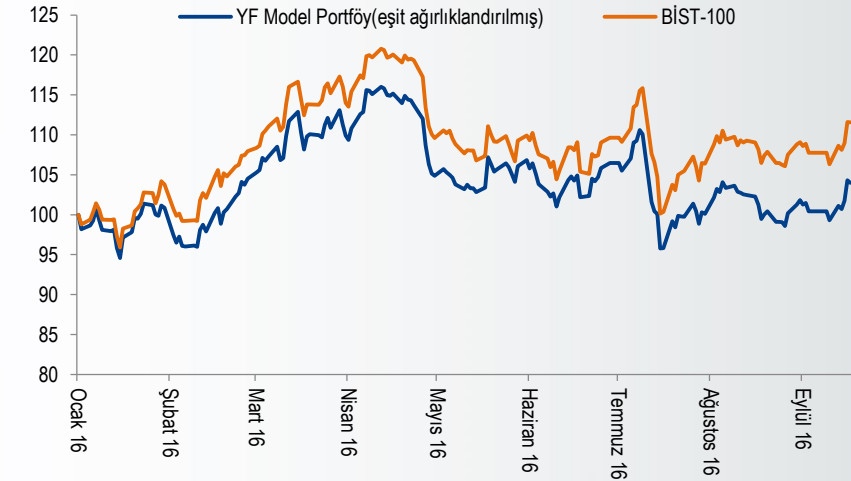
Turkcell: 4G'nin ardından artan data gelirleri, mobil pazardaki rekabette düzelme, cazip değerlendirme

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

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %14 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. Geçtiğimiz ay Model Portföy'ümüz %4.9 performans gösterirken BİST-100'e paralel performans gösterdi.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
AKCNS	TL 13.26	TL 17.50	32%	29-Nis-16	-1%	-7%
BIMAS	TL 52.65	TL 67.00	27%	06-May-16	-9%	-8%
EREGL	TL 4.42	TL 5.20	18%	26-Eyl-16	-	-
GARAN	TL 8.39	TL 9.30	11%	08-Oca-16	7%	20%
SAHOL	TL 9.81	TL 11.40	16%	13-Haz-16	0%	-2%
TCELL	TL 9.97	TL 13.00	30%	08-Oca-16	-10%	1%
TOASO	TL 22.48	TL 31.00	38%	13-Tem-16	-7%	-9%

Model Portföy'ün yıl başından bu yana performansı



Yatırım tezi:

Büyük oranda Marmara Bölgesinde faaliyet gösteren Akçansa yoğun konut ve altyapı projelerinin sağladığı güçlü talep ve fiyatlama ortamından en çok fayda sağlayan çimento üreticilerinden biri olarak öne çıkıyor. Diğer taraftan Şirket geniş bir yelpazede ihracat pazarlarına ulaşım imkanı sebebiyle de yurtiçi pazarda oluşabilecek aşağı yönlü riskleri sınırlandırabiliyor.

Şirket'in verimliliği artırıcı ve maliyet azaltıcı yatırımları da FAVÖK performansını destekleyen faktörler olarak öne çıkıyor. Güçlü temettü ödeyen şirketler arasında olan Akçansa için 2016 – 2018 yılları için %10-12 aralığında temettü getirisi öngörüyoruz.

Kısa Vadeli Görünüm:

Ülkenin güney bölgelerinde faaliyet gösteren üreticilerin operasyonel karlılıkları yoğun rekabet ortamı sebebiyle baskı altında kalırken batı bölgelerde faaliyet gösteren çimento üreticileri güçlü talep ve yüksek kapasite kullanım oranlarının beraberinde getirdiği cazip fiyatlama ortamından fayda sağlamaya devam ediyor.

Yüksek deprem riski sebebi ile özellikle İstanbul'a odaklanan kentsel dönüşüm programı ve devam eden büyük altyapı projelerinin varlığı (3. Boğaz Köprüsü ve Kuzey Marmara Otoyolu, 3. Havaalanı ve Avrasya Tüneli vb.) önümüzdeki dönemde bölgede çimento talebindeki artışı destekleyen önemli faktörler olmaya devam edecektir.

Potansiyel kapasite arttırımına ilişkin haber akışları hisse performansı üzerinde olumlu etki yaratabilir. Şirket yönetimi Çanakkale tesislerinde 3. üretim hattı yatırımına ilişkin yasal süreçleri tamamlamış ancak potansiyel yatırıma ilişkin nihai karar alınmamıştır.

Akçansa 2016 yıl sonu tahminlerimize göre 5.8x PD/FAVÖK çarpanı ile işlem görürken tarihi ortalama çarpanı ise 6.9x seviyesindedir.

AKCNS (Endeks Üzeri)		Akçansa		
Sektör		Çimento		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	13.26	17.50	32%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	0%	0%	4%	10%
BIST100'e göre relatif	-3%	-2%	-3%	-1%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.2mn		TL0.7mn	
Piyasa Değeri	EUR768mn		TL2,539mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	1,469	1,566	1,655	1,744
Büyüme	4%	7%	6%	5%
FAVÖK	430	449	467	484
Büyüme	10%	4%	4%	4%
Net Kar	281	284	299	314
Büyüme	13%	1%	5%	5%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	6.5	6.2	6.0	5.8
F/K	9.0	8.9	8.5	8.1

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

Bim borçsuz yapısı ve düşük kur riski nedeniyle TL ve faiz oranlarında olası dalgalanmalara karşı sağlam bir yapıya sahiptir. 2Ç16 itibarıyla şirketin 350mn TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

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

Kısa vadeli görünüm:

Gıda perakendecileri bir süredir düşük gıda enflasyonundan olumsuz etkilenmektedir. Fakat Temmuz ayında gıda enflasyonu aylık %3.15 yükselerek bu trendi değiştirdi. Bu durum Bim de dahil olmak üzere gıda perakendecilerini olumlu etkileyecektir. Rusya'ya gıda ihracatının tekrar başlaması önümüzdeki dönemde gıda enflasyonunu yüksek tutabilir.

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

BIMAS (Endeks Üzeri)		Bim Birleşik Mağazalar		
Sektör		Perakende		
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		52.65	67.00	27%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	3%	-6%	-1%	4%
BIST100'e göre relatif	0%	-8%	-8%	-7%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR16.6mn		TL54.7mn	
Piyasa Değeri	EUR4,837mn		TL15,985mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	17,428	20,896	24,691	28,773
Büyüme	21%	20%	18%	17%
FAVÖK	865	1,023	1,229	1,468
Büyüme	40%	18%	20%	19%
Net Kar	583	680	803	963
Büyüme	48%	17%	18%	20%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	18.1	15.3	12.7	10.6
F/K	27.4	23.5	19.9	16.6

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Erdemir'i sektördeki konumu, güçlü nakit akışı, lojistik avantajları ve global emsallerinin üzerinde karlılığı sebebiyle beğeniyoruz. 2016 ve 2017 yıllarında Şirket'in kar optimizasyonundaki başarısı ve güçlü iş modeli sayesinde yine emsallerinin üzerinde karlılık açıklamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Şirketin defansif yapısı ve cazip değerlemesini göz önünde bulundurarak Erdemir için "Endekse Paralel Getiri" olan **tavsiyemizi "Endeks Üzeri Getiri" olarak revize ediyoruz** (HF 5.20 TL'de sabit bırakılmıştır).

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

Kısa vadeli görünüm:

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

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

1Ç16'da çelik fiyatlarındaki güçlü toparlanma sonrası fiyatlardaki değişim ve gelir tablosuna etkisi arasındaki 2-3 aylık gecikmeli yansıma sebebiyle Erdemir 2Ç16'da çeyrekse bazda oldukça güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Şirket'in 1Ç16'da 45 dolar seviyesinde olan ton başına FAVÖK performansı 2Ç16'da 89 dolar seviyesine yükseldi. Diğer taraftan Mayıs-Temmuz dönemindeki yassı çelik ve hammadde fiyatları arasındaki cazip açıklığı göz önünde bulundurarak Şirket'in 3Ç16'da da güçlü finansal sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. Şirket yönetiminin 2016 yıl sonu FAVÖK marjı ve net kar marjı için öngörüsü sırasıyla %15-17 ve %6-8 aralıklarıdır. Diğer taraftan biz %19.4 FAVÖK marjı ve %10.2 net kar marjı ile daha iyimser taraftayız.

EREGL (Endeks Üzeri)		Ereğli Demir Çelik		
Sektör		Demir, Çelik Temel		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	4.42	5.20	18%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-7%	9%	26%	56%
BIST100'e göre relatif	-10%	7%	18%	40%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR17.7mn		TL58.4mn	
Piyasa Değeri	EUR4,682mn		TL15,470mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	11,915	11,565	13,469	14,416
Büyüme	4%	-3%	16%	7%
FAVÖK	2,197	2,249	2,512	2,791
Büyüme	-13%	2%	12%	11%
Net Kar	1,126	1,324	1,486	1,673
Büyüme	-30%	18%	12%	13%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	7.5	7.3	6.5	5.9
F/K	13.7	11.7	10.4	9.2

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım Tezi:

Garanti Bankası'nın karlılık odaklı büyüme stratejisini beğeniyoruz. Banka, 2. Çeyrekte %2,3 aktif karlılığı, %19 özkaynak karlılığı ile rakipleri arasında karlılık konusunda en iyi performansı göstermiştir. TL kredi getirilerinde son altı çeyrektir artış devam etmektedir. 2. çeyrekte kredi-mevduat faiz makasında en yüksek artışı elde etmesi de bizi şaşırtmadı. Bankanın fonlama yönünden esnekliği ve yüksek vadesiz mevduat ağırlığı, banka için rekabet avantajıdır. Fonlamadaki avantajının yanında, yılın ilk yarısında kredilerde disiplinli şekilde fiyatlamanın devam etmesi, yılın ikinci yarısında net faiz marjını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Bankanın ortaklık yapısındaki değişiklik sonrası, takipteki kredi politikalarında daha muhafazakar olmayı tercih ettiler. Daha önceden yakın izlemede olan gemicilik sektörü kredilerini, takipteki krediler portföyüne geçirileceği sene başında açıklandı. Banka, yılın ilk yarısında 130mnTL tutarında serbest karşılığı çözerek, karlılığa olan negatif etkisini sınırladı. Bu kredileri hariç tuttuğumuzda, 2. Çeyrekteki yeni net batık kredi oluşumu %10 artış ile sınırlı kalmıştır. Yılın ikinci yarısında da, bankanın 200mnTL tutarındaki serbest karşılığının batık kredilerin negatif etkisini fazlasıyla telafi edebileceğini düşünüyoruz. Bunların dışında, bankanın yakın izlemedeki krediler artışı %3 geriledi. Önümüzdeki dönemde aktif kalitesindeki başarılı yönetimin, hisse performansını da olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Garanti'nin maliyetlerinde kontrollü olması, performansını olumlu etkilemektedir. Yılın ilk yarısında faaliyet gider artışı, yıllık enflasyon artışı hedefinin altında yıllık %4 artış kaydetmiştir. Gider-gelir oranı yılsonu %48 iken, yılın ilk yarısında %37'ye gerilemiştir. Bankanın maliyetlerdeki kontrolü, %24 olan kart artış beklentimizin üzerinde performans göstermesini sağlayabilir.

Garanti'nin sermaye yeterlilik oranı %16,3 ile, rakipleri arasında en yüksek seviyededir. Önümüzdeki dönemde, kredi büyüme iştahı konusunda etkili olmasını bekliyoruz. Ayrıca, bankanın kredi-mevduat oranı 2015 yılsonunda %113 iken, bu yılın ilk yarısında %109'a gerileyerek, kredi büyümesi için potansiyelinin arttığını söyleyebiliriz

Kısa vadeli görünüm:

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayrıştırabilir. Garanti %15,2 ana sermaye yeterlilik oranı ile muadil bankalar arasında en yüksek seviyeye sahiptir.

TL zorunlu karşılıklarda muhtemel bir indirim veya tüketici kredisi vadelerinde bir gevşeme gerçekleşirse, kredi büyümesini destekleyebilir

Bankanın marjlarında yılın ikinci yarısı olumlu gelişimin devamı.

GARAN (Endeks Üzeri)		Garanti Bankası		
Sektör		Bankacılık		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	8.39	9.30	11%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	8%	6%	21%	20%
BIST100'e göre relatif	5%	4%	13%	8%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR230.6mn		TL760.3mn	
Piyasa Değeri	EUR10,773mn		TL35,658mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	30,981	34,632	39,143	44,424
Büyüme	16%	12%	13%	13%
Net Kar	3,407	4,218	5,144	6,053
Büyüme	-7%	24%	22%	18%
Karlılık	2015	2016E	2017E	2018E
Özkaynak Karlılığı	11.8%	12.9%	13.9%	14.5%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
F/K	10.3	8.4	6.9	5.8
F/DD	1.1	1.0	0.9	0.8

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

Sabancı Holding'in grup şirketleri hariç holding bünyesinde 2Ç16 itibarıyla 965mn TL net nakit pozisyonu bulunuyor.

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

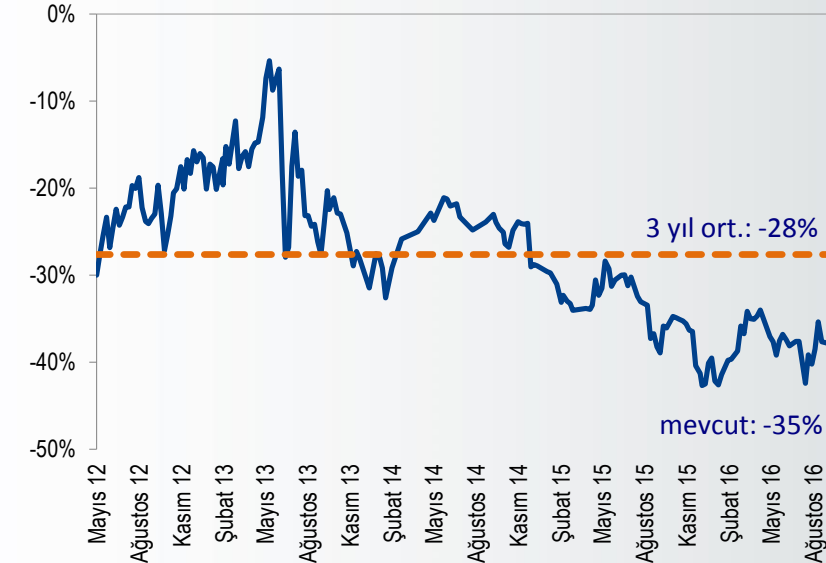
Kısa vadeli görünüm:

Sabancı Holding NAD'ine göre %35 iskontolu işlem görürken son 3 yıl ortalaması %28 seviyelerindedir. Sabancı Holding NAD'ının yaklaşık 2/3'ünün halka açık şirketlerden geldiğini göz önünde bulundurarak, iskonto oranının oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Enerji Bakanlığı Türkiye'de önümüzdeki günlerde doğal gaz fiyatlarında fiyat indirimlerinin olabileceğine işaret etmektedir. Rusya ile iyileşme sürecinde olan ilişkiler ve İran'la olan tahkim süreci doğal gaz fiyatlarına ilişkin beklentileri güçlendirmektedir. Sabancı Holding'in elektrik üretiminin %45'i doğalgaz ile üretildiği için olası bir indirim Sabancı Holding'in enerji grubu şirketlerini olumlu yönde etkileyecektir.

SAHOL (Endeks Üzeri)			Sabancı Holding	
Sektör			Holding	
	Kapanış		Hedef Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	9.81		11.40	16%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	3%	1%	13%	20%
BIST100'e göre relatif	0%	-1%	6%	8%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR15.7mn		TL51.9mn	
Piyasa Değeri	EUR6,057mn		TL20,016mn	

NAD'e göre prim (iskonto)



Kaynak: Şirket, YF Araştırma

Yatırım tezi:

Turkcell fiyatlama stratejisine dair yoğun regülasyona rağmen güçlü bilançosu ve marjları ile BIST-100'deki defansif şirketlerden biridir. Türkiye'de telekom şirketlerinin en önemli gelir kaynağı veri hizmetleri olduğundan yeni başlayan LTE dönemi ile gelir artışının hızlanmasını bekliyoruz. Ayrıca orta vadede yeni kurulan tüketici finansman şirketinin gelir artışını desteklemesini bekliyoruz.

Turkcell kısa-orta vadede maliyet ve yatırım azaltma programı uygulamayı düşünüyor. Bu planın bir parçası olarak Turkcell Vodafone, Turksat ve Telkoder ile bir ortaklık kurarak varolan fiber networkü kullanmayı ve geliştirmeyi amaçlıyor. Bu yeni şirketin kurulmasının ardından Turkcell'in orta vadede yatırım ihtiyacı azalabilir.

Turkcell yönetimi 2016 yılında %8-10 ciro artışı %31-33 FAVÖK marjı hedeflemektedir.

Kısa vadeli görünüm:

Privy Council'in açıkladığı karara göre Çukurova ve Alfa arasında hisse opsiyonu tekrar devrede. Buna göre taraflardan biri 19 Kasım'a kadar tüm Çukurova Telecoms Holding hisselerinin sahibi olacak. Bu durum hissedarlık yapısındaki belirsizliği ortadan kaldırabilir.

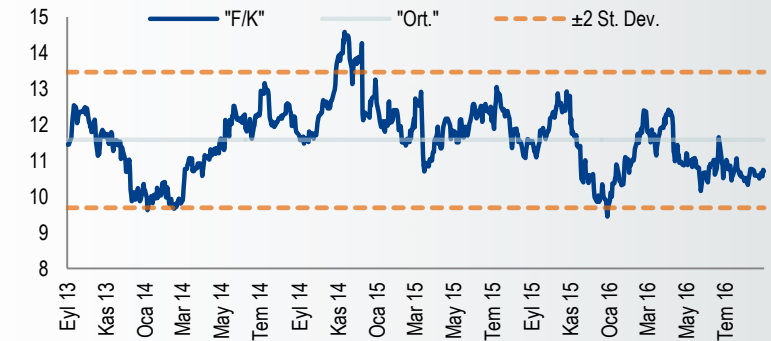
Turkcell 150 mn TL değerinde hisse ve tahvil geri alım programı başlattı. Programın limiti Turkcell'in halka açık değerinin %2'sine eşit ve bizce hisse geri alım programı kısa vadede alışı yönlü riskleri sınırılıyor.

Turkcell son 12 ayda GOÜ telekom şirketlerinin %7 altında performans gösterdi.

Bloomberg tahminlerine göre 1 yıllık ileriye dönük F/K oranı tarihi ortalaması 11.6x olan TCELL 10.7x ile işlem görüyor.

TCELL (Endeks Üzeri)			Turkcell	
Sektör		İletişim		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	9.97	13.00	30%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	0%	-5%	-10%	1%
BIST100'e göre relatif	-3%	-7%	-16%	-9%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR14.8mn		TL48.7mn	
Piyasa Değeri	EUR6,638mn		TL21,934mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	12,769	13,538	14,581	15,564
Büyüme	6%	6%	8%	7%
FAVÖK	4,120	4,255	4,704	5,062
Büyüme	12%	3%	11%	8%
Net Kar	2,070	1,946	2,223	2,584
Büyüme	11%	-6%	14%	16%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	6.2	6.0	5.4	5.0
F/K	10.6	11.3	9.9	8.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

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

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

Tofaş yeni yatırımlarını dış kaynaklarla finanse etmektedir ve finansmanın maliyeti al-ya da-öde kontratlarla korunmaktadır. Finansmanların vadesi de modellerin tahmini ömrü kadardır. Bu nedenle şirketin nakit akışında kısa ve orta vadede hiç bir bozulma öngörmüyoruz. 2017 yılı için nakit temettü tahminimiz olan 0.99TL, %4.6 temettü verimine işaret etmektedir.

Kısa vadeli görünüm:

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

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

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

TOASO (Endeks Üzeri)		Tofaş Otomobil Fab.			
Sektör		Otomotiv			
		Kapanış	HedefPotansiyel		
Hisse fiyatı (TL)		22.48	31.00	38%	
Hisse Performansı		1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak		-5%	-8%	32%	23%
BIST100'e göre relatif		-8%	-10%	23%	10%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR5.8mn		TL19.2mn	
Piyasa Değeri		EUR3,402mn		TL11,240mn	
Finansallar (mn TL)		2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar		9,921	14,247	16,408	17,711
Büyüme		33%	44%	15%	8%
FAVÖK		1,069	1,446	1,688	1,822
Büyüme		28%	35%	17%	8%
Net Kar		831	1,008	1,251	1,001
Büyüme		45%	21%	24%	-20%
Çarpanlar		2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK		13.5	10.0	8.6	7.9
F/K		13.5	11.1	9.0	11.2

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 317 69 32

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler

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

Araştırma Bölümü

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

Yatırım Danışmanlığı Bölümü

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

Kurumsal Finansman Bölümü

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

Hizmet Noktalarımız

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