

HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

EYLÜL 2016



Bu ayki ana mesajımız:

Son dönemlerdeki olumsuzlukları arkasında bırakan Türk varlıkları toparlanma hareketlerine devam ediyor. 14 Temmuz gününe göre sadece %2.5 değer kaybeden TL ekonomide sağlamlığın bir göstergesi. Hisse senetleri ise bu dönemde rallisine devam eden GOÜ'lere göre oldukça yüksek iskontolu işlem görmeye devam etmektedir. Şu anda hem önde gelen gelişmiş hem de GOÜ arasında geçmiş yıl ortalama F/K'sının altında işlem gören tek borsa, Borsa İstanbul. Önümüzdeki dönemlerde GOÜ'lere yatırım iştahının devam etmesi halinde Türk hisse senetlerinin bu aradaki farkı kapatmak üzere yukarı yönlü trendine devam etmesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak FED'in Eylül ayında faiz arttırımına gidip gitmeyeceğine ilişkin beklentiler ve Ağustos istihdam datası yönümüzü tayin edecek unsurlar olarak ön plana çıkıyor.

Türkiye'nin büyüme dinamiklerinde hafif gevşeme sinyali:

Cari göstergeler, büyüme oranının %3,5 seviyesinde gerçekleşeceğine işaret ederken, ekonominin bir miktar yavaşladığını ortaya koymaktadır. Hem talep hem de arz yönündeki verilerde yaşanan ivme kayıpları doğrultusunda yıl sonu GSYH beklentimizi %3,7'den %3,6'ya düşürdük. Ancak son çeyrekte iktisadi aktivitede ivmelenme beklemekteyiz.

Ekonomi paketleri gündemi meşgul edecek:

Ekonomiyi canlı tutma planları dahilinde devlet halihazırda bir takım teşvik ve parasal gevşeme adımları attı. Buna ek olarak yeni paketler de gündemde. Bankacılık, gayrimenkul, otomotiv ve teknoloji perakendecilerinin bu paket ve parasal gevşemelerden en fazla yararlanacak sektörler olacağını tahmin ediyoruz.

Cazip değerlendirme:

BİST-100 gelişmekte olan ülkelere göre %32 iskontolu işlem görürken tarihi ortalaması %13 seviyelerindedir. BİST-100 2016 tahminleriyle 9.2x F/K çarpanıyla işlem görürken son 3 yıl ortalamasına göre %9 iskontoludur.

YF Model Portföy hisseleri...

Son 4 ayda BİST-100'ün %12 üzerinde performans gösteren Emlak Konut GYO'yu kar realizasyonu amacıyla model portföyümüzden çıkarırken Torunlar GYO'yu dahil ediyoruz.

Bankacılık sektöründe beğendiğimiz hisseler **Akbank** (daha güçlü büyüme görünümü, operasyonel giderlerin sıkı kontrolü, iyi yönetilen aktif kalitesi), **Yapı Kredi** (cazip değerlendirme ve karlılıkta toparlanma) ve **Garanti** (disiplinli kredi yeniden fiyatlaması, yüksek sermaye oranları ile büyümenin desteklenmesi). Sanayi şirketlerinden ise **Bim** ve **Turkcell** (defansif iş yapıları), **Akçansa** (Marmara bölgesindeki güçlü çimento talebi), **Sabancı Holding** (enerji tarafında düzelen görünüm), **Teknosa** (nakit akımında devam eden toparlanma ve kredi kartı taksit sınırlamalarında beklenen yumuşama), **Tofas** (yeni iş modelleriyle güçlü büyüme görünümü) ve **Torunlar GYO** (çeşitlenmiş gelir yapısı, Paşabahçe projesine yakında başlanacak olması) beğendiğimiz hisseler arasında.

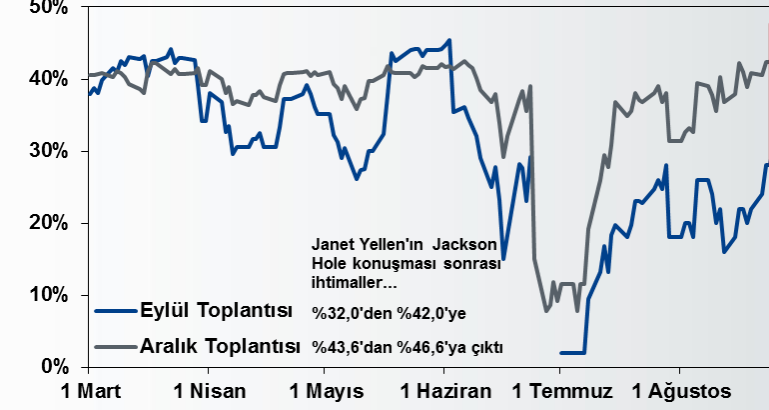
Brexit'in yarattığı belirsizlik, ABD ve AB arasındaki Trans-Atlantik Ticaret ve Yatırım Ortaklığı anlaşmasının hayata geçememe ihtimali, ECB ve BoJ'un negatif faiz oranı uygulamasının devamına dair kuvvetlenen beklentiler ve petrol fiyatlarında Ağustos ayında meydana gelen ivmelenme ile gelişmekte olan ülkeler için mevcut olumlu konjonktür devam etmektedir. Düşük faiz oranlarıyla gelen getiri arayışı canlılığını korumakta ancak FED'in olası aksiyonları ile sınanmaktadır. FED'teki politika yapıcıların faiz oranlarını arttırmaya yönelik tüm çabalarına rağmen üyeler bu yıl içinde yapılan beş toplantıda da faiz artırımına gitmediler. 8 Kasım'da gerçekleşecek olan başkanlık seçimleri öncesinde yer alan Eylül toplantısında da FED'in faiz artırımını gerçekleştireceğine dair beklentiler zayıf seyretmektedir. Kabul etmek gerekir ki FOMC üyeleri Ağustos ayında bu yöndeki isteklerini daha yüksek sesle duyurmaya başladılar. Bu sebeple, piyasa oyuncuları gözlerini Jackson Hole sempozyumuna çevirdi.

Jackson Hole sempozyumunda FED Başkanı Janet Yellen, ekonominin Fed'in tam istihdam ve fiyat istikrarı hedeflerine yaklaştığını belirterek faiz artırımını olasılığının güç kazanmaya başladığına vurgu yaptı; ancak faiz artırımının zamanlamasını yorumlamaktan kaçındı. Haftasonu toplantılarına müteakip olarak vadeliilerin ima ettiği olasılıklara bakılırsa, Eylül ayında bir faiz artırımını gerçekleştireceğine dair beklentiler %42 oranına yükselirken yıl sonundaki bir artışın beklentisi %65 seviyesine ulaştı (olasılıkların artmasının arkasında Başkan Yardımcısı Stanley Fischer'in Eylül ayını ihtimal dahilinde tutması önemlidir). Ancak 10 yıllık vade primlerinin hala düşük negatif seviyelerde fiyatlandığını belirtmemizde yarar vardır.

Yellen'in denge faiz oranlarının seviyesine yönelik olarak oldukça ihtiyatlı konuşması gelecek yıllarda gerçekleşek faiz artırımlarında daha yatay bir seyir izleneceği konusunda sinyaller vermektedir. Kademeli faiz artırımını daha düşük bir nihai faiz oranına işaret etmektedir. Biz, para politikasında normalleşme döngüsünün yavaş seyrinin, faiz artışının zamanlamasından çok daha önemli olduğu kanısındayız. Bu sebeple EMFX ve CEEMEA içerisindeki yüksek getirili enstrümanlara hala olumlu bakıyoruz. Bu normalleşme politikasına dair süreç kademeli ilerledikçe son zamanlarda görülen CEEMEA'ye giriş dalgasının devam etmesi mümkün görünmektedir. 25 Ağustos tarihli IIF raporuna göre Ağustos ayı başından bu yana küresel bono fonlarına yatırımların 28 milyar dolar, hisse yatırım fonlarına ise 7 milyar dolar yükseldiği görülmektedir. Türkiye'de ise yabancılar 440 milyon dolarlık sabit getirili (repo dahil) yatırım yaparken hisselerde 60 milyon dolardan bir miktar daha az bir alış gerçekleştirdiler. Bunun nedeni olarak yurt içi gelişmeler gösterilebilir. Ancak TL'nin bu süreçte dayanıklı kaldığı göz ardı edilmemelidir.

ABD ekonomisi hızlı bir büyüme patikasına oturamamış olsa da işgücü piyasasındaki dinamizm önemsenmelidir. 2Ç'de ekonomi sadece %1,1 büyürken son 3 aydır istihdam artışı ortalama 190 bin kişi oldu. 2 Eylül'de gelecek olan istihdam raporu kısa vadede FED'in alacağı aksiyonları belirleyecektir. Ancak baz senaryomuza göre Ağustos ayı verisi tek başına Eylül ayında bir faiz artırımını destekleyecek nitelikte olmayacaktır. Gelişmeler doğrultusunda, gelişmekte olan ülkeler için fırsat penceresinin kısa vadede hala açık olduğunu düşünmekteyiz.

FED'in Faiz Artırım İhtimalleri



Kaynak: Bloomberg

ABD 10 Yıllıklarında Vade Primi



Kaynak: Bloomberg

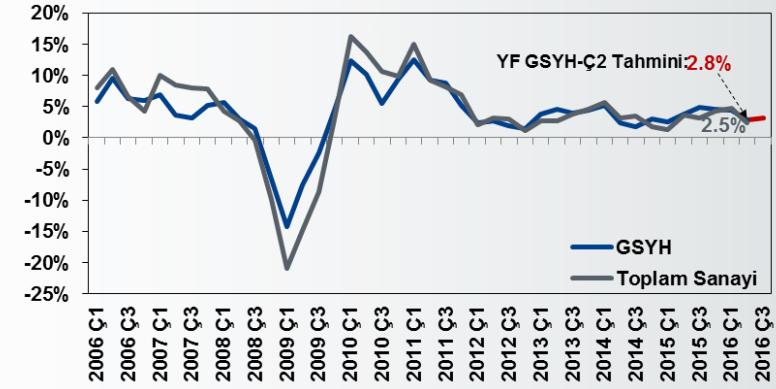
Türkiye'nin makro görünümü açısından başarısız darbe girişimi sonrasında devlet reaksiyonunun yarattığı yurtiçindeki algı ile yabancılarda yarattığı algı arasında önemli bir farklılık olduğunun altını çizmek isteriz. Batı ülkelerinde medya, Türkiye görünümünün, hem kurumsal yapı hem de hükümet işleyişi açısından, bozulduğuna değinirken yurtiçi yatırımcılar, hükümetin ve muhalefet partilerinin uzlaşmasına tanık oldu. Toplum kesimleri Cumhurbaşkanı Erdoğan önderliğinde toplandı. Bu birliktelik ülke içerisindeki kutuplaşmanın ve eksikliklerin giderilmesi konusunda gerekli değişikliklerin yapılacağına dair iyimserlik sunmuş oldu. Anayasa değişikliği çabalarının yeniden başlatılması ve en az 60 madde üzerinde mesafe katedilmiş olması normalleşme sürecinin somut birer örneğidir. Ayrıca, ekonomin ivme kaybettiğini gözlemleyen hükümetin reform ve teşvik paketleri (vergi indirimi ve yatırıma katkı oranının artırılması, vs.) ajandasını uygulama konusunda süreci hızlandırdığı gözle görülmektedir. Yurtiçi ile yerleşik olmayan yatırımcılar arasındaki tutum farklılıklarının başarısız darbe girişiminden bu yana BIST-100 pozisyonlarına yansıdığını gözlemliyoruz. Bu durumu yansı içerisinde inceleyeceğiz.

Makro tarafta ise, cari göstergeler, büyüme oranın %3,5 seviyesinde gerçekleşeceğine işaret ederken, ekonominin bir miktar yavaşladığını ortaya koymaktadır. Hem talep hem de arz yönündeki verilerde yaşanan ivme kayıpları doğrultusunda yıl sonu GSYH beklentimizi %3,7'den %3,6'ya düşürdük. Turizm geliri kayıpları ise beklentileri aşan 1Ç performansını bir miktar dengeleyecek gibi durmaktadır. Anketlerdeki öncü göstergeler ise 3Ç'nin pek de farklı olmayacağını göstermektedir. Hükümet tarafında mali gevşemelerin söz konusu olması tahminimiz üzerinde bir miktar yukarı yönlü risk yaratmaktadır. Özel tüketim harcamaları nominal/reel ücret artışı, yıllık 1 milyonluk istihdam sağlanması ve 3 milyon mültecinin katkılarıyla gelişim kaydetmektedir. Sabit sermaye yatırımları ise iç talebin en zayıf halkası olmaya devam etmektedir. Sanayi üretimi çeyreklik bazda %0,6'lık sınırlı bir düşüş kaydetmiş olmasına rağmen sanayi sektörü istihdamı ikinci çeyrekte daha olumlu seyretti. Jeopolitik gelişmeler ise dış denge üzerinde ağırlığını korumaktadır. Buna rağmen AB'den gelen talep büyümeye devam etmektedir. Bölgeye yapılan ihracat yıllık bazda %15 (3 aylık hareketli ortalama) artış kaydederek ihracat malları üretimi üzerinde olumlu etkiler yarattı. Son çeyrekte iktisadi aktivitede ivmelenme beklemekteyiz.

Turizm gelirlerinde (GSYH'nın %3,5'i) yaşanan düşüşün olumsuz etkileri hem büyüme hem de cari açık üzerinde daha görünür hale geldi. 2016 yılının ilk altı ayında Türkiye'ye ziyarette gelen yabancı sayısı %28 azalarak 10,7 milyon kişiye düştü. %32'lik turizm kaybının 2016 büyümesinden 0,4 puan çıkaracağını ve sınırlı kalacağını düşünmekteyiz. Ancak Moskova'nın charter uçuşları üzerindeki engelleri kaldırması gelirler üzerindeki baskıyı bir nebze hafifletecektir.

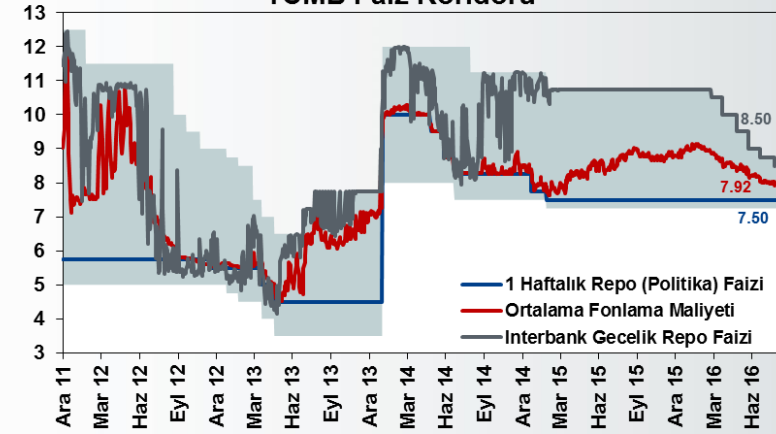
TCMB, son gerçekleştirdiği toplantıda marjinal fonlama faizini %8,50 seviyesine çekti. TCMB'nin sadeleşme politikasında sona yaklaşıldığını düşünmekteyiz. Gözden geçirme raporu ile Moody's'in Türkiye yatırım notunu koruduğu; Eylül ayı toplantısında FED'in faiz seviyesini sabit tuttuğu bir ortamda TCMB'nin Eylül ayında faiz indirimine devam etmesini beklemekteyiz. Böylece, önümüzdeki iki ay içerisinde ortalama fonlama faizinin %7,50 ile %8,00 arasında tutunması mümkün olabilecektir. Bu da bankacılık sektörü üzerindeki fonlama baskısını bir miktar azaltacaktır.

GSYH ve Sanayi Üretim Endeksi
(takv. etk. arınd., çeyreklik değişim, %, yıllık)



Kaynak: TÜİK

TCMB Faiz Koridoru



Kaynak: TCMB

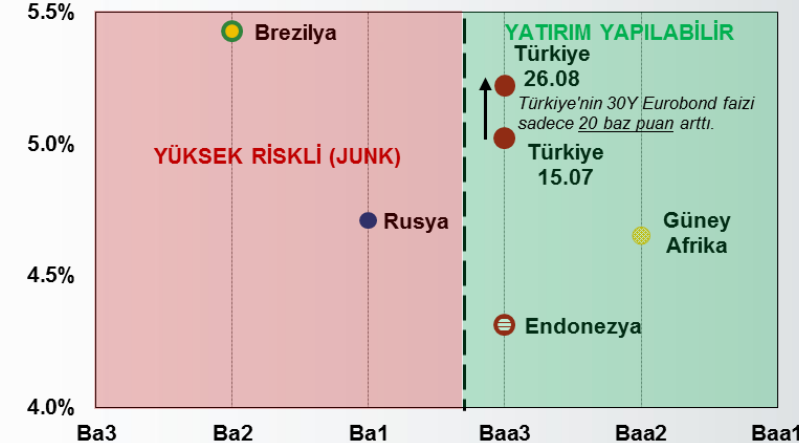
5 Ağustos tarihli değerlendirmesinde kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Türkiye'nin kredi notunu mevcut yatırım yapılabilir seviye olan Baa3'te korudu. Ancak darbe girişimi sonrasında ülkenin yeniden değerlendirme sürecinde olduğunu hatırlattı. Fitch ise 19 Ağustos tarihinde ülke görünümünü durağan'dan negatife çekti; ancak ülkenin yatırım notunu yatırım yapılabilir seviyede tuttu.

Moody's Türkiye'nin kredi notunun değerlendirildiği bu süreci Ekim ortasından önce sonlandırmış olacak. Biz bu süreç sonunda Moody's'in notu koruyacağını düşünmekteyiz. Moody's, Türkiye'de iç talebin zayıfladığını ifade ederken, hazırlanan raporda darbe girişimi sonrasında yapısal reformların ötelenmesine sebebiyet verecek bir siyasi ataletin oluşup oluşmadığını ve dış kaynaklı likiditeye erişimde sıkıntı yaşanıp yaşanmadığını inceleyecektir.

Moody's'in ülke notu görünümüne dair ana tezi vaka risklerine dayanmaktadır. 90 gün içerisinde yapılan bir değerlendirme ile bunun uzun vadeli sonuçlarını tespit edebilmek oldukça güçtür. Moody's'in Güney Afrika'ya yaptığı gibi Türkiye'ye de zaman tanıyacağını düşünmekteyiz. Böylece kurum hükümete yeni bir ekonomik reform ajandasını hazırlamak ve siyasi ortamın dengelenmesi için fırsat tanımış olacaktır. Değerlendirme süreci oldukça kısıtlı; ancak hükümet bu durumun önemini farketmektedir. Siyasi ateletin oluşup oluşmadığına dair endişeler karşısında bazı yapısal reformlar için ilk adımlar atıldı. Örneğin, tasarruf sorunu karşısında zorunlu bireysel emeklilik sistemi 2017 yıl başında hayata geçirilicidir. Yatırımları ve kalkınmayı desteklemek amacıyla bir varlık fonu kurulması karara bağlandı. Moody's her ne kadar kurumsal yapının zayıfladığına dair iddialarda bulunsada iki muhalefet partisinin hükümetle yakın bir şekilde işbirliği yaptığını bir süredir gözlemliyoruz. Siyasi partilerin, 60 maddeden oluşan kısıtlı anayasa değişikliği ile yargı sisteminin yeniden yapılandırılması konusunda mutabık kalmış olmaları kurumun atalet argümanını zayıflatacak bir diğer gelişmedir.

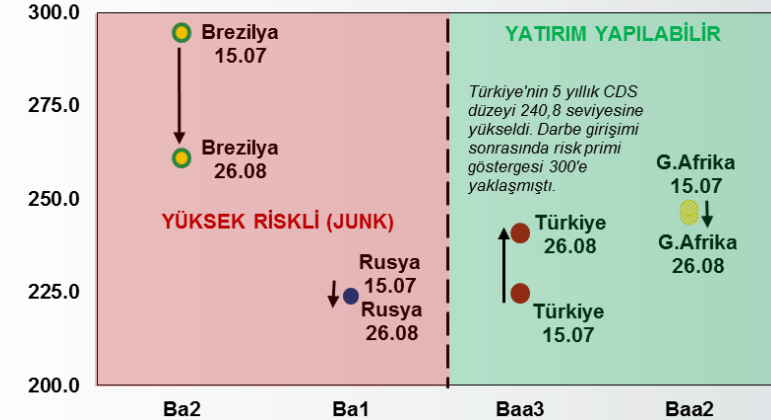
Olası bir not indirimi Türk ekonomisi için şüphesiz zor bir durum yaratacaktır. Böyle bir durum tahvil ve hisse satışlarına neden olurken banka ve şirketlerin yükümlülükleri üzerinde de baskı oluşturacaktır. Öte yandan bu kaygıyı gereğinden fazla büyütmemek yerinde olacaktır. Piyasa bir not indirimi olasılığını fiyatlamış durumdadır. Peki bu doğru bir hareket miydi? Türkiye'nin 30 yıllık bono getirileri yüksek riskli Brezilya'nın cari seviyelerine ulaştı; risk primleri ise (Brezilya'nın CDS seviyesinin bir buçuk ay içerisinde 35 baz puan düşmesi) ile önemli ölçüde daraldı. Türkiye'nin risk ölçütleri Rusya'nın dahi üzerine çıktı. Tüm bu gelişmeler ile birlikte, yatırımcılar, süreç içerisinde Türkiye'nin risk göstergelerinin 300'lü seviyelerden 240 seviyelerine geri geldiğinin de farkına varmalıdırlar. Ayrıca hem Türkler'in döviz satışları hem de yabancıların görece kısa pozisyonları ile 21 Temmuz'dan başlayarak TL üzerindeki oynaklık zayıfladı. Son olarak, normalleşme yönünde en önemli işaret ise Eurobond marjlarının 290 baz puanlık seviyelere kadar daralması oldu. Bu değer başarısız darbe girişiminden sonra gelinen en düşük değerdir.

Kredi Notu vs Eurobond Getirisi



Kaynak: Bloomberg

Kredi Notu ve CDS Düzeyi

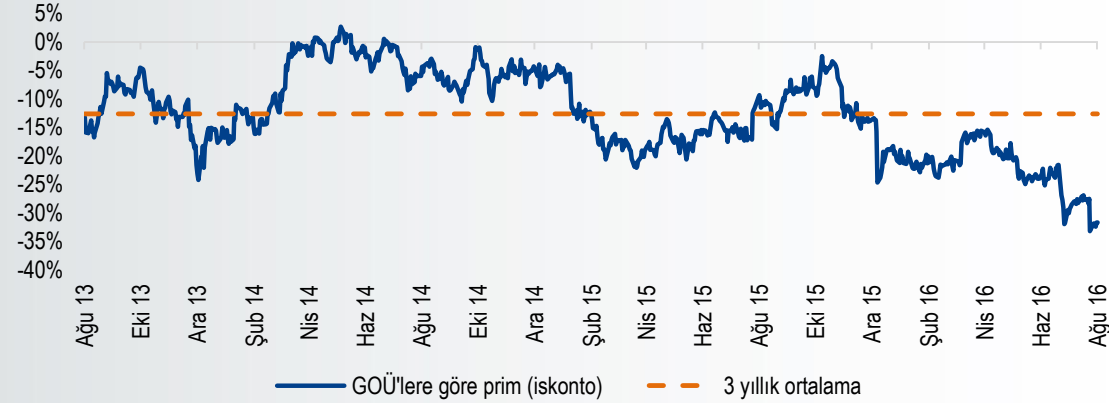


Kaynak: Bloomberg

	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
GSYİH (milyar TL)	1297.7	1416.8	1567.3	1748.2	1953.6	2187.1
GSYİH (milyar \$)	774.0	786.3	823.0	799.4	717.7	746.4
GSYİH Reel Büyüme	8.8%	2.1%	4.2%	3.0%	4.0%	3.6%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	10.5%	6.3%	7.4%	8.2%	8.8%	8.33%
TÜFE (yıllık, ortalama)	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	8.06%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	11.04%	6.16%	10.03%	7.97%	10.78%	9.00%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	8.83%	8.35%	7.37%	9.34%	9.71%	9.59%
Politika Faizi (dönem sonu)	5.75%	5.50%	4.50%	8.25%	7.50%	7.50%
Politika Faizi (ortalama)	6.14%	5.73%	4.88%	8.65%	7.57%	7.50%
USD/TL (dönem sonu)	1.8889	1.7776	2.1304	2.3230	2.9128	2.9600
USD/TL (ortalama)	1.6725	1.7919	1.9036	2.1915	2.7227	2.9303
EURO/TL (dönem sonu)	2.4438	2.3452	2.9344	2.8258	3.1833	3.2400
EURO/TL (ortalama)	2.3250	2.3040	2.5300	2.9116	3.0222	3.2615
Faiz Dışı Fazla (IMF Tanımlı; GSYİH'ye oranı)	1.0%	0.3%	0.9%	0.3%	0.8%	1.8%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-1.5%	-2.0%	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.7%
İhracat (milyar \$)	135.0	152.5	151.8	157.6	143.8	145.6
İthalat (milyar \$)	-240.8	-236.5	-251.7	-242.2	-207.2	-197.8
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)	-105.9	-84.1	-99.9	-84.6	-63.4	-52.2
Cari Denge (milyar \$)	-75.0	-48.5	-64.7	-43.6	-32.2	-33.3
Cari Denge / GSYH (%)	-9.7%	-6.2%	-7.9%	-5.5%	-4.5%	-4.5%

Yatırım Finansman Menkul Değerler

BIST-100 GOÜ'ye göre %32 iskontolu işlem görüyor



Bir yıllık beklentilere göre, BIST100'ün F/K çarpanı, MSCI Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) endeksinin %32 altında işlem görmektedir. Son 3 yıllık iskonto ortalaması %13 seviyesindedir.

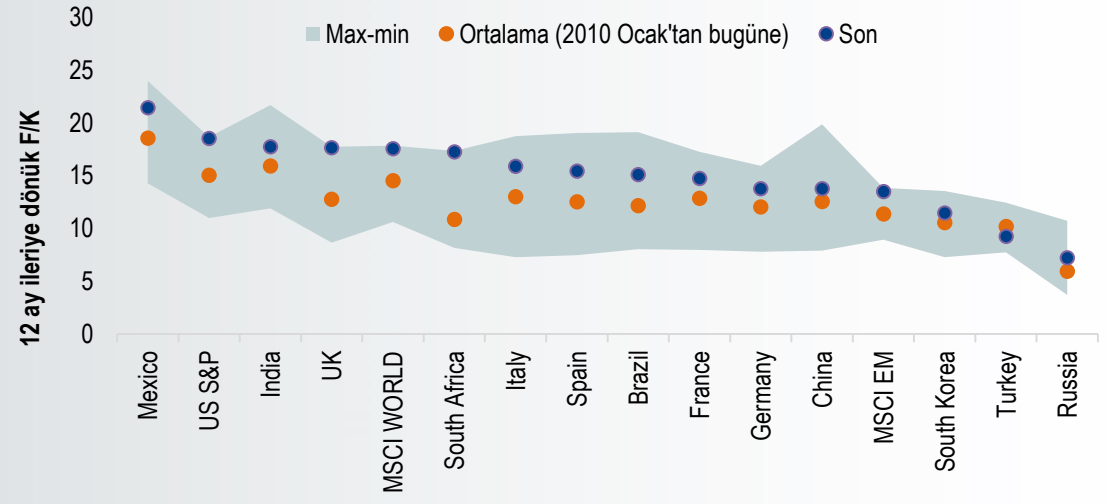
Önde gelen gelişmekte ve gelişmiş olan ülkeler arasında, Türkiye tarihsel ortalamasının altında işlem gören tek ülkedir.

Bizim görüşümüze göre hisse senedi piyasasındaki yanlış fiyatlamamanın iki ana nedeni olabilir:

1) Piyasa Türkiye'nin muhtemelen daha düşük kredi derecelendirmeye tabi olacağını düşünüyor olabilir: Gelişmekte olan ülkelerin çoğunun F/K'sı ortalamının oldukça üzerine işaret ederken, Türkiye'nin çarpanları dip seviyelerdedir. Fitch ve Moody's in kredi notunu gözden geçirme süreci sebebiyle, Türkiye'nin aşırı satıldığını düşünüyoruz.

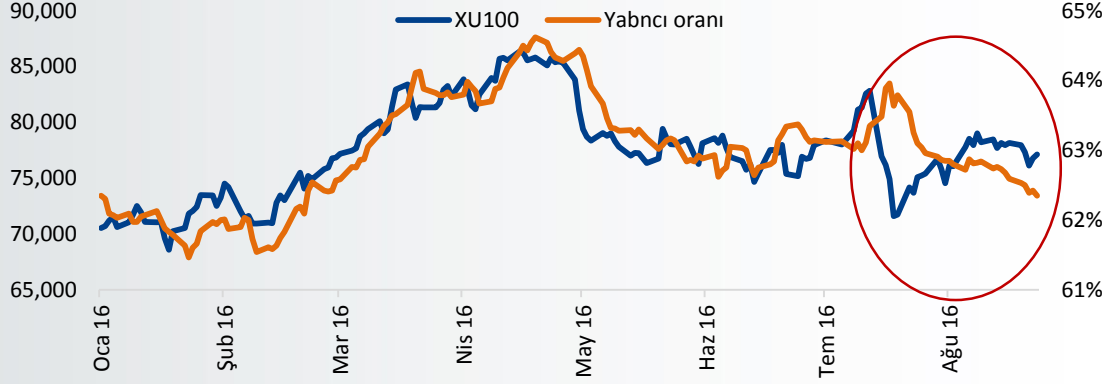
2) Piyasa, kar beklentilerinin aşağı yönlü revize edilebileceğini varsayıyor olabilir: Son 3 aylık dönemde dahi, BIST100 için piyasanın beklediği kar beklentisi dolar bazında %7 yukarı yönlü revize edildi. 2. çeyrekte çoğu şirket beklentilerin üzerinde net kar açıkladı. Darbe girişimi sonrasında da, kar beklentilerinde büyük çaplı bir bozulma gözlenmedi. Buna karşılık, son 3 ayda gelişmekte olan ülkelerin ortalama kar beklentisi dolar bazında %5 aşağı revize edildi. Piyasa beklentisine göre, Türkiye'de 2016 ve 2017 USD bazında karların sırasıyla %12 ve %16 artması beklenirken, gelişmekte olan ülkelerin kar artış beklentisi 2016 yılı için %8, 2017 yılı için %12 seviyesindedir. Mevcut durumda, Türkiye'nin kar beklentisi anlamında görünümü GOÜ'ye göre daha iyi durumdadır.

Tarihsel F/K ortalamasının altında işlem gören tek ülke, Türkiye



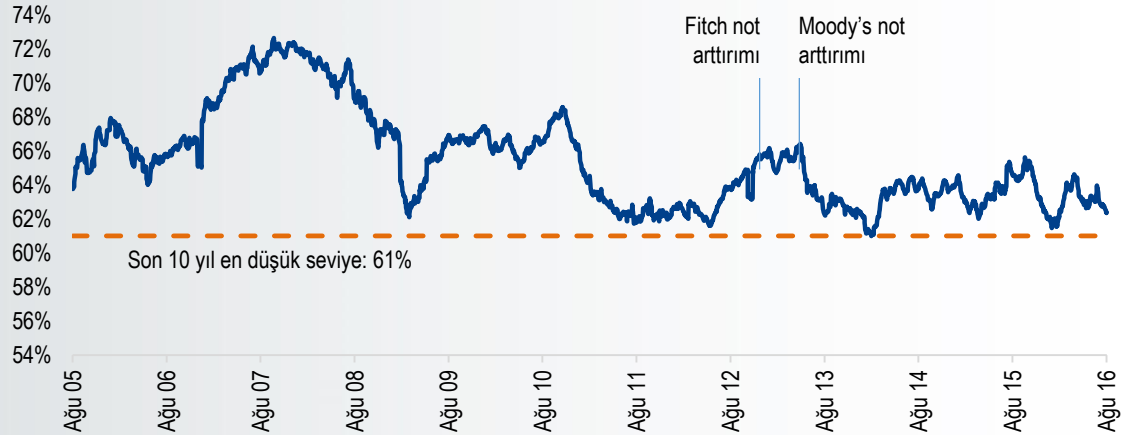
Kaynak: Bloomberg

Yabancı yatırımcılar piyasadaki son toparlanmayı kaçırdı



Kaynak: Borsa İstanbul, YF Araştırma

Yabancı sahipliği oranı tarihsel dip seviyelere doğru geriledi



Kaynak: Borsa İstanbul, YF Araştırma

15 Temmuz'daki darbe girişimi sonrası BİST-100'deki %13'lük değer kaybından sonra, 22 Temmuz'dan bugüne %8 değer kazandı. Yabancı yatırımcıların payı son 5 haftadır azalmaya devam ederken bu durum gösteriyor ki yabancı yatırımcılar son dönemdeki toparlanmayı kaçırdılar. Yabancı yatırımcıların, darbe girişiminin Türkiye ekonomisi ve günlük hayata etkisinin sınırlı seviyede kaldığını göremediklerini söyleyebiliriz. Bununla birlikte, yerli yatırımcıların BIST100'deki toparlanmayı yakaladıklarını görmekteyiz.

Türkiye 2013 yılının Mayıs ayında Moody's tarafından yatırım yapılabilir kredi notuna ulaştı. Bu tarihten sonra yabancı yatırımcı payında ciddi bir artış görmediğimiz için, muhtemel bir not indiriminde de hisse piyasasından çıkış anlamındaki riskin sınırlı seviyede kalmasını bekliyoruz. Borsa İstanbul'un mevcut durumda yabancı yatırımcı payı %62,4 seviyesinde olup, son 10 yılın en düşük sahiplik oranı %61'dir. Fitch veya Moody's yakın vadede Türkiye'nin kredi notunu indirirse, hisse senedi piyasasından teorik olarak yaklaşık 2,7 milyar dolar çıkış olabileceğini hesaplıyoruz.

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi



İyi Senaryo: Eğer Fitch ve Moody's Türkiye'nin yatırım notunu düşürmez ve yatırım yabılabilir seviyede korursa BIST-100 F/K çarpanlarında kısa vadede tarihsel ortalaması olan, 10.1x seviyesine doğru bir yükselme bekliyoruz. Bu senaryoda, Suriye'deki askeri operasyonun ülkedeki yatırım iştahını ve tüketici güvenini etkilemeyeceğini varsayıyoruz. Bu yöntemle BIST100 için endeks hedefimizi kısa vadede yaklaşık %10 artış ile **84,500** olarak belirliyoruz.

Kötü Senaryo: Kredi Derecelendirme kuruluşlarından olumsuz haber akışı gelmesi durumunda, piyasalar muhtemel bir not indirimi senaryosunu fiyatlayabilir. Bunun dışında, Suriye'ye askeri operasyonun, yatırım iştahını ve tüketici güvenini olumsuz etkileme riski de mevcuttur. Bu senaryoda ise, hedef F/K çarpanının 8.6x'ya gerileyebileceğini bekliyoruz. Bu senaryoda, çarpanlar kısa vadede endeksin %7 düşerek **72,000** seviyesine gerilemesine işaret ediyor.

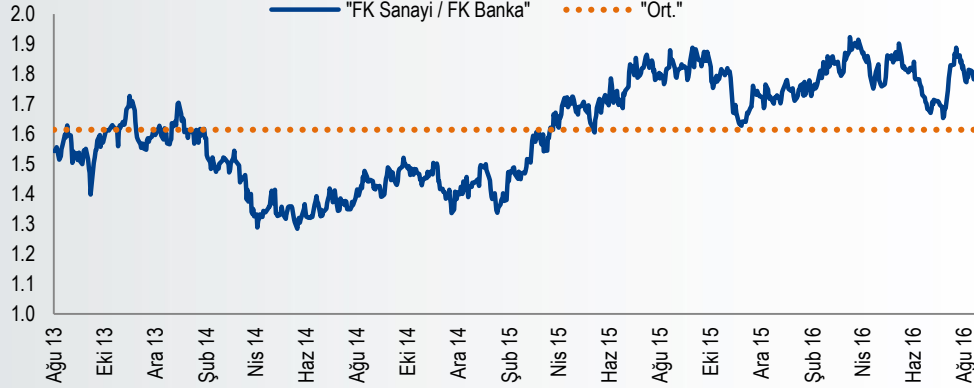
Tüketici güveninde şimdilik bir bozulma olmadığı için mevcut durumda **iyi senaryoya daha yüksek bir ihtimal veriyoruz.**

Geçmiş performansımız



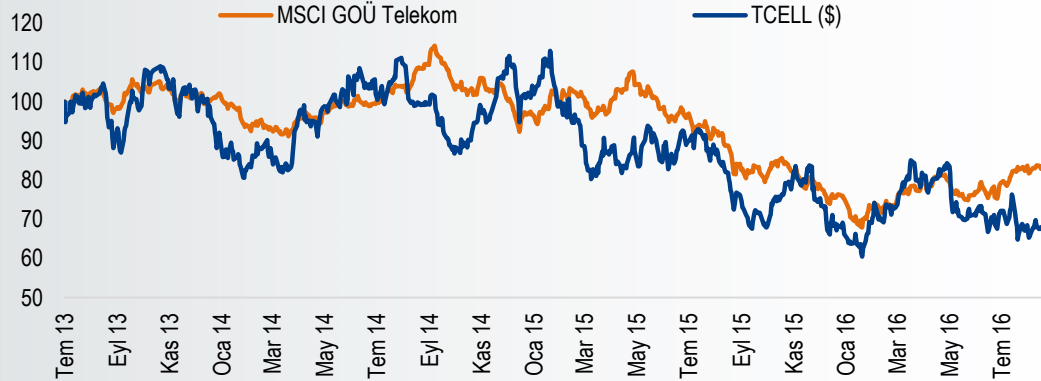
BIST100 Hedefimizi Nasıl Belirliyoruz: Tarihi veriler üzerinden gerçekleştirdiğimiz analizimize göre, BIST100 F/K çarpanı ayda ortalama 57bp ve bir ayda en fazla 140bp değişim gösteriyor. BIST-100 için iyi ve kötü senaryo hedeflerimizi çarpanlarının uzun ve kısa vadede pik ve dip noktalarını alarak ve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

Banka ve Sanayi F/K karşılaştırması



Bankalar Ağustos ayında Sanayi şirketlerinin %5 üzerinde performans gösterdi. Temmuz ayı sonunda, sanayi şirketlerinin F/K çarpanlarının bankalara göre seviyesi tarihi zirveye ulaşmıştı. Değerleme çarpanlarına baktığımızda, bankaların sanayi şirketlerinden daha iyi performans göstermeye devam edebileceğini düşünüyoruz. Sanayi / Banka F/K verisi tarihi ortalamasına düştüğünü varsaydığımızda, Bankalar Sanayi şirketlerinden %10 daha iyi getiri sağlayabilir.

Son 3 ayda Türk telekom şirketleri benzerlerin %10 altında perf. gösterdi



Telekom şirketleri GOÜ'deki muadil şirketlerinin son 3 ayda %10 altında performans gösterdi. Turkcell rakiplerinin %12 ve Türk Telekom %7 altında performans gösterdi. Telekom şirketlerinin kar beklentilerinde bir bozulma gözlemlemiyoruz ve Turkcell için çift haneli olumsuz performansın, alım fırsatı olduğuna inanıyoruz.

Tüketici kredilerinde vadelerin uzatılması gündemde...

Yüksek cari açığı azaltmak adına alınan makro ihtiyati tedbirlerin etkisi ile tüketici kredilerindeki büyüme oranı 2013 yılından bu yana, ciddi oranda yavaşladı. Kredi kartları ve ihtiyaç kredilerindeki çeyreksele ortalama kredi büyümesi 4Ç10 ve 4Ç13 arası %6 iken, 2013 yılından sonra çeyreksele ortalama büyüme %1 seviyelerine geriledi. İhtiyaç kredilerindeki maksimum vade 36 ay ile, kredi kartlarında ise 9 ay ile sınırlanmıştı. Şimdi, hükümet tüketimi ve ekonominin canlanması amacıyla, geçmişte alınan tedbirleri gevşetmeyi planlamaktadır.

Kredi vadelerinin uzamasını, kredi talebini artırmasını bekliyoruz. Ayrıca, vade uzaması ile ortaya çıkması muhtemel kredi taksitlerindeki düşüş, hem yeni kredi talebi yaratabilir hem de mevcut tüketici kredilerindeki kredi kalitesini iyileştirebilir. Garanti ve Yapı Kredi'nin ihtiyaç kredisi ve konut kredisindeki ağırlığının nispeten daha yüksek olduğunu söyleyebiliriz.

Tüketici kredilerindeki büyümenin karlılığı etki analizi

İhtiyaç kredisi ve kredi kartlarında ek %5 büyümenin, karlılığı nasıl etkileyebileceğini duyarlılık analizi ile ölçmeye çalıştık. 2017 yılı için ihtiyaç kredilerinde ortalama %15 kredi getirisi ve kredi kartlarından %9,5 faiz getirisi kazanıldığı varsayımında bulunduk.

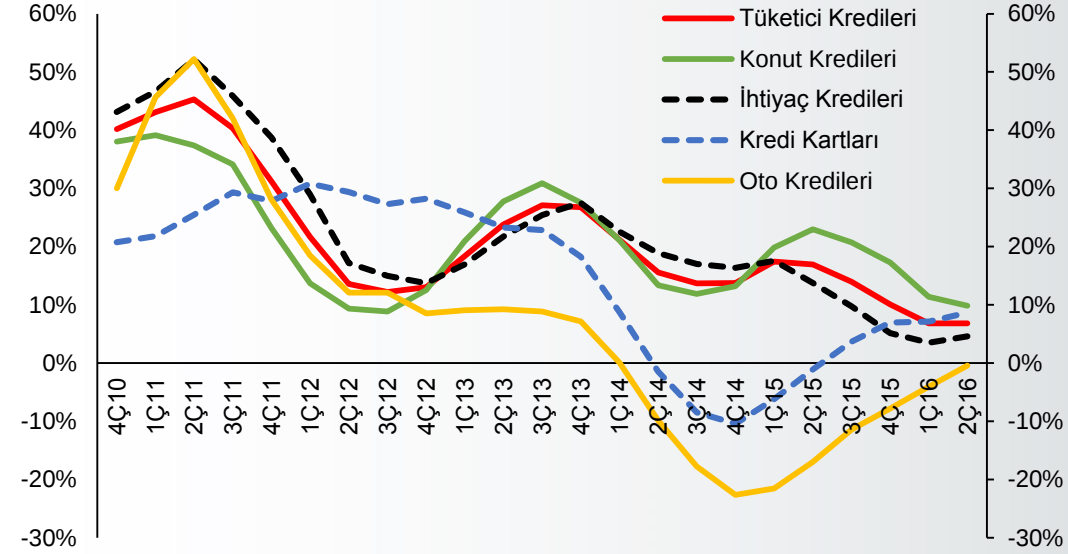
2017 kar beklentilerimize göre, Yapı Kredi ve Vakıfbank'ın kar beklentisine etkisinin daha yüksek olduğunu gözlemliyoruz. Bunun üzerine, bankalar bu krediler vasıtasıyla ekstra komisyon geliri de yaratarak, karlılığı bu verilerin üzerinde bir etki yapması beklenebilir.

Tüketici kredilerindeki ek %5 kredi büyümesinin karlılığı etkisi

TLmn	2017 Kredi portföyü (%5 artış ile)		Ek olarak elde edilen net kar		Net kar etkisi
	İhtiyaç Kredisi	Kredi Kartları	İhtiyaç Kredisi	Kredi Kartları	
AKBNK	16,242	11,425	93	41	3%
ALBRK	178	69	1	0	0%
GARAN	19,588	16,807	112	61	3%
HALKB	13,715	2,614	78	9	3%
VAKBN	19,621	4,410	112	16	5%
YKBNK	19,104	16,253	109	59	6%

Kaynak: BDDK, Banka finansalları, YF Araştırma

Tüketici kredileri yıllık büyüme trendi



Tüketici Kredilerin Toplam Kredilerdeki Payı ve Sermaye Yeterlilik Oranları

	İhtiyaç Kredisi	Kredi Kartları	Toplam	Ana sermaye yeterlilik oranı
YKBNK	11%	10%	21%	10.9%
GARAN	11%	9%	20%	15.2%
ISCTR	11%	6%	17%	14.0%
AKBNK	10%	7%	17%	13.8%
VAKBN	14%	3%	17%	11.2%
HALKB	9%	2%	11%	12.8%
ALBRK	1%	0%	1%	9.1%

Sermaye yeterlilik oranları bankaların kredi büyüme iştahını etkileyebilir. Garanti Bankası en yüksek sermaye yeterliliği oranına ve tüketici kredilerinde en yüksek ağırlığı sahip bankadır.

Bankalara ek likidite imkanları ile fonlama maliyetleri ve kredi büyümesi destekleniyor

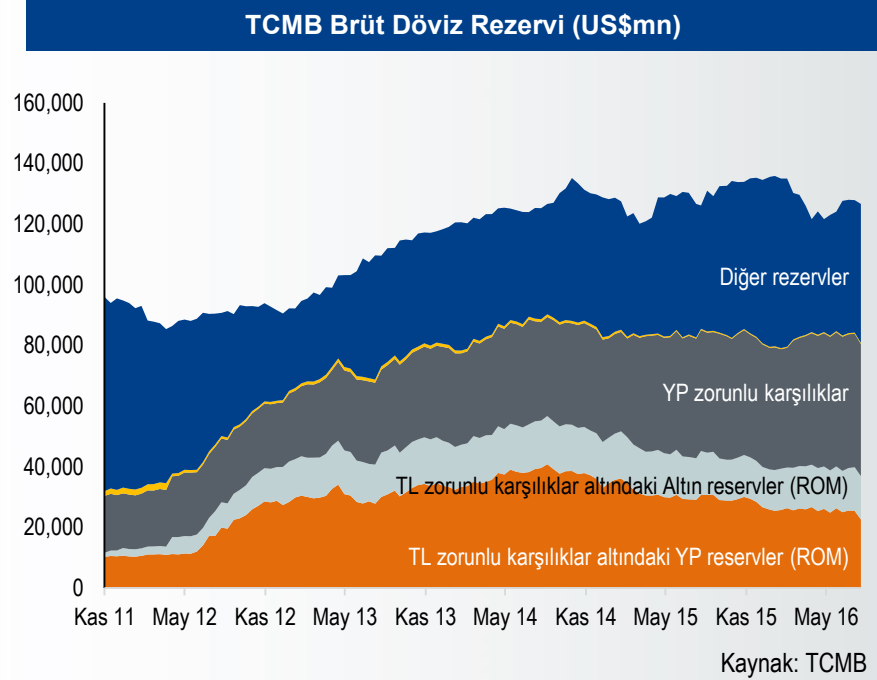
TCMB 15 Temmuz'dan sonra likidite yönünden bankacılık sektörünü destekleyici tedbirler aldı. Zorunlu karşılıkların azaltılması yanında, diğer tedbirlerin de bankaların fonlama maliyetini ve likiditesini desteklemektedir. Alınan bazı önemli tedbirler şöyle sıralanabilir;

- Bankalar döviz deposu almak üzere mevcut limitlerini artırabilecek ve TL likidite sağlamak amacı ile, bankalar tarafından limitsiz tutarda teminat döviz deposu getirebilecek.
- TL işlemler karşılığında TL ve YP cinsi teminatların iskonto oranlarında değişikliğe gidilerek, piyasada yaklaşık 6 milyar TL teminatın serbest hale gelmiştir.
- TL zorunlu karşılık oranları tüm vadelerde 50 baz puan indirildi ve rezerv opsiyon mekanizmasındaki değişikliklerle birlikte, piyasaya yaklaşık 1,1 milyar TL ve net 600 milyon ABD doları likidite verilmiş oldu.

TL zorunlu karşılıklarda (ZK) 100 baz puan indirim için duyarlılık analizi

TCMB Ağustos ayındaki toplantısında, likidite anlamında yeni gevşemeler konusunda bir atıfta bulunmamıştır. Ancak, önümüzdeki dönemde kredi büyümelerine zayıf trend devam ederse, zorunlu karşılıklarda indirimin tekrar gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. TL ZK'larında 100 baz puan indirim olduğunda, ROM kullanımının değişmediği varsayımıyla piyasaya yaklaşık 2.2 milyar ABD doları likidite gelmesini beklemekteyiz. Bu tutarın, TCMB'nin rezervlerine önemli bir etki yapmasını beklemiyoruz.

Yaptığımız duyarlılık analizine göre, bankalara ek likidite sağlamak adına TL zorunlu karşılıklarda 100 baz puan indirim geldiğinde, bankaların karlılığını olumlu etkilemesini bekliyoruz. Takibimizdeki tüm bankalar için ZK'ları, sektörün ağırlıklı ortalaması olan %11,1'i varsayarak hesapladık. Oluşacak yeni likiditeyi (ROM'dan oluşan YP likidite dahil) bankalar TL kredi vererek değerlendirdiğinde, 2017 yılı kar beklentisine etkisi, kar bazı ve TL fonlama ağırlığının farklılaşmasına göre, %2 ila %4 arasında değişmektedir.



TL zorunlu karşılıklarda 100 baz puan indirimin net kara etkisi

TLmn	TL zorunlu karşılık için baz alınan değer	TL zorunlu karşılıklar - %11,1 ağırlıklı ortalama varsayımı ile	TL ZK oranlarında 100 baz puan indirim ile muhtemel likidite tutarı	Ortaya çıkan kaynağın ortalama %13 kredi getirisi ile vergi sonrası muhtemel faiz geliri	2017 Net Kar Beklentisi	Net kara etkisi
AKBNK	92,793	10,261	928	97	4,336	2%
ALBRK	12,805	1,416	128	13	340	4%
GARAN	91,623	10,132	916	95	5,144	2%
HALKB	101,035	11,173	1,010	105	3,152	3%
VAKBN	102,368	11,320	1,024	106	2,511	4%
YKBNK	93,556	10,346	936	97	2,892	3%

Kaynak: TCMB, Banka Finansalları 2Ç16, YF Araştırma

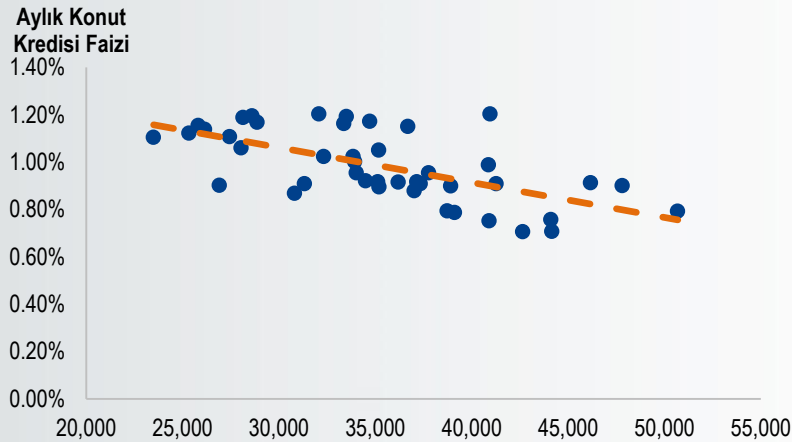
Darbe girişimin ardından Emlak Konut GYO liderliğinde sektördeki birçok öncü firma ve GYODER üyeleri Ağustos ayına özel kampanyaları devreye aldılar. Satışlardaki potansiyel sert düşüşleri önlemek için oldukça faydalı olduğu gözlemlenen kampanyalar kapsamında %0.7 faiz oranı ve 120 aya varan vadeler sunulmuştur.

Basında yer alan haberlere göre kampanyanın ilk haftasında Emlak Konut GYO 1,500 konutluk satış yakalarken Ağustos ayına ilişkin toplam satış rakamının 3,000 adedi bulabileceği tahmin edilmektedir. Kampanyaların etkisiyle işlem gören diğer GYO'lardan İş GYO ve Torunlar GYO'nun da devam eden projelerine ilgi yoğunlaşmıştır.

Bankaların konut kredisi faizlerini önceki seviyeler olan %1.15'lerden %0.90 - %0.99 aralığına çekmesinin ardından (5 yıl vadeli krediler için) sektörde önümüzdeki dönemde ilave bir ivme yakalanması beklenmektedir.

Zayıf Temmuz ayı satışlarından sonra (geçen yılın Temmuz ayına göre %15.8 ve geçen yılın ilk 7 ayına göre %2.7 düşüş göstermiştir) Ağustos ayından itibaren konut satışlarının ivmelenmesi beklenmektedir. Nitekim konut kredisi faizlerindeki düşük seviyelerin yalnızca konut satış adetlerine değil yıl başından bu yana baskı altında olan konut fiyat ortamına da olumlu etki yaratması beklenmektedir (Enflasyona göre düzeltilmiş aylık fiyat artışı Mayıs, 2016'da %1'in altına gerilerden bu oran Mayıs, 2015'te %1.2 seviyesindeydi).

Kredi faizlerinin konut satışları üzerindeki etkisi

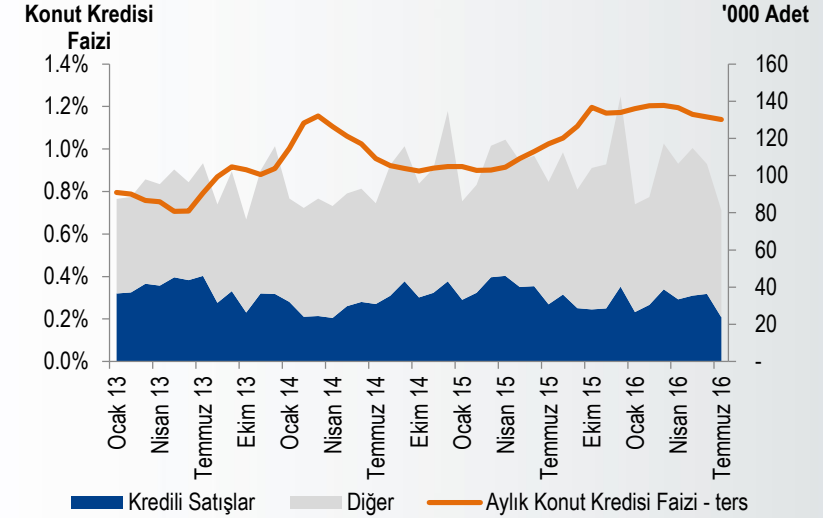


Kaynak: TÜİK, TCMB, YF Araştırma

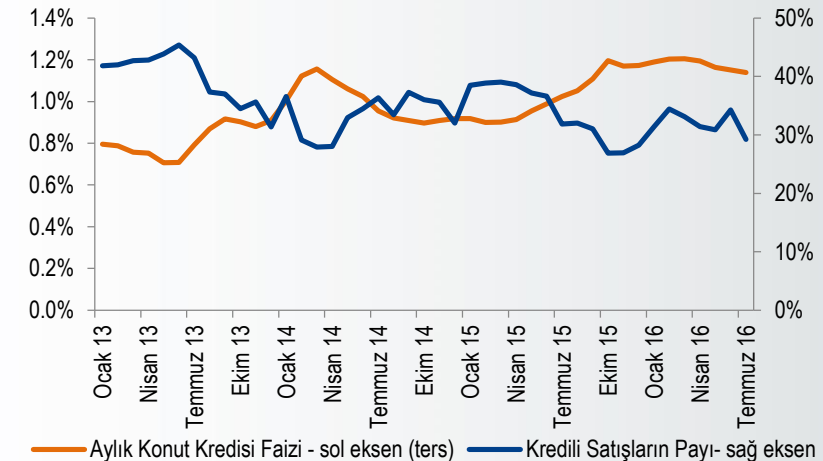
Regresyon analizimize göre konut kredisi faizlerindeki her 10 baz puanlık düşüşün kredili satışlar üzerinde %9'luk pozitif etki yarattığını hesaplamaktayız. Buna göre bankaların konut kredisi faiz oranlarında uyguladığı son indirim sonrası kredili konut satışlarının %14 oranında olumlu etkilenmesini bekliyoruz.

Konut kredisi faizlerindeki indirimin toplam satışları üzerindeki etkisinin ise %4 oranında olması hesaplanmaktadır. Hesaplamamızda kredili satışların toplam satışlar içerisindeki payının Temmuz'da görülen %29 seviyesinden tarihi ortalaması olan %35 seviyesine yakın %33 seviyesine çıkacağı öngörülmüştür. Hesaplamalarımızda kredi faizlerindeki düşüşün tüketici güvenine potansiyel etkisi ise göz ardı edilmiştir.

Konut Satışları ve Konut Kredisi Faizleri



Kredili Satışların Payı



Meclis Plan ve Bütçe Komisyonu ticari amaçla kullanılan araçların yenilenmesi durumunda bir defaya mahsus olmak üzere 30 Haziran 2019 tarihine kadar ÖTV'den muaf tutulmasına ilişkin teklifi geçtiğimiz günlerde onayladı. Bu yasayla birlikte devlet 82bin binek araç (taksi olarak kullanılan), 223bin minibüs (dolmuş ve personel servisleri dahil), 33bin otobüs, 400K kamyon ve 155bin TIR'ın yenilenmesini planlamaktadır.

ÖTV'nin düşük olduğu hafif ve ağır ticari araç segmentlerinde ÖTV indiriminden kazanç %4 ile %15 arasında değişmektedir. Buna karşılık binek araç segmentinde en düşük ÖTV oranı %45 seviyesindedir. Bu nedenle tüm taksi sahiplerinin bu teşvikten kısa zaman içinde faydalanacağını tahmin ediyoruz.

82bin taksinin değişmesi yıllık binek araç talebinin %11'ine tekabül etmektedir. Biz, teşviğin kısa zaman içinde yürürlüğe gireceğini ve yılın son 4 ayında satışlara olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Yine de Ağustos ayında ertelenen talep nedeniyle Ağustos binek araç satışlarında %23 yıllık düşüş tahmin ediyoruz. Yılın kalan 4 ayında ise binek araç satışlarının ortalama %15 artış kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Hafif ticari araç segmentinde ise satışları Ağustos ayında %21 daracağını tahmin ediyoruz. ÖTV teşviğinin bu segment için çok cazip olmaması nedeniyle etkisinin sınırlı kalacağını ve yılın son 4 ayında satışların %9 daralacağını tahmin ediyoruz.

Otomotiv şirketleri ÖTV teşviğine ek olarak oto kredilerinde konut kredilerinde olduğu gibi bir teşvik için lobi yapmaktadırlar. Biz şu an için böyle bir teşviğe çok düşük bir olasılık veriyor. Yine de hatırlatmak gerekirse kredilerdeki her 10bp'lık düşüş binek araç satışlarını %6, hafif ticari araç satışlarını %2.2 arttırmaktadır.

ÖTV teşviğinden binek araç üretimi de olan Tofaş'ın ve tamamen yurtiçi talebe bağlı olan Doğu Otomotiv'in daha çok faydalanacağını tahmin ediyoruz.

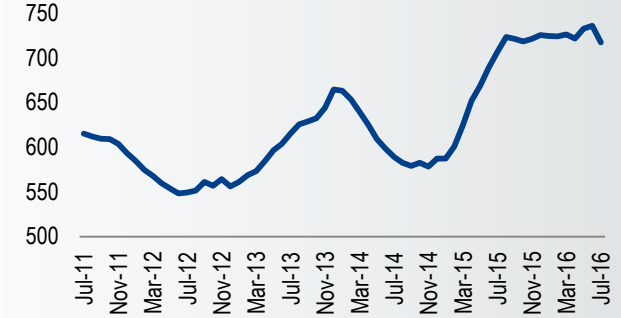
Türk Otomotiv Sektörüne Dair Beklentilerimiz

(birim)	Tem-16 (Tah.)	Tem-16	y/y değ.	2016T	2015	y/y değ.	6A16 (Tah.)	6A15	y/y değ.	L6A16* (Tah.)	L6A15*	y/y değ.
Binek	42,514	64,218	-34%	741,161	725,596	2%	380,996	392,064	-3%	360,165	333,532	8%
Hafif Ticari	13,381	19,618	-32%	218,771	242,421	-10%	113,716	124,322	-9%	105,054	118,099	-11%
Hafif Araçlar	55,896	83,836	-33%	959,932	968,017	-1%	494,713	516,386	-4%	465,219	451,631	3%

* Yılın kalan aylarını ifade ediyor.

Türkiye'de 12 Aylık Binek Oto Satışları

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



Türkiye'de 12 Aylık HTA Satışları

Son 12 ay H.T.A. satışları (x 1,000)



Kaynak: ODD

Son 4 ayda BİST-100'ün %12 üzerinde performans gösteren **Emlak Konut GYO'yu kar realizasyonu amacıyla model portföyümüzden çıkarırken Torunlar GYO'yu dahil ediyoruz.** Şu anda Model Portföyümüz, Akbank, Akcansa, Bim, Garanti Bankası, Sabanci Holding, Turkcell, Teknosa, Tofas, Torunlar GYO ve Yapı Kredi Bankası'ndan oluşuyor.

Akbank: Güçlü sermaye değeri, likit bilanço ve aktif kalitesi

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

Garanti Bank: Güçlü sermaye rasyoları, maliyet kontrolü çalışmaları ve volatil ortamlarda iyi idare edilen 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

Teknosa: Nakit akımında düzelmenin henüz fiyata yansımaması, telekom, tüketici ürünleri ve beyaz eşya segmentlerinde olumlu görünüm, 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

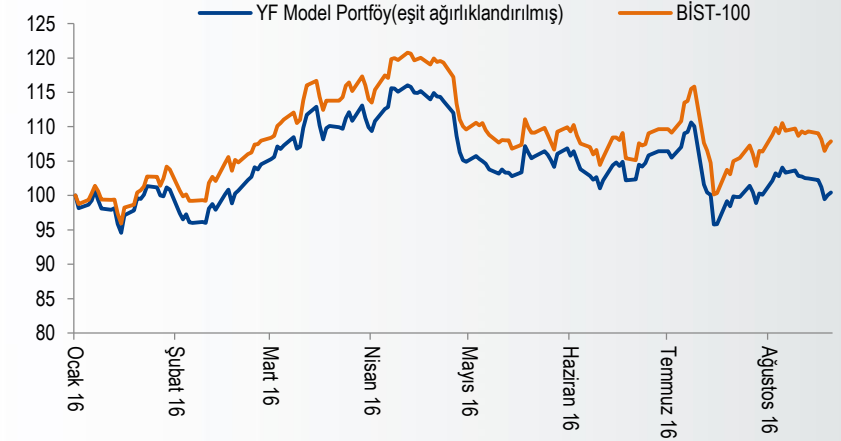
Torunlar GYO: Çeşitlendirilmiş varlık portföyü, cazip değerlendirme ve Paşabahçe projesinin lansmanının hisse performansı üzerinde beklenen olumlu etkisi

Yapı Kredi: Karlı segmentlerde büyüme stratejisi, güçlü maliyet kontrolü ve cazip değerlendirme.

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %13 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. Geçtiğimiz ay Model Portföyümüz %1 performans gösterirken BİST-100'ün %1.6 altında performans gösterdi.

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
AKBNK	TL 7.99	TL 9.35	17%	08-Nis-16	7%	1%
AKCNS	TL 13.20	TL 17.50	33%	29-Nis-16	2%	-8%
BIMAS	TL 50.80	TL 67.00	32%	06-May-16	-9%	-11%
GARAN	TL 7.78	TL 9.30	20%	08-Haz-16	3%	11%
SAHOL	TL 9.20	TL 11.40	24%	13-tem-16	-3%	-8%
TCELL	TL 10.04	TL 13.00	29%	08-Oca-16	-6%	2%
TKNSA	TL 4.91	TL 7.20	47%	01-Nis-16	-17%	-24%
TOASO	TL 22.88	TL 31.00	35%	13-Tem-16	-2%	-7%
TRGYO	TL 4.46	TL 5.80	30%	29-Ağu-16	-	-
YKBNK	TL 3.61	TL 4.40	22%	01-Ağu-16	1%	3%

Model Portföy'ün yıl başından bu yana performansı



Yatırım Tezi:

Sermaye ve likidite rasyolarını dikkate aldığımızda, Akbank'ın kredilerde büyüme potansiyelinin daha yüksek olduğunu düşünüyoruz. Geçtiğimiz yıllarda banka kredilerde, fiyatlamayı rasyonel bulmamalarının da etkisi ile pazar payı kaybetti. 2. Çeyrekte tüketici kredilerinde ve TL krediler Pazar payında bir miktar toparlanma gözlemledik. Geçtiğimiz bir yıl içinde, TL kredi-mevduat oranı %146'tan %133'e geriledi. Toplam kredi-mevduat oranı ise 2Ç16 itibarıyla %105 seviyesinde gerçekleşti. Bu veri, sektör ortalaması olan %113'un altında olup, rakip bankaları arasında en düşük seviyedir. Ayrıca, kredilerin aktifler içindeki payı %60'lar düzeyinde olması (muadil bankaların ortalaması %67), bankanın kredi büyümesinde potansiyeli olduğunu göstermektedir. BDDK tarafından, ihtiyaç kredileri ve kredi kartlarında vadelerin uzatılması beklenmektedir. Akbank'ın karlı kredi ürünlerinde büyümeyi tercih edebileceğini düşünüyoruz.

Banka geçtiğimiz yıllarda gerçekleştirdiği program sayesinde, maliyet artışının sınırlandığını görüyoruz. Yılın ilk yarısında Akbank'ın faaliyet gider artışı yıllık %4 düşüş gösterdi. Gider-gelir oranı yılın ilk yarısında bankanın hedeflediği %37'nin oldukça altında, %33 düzeyinde oluştu. Gider artışının sınırlanması ile, karlılıkta da artış görüyoruz. Son dört çeyreğin özkaynak karlılığına baktığımızda yıllık bazda 200 baz puanının üzerinde iyileşerek, %14'ün üzerine yükseldi.

Akbank, sermaye rasyoları ve aktif kalitesi anlamında muhafazakar davranmaya devam ediyor. Bankanın sermaye yeterlilik oranı yılbaşından bu yana 30 baz puanı iyileşerek %14,9'a yükseldi. Diğer bankaların yaptığı ama Akbank'ın henüz uygulamadığı sabit varlıkların yeniden değerlendirilmesi ile, bankanın aslında sermaye yeterlilik oranı yaklaşık 100 baz puanı daha yukarıda olduğu belirtilmektedir.

Bir diğer öne çıkan konu ise; bankanın takipteki krediler için muhafazakar karşılık politikası. Akbank'ın takipteki krediler için %100 karşılık politikası, önümüzdeki yıllarda UFRS 9 muhasebe standardı geldiğinde, banka için rekabet avantajı yaratacağını düşünüyoruz. Yüksek karşılık ayrılmasının, banka için gizli bir değer yaratmasının yanında, aktif kalitesi anlamında da olumlu algılanmaktadır.

Kısa vadeli görünüm:

Kar büyümesi beklentimiz olan %28'in üzerinde gerçekleşmesi

Regulasyon anlamında tüketici kredilerinde muhtemel bir gevşeme, Akbank'ın büyüme iştahını artırabilir.

Güçlü sermaye oranları ile TL'deki muhtemel bir değer kaybı ile başa çıkılabilir.

Alınan önlemler ile sınırlı batık kredi oluşumu. 2Ç'de yakın izlemedeki kredilerdeki düşüş, yılın ikinci yarısı için de aktif kalitesinde olumlu bir gösterge olarak algılanabilir.

AKBNK (Endeks Üzeri)			Akbank	
Sektör	Bankacılık			
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		7.99	9.35	17%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	7%	1%	22%	22%
BIST100'e göre relatif	2%	2%	17%	13%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR60.9mn		TL200.7mn	
Piyasa Değeri	EUR9,445mn		TL31,320mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	26,689	29,928	33,495	37,808
Büyüme	6%	12%	12%	13%
Net Kar	2,995	3,839	4,336	5,180
Büyüme	-5%	28%	13%	19%
Karlılık	2015	2016E	2017E	2018E
Özkaynak Karlılığı	11.6%	13.6%	13.7%	14.5%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
F/K	10.7	8.3	7.4	6.2
F/DD	1.2	1.1	1.0	0.8

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:

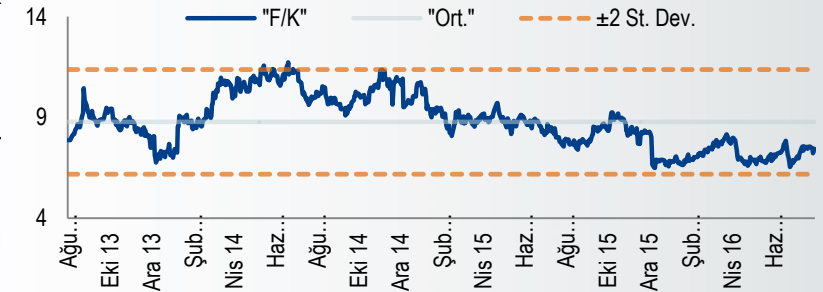
Garanti 2016 yılı beklentilerimize göre 7.6x F/K ile son 1 yıllık ortalamasına paralel seviyede işlem görmektedir. Fiyat/defter oranı ise 0.9x ile son bir yıllık ortalaması olan 1x 'in altında işlem görmektedir.

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	Potansiyel	
		Kapanış	Hedef	
Hisse fiyatı (TL)		7.78	9.30	20%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	9%	3%	9%	11%
BIST100'e göre relatif	4%	4%	4%	3%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR241.2mn		TL794.2mn	
Piyasa Değeri	EUR9,702mn		TL32,172mn	
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	9.6	7.7	6.4	5.4
F/DD	1.1	0.9	0.8	0.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım Tezi:

Yapı Kredi hissesinin sene başından beri elde ettiği olumlu hisse performansı Haziran ve Temmuz aylarında, Unicredit haberlerinin etkisi ile olumsuz seyretti. Yapı Kredi'nin bu süreçte fazlasıyla satıldığını gözlemliyoruz. Unicredit, YKB'deki yatırımına olan ilgisinin devam ettiğini belirtmektedir. Unicredit'in YKB'deki payını satmasını şu aşamada son opsiyonlardan biri olarak görüyoruz. Bundan önce, Unicredit Polonya'daki varlıklarını satmayı ve sonra sermaye artışı yapmayı planlamaktadır. Eğer, Unicredit YKB'deki paylarını satmayı düşünürse, Koc Holding'in de Unicredit'in paylarını alma potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Tarihsel olarak en düşük seviyelerde seyreden 1 yıllık beklentiye göre 0.6x F/DD çarpanı, bankanın operasyonel performansını göz önüne aldığımızda yatırım için cazip olduğunu düşünüyoruz.

Yapı Kredi yılın ilk yarısında net karını %71 artırdı. Yatırımlar azaldığı için, maliyetlerdeki artış sınırlı kaldı ve gelirlerde büyüme ile kar artışı gerçekleşti. Dijitalleşme için yapılan yatırımlar ile bankanın gelir artışının önümüzdeki dönemde daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Gider-gelir oranı 2015 yılsonunda %52 seviyesinden, ilk yarıda %44 seviyesine geriledi.

Yüksek kredi-mevduat oranı ve nispeten daha düşük ana sermaye rasyosuna rağmen, banka yüksek karlılığa sahip kredilere ve yeni müşteri kazanımına odaklandı. Karlılık artışının sürdürülebilirliği konusunda, banka yönetimini kararlı olduğunu gözlemliyoruz. Banka yönetimi, ihtiyaç kredilerindeki büyümenin %40'ının mobil satış kanallarından geldiğini belirtiyor. Bu değişim ise, karlılık artışında maliyet açısından operasyonel kaldıraç etkisi yaptığını söyleyebiliriz. Marjların iyileşmesinin yanında, müşteri kazanımı ile komisyon büyümesi de olumlu etkileniyor. Bankanın yılın ilk yarısındaki komisyon geliri artışı %17 seviyesinde gelişirken, rakiplerinin ortalama büyümesi %8 seviyesinde kaldı. Karlı tüketici kredilerindeki büyüme, komisyon gelirini de olumlu etkilemesi beklenmelidir.

Tüketici kredi vadelerindeki muhtemel artışın, Yapı Kredi'yi olumlu etkilemesi beklenmelidir. Bankanın ihtiyaç kredisi ve kredi kartları, toplam krediler içinde %21 ile rakipleri arasında en yüksek paya sahiptir. Muhtemel bir büyüme senaryosunda, banka müşterilere kolaylıkla ulaşabilir. Vadelerin uzaması, mevcut müşteriler için de daha düşük taksit imkanı yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu da, bankanın aktif kalitesini olumlu etkilemesi beklenebilir. Bunların dışında, zorunlu karşılıklarda muhtemel bir indirim olursa, Yapı Kredi'nin yüksek kredi-mevduat oranına sahip olması nedeni ile, banka için rahatlatıcı bir gelişme olması beklenmelidir.

Kısa vadeli görünüm:

Unicredit tarafından olumlu haber akışı gelmesi hisse performansını olumlu etkileyebilir

TL zorunlu karşılıklarda muhtemel bir indirim veya tüketici kredisi vadelerinde gevşeme, bankanın kredi büyümesini olumlu etkileyebilir.

Yapı Kredi 2016 yılı beklentilerimize göre, 6.1x F/K ile son bir yıllık ortalaması olan 6.8x 'in altında işlem görmektedir. Bankanın F/DD çarpanı 0.6x ile tarihindeki en düşük seviyelerdedir.

Bankanın karlılığındaki artışın devamı hisse perforansını da olumlu etkileyebilir. Yılın ilk yarısında bankanın özkaynak karlılığı yıllık 5 puan iyileşerek %13 seviyesine yükselmiştir.

YKBNK (Endeks Üzeri)		Yapı Ve Kredi Bankası		
Sektör		Bankacılık		
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		3.61	4.40	22%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	7%	-8%	4%	10%
BIST100'e göre relatif	2%	-7%	0%	2%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR26.7mn		TL87.7mn	
Piyasa Değeri	EUR4,667mn		TL15,476mn	
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Defter Değeri	23,084	25,612	28,250	31,429
Büyüme	14%	11%	10%	11%
Net Kar	1,861	2,528	2,892	3,468
Büyüme	-10%	36%	14%	20%
Karlılık	2015	2016E	2017E	2018E
Özkaynak Karlılığı	8.6%	10.4%	10.7%	11.6%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
F/K	8.4	6.2	5.4	4.5
F/DD	0.7	0.6	0.6	0.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

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.

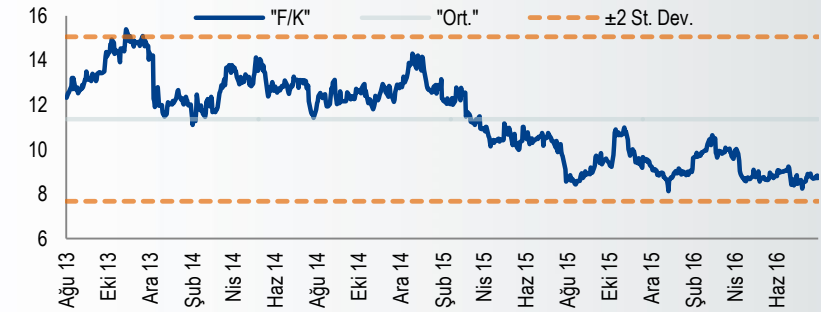
Çanakkale'de planlanan potansiyel kapasite artırımına ilişkin karar hisse performansı üzerinde olumlu etki yaratabilir. Şirket yönetimi Çanakkale tesislerinde 3. üretim hattı yatırımına ilişkin yasal süreçleri tamamlamış ancak potansiyel yatırıma ilişkin nihai karar alınmamıştır.

Rusya ile iyileşme sürecinde olan ilişkiler ve İran'la olan tahkim süreci doğal gaz fiyatlarına ilişkin beklentiler doğal gaz fiyatlarında potansiyel bir indirime işaret edebilir. Elektrik maliyetleri toplam maliyetlerinin yaklaşık %20'sini oluşturan çimento üreticileri için doğal gaz fiyatlarındaki potansiyel indirim maliyetler tarafındaki baskıyı azaltacaktır.

Akçansa 2016 yıl sonu tahminlerimize göre 5.7x PD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ve tarihi ortalama çarpanı olan 6.8x'e göre cazip seviyelerdedir.

AKCNS (Endeks Üzeri)		Akçansa		
Sektör	Çimento			
Hisse fiyatı (TL)	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
	13.20	17.50	33%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-1%	1%	6%	9%
BIST100'e göre relatif	-5%	2%	1%	2%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.5mn		TL1.5mn	
Piyasa Değeri	EUR763mn		TL2,527mn	
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	8.4	8.0

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 TV 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.

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)		50.80	67.00	32%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-8%	-11%	5%	0%
BIST100'e göre relatif	-13%	-10%	1%	-7%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR14.5mn		TL47.7mn	
Piyasa Değeri	EUR4,656mn		TL15,423mn	
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	17.4	14.7	12.3	10.3
F/K	26.4	22.7	19.2	16.0

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 %40'ını oluşturan Akbank, Model Portföy'ümüzde bulunan bankalar arasında yer almaktadır. Detaylar için 19. Sayfayı inceleyiniz. NAD'ın %20'sini oluşturan enerji iştiraklerinin ise orta vadede enerji piyasasında beklenen liberalizasyondan faydalananakları beklenmektedir. Akcansa ve Teknosa için 19. ve 23. sayfaları inceleyiniz.

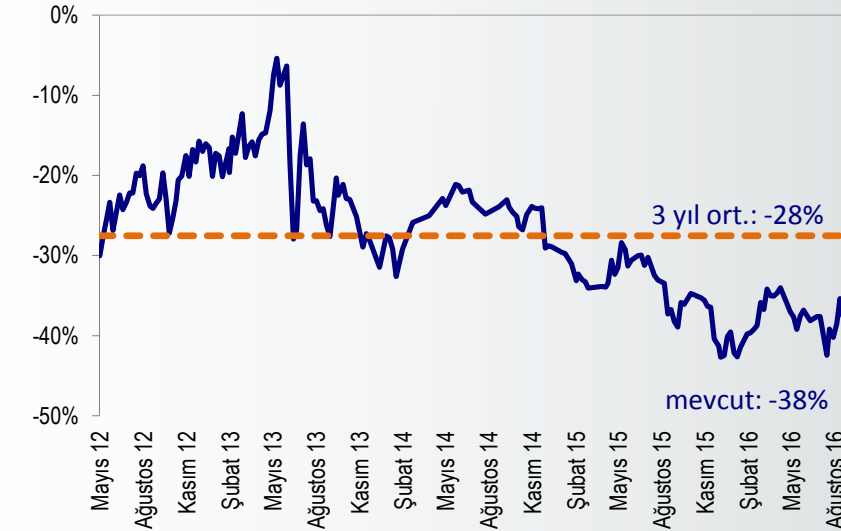
Kısa vadeli görünüm:

Sabancı Holding NAD'ine göre %38 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)		9.20	11.40	24%
Hisse Performansı		1AY	3AY	12AY
Mutlak		8%	0%	10%
BIST100'e göre relatif		3%	1%	5%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR15.6mn		TL51.3mn
Piyasa Değeri		EUR5,667mn		TL18,772mn

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 biri. 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 2 ay içinde tüm Çukurova Telecoms Holding hisselerinin sahibi olacak. Bu durum hissedarlık yapısındaki belirsizliği ortadan kaldırabilir.

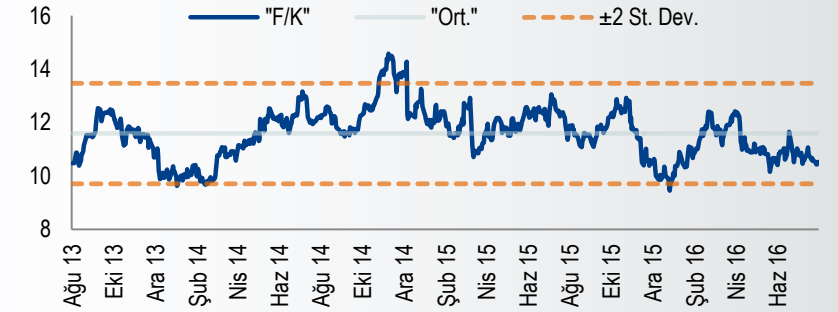
Turkcell TRY150 mn değerinde hisse ve tahvil geri alım programı başlattı. Programın limiti Turkcell'in halka açık değerinin %2'sine eşit ve bizce hisse geri alım programı kısa vadede alışı yönlü riskleri sınırlıyor.

Turkcell son 3 ayda GOÜ telekom şirketlerinin %12 altında performans gösterdi.

Bloomberg tahminlerine göre 1 yıllık ileriye dönük F/K oranı tarihi ortalaması 11.6x olan TCELL 10.5x ile işlem görüyor.

TCELL (Endeks Üzeri)			Turkcell	
Sektör			İletişim	
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		10.04	13.00	29%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-6%	-6%	-12%	1%
BIST100'e göre relatif	-10%	-5%	-16%	-6%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR13.2mn		TL43.3mn	
Piyasa Değeri	EUR6,668mn		TL22,088mn	
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	5.5	5.1
F/K	10.7	11.4	9.9	8.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Teknosa son dönemlerde iyileşen operasyonel sonuçlara rağmen nakit dışı ve tek sefere bahsuz giderler nedeniyle zarar açıklamaya devam etti. Buna karşılık şirketin nakit akımındaki iyileşme devam etmektedir. 4Ç15'de pozitif dönen benzer mağaza satışları sonrası da operasyonel iyileşmenin hisse performansına yansımadağını düşünüyoruz.

Şirketin operasyonel sonuçlarındaki iyileşmenin 2016 yılında devam edeceğini tahmin ediyoruz. Mağazalarında Arçelik'in beyaz eşyalarını da satmaya başlayan şirket, satış kırılımında beyaz eşyanın payının artmasıyla karlılığını arttırabilir. Diğer taraftan 4.5G'nin etkisiyle ivmelenecek telekom ürünleri satışı da ciro artışını olumlu etkileyecektir.

Kısa vadeli görünüm:

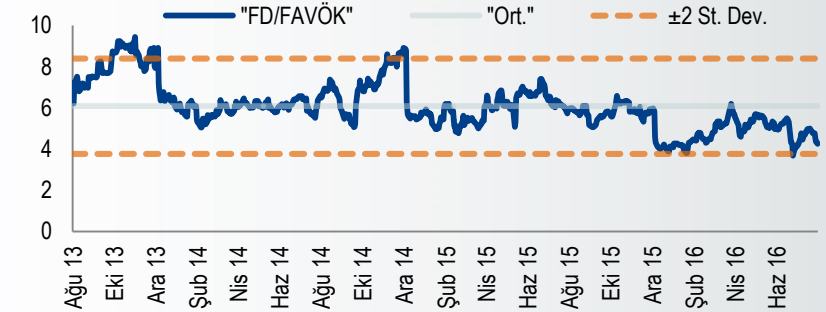
Hükümetin Türkiye'de ticaret faaliyetleri arttırmak amacıyla makro-ihtiyati tedbirlerde gevşemeye gitmesi bekleniyor. Kredi kartı taksitlendirmelerine dair olası bir kolaylık Teknosa için olumlu bir gelişme olacaktır. Tahminlerimize göre taksit sınırlamasında olası bir gevşeme TKNSA'nın dñil olduğu TSS kanalında ortalama %15-20 ciro artışını sağlayabilir.

Şirket'in gelecek dönemlerde pozitif nakit akışı üretmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Şirket şu an FD/FAVÖK çarpanının tarihi dip seviyelerinde işlem görüyor.

TKNSA (Endeks Üzeri)		Teknosa		
Sektör		Elektronik Perakende		
	Kapanış	Hedef	Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	4.91	7.20	47%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	-21%	-25%	-23%
BIST100'e göre relatif	-6%	-20%	-28%	-29%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR0.8mn			TL2.6mn
Piyasa Değeri	EUR163mn			TL540mn
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	3,167	3,465	3,756	4,201
Büyüme	5%	9%	8%	12%
FAVÖK	36	87	108	124
Büyüme	-54%	143%	24%	14%
Net Kar	-95	-1	11	20
Büyüme	373%	-99%	-1134%	82%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	12.8	5.3	4.2	3.7
F/K	-5.7	-510.4	49.4	27.2

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.

Kısa vadeli görünüm:

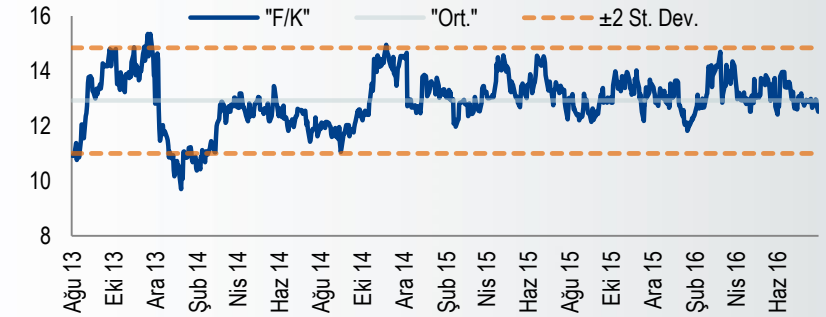
Yeni model lansmanları ardından Tofaş yüksek talebi karşılamakta zorlanmaktadır. Şirket kısa vadede boyahaneye yapacağı yatırımla kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e çıkarmayı planlıyor.

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

Ticari amaçlı kullanılan araçların yenilenmesinde ÖTV alınmamasını öngören teşvik paketinin kısa zaman içinde yasalaşması beklenmektedir. Konu ile ilgili gelişmeler hisse senedini olumlu etkileyecektir.

TOASO (Endeks Üzeri)	Tofaş Otomobil Fab.			
Sektör	Otomotiv			
	Kapanış		Hedef Potansiyel	
Hisse fiyatı (TL)	22.88		31.00 35%	
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	0%	3%	33%	25%
BIST100'e göre relatif	-5%	4%	27%	16%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR6.0mn		TL19.7mn	
Piyasa Değeri	EUR3,454mn		TL11,440mn	
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	13.7	10.1	8.7	8.0
F/K	13.8	11.3	9.1	11.4

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yatırım tezi:

Torunlar GYO'yu çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü, yoğun yatırım döneminin sona ermesiyle güçlenen nakit akımı ve 2015-2020 yılları arasında öngörülen yıllık ortalama %20 net aktif değer (NAD) büyümesi sebebiyle beğeniyoruz. İlaveten önümüzdeki dönemde hisse performansını güçlendirebilecek haber akışları görülmesi muhtemel olarak düşünüyoruz. Şirket NAD'ine göre oldukça cazip %56 iskonto ile işlem görmektedir.

Kısa vadeli görünüm:

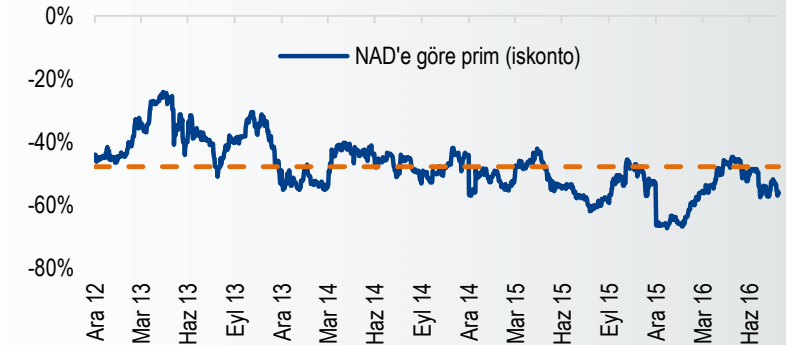
Torunlar GYO 2014 yılı sonu itibariyle kiralanabilir varlıklara yaptığı yoğun yatırım dönemini tamamlamış ve yıllık kira seviyesini 158mn TL'den 400 mn TL seviyesine taşımıştır. Diğer taraftan Torun Center projesinin inşaat dönemi sona ermiş ve 5.Levent projesinde satışlar güçlü devam etmektedir.

Torunlar GYO'nun güçlenen nakit akımı ve dolaz bazlı satılabilir varlıklarının piyasa tarafından gerçek değerinin altında değerlendirildiği düşünüyoruz. Nitekim Şirket'in yüksek net borçluluğu (2Ç16 itibariyle net borç 1.9 milyar TL ve döviz açık pozisyonu ise 2.4 milyar TL seviyesindedir) hisse performansı üzerinde baskı oluşturmakta ancak Şirket'in Torun Center projesindeki yaklaşık 550mn dolar seviyesindeki satılmamış konut stoğu ve Paşabahçe projesinden beklenen 400mn dolara varan hasılat borçluluğu rahatlıkla karşılamaktadır.

37 yalı ve bir markalı otel inşaatını içeren Paşabahçe projesinin inşaat ruhsatının alınmasını takiben yıl sonuna kadar başlaması planlanmaktadır. Diğer taraftan Torun Center projesindeki 40 katlı bloğun potansitel olarak otel rezidans konseptinde bir bütün halinde satılmasına ilişkin Şirket görüşmeler sürdürmektedir. Önümüzdeki dönemde bu projelere ilişkin gelebilecek haber akışlarına ilave olarak yıl sonunda beklenen NAD artışı (MoI, Torun Center ve inşaat ruhsatının alınmasını takiben Paşabahçe projesinin önemli katkısıyla) hisse performansı üzerinde olumlu etki yaratabilir.

TRGYO (Endeks Üzeri)		Torunlar G.M.Y.O.		
Sektör		Gayrimenkul Yatırım Ort.		
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		4.46	5.80	30%
Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	-16%	59%	40%
BIST100'e göre relatif	-6%	-15%	52%	31%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR0.9mn		TL2.8mn
Piyasa Değeri		EUR673mn		TL2,230mn
Finansallar (mn TL)	2015	2016E	2017E	2018E
Net Satışlar	628	766	1,525	2,424
Büyüme	-19%	22%	99%	59%
FAVÖK	344	396	615	969
Büyüme	46%	15%	55%	58%
Net Kar	-47	353	557	1,017
Büyüme	-142%	-848%	58%	82%
Çarpanlar	2015	2016E	2017E	2018E
FD/FAVÖK	12.1	10.5	6.8	4.3
F/K	-47.3	6.3	4.0	2.2

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Şirket

YURT İÇİ EKONOMİ TAKVİMİ - EYLÜL 2016				
Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma
		31 İtfa: 204 milyon TL @ 10.00 Dış Ticaret Dengesi (Temmuz) @ 11.00 Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Temmuz)	1 @ 10.00 İTO İstanbul Ücretliler Geçinme Endeksi (Ağustos) @ 10.00 TİM İhracat Verileri (Ağustos) @ 10.00 İmalat Sanayi PMI Verisi (Ağustos) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (35. Hafta, 2016) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (34. Hafta, 2016)	2 @ 14.30 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Haziran)
5 @ 10.00 TÜFE (Ağustos) @ 10.00 Yurt İçi ÜFE (Ağustos)	6 @ 10.00 TCMB Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu (Ağustos) @ 14.30 Reel Efektif Döviz Kuru (Ağustos)	7 İtfa: 580 milyon TL @ 17.30 Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (Ağustos)	8 @ 10.00 Sanayi Üretimi (Temmuz) @ 10.00 Perakende Satış Hacim Endeksi (Temmuz) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (36. Hafta, 2016) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (35. Hafta, 2016)	9 @ 10.00 Gayri Safi Milli Hasıla (2016, II. Çeyrek) @ 10.00 Ödemeler Dengesi (Temmuz)
12 BAYRAM TATİLİ	13 BAYRAM TATİLİ	14 İtfa: 1.416 milyon TL BAYRAM TATİLİ	15 BAYRAM TATİLİ	16 @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (36. Hafta, 2016) @ 11.00 Merkezi Yönetim Konsolide Bütçesi (Temmuz - Ağustos)
19 @ 10.00 Hanehalkı İşgücü (Temmuz)	20 20.09.2017 itfa tarihli Kuponsuz, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) @ 14.30 TCMB Beklenti Anketi (Eylül) @ 10.00 Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcu (Temmuz)	21 İtfa: 1.137 milyon TL	22 @ 14.00 PPK Toplantısı (Eylül) @ 10.00 Tüketici Güven Endeksi (Eylül) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (37. Hafta, 2016) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (37. Hafta, 2016)	23 @ 10.00 Konut Satış İstatistikleri (Ağustos)
26 11.07.2018 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) 11.02.2026 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) @ 14.30 Kapasite Kullanım Oranı (Eylül) @ 14.30 Reel Kesim Güven Endeksi (Eylül)	27 22.09.2021 itfa tarihli Sabit Kuponlu, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) 14.01.2026 itfa tarihli TÜFE'ye Endeksli, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) 20.04.2022 itfa tarihli Değişken Faizli, 6 ayda bir kupon ödemeli, TL cinsi Devlet Tahvili (yeniden ihraç) 26.09.2018 itfa tarihli Kira Sertifikası (doğrudan satış)	28 İtfa: 9.915 milyon TL @ 14.30 Konut Fiyat Endeksi (Temmuz)	29 @ 10.00 Ekonomik Güven Endeksi (Eylül) @ 11.00 Giriş-Çıkış Yapan Yabancı ve Vatandaşlar (Ağustos) @ 14.00 BDDK Haftalık Kredi ve Mevduat (38. Hafta, 2016) @ 14.30 TCMB Haftalık Para ve Banka verileri (38. Hafta, 2016)	30 @ 10.00 Dış Ticaret Dengesi (Ağustos)

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