HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

«KISA VADELİ YATIRIMLAR İÇİN YOL HARİTASI»

1Ç 2017

Genel Yatırım Tavsiyesi kapsamındadır

Basım tarihi 27 Mart 2017

YATIRIM FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur | TÜRKİYE İŞ BANKASI

Yatırım stratejisi özeti

Ana temamız:

Geçtiğimiz son 2 ayda BİST-100 dar bir band aralığına sıkışırken hisse senetlerindeki volatilite daha yüksek orandaydı. Anayasa değişikliği öncesinde bu durumun pek değişmesini beklemiyoruz. Yatay endeks şartlarında hisse seçimi çok daha önemli bir hal aldı. Bu nedenle kapsamımız altındaki hisse senetlerini ve sektörleri 1Ç17 ve 2017 görünümleri açısından teker teker gözden geçirerek tahminlerimizi güncelledik. Ayrıca enflasyonist ortamda hisse senetlerine atfedilen risk priminin daralma gösterdiği gerçeğini göz önünde bulundurarak İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemiyle değerlediğimiz hisse senetlerinde risk primini 25 bp indirerek 5.50'ye çektik.Yeni hedef fiyatlarımız takibimizde olan hisseler için yılsonuna kadar ortalama %9 getiri potansiyeli olduğunu göstermektedir. Bu oran BİST-100 için yıl sonuna kadar 98,000 seviyesine işaret etmektedir. Fakat bu yukarı potansiyel oranı bizim yıllık %16.5 olarak belirlediğimiz özsermaye maliyetinin altındadır.

2017 net kar tahminlerimizde ve tavsiyelerimizde değişiklikler:

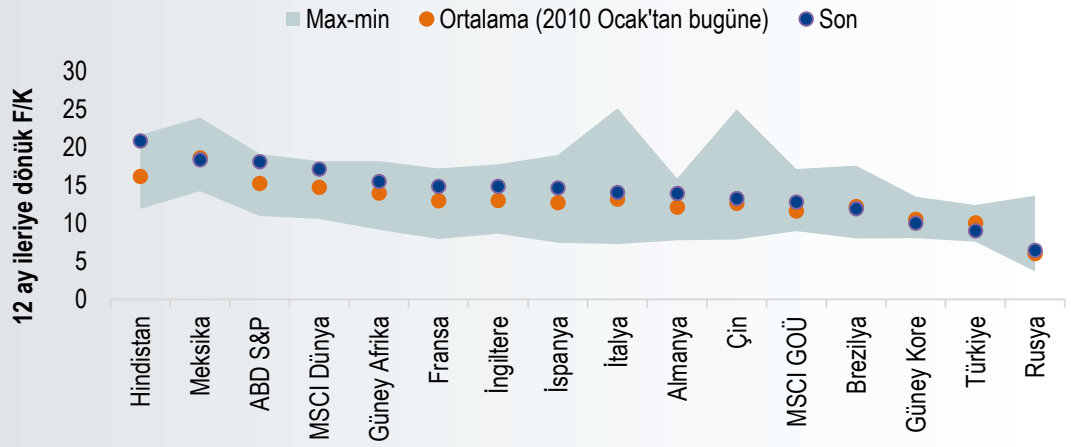
Takip listemizde olan finansdışı şirketler için 2017 ciro ve VAFÖK tahminlerimizi %3 oranında arttırırken, artan finansal gider tahminimiz nedeniyle net karları ortalama %2 oranında düşürdük. Bankalar için ise devlet desteği sayesinde iyileşen kredi kalitesi nedeniyle net kar tahminlerimizi ortalama %5 arttırdık. Tahmin ve hedef değişiklikleri neticesinde bankalar arasında **HALKB'ı** Endekse Paralel Getiri'den **Endeks Üzeri Getiri'ye** yükselttik. Finans dışı şirketlerden **BIZIM, DOAS, EREGL, FROTO, TTRAK ve TCELL'i** Endeks Üzeri Getiri'den **Endekse Paralel Getiri'ye** çekerken **KRDMD** ve **TTKOM'u** Endekse Paralel Getiri'den **Endeks Üzeri Getiri'ye** yükselttik. **BMEKS'in** halka açık piyasa değerinin eşik değerimizin altına düşmesi nedeniyle bu hisseyi takip listemizden çıkarıyoruz.

YF Model Portföy hisseleri:

Model Portföy'ümüze Bolu Çimento'yu ekliyoruz. **Garanti Bankası** (güçlü sermaye oranları, disiplinli marj yönetimi) ve **Yapı Kredi** (operasyonel performansta iyileşmenin devamı, Unicredit'te gelişmeler nedeni ile aşırı satıldığını düşünüyoruz) tercih ettiğimiz bankalar arasında yer almaktadır. Bankalar dışında, portföyümüzde **Bim** (defansif iş modeli, gıda enflasyonunda artış beklentisi), **Bolu Çimento** (Çimento şirketleri arasında yüksek operasyonel karlılığı, yüksek temettü verimi), **Halk GMYO** (yüksek NAD iskontosu, İFM projesi ile NAD artış beklentisi), **Kordsa** (global satış ağı sayesinde düzenli ciro artışı, kar marjı yüksek yeni ürünlerin artan payı, artan kapasite ve düzenli temettü ödemeleri), **Tofaş** (yeni modeller sayesinde yüksek büyüme, defansif ihracat modeli) ve **Türk Traktör** (yüksek yurtiçi traktör talebi, yüksek temettü verimliliği) bulunmaktadır.

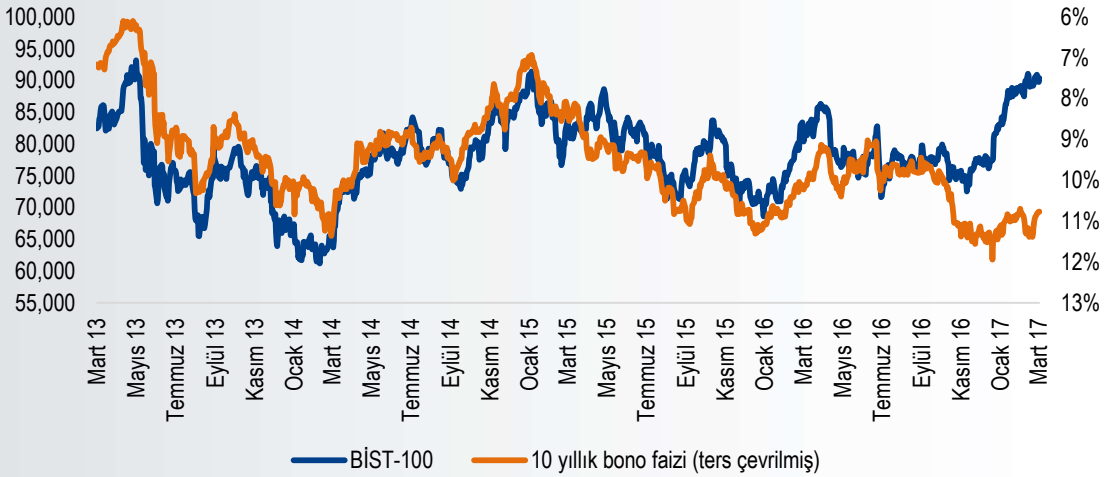
Kısa vadeli görünüm...

Küresel piyasalarda F/K çarpanları tarihi ortalamalarına çekildi



Kaynak: Bloomberg

Hisse senetleri ve faiz arasında uyumsuzluk oluştu



Kaynak: Borsa İstanbul

Küresel piyasalarda 2016 yılında ortalamaların çok üzerinde seyreden F/K çarpanları Mart ayı itibariyle tarihi ortalamalarına yakın seyretmektedir. Küresel piyasalarda hisse senetleri oldukça iyi performans göstermeleriine rağmen F/K çarpanlarındaki normalleşme net kar tahminlerindeki artıştan kaynaklandı. Kar tahminlerindeki artışın yüksek enflasyon ortamından kaynaklandığını düşünmekteyiz.

Öte yandan, hammadde üreticisi konumunda olmayan Türkiye küresel piyasalarda artan hammadde fiyatlarından olumlu etkilenmemektedir. Buna rağmen Türk hisse senetleri küresel piyasaları takip ederek yıl başından bu yana TL bazında %16, dolar bazında %13 getiri sağladı.

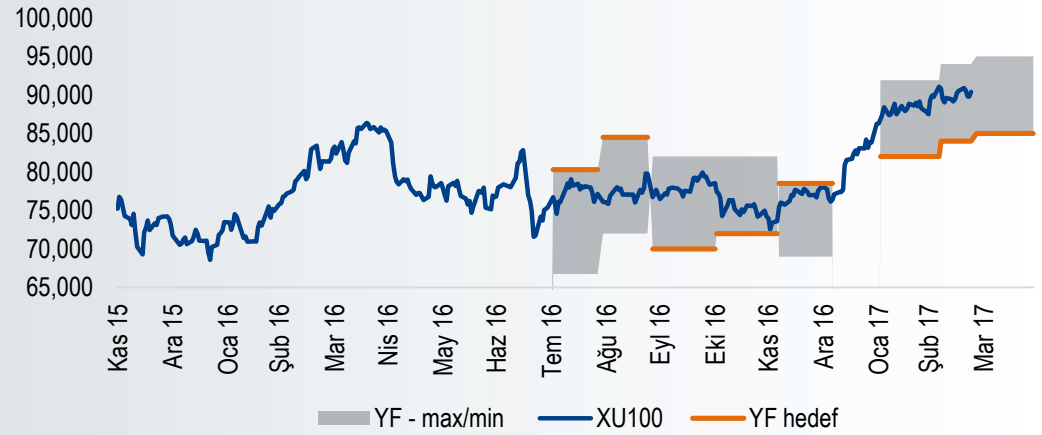
2016 yılında yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen (yavaşlayan ekonomik büyüme, TL ve faizlerdeki volatilite, zayıf tüketici güveni ve Orta Doğuda artan jeopolitik riskler) şirket karları 2016 yılında tatmin edici seviyedeydi ve 1Ç17 ön veriler benzer sonuçlara işaret etmektedir. Borsa İstanbul'da çoğu büyük şirketin ihracat ağırlıklı olması bu duruma katkı sağlamaktadır. Yüksek enflasyon ortamında yatırımcıların hisse senetlerine daha düşük risk primi atamasını normal karşılıyoruz. Biz de hisse seedi risk primi varsayımımızı 25bp düşürerek %5.5'e çektik. Fakat yine de mevcut fiyatlar Ortalama Sermaye Maliyetinde çok daha yüksek düşüşe işaret ettiği için mevcut fiyat seviyelerinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.

BIST 100 Kısa Vadeli Hedefimiz

1 yıllık beklentilere göre BIS100'ün F/K trendi



Geçmiş performansımız



İyi Senaryo: Eylül 2016'daki kısa süreli sıçrayışı hariç tutarsak BİST-100'ün F/K'sı son 9 ayda en yüksek 9.5x çarpanını gördü. İyi seneryoda ilk hedefin tekrar bu zirveye doğru olacağını tahmin ettiğimiz için Endeks hedefimizi bu F/K çarpanının işaret ettiği **95,000** seviyesi olarak belirliyoruz. Bu seviye sadece %5 getiri potansiyeli .

Kötü Senaryo: BİST-100 F/K çarpanın kısa vadede dip seviyesinin 8.5x olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kötü senaryoda BİST-100 için dip seviyenin bu çarpanın işaret ettiği ve %6'lık aşağı yönlü potansiyel taşıyan **85,000** seviyesi olarak belirliyoruz.

Kısa vadeli hedefimiz: Bir önceki sayfada belirttiğimiz gibi, hisse senetleri şu an mevcut faiz oranlarını da göz önünde bulundurduğumuzda aşırı değerli görünmektedir. Bu nedenle kısa vadede bir düzeltme hareketi beklediğimiz için alt hedefin gerçekleşme ihtimalinin daha yüksek olduğunu düşünüyoruz.

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

Tahmin Değişiklikleri - I

(mn TL)	2017 NET SATIŞLAR ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	2017 VAFÖK ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	2017 NET KAR ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	GÜNCELLEME NEDENİ
FİNANS SEKTÖRÜ										
BANKACILIK										
AKBNK							4,529	4,973	10%	Regulasyon desteği ile kredi kalitesindeki riskler azaldı ve risk maliyeti beklentimizi aşağı yönlü güncelledik
ALBRK							312	276	-12%	Kredi kalitesindeki belirsizlik neden ile kar beklentimizi aşağı yönlü güncelledik
GARAN							5,545	5,710	3%	Regulasyon desteği ile kredi kalitesindeki riskler azaldı ve risk maliyeti beklentimizi aşağı yönlü güncelledik
HALKB							2,920	3,204	10%	Daha düşük genel karşılık gideri beklentisi ile karşılık gideri beklentimizi aşağı yönlü güncelledik
VAKBN							2,934	2,939	0%	-
YKBNK							3,276	3,373	3%	Yeni müşteri kazanımı ile komisyon geliri beklentimizi yukarı yönlü güncelledik
SİGORTA										
ANHYT							164	177	8%	Şirketin kendi varlıkları için daha yüksek faiz geliri beklentisi ile net karı yukarı yönlü güncelledik
AVISA							104	104	0%	-
FİNANS DIŞI SEKTÖRLER										
HAVACILIK										
PGSUS	4,618	4,458	-3%	341	121	-65%	-20	-122	n.m.	Turizm sektörü ve transit yolculardan kaynaklı riskler nedeni ile daha yavaş bir toparlanma bekliyoruz
TAVHL	4,243	4,126	-3%	1,779	1,726	-3%	908	876	-3%	Turizm sektörü ve transit yolculardan kaynaklı riskler nedeni ile daha yavaş bir toparlanma bekliyoruz
THYAO	39,049	36,927	-5%	4,619	4,102	-11%	580	91	-84%	Turizm sektörü ve transit yolculardan kaynaklı riskler nedeni ile daha yavaş bir toparlanma bekliyoruz
OTOMOTİV										
DOAS	13,282	12,864	-3%	567	542	-4%	234	213	-9%	TL'deki yüksek dalgalanma nedeni ile pazar payı beklentimizi 1 puan düşürüyoruz.
FROTO	20,258	20,426	1%	1,761	1,785	1%	1,033	1,045	1%	-
TOASO	18,091	18,211	1%	1,765	1,771	0%	1,387	1,392	0%	-
TTRAK	3,712	3,752	1%	536	545	2%	339	358	6%	Ortalama birim fiyat varsayımımızı artırırken, net finansal gider beklentimizi düşürüyoruz.
TMSN	557	561	1%	80	75	-6%	47	44	-6%	Birim hammadde fiyatı beklentimizi yükseltiyoruz.
ÇİMENTO										
ADCIM*	433	434	0%	119	116	-3%	124	120	-3%	2016 yılına göre hammadde maliyetlerinde artış trendi olduğu için, maliyet beklentilerimizi güncelliyoruz.
AKCNS	1,612	1,606	0%	432	398	-8%	266	239	-10%	2016 yılına göre hammadde maliyetlerinde artış trendi olduğu için, maliyet beklentilerimizi güncelliyoruz.
BOLUC	477	478	0%	161	159	-1%	105	103	-2%	2016 yılına göre hammadde maliyetlerinde artış trendi olduğu için, maliyet beklentilerimizi güncelliyoruz.
CIMSA	1,386	1,332	-4%	426	387	-9%	295	202	-32%	Finansal gider beklentimizi artırıyoruz
MRDIN	145	154	6%	42	43	2%	33	35	6%	4Ç16 sonuçlarına göre, ihracat kaynaklı satış geliri beklentimizi yükseltiyoruz.
TELEKOMÜNİKASYON										
TCELL	15,193	15,544	2%	4,947	5,208	5%	2,342	2,291	-2%	Kullanıcı başına gelir tahminimizi yükseltirken net finansal gider beklentilerimizi hafif artırıyoruz
TTKOM	16,569	17,374	5%	5,636	5,962	6%	1,791	1,485	-17%	Karlılık ve mobil satış gelirlerini arttırırken net finansal gider beklentimizi yükseltiyoruz.

** Şirketin tüm finansallarını kapsamaktadır*

Tahmin Değişiklikleri - II

(mn TL)	2017 NET SATIŞLAR ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	2017 VAFÖK ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	2017 NET KAR ESKİ	YENİ	DEĞİŞİM	GÜNCELLEME NEDENİ
İNŞAAT VE TAAHHÜT										
ENKAI	14,124	14,286	1%	2,362	2,874	22%	2,029	2,275	12%	Enerji segmentindeki elektrik satış fiyatı ve doğalgaz birim maliyeti arasındaki marjın artmasını öngörüyoruz.
TKFEN	6,007	7,040	17%	577	663	15%	412	471	14%	Taahhüt segmentindeki teslim beklentilerimizi ve gübre fiyatı beklentilerimizi yükseltiyoruz.
SAVUNMA										
ASELS	4,583	4,764	4%	855	906	6%	815	1,014	24%	Proje teslimat, karlılık ve döviz geliri için beklentilerimizi yükseltiyoruz.
OTKAR	1,999	1,925	-4%	234	214	-9%	99	108	9%	Döviz geliri beklentimizi yükseltiyoruz fakat satış hacmi tahminimizi düşürüyoruz
DAYANIKLI TÜKETİM										
ARCLK	19,833	19,948	1%	2,135	2,161	1%	1,280	1,299	1%	-
VESTL	11,729	10,802	-8%	836	795	-5%	235	214	-9%	Beyaz eşya ihracat ve yurtiçi tüketici elektroniği satış gelirlerini azaltıyoruz.
ENERJİ										
AKSEN	3,002	3,002	0%	720	720	0%	134	134	0%	-
PETROL & PETROKİMYA										
TUPRS	43,384	51,690	19%	3,636	4,366	20%	2,534	2,913	15%	2017 brent petrol tahminimizi 53.3 USD'a yükseltiyoruz (önceki 52.5 USD). TL'deki değer kaybını finansallara yansıtıyoruz.
GAYRİMENKUL										
EKGYO	4,004	4,004	0%	1,809	1,809	0%	1,943	1,943	0%	-
HLGYO	69	69	0%	38	38	0%	37	37	0%	-
ISGYO	245	245	0%	149	149	0%	128	128	0%	-
TRGYO	1,144	1,144	0%	522	522	0%	486	486	0%	-
PERAKENDE										
BIMAS	24,214	23,775	-2%	1,202	1,188	-1%	811	777	-4%	Yönetimin 2017 yılı beklentilerini açıklaması ardından, magaza açılış beklentimizi 665'ten 635'e indirdik.
BIZIM	3,228	3,097	-4%	101	78	-23%	29	10	-65%	Toptan satış segmentindeki bozulan iş ortamı nedeni ile2017 yılı beklentilerimizi düşürüyoruz.
MGROS	12,622	14,550	15%	730	709	-3%	112	-3	n.m.	Kipa'nın satın alınmasını finansallara yansıtıyoruz.
BMEKS	1,338	-	0%	78	-	0%	6	-	0%	Halka açık piyasa değeri düşmesi nedeni ile BMEKS'i takip listemizden çıkarıyoruz.
TKNSA	3,229	3,456	7%	52	70	36%	-28	-10	n.m.	Şirket değişim sürecini tamamladı. 2017 yılında magaza kapatmasını beklemiyoruz.
DEMİR & ÇELİK										
EREGL	16,321	17,089	5%	2,701	2,945	9%	1,374	1,309	-5%	Çelik fiyatlarını yukarı yönlü güncelliyoruz ve bu değişim satış geliri ve VAFÖK beklentilerimizi yukarı çekmektedir.
KARDM*	3,293	3,403	3%	489	520	6%	65	70	8%	Ürün fiyatlarını ve ürün marjını yukarı yönlü güncelliyoruz
LASTİK										
BRISA	2,084	2,055	-1%	361	328	-9%	137	123	-10%	Birim başına hammadde maliyeti beklentimizi ve kur kaynaklı zarar beklentimizi artırdık.
KORDS	2,231	2,455	10%	336	382	14%	155	185	19%	Döviz bazlı satış fiyatı beklentimizi artırırken, net finansal gider beklentimizi düşürdük.

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

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri - I

HİSSE KODU	TAVSİYE ESKİ	TAVSİYE YENİ	HEDEF FİYAT ESKİ	HEDEF FİYAT YENİ	HEDEF FİYAT DEĞİŞİM	SON KAPANIŞ FİYATI	YÜKSELİŞ POTANSİYELİ
FİNANS SEKTÖRÜ							
BANKACILIK							
AKBNK	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	9.00	9.50	6%	8.89	7%
ALBRK	Endeks Altı Getiri	Endekse Altı Getiri	1.20	1.20	0%	1.26	-5%
GARAN	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	9.75	10.10	4%	8.93	13%
HALKB	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzeri Getiri	12.80	13.30	4%	11.36	17%
VAKBN	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	5.40	5.80	7%	5.43	7%
YKBNK	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	4.60	4.70	2%	3.83	23%
SİGORTA							
ANHYT	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	6.40	6.40	0%	5.10	25%
AVISA	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	21.60	21.60	0%	19.06	13%
FİNANS DIŞI SEKTÖRLER							
HAVACILIK							
PGSUS	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	16.00	16.00	0%	14.45	11%
TAVHL	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	17.00	16.00	-6%	14.58	10%
THYAO	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	7.00	6.50	-7%	5.53	18%
OTOMOTİV							
DOAS	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri	11.00	9.30	-15%	8.58	8%
FROTO	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri	37.00	40.00	8%	36.78	9%
TOASO	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	30.00	32.00	7%	27.10	18%
TTRAK	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri	86.50	88.00	2%	82.55	7%
TMSN	Endeks Altı Getiri	Endeks Altı Getiri	6.50	6.20	-5%	6.79	-9%
ÇİMENTO							
ADANA	Endeks Altı Getiri	Endeks Altı Getiri	6.30	6.30	0%	6.70	-6%
AKCNS	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	16.20	16.20	0%	13.69	18%
BOLUC	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	7.40	7.50	1%	5.93	26%
CIMSA	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	19.70	18.50	-6%	16.71	11%
MRDIN	Endeks Altı Getiri	Endeks Altı Getiri	4.30	4.40	2%	4.50	-2%
TELEKOMÜNİKASYON							
TCELL	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri	11.50	12.80	11%	12.10	6%
TTKOM	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzeri Getiri	6.50	6.70	3%	5.85	15%

Hisse senedi risk primi tahminimizi %5,50 olarak güncelliyoruz. Ayrıca revize edilen gelir tahminlerimiz ile şirket bazında hedef fiyatlarımızı güncellemiş bulunmaktayız. Bu doğrultuda, 3 hisse tavsiyemizi yükseltirken 6 hisse tavsiyemizi düşürüyoruz. Bunlara ek olarak, halka açık piyasa değerinin eşik değerimizin altına düşmesi nedeniyle **BMEKS** hissesini kapsamımızdan çıkarıyoruz.

Mevcut durumda, hedef fiyatlarımız **ortalama %9'luk yükseliş potansiyeli** sunmaktadır. **BIST-100 için yıl sonu hedefimiz 98,000 seviyesindedir**.

- **HALKB** için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'den **Endeks Üzeri Getiri'ye** yükseltiyoruz.
- **DOAS, FROTO, TTRAK ve TCELL** için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi **Endekse Paralel Getiri** olarak güncellerken **TTKOM** için tavsiyemizi Endekse Parelel Getiri'den **Endeks Üzeri Getiri'ye** yükseltiyoruz.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri - II

HİSSE KODU	TAVSİYE ESKİ	TAVSİYE YENİ	HEDEF FİYAT ESKİ	HEDEF FİYAT YENİ	HEDEF FİYAT DEĞİŞİM	SON KAPANIŞ FİYATI	YÜKSELİŞ POTANSİYELİ
HOLDİNG							
KCHOL	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	14.70	16.00	9%	15.71	2%
SAHOL	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	10.60	11.20	6%	10.14	10%
SAVUNMA							
ASELS	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	13.50	17.00	26%	17.14	-1%
OTKAR	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	150.00	133.50	-11%	121.20	10%
İNŞAAT VE TAAHHÜT							
ENKAI	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	5.80	6.50	12%	6.26	4%
TKFEN	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	7.20	9.50	32%	8.83	8%
DAYANIKLI TÜKETİM							
ARCLK	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	23.00	24.00	4%	22.74	6%
VESTL	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	7.90	7.60	-4%	6.62	15%
ENERJİ							
AKSEN	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	3.50	3.60	3%	3.00	20%
PETROL & PETKOKİMYA							
TUPRS	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	79.00	92.00	16%	88.65	4%
GAYRİMENKUL							
EKGYO	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	3.50	3.50	0%	3.05	15%
HLGYO	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	1.50	1.50	0%	0.99	52%
ISGYO	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	1.70	1.70	0%	1.58	8%
TRGYO	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	5.20	5.20	0%	4.57	14%
PERAKENDE							
BIMAS	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	60.00	63.00	5%	57.30	10%
BIZIM	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri	13.00	13.00	0%	12.20	7%
MGROS	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	20.00	21.00	5%	22.06	-5%
BMEKS	Endekse Paralel Getiri	Tavsiye Yok	0.94	-		0.67	
TKNSA	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	4.30	4.20	-2%	3.58	17%
DEMİR & ÇELİK							
EREGL	Endeks Üzeri Getiri	Endekse Paralel Getiri	5.60	6.00	7%	5.97	1%
KRDMD	Endekse Paralel Getiri	Endeks Üzeri Getiri	1.25	1.50	20%	1.14	32%
LASTİK							
BRISA	Endekse Paralel Getiri	Endekse Paralel Getiri	7.40	6.60	-11%	6.50	2%
KORDS	Endeks Üzeri Getiri	Endeks Üzeri Getiri	8.50	9.30	9%	7.65	22%

- **BIZIM** ve **EREGL** hisseleri için olan Endeks Üzeri Getiri tavsiyelerimizi **Endekse Paralel Getiri** olarak değiştiriyoruz. **KRDMD** hissesi tavsiyemizi ise Endekse Paralel Getiri'den **Endeks Üzeri Getiri'ye** yükseltiyoruz.

Bankacılık Sektörü

Bu ay banka ziyaretlerimiz sonucunda, yılın ilk iki ayında iyileşen karlılığın devam ettiği izlenimini aldık. Kredi büyümesi genel olarak TL ticari segmentte devam ederken, haftalık sektör verilerinden de teyit ettiğimiz gibi döviz kredilerindeki zayıf trend devam etmektedir. Takip ettiğimiz bankalar arasında, Kredi Garanti Fonu'ndan (KGF) en çok Garanti ve Akbank'ın faydalandığını gözlemliyoruz.

Her ne kadar marj anlamında, TL mevduat maliyetlerindeki artış 1Ç17'de marjlar için daralma sinyali verse de, enflasyon artışı ile Tüfeye endeksli bono getirilerindeki artışın net faiz marjındaki daralmayı bir nebze telafi edebilir. Halkbank ve Vakıfbank, Tüfeye endeksli bono getirilerini gerçekleşen enflasyona göre kaydettiği için, bu bankalarda marj artışını daha net görebileceğiz. Garanti, Akbank ve Yapı Kredi ise beklenen enflasyona göre kaydetmesi, marjın olumlu etkisini yılın sonlarında görebileceğiz. TCMB'nin devam eden sıkılaştırma politikası ile kredi-mevduat faiz makası açısından 1Ç17'de hafif daralma yaratabilir. Ayrıca, swap maliyetlerindeki artış da, swap fonlaması yapan bankaların daha yüksek ticari zarar kaydedebileceğini göstermektedir. Mart ayı tamamlanmadan, swap ile düzeltilmiş net faiz marjı çeyreksel bazda yatay veya hafif daralma gösterebilir. Komisyon büyümesinde ise Halkbank, Vakifbank ve Yapı Kredi'nin bütçelendiği gibi %15 ve üzeri bir bantta devam ettiği izlenimi aldık. Tüketici kredilerindeki büyümenin çok güçlü olmaması ve yüksek bazın da etkisi ile Akbank ve Garanti'de komisyon artışı %10 bandının altında geliştiğini gözlemliyoruz.

Hükümetin sağladığı kredileri yeniden yapılandırma ve Kredi Garanti Fonu gibi desteklerin bankacılık sektörü açısından kredi kalitesini daha olumlu bir trende çevirdiğini anlıyoruz. Haftalık sektör verilerinden de teyit ettiğimiz gibi, konuştuğumuz bankaların neredeyse tamamı takipteki kredi bozulmasının ve karşılık giderlerinin bütçeledikleri rakamların altında geliştiğini belirtmektedir.

Sermaye oranları açısından, görüştüğümüz kamu bankaların, Islamic International Rating Agency (IIRA) kurumunu baz aldıklarını belirtmişlerdir. Bu sayede, Fitch'in not indiriminden dolayı sermaye oranlarında bir etki söz konusu olmamıştır. Özel bankaların da genel olarak Fitch'i kullanmaya devam edecekleri belirtilmiştir. Ayrıca, TCMB'de tutulan döviz rezerv karşılıkları için belirtilen risk ağırılığın %50'den %0'a inmesi, bankaları rahatlattığını gözlemliyoruz. Fitch'in not indirimi ile sermaye oranlarındaki negatif etki, BDDK'nın yaptığı düzenleme ile neredeyse telafi edilebiliyor.

Buna ilave olarak, KGF desteği ile verilen krediler için sermaye hesabındaki risk ağırlığının sıfırlanması ise (%90 teminatlı kısım için), bankaların büyüme iştahını desteklemektedir. KGF üzerinden sağlanan kredilerin karlılığı hem sermayedeki sınırlı etkisi hem de takibe düşme riski azalması sebebi ile oldukça cazip bir ürün haline geldiğini görüyoruz.

Birinci çeyrek henüz tamamlanmadı ancak TL mevduat maliyetlerindeki artış riskine rağmen, kar artışının devam edeceğini söyleyebiliriz. Tüketici kredilerin ve döviz kredilerindeki büyüme trendi şu ana kadar çok olumlu olmasa da, kredi kalitesindeki risklerin azalması ve ana gelir kalemlerindeki artış bankaların karlılıklarını korumalarını sağlayabilir.

Bankacılık Sektörü Karlılık



Valuation Summary

TL	Kapanış	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyeli	Tavsiye
AKBNK	8.9	9.5	7%	EP
ALBRK	1.3	1.2	-5%	EA
GARAN	8.9	10.1	13%	EÜ
HALKB	11.4	13.3	17%	EÜ
VAKBN	5.4	5.8	6%	EP
YKBNK	3.8	4.7	23%	EÜ

	F/K		F/DD	
	2017T	2018T	2017T	2018T
AKBNK	7.2x	6.4x	1.0x	0.9x
ALBRK	4.1x	3.5x	0.5x	0.4x
GARAN	6.6x	5.7x	0.9x	0.8x
HALKB	4.4x	3.8x	0.6x	0.5x
VAKBN	4.6x	4.3x	0.6x	0.5x
YKBNK	4.9x	4.5x	0.6x	0.5x

24 Mart kapanış fiyatlarıyla

Tüfeye endeksli bonolar 2017 yılı karını destekleyecek

Her ne kadar enflasyondaki artış yatırım ve tüketim iştahını tehdit etse de, Bankalar yüksek enflasyona karşı riskleri bertaraf etmek adına tüfeye endeksli bono (Tüfeks) taşımaktadır. Hazine'nin verilerine göre, mevcut tüfeks bonoların yaklaşık %70'ini halka açık 6 büyük banka taşımakta olduğunu görüyoruz. 4Ç17 verilerine göre, faiz geliri kazandıran varlıkların yaklaşık %5'i Tüfeks'lerden oluşmaktadır ve Garanti Bankası %6,2 pay ile Tüfeks payı en yüksek banka konumundadır.

TCMB'nin yayınladığı beklenti anketine göre, yılın ilk iki ayında yılsonu TÜFE beklentisi 60 baz puan artış ile %9,08'e yükselmiştir. Hesaplamalarımıza göre, enflasyondaki 200 baz puanlık ek artış, bankaların net faiz marjını yaklaşık 10 baz puan iyileştirmektedir ve vergi sonrası net kar etkisi yaklaşık %5 düzeydindedir.

Yaptığımız duyarlılık analizine göre, Vakıfbank, Tüfeks getirilerindeki değişime en hassas banka konumundadır ve bunun nedeni kısmen kar bazının diğer bankalara göre daha düşük olmasındandır

Çeyreksel olarak bankaların marj görünümleri Tüfeks bonoları muhasebeleştirme şekline göre değişecektir. Halkbank ve Vakıfbank, Tüfeks bonoları gerçekleşen enflasyona göre kaydedeceği için 1Ç17'de bu bankaların net faiz marjları güçlü şekilde desteklenecektir ancak kamu bankalarının diğer bankalara göre çeyreksel olarak marjları daha dalgalı seyredebileceğini söyleyebiliriz. Diğer bankaların Tüfeks bonoları ise beklenen enflasyona göre kaydedilmektedir. Enflasyondaki yükseliş trendinde bir değişiklik olmaz ise, bu yılın son çeyreğinde bu bankaların marjlarına ek katkı sağlanacaktır. Garanti Bankası diğer bankalara göre, Tüfeks bono getirilerini muhafazakar davranarak %7 enflasyon üzerinden kaydedecektir ve bu durum bankanın net faiz marjı görünümü açısından bütçelediklerinden daha iyi performans gösterecebileceğini işaret etmektedir.

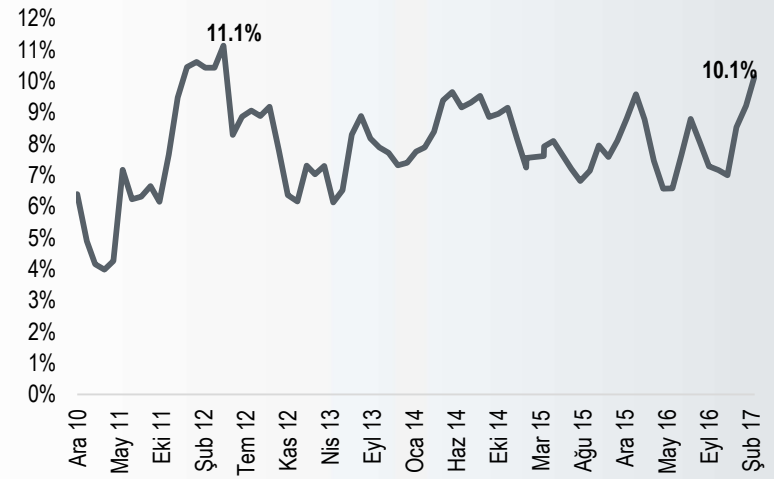
4Ç16 (TLmn)	AKBNK	GARAN	ISCTR*	HALKB	VAKBN	YKBNK
Tüfeks bonoları muhasebe şekli	Beklenen TÜFE	Beklenen TÜFE	Beklenen TÜFE	Gerçekleşen TÜFE	Gerçekleşen TÜFE	Beklenen TÜFE
Tüfeks için enflasyon beklentisi	8.0%	7.0%	8.15%**	AD	AD	8.9%
Tüfeks bono tutarı (yaklaşık)	13,000	16,800	15,000	9,100	9,950	9,500
Tüfeks bono ağırlığı	**4.9%**	**6.2%**	**5.1%**	**4.1%**	**4.9%**	**4.0%**
Faiz geliri sağlayan varlıklar	265,039	269,563	292,180	223,591	203,579	238,417
Tüfeks getirilerindeki 200 baz puanlık değişimin net faiz marjına etkisi	**0.10%**	**0.12%**	**0.10%**	**0.08%**	**0.10%**	**0.08%**
Vergi sonrası net kar etkisi	**4.2%**	**4.7%**	**5.1%**	**4.5%**	**5.4%**	**4.5%**
Net kar beklentisi (2017T)	4,973	5,710	4,709	3,204	2,939	3,373

Kaynak: Yatırım Finansman Menkul Degerler, Araştırma, TCMB, Şirket finansal ve sunumları

** İş Bankası'nın 2017 yıl sonu net kar beklentisi Bloomberg piyasa beklenti ortalamasıdır. Hissedarlık ilişkisi nedeni ile İş Bankası için tavsiye notu ve tahmin veremiyoruz.*

*** Diğer bankaların aksine, İş Bankası Tüfeks bonoların muhasebeleşmesinde, TCMB'nin yayınladığı 12 aylık veya 24 aylık enflasyon beklentilerini baz almaktadır.*

Tüketici Enflasyonu (yıllık artış)



«Enflasyondaki 2 puanlık artış banka '17 net karlarını ortalama %5 olumlu etkilemektedir»

Otomotiv

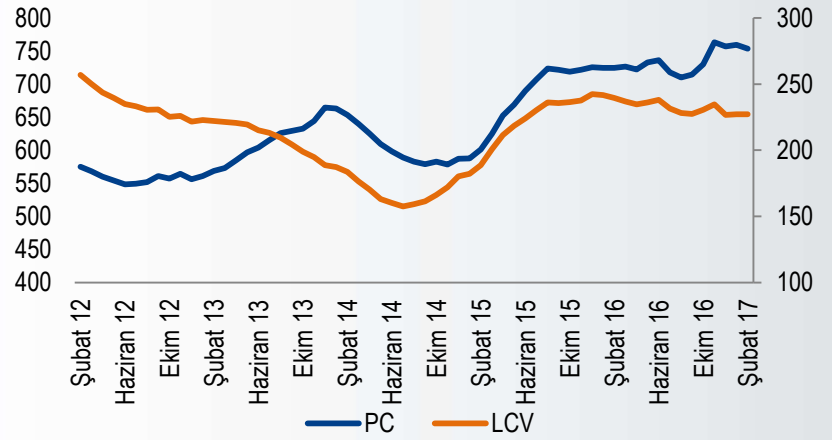
Türkiye'de yılın ilk 2 ayında hafif araç satışları yıllık bazda %4 oranında daralırken 1Ç17'de daralmanın %14'e varacağını tahmin ediyoruz. Araç galerilerinde düşük fiyatlı 2016 modellerinin tükenmesinin ardından Mart ayında da özellikle binek otomobil segmentinde talebin zayıf olmasını bekliyoruz. Hafif ticari araçlarda yıllık bazda %4 daralmaya karşılık otomobil talebinde 1Ç17'de %18'lik bir düşüş bekliyoruz.

İhracat tarafında hafif araçlarda yılın ilk 2 ayında şirketlerin ihracat hacminde artan kapasiteler ve yeni modellerin piyasaya sürülmesi ile yıllık bazda %31 oranında artış gerçekleşti. Otomobil ihracatı yıllık bazda %60 oranında arttı buna karşılık hafif ticari araç ihracatı yıllık bazda %12 oranında daraldı. Tofaş 2A17'de yıllık bazda %33 ile ihracatını en çok artıran şirket olarak gözüküyor. Ford Otosan'ın ihracat hacmi 2A17'de yıllık bazda yataydı. 1Ç17'de güçlü yurtiçi satışları ve artan ihracat hacmi sayesinde Tofaş'ın güçlü sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz. Ford Otosan'ın yurtiçi satışları 2A17'de yıllık bazda %10 daraldı ama yerli üretimden yapılan satışlar aynı dönemde yatay kaldı. İstikrarlı ihracat hacmi ile Ford Otosan'ın 1Ç17'de TL'nin değer kaybından faydalanacağını tahmin ediyoruz. Öte yandan, Doğuş Otomotiv ihracatı olmadığı için BIST' de yurtiçi talebe en duyarlı otomotiv şirketi olarak duruyor. 257 baz puanlık pazar payı kaybı neticesinde 2A17'de şirketin satış hacmi yıllık bazda %15 oranında daraldı.

	Şub-17	Şub-16	Yıllık değ.	Oca-17	Aylık Değ.	02A17	02A16	Yıllık Değ.
Toplam İhracat	**116,063**	**98,697**	**18%**	**103,371**	**12%**	**219,434**	**167,497**	**31%**
Binek Oto	81,990	60,149	36%	76,493	7%	158,483	98,770	60%
Hafif Ticari Araç	32,852	37,565	-13%	26,462	24%	59,314	67,067	-12%
Ağır Ticari Araç	1,221	983	24%	416	194%	1,637	1,660	-1%
Tofas	**35,183**	**28,437**	**24%**	**23,784**	**48%**	**58,967**	**47,046**	**25%**
İhracat	29,794	22,692	31%	19,788	51%	49,582	37,350	33%
Binek	18,619	8,671	115%	14,373	30%	32,992	13,338	147%
HTA	11,175	14,021	-20%	5,415	106%	16,590	24,012	-31%
Yurtiçi	5,389	5,745	-6%	3,996	35%	9,385	9,696	-3%
Binek	2,624	3,008	-13%	1,751	50%	4,375	4,743	-8%
HTA	2,765	2,737	1%	2,245	23%	5,010	4,953	1%
Ford Otosan	**26,763**	**30,258**	**-12%**	**25,582**	**5%**	**52,345**	**53,482**	**-2%**
İhracat	21,625	23,318	-7%	21,071	3%	42,696	42,772	0%
HTA	21,560	23,305	-7%	21,046	2%	42,606	42,747	0%
ATA	65	13	400%	25	160%	90	25	260%
Yurtiçi	5,138	6,940	-26%	4,511	14%	9,649	10,710	-10%
Binek	1,570	3,048	-48%	1,533	2%	3,103	4,369	-29%
HTA	3,568	3,892	-8%	2,978	20%	6,546	6,341	3%

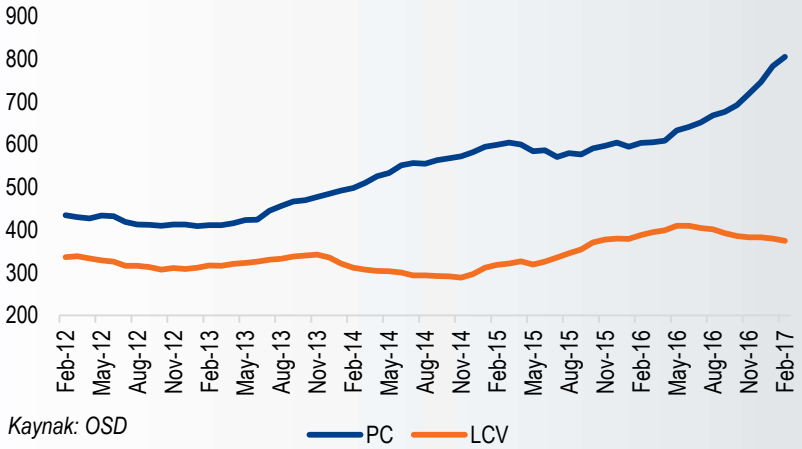
Source: AMA, ADA, YF Securities

12 Ay Kümüle Yurtiçi Otomotiv Satışları (bin adet)



Kaynak: ODD

12 Ay Kümüle Otomotiv İhracatı (bin adet)



Kaynak: OSD

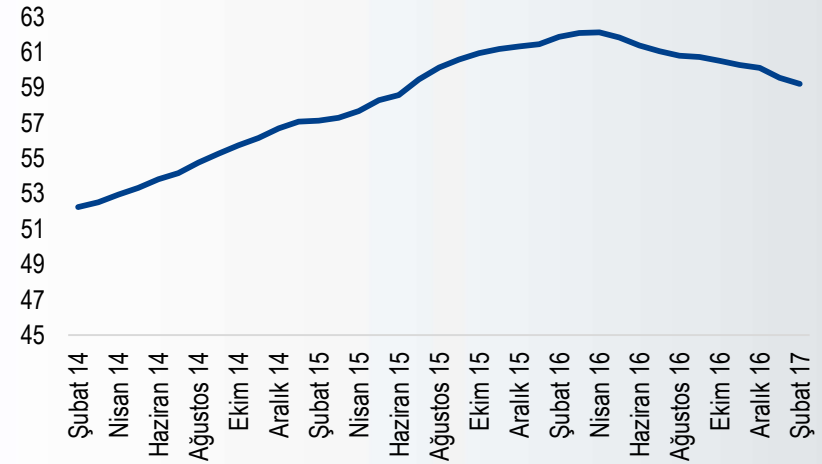
Havacılık

2016 yılı havacılık sektörü için hayal kırıklıklarıyla dolu bir yıll oldu. Zayıf turizm sektörü, terör saldırıları, darbe girişimi, jeopolitik gelişmeler ve düşen ortalama bilet fiyatları sektörü oldukça olumsuz etkiledi. Rusya ile düzelen ilişkilerin de etkisiyle 2017 yılında trafik verilerinde düzelme göreceğimizi tahmn ediyorduk. Fakat yılın ilk 2 ayında trafik verileri kötü hava koşulları ve zayıf doğrudan uçuşlar nedeniyle beklentilerimizi karşılayamadı. Yılın ilk 2 ayında uluslararası yolcu trafiği %9 düşerken yurtiç yolcu trafiği %3 daraldı. Tahminlerimizde yaptığımız değişiklik neticesinde trafik verilerinde beklenen iyileşmenin 2Ç17'nin sonuna doğru turizm sektöründeki iyileşme ile başlayacağını tahmin ediyoruz. Bu tahminimizin önündeki büyük riskler ise Avrupa ülkeleri ile son dönemde yaşanan gerginliklerin derinleşerek devam etmesi ve laptop yasağı gibi diğer ülkelerin uygulayabilecekleri yasaklardır.

TAV Havalimanları'nın en büyük varlığı olan ve THY'nin ana üssü ola Atatürk Havalimanı'nda yolcu sayısı yılın ilk iki ayında geçen senenin aynı dönemine göre %10 düşerken uluslararası yolcu sayısındaki düşüş %11 oldu. Pegasus'un ana üss olan fakat THY'nin de yoğun faliyetleri olan Sabiha Gökçen Havalimanında ise toplam ve uluslararası yolcu sayısı sırasıyla %5 ve %6 düşüş kaydetti. Yılın ilk 2 ayında THY'nin yolcu sayısı %10 düşerken Pegasus'un yolcu sayısı %4 yükseldi. Bu veriler Pegasus'un Sabiha Gökçen Havalimanında pazar payı kazandığına işaret etmektedir.

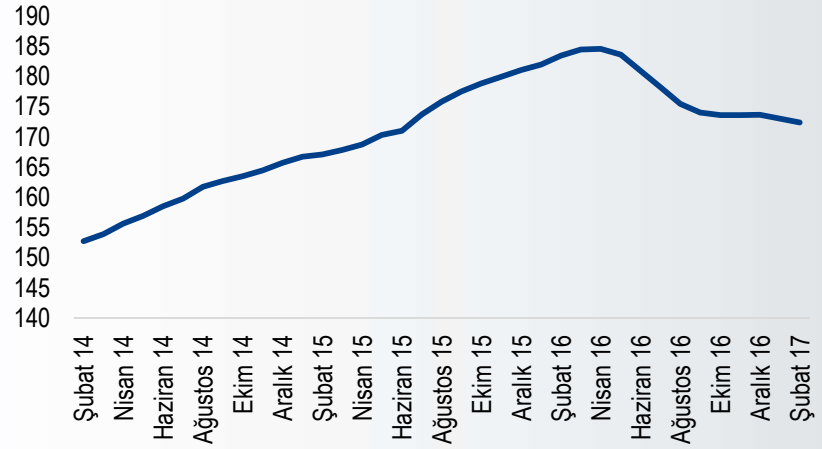
Havayolu şirketlerinin kapasitelerine yaptıkları düzenlemeler neticesinde 2017 yılı başında uçak doluluk oranlarında iyileşmeler gözlemledik.Türk Hava Yolları'nın doluluk oranı 2A17'de geçen yıla göre 7bp artarak %73 oldu. Pegasus'un doluluk oranı ise aynı dönemde 197bp artışla %79.6 oldu. Doluluk oranlarında artış görülmesine rağmen ortalama fiyatlarda önemli bir artış olmasını beklemiyoruz. Bu nedenle 1Ç17'de havacılık sektöründe satış gelirlerindeki artışın zayıf kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz Diğer taraftan son dönemlerde şirketlerin aldıkları maliyet kısıcı önlemler sayeside karlılıklardaki iyileşme devam edebilir. Havayolu şirketlerinin aksine TAV Havalimanlarının yolcu başına gelirleri döviz bazında sabit olduğu için ortalama fiyatlarda düşüş öngörmüyoruz. Diğer taraftan Atatürk Havalimanında transit yolcu ağırlığında da önemli bir değişim görülmemektedir. Bu nedenle TAV Havalimanlarının 1Ç17'de zayıf TL'den faydalanacağını tahmin ediyoruz.

Atatürk Havalimanı 12 Ay Kümüle Yolcu Sayısı



Kaynak: DHMİ

Türkiye Toplamı 12 Ay Kümüle Yolcu Sayısı



Kaynak: DHMİ

Çimento

2016 yılında yurtiçi çimento pazarı çimento ve klinker talebinde görülen iyileşme neticesinde %2,6'lık bir büyüme sundu. 2016 yılı TÇMB verilerine göre, yurtiçi çimento ve klinker satışları %4,4 arttı. Marmara Bölgesi %7,5'lik güçlü bir büyüme sunarken bölgede devam eden kentsel dönüşüm projeleri ile altyapı projelerinin katkısıyla bölgedeki toplam çimento ve klinker satış hacmi 2016 yılında 18,4 milyon ton olarak gerçekleşti. ancak, 2017 yılının ilk çeyreğinde, kötü hava koşulları nedeniyle Türkiye'de yurtiçi çimento ve klinker talebi zayıf seyretti. Ayrıca, 2016'nın ilk çeyreğinde hava koşullarının yarattığı yüksek baz etkisi çimento üreticilerinin satış hacimlerinde etkisi 1Ç17'de görülecektir.

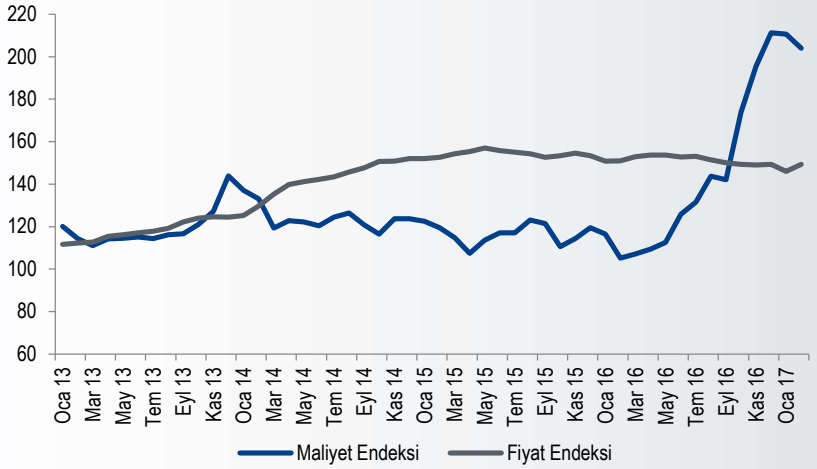
Mevsimsellikten dolayı zayıflayan talebe ek olarak 2016 yılının aynı dönemine göre 1Ç17'de çimento fiyatlarında bir düşüş söz konusu. Fiyat ortamında yaşanan zayıflık Türkiye'de yurtiçi çimento pazarının büyümesini baskılayacaktır. Maliyetlerde yaşanan artışların çimento üreticileri tarafında önümüzdeki dönemlerde çimento fiyatlarına yansıtılacağını düşünmekteyiz. Bu doğrultuda, 2017 yılı için %3,8'lik fiyat artışı öngörmekteyiz.

Hatırlanacaktır ki petrokok fiyatlarının ton başına $35'e düşmesiyle çimento üreticileri 2016 yılının ilk yarısında düşük girdi fiyatlarından yararlanmıştı. Ancak 2016 yılının ikinci yarısından bu yana artış trendinde olan petrokok fiyatları nedeniyle bu durum 2017 yılında yapılmaya başlanan yeni anlaşmalarla tersine dönmeye başlamıştır (yakıt mailyeti üreticilerin toplam nakit maliyetlerinin %40'ını oluşturmaktadır). Şu an için petrokok fiyatları ton başına $85 seviyelerindedir. 2017 yılında perokok fiyatlarının yıllık bazda %45'lik artış göstererek ton başına ortalama $65'te olmasını öngörmekteyiz. Ayrıca, 2017 yılında elektrik fiyatlarında %9'luk bir artış meydana gelmesini beklemekteyiz. Tüm bu gelişmeler göz önüne alındığında, maliyet endeksimiz 2017 yılında %19'luk bir artış sunmaktadır.

1Ç17'de, petrokok fiyatlarında meydana gelen artışlar, TL'nin değer kaybı ve hava koşulları nedeniyle zayıf seyreden çimento talebi şirketlerin operasyonel performansları baskı altında kalacaktır. Ayrıca, fiyat ortamındaki düşüş eğilimi üreticilerin operasyonel marjları üzerinde baskı oluştururken karlılıklarını da baskılayacaktır. Takibimizdeki çimento üreticilerinin FAVÖK marjının 1Ç17'de yıllık bazda 500 baz puan daralarak %21 seviyesinde gerçekleşemesini beklemekteyiz.

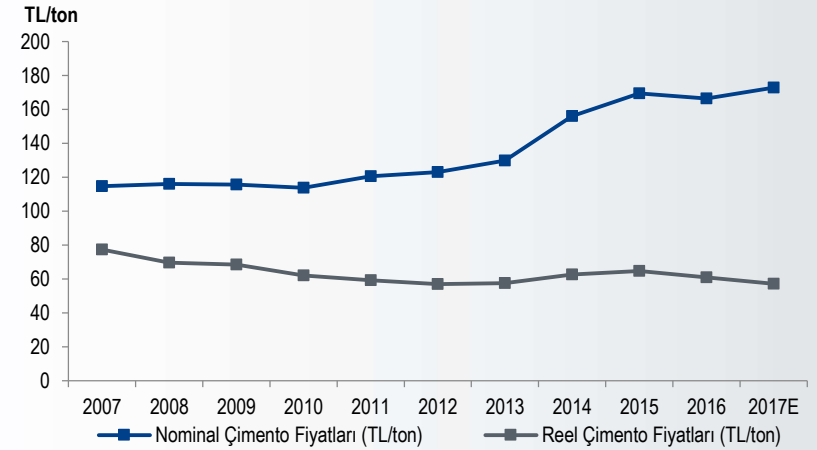
2017 yılının geri kalanında, fiyat ortamı çimento üreticilerinin karlılıkları üzerinde belirleyici rol oynarken girdi fiyatları da şirketlerin operasyonel performanslarında belirleyici olacaktır.

Maliyet ve Fiyat Endeksi



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Çimento Fiyatları



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Enerji

Ocak 2017'de elektrik üretimi yıllık bazda %7 oranında artarak 25TWh oldu. Doğalgaz santrallerinden elektrik üretimi Ocak 2017'de yıllık bazda %51 oranında artış gösterdi, buna karşılık hidroelektrik santrallerinden üretilen elektrik yıllık bazda %20 oranında geriledi. Son açıklanan rakamlara göre elektrik üretiminde ne yüksek pay doğalgaz santrallerine aittir. Öte yandan, artan yenilenebilir elektrik santrali yatırımları ile Ocak 2017'de yenilenebilir enerjinin payı önceki yılın aynı dönemindeki %6'dan %9'a yükseldi.

Türkiye'de şu anda toplam kurulu güç 78,592 MW ve 2017 yılında tamamlanacak yeni kapasite yatırımları mevcuttur. 2017 yılının geri kalanında elektrik talebindeki büyümenin makul oranlara geleceğini düşündüğümüzden yeni gelen kapasiteler elektrik piyasasında rekabeti artıracaktır.

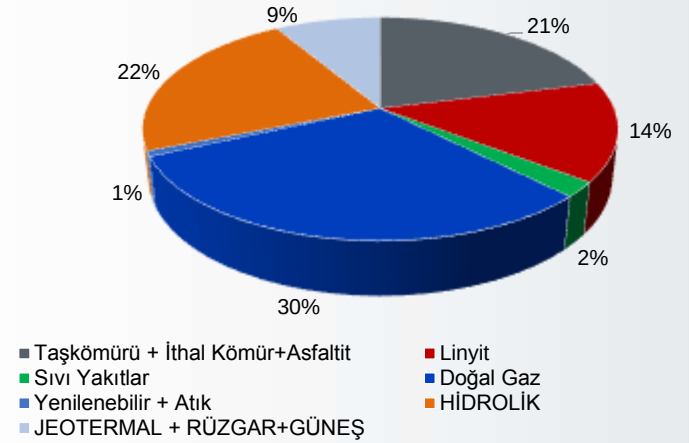
2017 yılbaşından bu yana elektrik fiyatları spot piyasada ortalama MWh başına 168 TL oldu. Diğer taraftan, spot piyasa ortalama elektrik fiyatları 1Ç16'da MWh başına 126 TL ile daha düşüktü. Bu sebeple, yıllık bazda daha yüksek olan elektrik fiyatları Türkiye'deki elektrik üreticilerinin cirolarını 1Ç17'de ciddi miktarda olumlu etkileyecektir. Ancak, yoğun rekabet ortamı sebebiyle yakın vadede spot piyasa elektrik fiyatlarının normalize olacağını düşünüyoruz.

BOTAŞ'ın 1Ç17'deki doğalgaz tarifesi geçtiğimiz yılki tarifeye göre daha düşük kaldı. Birim hammadde maliyetleri ve satış fiyatları arasındaki artan farkı düşünecek olursa, şu anki doğalgaz tarifesi doğalgaz santrallerinin karlılıklarına olumlu yansıyacaktır. Öte yandan, ithal kömür fiyatları yıllık bazda bir hayli daha yüksek, ki bu da ithal kömür santrallerinin karlılığı için olumsuz olacaktır.

YEKDEM'e elektrik satan yenilenebilir enerji santralleri dolar bazlı fiyatlardan faydalanıyor. Hidro ve rüzgar enerji santralleri için ödenen fiyat MWh başına 73 dolar, buna karşılık jeotermal santraller için ödenen fiyat MWh başına 103 dolar. Bu yüzden, yenilenebilir enerji satış fiyatları spot elektrik fiyatlarından çok daha yukarıda ve doların TL'ye karşı değer kazanması 1Ç17'de yenileneblir enerji santrallerine sahip olan enerji şirketlerinin cirolarının destekleyecektir.

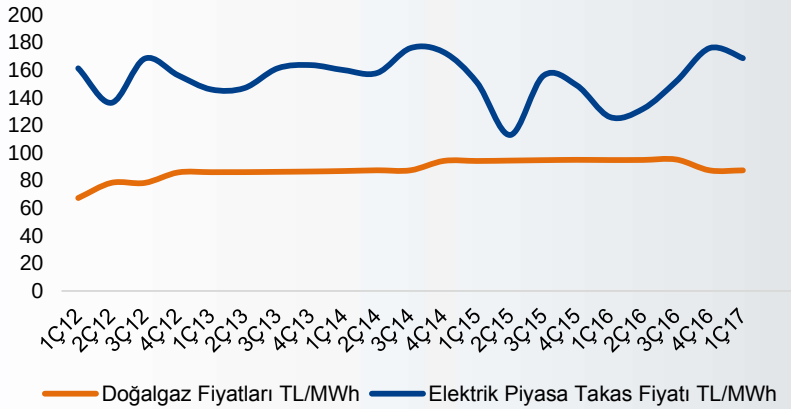
Linyit santrallerine uygulanan devlet desteği bu yıl da devam ediyor. 2016 yılında linyit santralleri için uygulanan tarife MWh başına 188 TL olarak belirlendi ve şu anda tarifede herhangi bir değişiklik olmadı. Yine de, linyit santrallerinden elektrik satışları spot piyasadaki fiyatlardan daha yüksek bir fiyatta gerçekleşiyor. Kısa vadede tarife fiyatında bir değişiklik olmasını beklemiyoruz.

Kaynağına göre Elektrik Üretimi (Ocak 2017)



Kaynak: TEİAŞ

Spot Elektrik Fiyatları & BOTAS Tarifesi (TL/MWh)



Kaynak: BOTAŞ, EPİAŞ

Gıda Perakendeciliği

2016 yılında gıda perakendecilerinin ortalama satış büyümeleri %16 olurken organize gıda perakendecilerinin mağaza sayısı yıllık bazda %15 oranında arttı. Yılın ikinci yarısındaki daha yüksek artışa rağmen 2016 yılında gıda enflasyonu %5.7 olmuştu. Şubat 2017 itibariyle gıda enflasyonu %8.7'e ulaştı ve gıda perakendecileri için 1Ç17'de daha iyi bir satış gelirleri büyümesine işaret etmektedir.

Öte yandan, 2016 yılında gıda perakendecilerinin agresif bir şekilde yeni mağaza açmaları sektörde karlılığı olumsuz etkiledi. 2016 yılında özellikle de halka açık olmayan A101 ve Şok 1000'den fazla mağaza açtı, ikisi beraber 2016 yılında Türkiye'deki yeni mazağa sayısının %61'ine denk geldi. 2A17'de organize tarafta toplam mağaza sayısı yılbaşından bu yana 499 adet arttı (%14 yıllık) ki bu da yeni mağaza açılışlarındaki büyümede bir yavaşlamaya işaret ediyor. Bu yüzden, 1Ç17'de sektörün karılığında daha ileri bir bozulma beklemiyoruz. 2016 yılında Bim FAVÖK marjını %5.0 seviyesinde korumayı başardı, 1) sektördeki yoğun rekabete, 2) yılın başında artan asgari ücret, 3) mağaza açılışlarının hızlanması, 4) yurtdışı mağazaların ve Türkiye'deki File mağazalarının karlılığı sulandırıcı etkisine rağmen. Şirket 2017 yılında 635 yeni mağaza açmayı planlıyor (+%10 yıllık) buna karşılık 2016 yılında 755 yeni mağaza (+%14 yıllık) açtı. Şubat ayında Bim'in mağaza sayısı yıllık bazda %10 arttı ki bu rakam da şirketin yılsonu hedefleri ile uyumlu oldu. 1Ç17'de yeni mağaza açılışındaki yavaşlamanın şirketin karlılığına olumlu katkıda bulunacağını tahmin ediyoruz. Bize göre Bim zorlu dönemlerde mevcut koşulları başarılı bir şekilde yönetmeyi başarabiliyor.

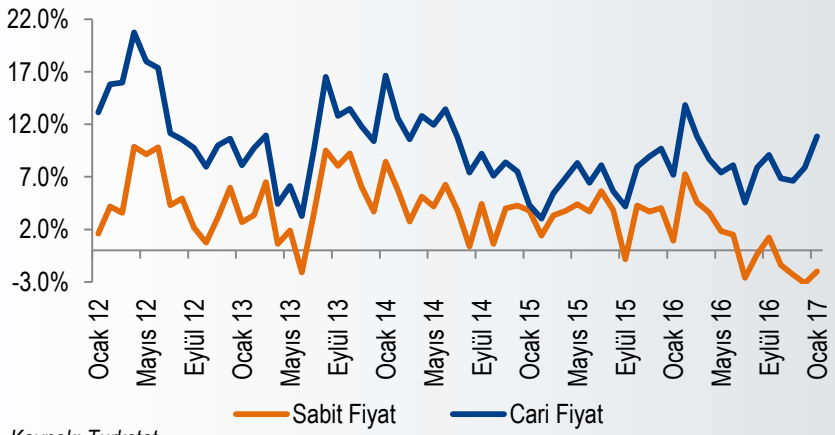
Migros ciro tarafında başarılı bir performans sergiliyor. Geçtiğimiz birkaç yıllık dönemde uygulanan başarılı strateji sayesinde FMCG pazarında şirket pazar payını artırmaya devam etti. Yine de, FAVÖK marjındaki devam etmekte olan bozulma 2017 yılında şirketin başlıca handikapı olacaktır, buna karşılık zarar eden Kipa faaliyetlerinin satın alımı şirket için başka bir zorlu mücadele olacaktır. Hatırlayacak olursak, Migros Haziran 2016'daki 302 mn TL'lik anlaşmaya karşılık Kipa hisselerinin %95.5'i için 199 mn TL ödeme yaptı. Kipa'nın 26 AVM'sini düşünecek olursak ki orta vadede satışa ve geri kiralamaya konu olabilecek, satın alma şartlarının ilk bakışta dikkat çekici olduğunu görüyoruz. Ancak, Kipa'nın 12 aylık FAVÖK rakamı -54 mn TL ve kısa vadede varlık satışı gerçekleşirse kira giderleri FAVÖK rakamını daha da bozabilir. Migros'un proforma FD/FAVÖK çarpanının 10.3x olacağını tahmin ediyoruz ki bu rakam da kaldıraçlı bir şirket için hafif yüksek bir seviyede bulunuyor. Satın alma işleminden sonra Migros'un proforma net borç FAVÖK oranının 3.9x olacağını tahmin ediyoruz. Bu yüzden, uzun vadede güçlü büyüme beklentimize rağmen, kısa vadede Migros yatırımcıları için çok az bir yukarı potansiyelin var olduğunu düşünüyoruz.

Organize Gıda Perakendecilerinin mağaza açılışları



Kaynak: Ortakalan.com

Perakende Ciro Endeksi Büyümesi



Kaynak: Turkstat

Demir & Çelik

Artan iç tüketim ve ihracat hacminin yanı sıra gerileyen çelik ithalatı sayesinde Türkiye çelik sektöründe üretim 2A17'de yıllık bazda %14 oranında artarak 5.7 mn ton oldu. Kütük üretimi 2A17'de yıllık bazda %6 oranında büyüdü ve slab üretimi yıllık bazda %36 oranında arttı.

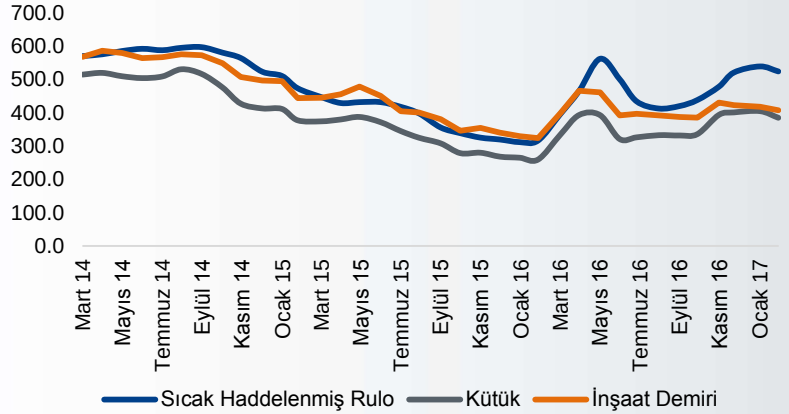
2017 yılının geri kalanında yurtiçi üretilen çelik tüketimi tercihinin artması Türkiye'de çelik üretimini desteklemeye devam edecektir. Aynı dönemde AB'deki sağlam çelik talebi sayesinde çelik ihracatı 2A17'de yıllık bazda %13 artarak 3.2 mn ton oldu. Ancak, başlıca ihracat pazarlarındaki yoğun rekabet ihracat büyüme oranını gelecek çeyreklerde bir miktar zayıflatabilir. Türkiye'de şu anda çelik üretim kapasitesi yılda 51.1mn ton ve geçtiğimiz yıl sektörde kapasite kullanım oranı %64 civarıydı. İhracat ve yurtiçi satışlardaki büyüme Türkiye çelik sektöründe kapasite kullanım oranını artıracaktır.

Küresel emtia piyasalarındaki fiyat artışlarını takiben çelik üreticilerinin birim hammade maliyetleri bir süredir artıyor. Demir cevheri fiyatları 2016 yılbaşından bu yana bir yükseliş eğiliminde ki bu eğilim 2A17'de de devam etti ve ortalama fiyatlar yıllık bazda %93 yukarıda gerçekleşti. 2017 yılının gelecek aylarında demir cevheri fiyatlarının mevcut eğilimi sürdürmesini öngörüyoruz. Kömür fiyatları 4Ç16'da son üç yılın en yüksek seviyesine çıktı. Ancak, 2A17'de kömür fiyatlarında aylık bazda keskin bir düşüş gözlemledik. Fakat ortalama kömür fiyatları yine de 2A17'de yıllık bazda %128 artmış oldu. Sektör yetkilileri kömür fiyatlarının 2017 yılı boyunca mevcut seviyelere yakın kalmasını bekliyor ama yine de ortalama kömür fiyatları yıllık bazda daha yüksek olacaktır. Aynı zaman aralığında hurda fiyatları, kömür ve demir cevheri fiyatlarına göre daha dalgalı seyretti. Yine de hurda fiyatları 2A17'de yıllık bazda %42 oranında artmış oldu. 2017 yılının geri kalanında ortalama hurda fiyatlarının yıllık bazda daha yüksek olmasını bekliyoruz.

Türkiye'de çelik fiyatları 2016 yılbaşından bu yana hammade fiyatları ile aynı eğilimi takip etti. Ortalama sıcak haddelenmiş rulo çelik fiyatları 2A17'de yıllık bazda %69 oranında arttı. Buna karşılık, 2A17'de ortalama soğuk haddelenmiş rulo çelik fiyatları yıllık bazda %53 oranında artış gösterdi. Ortalama inşaat demiri fiyatları da 2A17'de yıllık bazda %26 arttı. Gelecek aylarda sıcak ver soğuk haddelenmiş rulo çelik fiyatlarının makul bir şekilde artmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

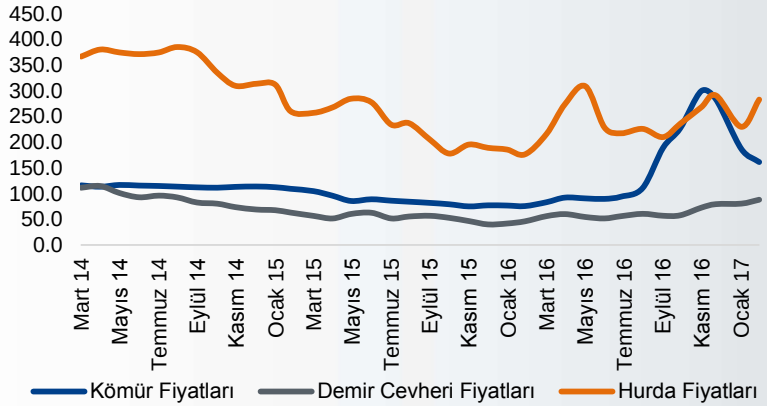
Yurtiçi piyasada artan çelik satışları ve büyüyen ihracatla birlikte yükselen dolar bazlı ürün fiyatları 1Ç17'de çelik sektöründeki oyuncuların ciro büyümesini güçlendirecektir. Kasım 2016 – Ocak 2017 aralığında çelik fiyatları ve birim hammadde maliyetleri arasındaki fark yıllık bazda genişlemiş gözüküyor ve bunun da 1Ç17'de çelik üreticilerinin karlılıklarının güçleneceğini düşünüyoruz.

Çelik Fiyatları (Ton Başına Dolar)



Kaynak: Bloomberg

Hammadde Fiyatları (Ton Başına Dolar)



Kaynak: Bloomberg

YF Model Portföy

Model Portföy'ümüze Bolu Çimento'yu ekliyoruz.

Şu anda Model Portföyümüz Bim, Bolu Çimento, Garanti Bankası, Halk GYO, Kordsa, Tofas, Türk Traktör ve Yapı Kredi Bankası'ndan oluşmaktadır.

Kısaca hisseleri Model Portföy'de tutma nedenlerimiz:

Bim: Defansif iş yapısı, güçlü bilanço, gıda enflasyonunda beklenen artışın benzer mağaza satışlarında yaratması beklenen olumlu etki.

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

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

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

Kordsa: Yurtdışı satış ağı sayesinde stabil ciro artışı, yüksek marjlı yeni ürünlerin satışlar içinde artan payı, artan kapasite ve düzenli temettü ödemeleri.

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

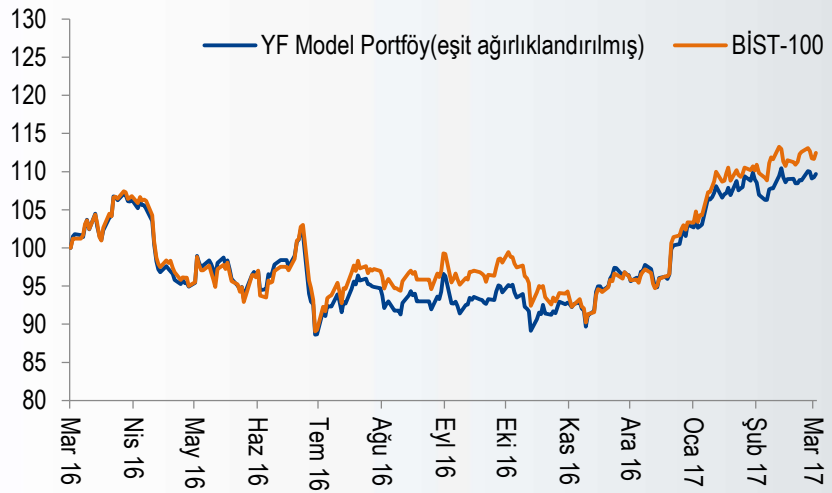
Türk Traktör: Tarım alanına artan teşvik ve destekler, yüksek yurtiçi traktör talebi, yüksek temettü verimi.

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

Model Portföyümüzün 2010 senesinden beri kümülatif getirisi mutlak olarak %15 YBBO ve BİST-100 göreceli olarak %7 YBBO'nı gösteriyor. **Yılbaşından bu yana Model Portföy'ümüz %16 getiri sağladı.**

Hisse	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Potans.	Ekleme tarihi	Göreceli perf.	Mutlak perf.
BIMAS	TL 57.30	TL 63.00	10%	05-Oca-17	-1%	18%
BOLUC	TL 5.93	TL 7.50	26%	27-Mar-17		
GARAN	TL 8.93	TL 10.10	13%	05-Oca-17	2%	21%
HLGYO	TL 0.99	TL 1.50	52%	02-Şub-17	-5%	-1%
KORDS	TL 7.65	TL 9.30	22%	07-Mar-17	3%	3%
TOASO	TL 27.10	TL 32.00	18%	05-Oca-17	-1%	18%
TTRAK	TL 82.55	TL 88.00	7%	05-Oca-17	-2%	16%
YKBNK	TL 3.83	TL 4.70	23%	05-Oca-17	-3%	15%

Model Portföy'ün son 12 aydaki performansı



Bim

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 2017 yılında %10 artacağını tahmin ediyoruz. Böylece önümüzdeki 3 yıl satış gelirlerinde YBBO'nun %16 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. 4Ç16 itibariyle şirketin 578mn TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

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

Kısa vadeli görünüm:

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

Şirket 2017 yılında 635 yeni mağaza açmayı planlamaktadır. 2016 yılında açılan 755 mağaza toplamın %14'ü iken 2017 mağaza sayısı %10 artmış olacak. Yeni mağazaların göreceli düşük sayısı verimli mağazaların oranını arttıracağı için karlılık tarafına olumlu etkide bulunacağını tahmin ediyoruz. Bim yönetiminin zor şartları iy yönettiğini düşünmekteyiz.

BIMAS (Endeks Üzeri)			Bim Birleşik Mağazalar
Sektör			Perakende
	Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)	57.30	63.00	10%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	9%	18%	-3%	17%
BIST100'e göre relatif	7%	1%	-13%	1%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR9.5mn	TL37.4mn
Piyasa Değeri	EUR4,455mn	TL17,396mn

Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	20,072	23,775	27,557	31,655
Büyüme	*15%*	*18%*	*16%*	*15%*
FAVÖK	997	1,188	1,369	1,584
Büyüme	*15%*	*19%*	*15%*	*16%*
Net Kar	671	777	918	1,121
Büyüme	*15%*	*16%*	*18%*	*22%*
Çarpanlar	2016	2017T	2018T	2019T
FD/FAVÖK	16.9	14.2	12.3	10.6
F/K	25.9	22.4	19.0	15.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Bolu Çimento

Yatırım tezi:

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

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

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

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

Kısa vadeli görünüm:

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

Bolu güçlü temettü dağıtan şirketler arasında yer almaktadır. 2017 yılında Şirket hisse başına 0,663 TL temettü dağıtacağını açıkladı. Açıklanan hisse başına temettü oranı %89 seviyesindedir ve %11'lik temettü verimi sunmaktadır. Dağıtılacak temettünün ilk taksidi (hisse başına 0,2653 TL) 3 Temmuz tarihinde dağıtılacak olup ikinci taksit (hisse başına 0,398 TL) 1 Aralık'ta dağıtalacaktır.

Bolu, Bloomberg konsensusuna göre 7,5x F/K çarpanıyla son bir yıllık 8,6x F/K çarpanının %12 altında işlem görmektedir.

BOLUC (Endeks Üzeri)				Bolu Çimento
Sektör				Çimento
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		5.93	7.50	26%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	-5%	-4%	6%	-5%
BIST100'e göre relatif	-8%	-18%	-4%	-18%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR0.3mn		TL1.1mn
Piyasa Değeri		EUR218mn		TL849mn
Finansallar (mn TL)	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Net Satışlar	452	478	497	515
Büyüme	*11%*	*6%*	*4%*	*4%*
FAVÖK	169	159	164	170
Büyüme	*16%*	*-6%*	*3%*	*3%*
Net Kar	106	103	110	114
Büyüme	*0%*	*-3%*	*7%*	*4%*
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
FD/FAVÖK	5.8	6.1	5.9	5.7
F/K	8.0	8.2	7.7	7.4

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Garanti Bankası

Yatırım tezi:

Garanti Bankası'nın karlılık odaklı büyüme stratejisini beğeniyoruz. Banka, 2016 yılında %2 aktif karlılığı, %15 özkaynak karlılığı ile karlılık konusunda en iyi performansı gösteren bankalar arasındadır. Swap ile düzeltilmiş net faiz marjı 2016 yılında 35 baz puan artış gösterdi. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içindeki payı %24'e ulaştı. Bankanın fonlama yönünden esnekliği ve yüksek vadesiz mevduat ağırlığı, banka için rekabet avantajıdır. Fonlamadaki avantajının yanında, kredilerde disiplinli şekilde fiyatlamanın devam etmesi ile, 2017 yılında da net faiz marjını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Garanti'nin yakın izlemedeki kredileri toplam krediler içindeki payı %5 ile rakipleri arasında en yüksek seviyeye yükseldi. Net takibe düşen krediler 4. çeyrekte çeyreksel %37 azaldı. Bankanın 300mn TL tutarındaki serbest karşılıkları kredi kalitesindeki muhtemel bozulma için de tampon görevinde olabilir.

Garanti'nin maliyetlerinde kontrollü olması, performansını olumlu etkilemektedir. 2016 yılında faaliyet gider artışı, yıllık enflasyon artışı hedefinin oldukça altında yıllık %4 artış kaydetmiştir. Gider-gelir oranı 2015 yıl sonu %47 iken, 2016 yıl sonunda %40'a gerilemiştir.

Garanti'nin sermaye yeterlilik oranı %16,2 ile, en yüksek sermaye oranına sahip bankalardan birisidir. Önümüzdeki dönemde, yüksek sermaye oranının, kredi büyüme iştahı konusunda etkili olmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

2017 yılı beklentilerimize göre, Garanti Bankası 6,6x F/K ile işlem görmekte olup, bu çarpan son bir yıllık F/K ortalamasının %6 altındadır. Kar görünümü açısından yukarı yönlü potansiyelin olduğunu ve bu sebeple hisse performansının desteklenebileceğini düşünüyoruz.

Garanti'nin güçlü sermaye oranları, piyasalardaki dalgalanma süresinde bankayı olumlu ayrıştırabilir. Garanti %15,1 ana sermaye yeterlilik oranı ile muadil bankalar arasında en yüksek seviyeye sahip bankalardan biridir.

Garanti Bankası %40 gider-gelir oranı ile, verimlilik artışı için hala alanı olduğuna inanıyoruz. Verimlilik oranlarındaki iyileşme, karlılığa olumlu katkı yapabilir

GARAN (Endeks Üzeri)				Garanti Bankası
Sektör				Bankacılık
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		8.93	10.10	13%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	3%	17%	14%	17%
BIST100'e göre relatif	0%	0%	2%	1%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR186.1mn		TL733.2mn
Piyasa Değeri		EUR9,408mn		TL36,666mn
Finansallar (mn TL)	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Defter Değeri	**35,539**	**40,387**	**45,987**	**52,149**
Büyüme	*15%*	*14%*	*14%*	*13%*
Net Kar	**5,071**	**5,710**	**6,570**	**7,279**
Büyüme	*49%*	*13%*	*15%*	*11%*
Karlılık	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Özkaynak Karlılığı	15.2%	15.0%	15.2%	14.8%
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
F/K	7.4	6.6	5.7	5.2
F/DD	1.1	0.9	0.8	0.7

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Halk GMYO

Yatırım tezi:

2010 yılında kurulan Halk GYO, Halkbank grup şirketlerindendir. 2016 itibarıyla 1,9 milyar TL portföy değerine sahip olan şirketin İFM'de (İstanbul Finans Merkezi) 646mnTL'lik ekspertiz değerine sahip arsası (portföyün %34'sı), ofis, otel ve konut projeleri bulunmaktadır.

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

Referans Bakırköy ve Eskişehir Panorama konut projelerinin tamamlanmasının ardından, devam eden Sancaktepe Bizim Aydos ve Erzurum Şehristan konut projelerindeki teslimlerin 2018'de olmasını bekliyoruz. Bu iki konut projelerindeki teslimlerle 2018 yılında satış gelirine 238mnTL (satış gelirinin %76'sı), 2019 yılında 96 mn TL (satış gelirinin %56'sı) katkı yapmasını bekliyoruz. Halk GYO'nun konut projeleri, hedef net aktif değerimizin %24'üne denk gelmektedir.

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

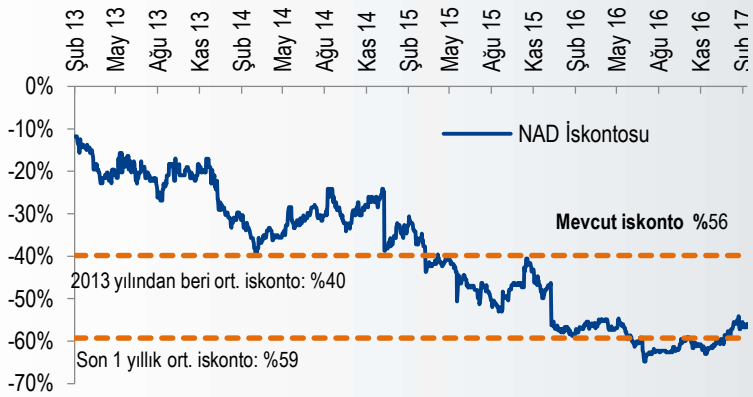
Kısa vadeli görünüm:

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

Halk GYO'nun piyasa değeri, net aktif değerine göre %56 iskontolu işlem görmekte olup, bu rakam muadil şirketleri ortalaması olan %48'den daha düşük seviyededir.

HLGYO (Endeks Üzeri)				Halk G.M.Y.O.
Sektör				Gayrimenkul Yatırım Ort.
		Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)		0.99	1.50	52%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	1%	11%	4%	9%
BIST100'e göre relatif	-1%	-5%	-6%	-6%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR1.3mn		TL5.2mn
Piyasa Değeri		EUR200mn		TL782mn
Finansallar (mn TL)	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Net Satışlar	80	69	316	171
Büyüme	*-20%*	*-14%*	*359%*	*-46%*
FAVÖK	48	38	100	69
Büyüme	*-24%*	*-21%*	*167%*	*-31%*
Net Kar	108	37	77	43
Büyüme	*-47%*	*-66%*	*110%*	*-44%*
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
FD/FAVÖK	15.6	19.8	7.4	10.8
F/K	7.3	21.3	10.1	18.2

Kaynak: Yatırım Finansman



Kordsa

Yatırım Tezi :

Dünya'da büyüyen araç parkı ve otomotiv üretimi sayesinde küresel lastik pazarının gelecek beş yıllık dönemde %3.6 YBBO ile büyümesini bekliyoruz. Küresel lastik güçlendirme pazarının da aynı trendi takip edeceğini tahmin ediyoruz. Kordsa pazardaki güçlü pozisyonu, ilk altı büyük lastik üreticileriyle olan uzun süreli ilişkileri ve çeşitli ürün portföyü neticesinde bu büyümeden başlıca yararlanan şirketlerden biri olacaktır.

Arge faaliyetlerine odaklanan şirketin yeni ürün satışlarının toplam gelirlerinin içerisindeki payı 2012 yılından beri artıyor. Orta vadede yeni ürünlerin toplam gelirler içerisindeki payının daha da artmasını bekliyoruz. Toplam gelirler için 2016-2018 yılları arasında YBBO beklentimiz %21 seviyesindedir.

Kordsa Türkiye ve Endonezya'da iki kapasite artırımı yatırımı gerçekleştiriyor. İki yatırımın toplam tutarı 30 mn dolar ve 2018 yılında şirkete 12.5kT PET HMLS kapasitesi sağlayacak. Artan kapasite ve PET HMLS segmentine daha çok odaklanılması sayesinde Kordsa'nın PET HMLS pazarındaki payını uzun vadede de koruyacağını tahmin ediyoruz.

Kısa vadeli görünüm :

Petrol fiyatlarındaki artışla birlikte hammade fiyatları da arttı, ki bu artış da şirketin ürün fiyatlarına kısa bir gecikme ile yansıyacaktır ve şirketin 1Ç17 cirosunu destekleyecektir.

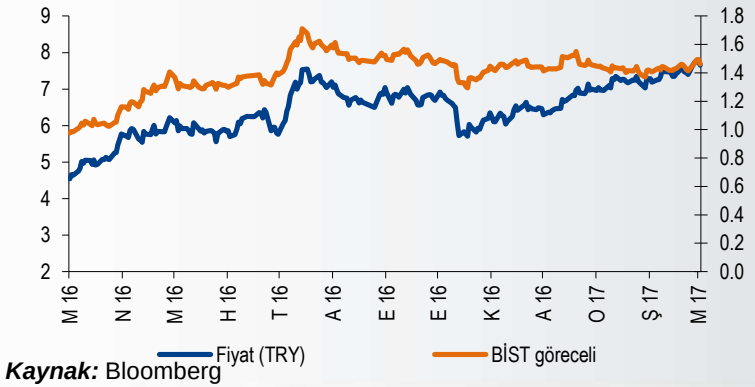
ABD'de büyüyen iç talep ve artan istihdam otomotiv satışlarını olumlu etkileyecektir, ki bu da dolaylı yoldan Kordsa'nın satış hacmini destekleyecektir.

Dolar'ın gelişmekte olan para birimlerine karşı yıllık bazda daha güçlü kalması 1Ç17'de şirketin karlılığını hafif olumlu etkileyebilir ve ayrıca TL bazlı gelirlerini destekleyecektir.

Kordsa şu anda 8.1x'lik 2017B F/K çarpanı ile işlem görüyor, ki şirketin 3-yıllık ortalama F/K'sına göre %22 iskontoya işaret ediyor.

KORDS (Endeks Üzeri)				Kordsa
Sektör				Lastik
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		7.65	9.30	22%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	6%	21%	64%	18%
BIST100'e göre relatif	4%	3%	48%	2%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR1.8mn		TL6.8mn
Piyasa Değeri		EUR381mn		TL1,488mn
Finansallar (mn TL)	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Net Satışlar	**1,908**	**2,455**	**2,802**	**3,248**
Büyüme	*10%*	*29%*	*14%*	*16%*
FAVÖK	**300**	**382**	**429**	**455**
Büyüme	*25%*	*28%*	*12%*	*6%*
Net Kar	**143**	**185**	**221**	**198**
Büyüme	*44%*	*29%*	*20%*	*-11%*
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
FD/FAVÖK	7.7	6.0	5.4	5.1
F/K	10.4	8.1	6.7	7.5

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Tofaş

Yatırım tezi:

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

Tofaş Egea modelinin station wagon ve hatchback versiyonlarının üretimine 2016 yılında başladı. 2017 yılında yeni modeller ve kapasite artışının etkisiyle satış adet artışının % 12, satış gelir artışının %28 olacağını tahmin ediyoruz. Şirket ihracat tarafında zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Şirketin 2017 yılında FAVÖK artışının ise %30 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Tofaş yeni yatırımlarını dış kaynaklarla finanse etmektedir ve finansmanın maliyeti al-ya da-öde kontratlarla korunmaktadır. Finansmanların vadesi de modellerin tahmini ömrü kadardır. Bu nedenle şirketin nakit akışında kısa ve orta vadede hiç bir bozulma öngörmüyoruz. Büyük çaplı yatırımların tamamlanmış olması nedeniyle önümüzdeki yıllarda temettü oranlarının artmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli görünüm:

Yeni model lansmanları ardından Tofaş yüksek talebi karşılamakta zorlanmaktadır. Şirket bu nedenle boyahaneye yaptığı yatırımla kapasitesini 400 bin'den 450 bin'e çıkarmış bulunmaktadır.

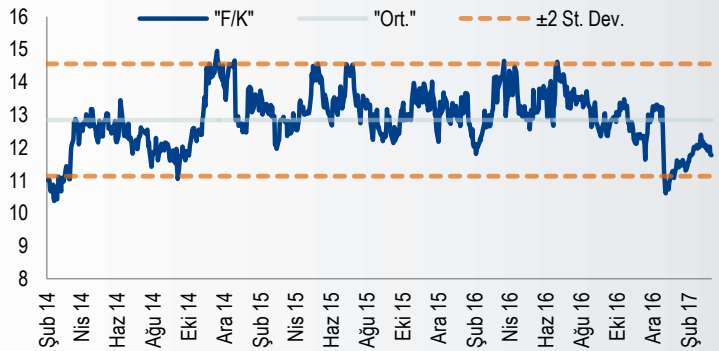
Ticari amaçlı kullanılan araçların yenilenmesinde ÖTV alınmamasını öngören teşvik paketi Tofaş'ın yurtiçi satışlarını olumlu etkileyecektir.

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

TOASO (Endeks Üzeri)			Tofaş Otomobil Fab.
Sektör			Otomotiv
	Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)	27.10	32.00	18%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	0%	14%	25%	10%
BIST100'e göre relatif	-3%	-3%	13%	-5%
Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR4.8mn		TL18.7mn
Piyasa Değeri	EUR3,470mn		TL13,550mn

Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	**14,236**	**18,211**	**18,844**	**20,634**
Büyüme	*43%*	*28%*	*3%*	*9%*
FAVÖK	**1,367**	**1,771**	**1,823**	**1,999**
Büyüme	*28%*	*30%*	*3%*	*10%*
Net Kar	**970**	**1,392**	**1,018**	**1,133**
Büyüme	*17%*	*43%*	*-27%*	*11%*
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
FD/FAVÖK	11.8	9.1	8.9	8.1
F/K	14.0	9.7	13.3	12.0

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Türk Traktör

Yatırım Tezi :

Tarım sektöründeki düşük makineleşme oranı, devam etmekte olan tarımsal alan konsolidasyonları ve aşırı yaşlı traktör parkı sebebiyle, Türkiye Traktör pazarının gelecek dönemlerde güçlü büyüme potansiyeli mevcuttur. Türkiye traktör pazarında lider konumunda olan Türk Traktör güçlü talepten en çok fayda sağlayacak şirket olacaktır. Geçtiğimiz altı aylık dönemde şirketin ihracat rakamlarında bir zayıflık olmasına rağmen, yurtiçi piyasadaki yüksek talep 2016 yılında devam etti ve hem şirketin toplam satış hacmini hem de gelirlerini destekledi. Orta vadede, şirket yurtiçi traktör pazarındaki güçlü talepten faydalanmaya devam edecektir.

Dolar bazlı birim hammadde maliyetlerindeki düşüş sayesinde Türk Traktör'ün FAVÖK marjı 2016'da yıllık bazda 1.5 puan artarak %14.9 oldu. Sağlam fiyatlama gücü nedeniyle, FAVÖK marjının 2017 yılında %14.7'de neredeyse yatay kalmasını bekliyoruz. İstikrarlı karlılık oranları ve sağlam ciro büyümesi sonucunda, Türk Traktör'ün FAVÖK rakamının 2016 ve 2018 yılları arasında %10 YBBO ile artmasını bekliyoruz.

Sakarya'daki yeni fabrika inşaatına rağmen Türk Traktör'ün beş yıllık ortalama temettü ödeme oranı %95 oldu. Orta vadede dikkat çekici temettü ödemelerinin devam edeceğini tahmni ediyoruz.

Kısa vadeli görünüm :

Türk Traktör şu anda 9.4x'lük 2017B FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ki bu da 3 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %18 iskontoya işaret ediyor.

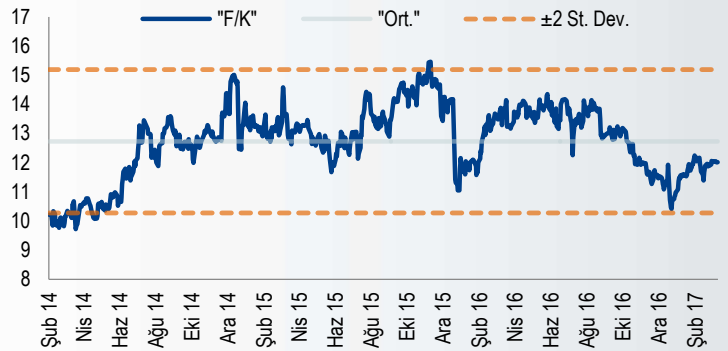
Şirket 3 Nisan 2017 tarihinde hisse başına 4.68 TL brüt temettü ödeyecek ki bu da 5.7%'lük temettü verimine denk geliyor.

Tarımsal destek ödemeleri için ayrılan devlet bütçesinin 2017 yılında yıllık bazda %10 artması bekleniyor, ki bu da traktör satışlarını destekleyecektir. Buna ek olarak, tarım kredilerine uygulanan faiz indirimleri traktör talebini güçlendirmeye devam edecektir.

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

TTRAK (Endekse Paralel)				Türk Traktör
Sektör				Otomotiv
		Kapanış	**Hedef**	**Potansiyel**
Hisse fiyatı (TL)		82.55	88.00	7%
Hisse Performansı	**1AY**	**3AY**	**12AY**	**YBB**
Mutlak	4%	18%	10%	10%
BIST100'e göre relatif	1%	0%	-1%	-5%
Ort. İşlem Hacmi (3A)		EUR3.0mn		TL11.7mn
Piyasa Değeri		EUR1,128mn		TL4,406mn
Finansallar (mn TL)	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Net Satışlar	**3,443**	**3,752**	**4,115**	**4,562**
Büyüme	*11%*	*9%*	*10%*	*11%*
FAVÖK	**512**	**545**	**608**	**650**
Büyüme	*23%*	*6%*	*12%*	*7%*
Net Kar	**370**	**358**	**425**	**429**
Büyüme	*44%*	*-3%*	*19%*	*1%*
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
FD/FAVÖK	10.0	9.4	8.4	7.9
F/K	11.9	12.3	10.4	10.3

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

Yapı Kredi Bankası

Yatırım tezi:

Yapı Kredi, 2016 yılı net karı yıllık %58 artış göstermesine rağmen, 2016 yılında endeksin %4 altında performans gösterdi. Yapı Kredi, hisse büyük çaplı bankalar arasında yabancı payı olarak yılbaşından bu yana düşüş gösteren tek banka oldu. Yabancı payı %54'ten %46'ya geriledi. Hisse senedi performansı İtalya'dan gelen negatif haber akışı ve TL'nin değer kaybından olumsuz etkilendi. Bankanın operasyonel performansındaki toparlanmanın devam edeceğini düşünüyoruz ve değerleme çarpanlarının 4.9x F/K ile son yılların en düşük seviyelerinde olması nedeniyle alım için fırsat yarattığına inanıyoruz.

Yapı Kredi'nin özkaynak karlılığı 2016 yılında 330 baz puan artış gösterdi. Bu artışın 100 baz puanı Visa gelirlerinin etkisi ile oluştu. Düşük baz etkisi, swap fonlamanın azalması ve faiz dışında gelirler net karı destekledi.

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

Yapı Kredi'nin sermaye yeterlilik oranı, karlılıktaki artış ile birlikte, 2016 yılında 40 baz puan artış gösterek, %14,2'ye yükseldi. Ancak, bankanın ana sermaye yeterlilik oranı muadil bankalara göre daha düşük seviyede kalmış olması, volatilitenin arttığı piyasalarda hisse performansını daha olumsuz etkileyebiliyor. Banka yönetimi, TL'nin her 10 kuruşluk değer kaybında sermaye yeterlilik oranının 10-15 baz puan negatif yönde etkilediğini belirtmektedir. Sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankanın önümüzdeki dönem için büyüme hedeflerini olumsuz etkileyebilir.

Banka yönetimi, TCMB'de tutulan döviz rezervleri için uygulanan %50 risk ağırlığının %0'a inmesi ile, Fitch'in not indiriminin olumsuz etkisi telafi edildiğini belirtmektedir. Son ziyaretimizde, banka yönetimini sermaye konusunda geçtiğimiz seneye göre daha rahat olduğunu gözlemledik. Banka yönetimi orta vadede sermaye artışı düşünmemektedir.

Kısa Vadeli Görünüm:

2017 beklentilerimize göre, 4.9x F/K ile son bir yıllık F/K ortalamasının %16 altında işlem görüyor

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

Unicredit'in sermaye yeterliliği ile ilgili haber akışı, hisse performansını olumlu etkileyebilir.

YKBNK (Endeks Üzeri)			Yapı Ve Kredi Bankası
Sektör			Bankacılık
	Kapanış	Hedef	Potansiyel
Hisse fiyatı (TL)	3.83	4.70	23%

Hisse Performansı	1AY	3AY	12AY	YBB
Mutlak	-2%	14%	-2%	12%
BIST100'e göre relatif	-4%	-3%	-12%	-3%

Ort. İşlem Hacmi (3A)	EUR35.6mn	TL140.5mn
Piyasa Değeri	EUR4,239mn	TL16,519mn

Finansallar (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T
Defter Değeri	26,119	29,491	32,993	37,112
Büyüme	*13%*	*13%*	*12%*	*12%*
Net Kar	2,933	3,373	3,670	4,302
Büyüme	*58%*	*15%*	*9%*	*17%*
Karlılık	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
Özkaynak Karlılığı	11.9%	12.1%	11.7%	12.3%
Çarpanlar	**2016**	**2017T**	**2018T**	**2019T**
F/K	5.7	4.9	4.5	3.9
F/DD	0.6	0.6	0.5	0.4

Kaynak: Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg

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

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

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

-Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin takibi altında bulunan Şirketler BIST100 endeksine görece beklenen performanslarına göre notlandırılmıştır. Raporda geçen hisse senedi hedef fiyatları 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

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

Endeks Üzeri Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
Endekse Paralel Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
Endeks Altı Getiri: Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

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

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler			
Levent Durusoy	Koordinatör	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü			
Mehmet Akif Daşıran	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 Birimi			
Göksel Tekiner	Müdür Yrd.	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 44
Kemal Ozan Sayın	Kıdemli Uzman	ozan.sayin@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 70
Kamer Külek	Uzman Yrd.	kamer.kulek@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 47

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