

# HİSSE SENEDİ PİYASALARI STRATEJİSİ

## 2018 GÖRÜNÜMÜ

Genel Yatırım Tavsiyesi kapsamındadır

Basım tarihi 10 Ocak 2018

YATIRIM  
FİNANSMAN

Türkiye İş Bankası kuruluşudur

TÜRKİYE  
BANKASI



<i>Yatırım Tezi Özeti</i> .....	3
<i>Türkiye Hisse Senedi Piyasası</i> .....	4
<i>2018’de Karların Görünümü</i> .....	6
<i>2018’de Ana Riskler</i> .....	7
<i>Küresel Görünüm</i> .....	8
▪ <i>Büyüme Görünümü</i> .....	9
▪ <i>Enflasyon gelişmeleri</i> .....	10
▪ <i>Para Politikası</i> .....	12
▪ <i>Mali Politika</i> .....	13
▪ <i>Dış Dengeler</i> .....	14
<i>YF Makro Tahminler</i> .....	15
<i>2018’deki Halka Arzlar</i> .....	16
<i>Temettü Görünümü</i> .....	17
<i>Değerleme Güncellemeleri</i> .....	20
<i>Beğendiğimiz Hisseler</i> .....	22
<i>YF Takipteki Hisseler</i> .....	30

## Ana temamız:

**Hisse senedi piyasasındaki olumlu ivmenin, 2018 yılında da genel olarak devam etmesini bekliyoruz.** Piyasa hakkındaki 'temkinli olumlu' görüşümüzü destekleyen en önemli nedenler ise şunlardır: 1) Gelişmekte olan ülkeler (GoÜ) rallisi 2018 süresince devam edecek gibi duruyor, 2) Hükümetin 2019 seçimleri öncesi büyüme yanlısı politikalara öncelik verme ihtimali, 3) AB ve komşu ülkelerde toparlanma, 4) Türkiye hisse senedi piyasasının cazip değerlendirilmesi, 5) Piyasanın 2018 kar beklentilerinde yukarı yönlü revizyon beklentimiz.

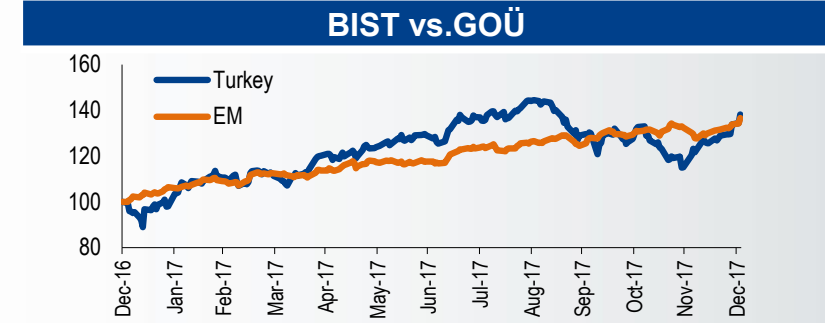
**Diğer yandan 2018 yılında da bankacılık hisseleri endeksin üzerinde getiri getiremeyebilir.** Bunun nedeni 2018 yılı hisse başı kar varsayımlarımızda, bankaların hala banka dışı sektörlerle göre daha düşük performans göstermesi ve Türkiye piyasası için öngörülen hemen hemen bütün risklerin de (gayrimenkul piyasasının gerilemesi, Zarrab davasıyla ilgili olabilecek riskler, şirketlerin döviz açık pozisyonları, TCMB para politikası hataları vb.) bankacılık sektörü ile ilgisinin olması diyebiliriz.

Yeni makroekonomik tahminlerimiz, risksiz faiz oranı varsayımlarımız (TL bazlı risksiz faiz beklentimizi %10.5'dan %12'ye çıkarıyoruz; USD faizini ise %5.5'den %6.0'ya çıkarıyoruz) ve model güncellemelerimiz neticesinde 12 aylık BIST-100 hedefimizi 116bin seviyesinden 132bin seviyesine çıkarıyoruz.

Ayrıca bu raporla birlikte güncellediğimiz tavsiye değişikliklerini yandaki tablodan inceleyebilirsiniz.

## YF Model Portföy hisseleri: PGSUS, AKBNK, VAKBN, PETKM, EREGL, TOASO, ZOREN

Bu raporla Turkcell, Aksa Enerji, Yapi Kredi Bank, Kardemir ve Garanti'yi model portföyümüzden çıkarırken Akbank, Erdemir, Pegasus, Petkim, ve Vakıfbank'ı ise listeye ekliyoruz. Şu anda Model Portföyümüz Akbank, Erdemir, Petkim, Pegasus, Tofas, Vakıfbank ve Zorlu Enerji'den oluşmaktadır: **Akbank** (Endeks Üzeri Performans tavsiyesine yükseltiyoruz. Güçlü bilanço yapısı ve cazip değerlendirme nedeni ile tercih ediyoruz); **Erdemir** (Güçlü 4Ç sonuçları ve yüksek temettü verimi ile öne çıkıyor); **Pegasus** (Piyasanın kar beklentileri hala çok düşük); **Petkim** (Artan entegrasyon ile güçlenen operasyon); **Tofas** (İhracatta iyileşme hisseyi yukarı çekecektir); **Vakıfbank** (%16 seviyesindeki özkaynak karlılığına karşılık cazip değerlendirilmesi); **Zorlu Enerji** (Yenilenebilir enerjiye yapılan yatırımların dönüşü).



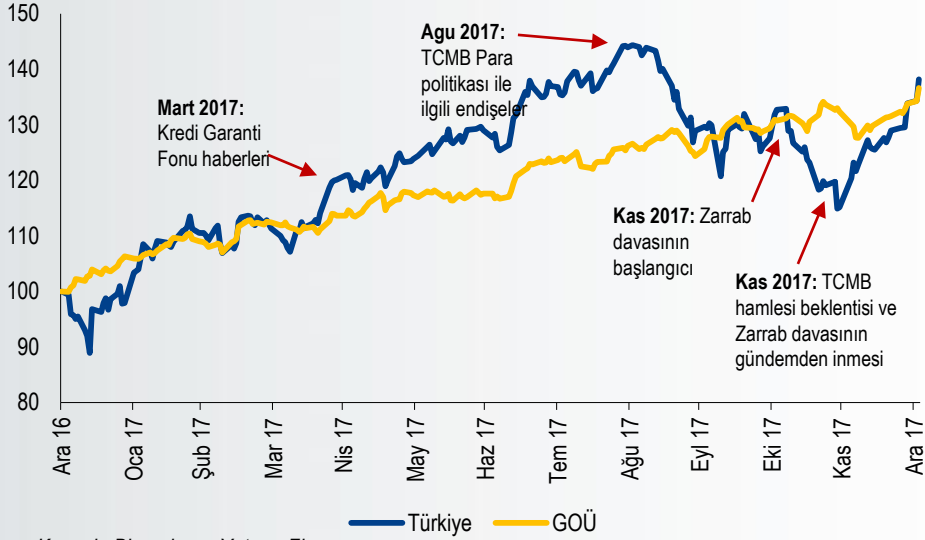
**Tavsiye Değişiklikleri**

	Önceki tavsiye	Güncel tavsiye
ALGYO	Endeks üzeri	Endekse paralel
HALKB	Endeks üzeri	Endekse paralel
AKBNK	Endekse paralel	Endeks üzeri
ANHYT	Endekse paralel	Endeks üzeri
PGSUS	Endekse paralel	Endeks üzeri
THYAO	Endekse paralel	Endeks üzeri
TKFEN	Endekse paralel	Endeks üzeri
ASELS	Endeks altı	Endekse paralel

**Beğendimiz Hisseler**

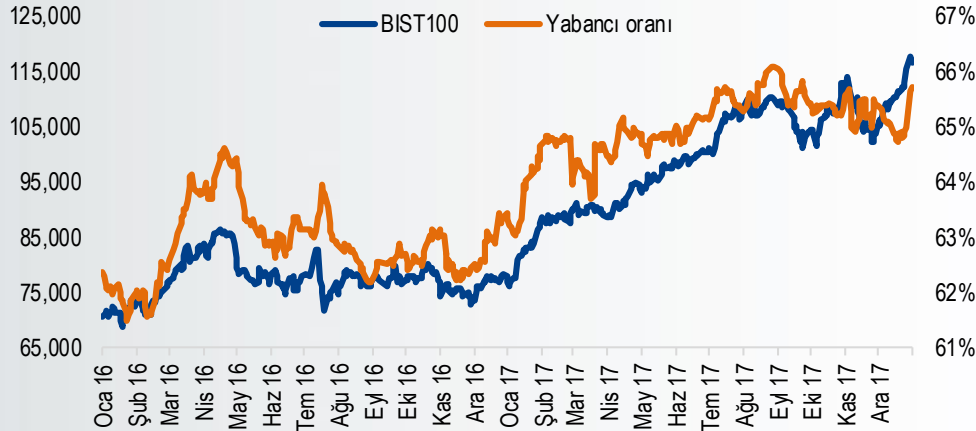
Şirket	Hisse	Fiyat			Piyasa Değeri	
		Son Fiyat	Hedef	(%)	TRYmn	USDmn
Akbank	AKBNK	TL 9.81	TL 12.30	25%	TL 39,240	\$10,449
Eregli	EREGL	TL 9.91	TL 11.70	18%	TL 34,685	\$9,236
Pegasus	PGSUS	TL 35.48	TL 42.00	18%	TL 3,629	\$966
Petkim	PETKM	TL 8.31	TL 9.40	13%	TL 12,465	\$3,319
Tofas	TOASO	TL 32.26	TL 38.90	21%	TL 16,130	\$4,295
Vakıflar	VAKBN	TL 6.61	TL 8.50	29%	TL 16,525	\$4,400
Zorlu Enerji	ZOREN	TL 1.64	TL 2.30	40%	TL 3,280	\$873

## MSCI Türkiye vs. Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

## Yabancı payı ve BİST100



Kaynak: Bloomberg

2017 yılında, gelişmekte olan piyasalarda gözlenen ralli ve Kredi Garanti Fonu, Türk hisse senedi piyasasının güçlü performansının en önemli nedenlerinden oldu. ABD'nin Suriye Kürtlerine verdiği destek ve Zarrab davası nedeniyle ABD ile olan ilişkilerin kötüleşmesi ve Merkez Bankası'nın para politikası konusundaki endişeler, yıl içinde piyasada bir miktar satışlara sebep oldu. Ancak buna rağmen MSCI Türkiye endeksi, 2017 yılında dolar bazında %34 yükseliş göstererek MSCI GOÜ endeksi ise aynı yükselişi göstermiş oldu. 2017 yılında Borsa İstanbul'daki yabancı paylarındaki değişim ile BİST-100 endeksi arasında gözlenen yüksek korelasyon, yabancı sermaye akımlarının piyasadaki ana trendi belirleyici olmaya devam ettiklerini göstermekte.

Geride bıraktığımız yıldaki güçlü performansı ve 2018 yılına özgü riskleri düşündüğümüzde, 2018 yılındaki getiri potansiyelinin geçen yıl kadar güçlü olamayacağını düşünmekle birlikte, piyasasındaki olumlu ivmenin, 2018 yılında da genel olarak devam etmesini bekliyoruz. Piyasa hakkındaki 'temkinli olumlu' görüşümüzü destekleyen en önemli nedenler ise şunlardır:

**1) Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) rallisi 2018'de de devam edecek gibi duruyor:** Güçlü küresel ekonomik büyüme, ve daha önemlisi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri arasındaki büyüme farkının genişlemesi, hala bol miktarda olan küresel likidite ve emtia fiyatlarındaki iyileşme 2018 yılında da GOÜ piyasalarındaki ralliyi destekleyecek gözükmemekte.

**2) Hükümetin büyüme yanlısı politikaları:** 2019 yılındaki seçimler öncesinde hükümetin ekonomik büyüme yanlısı politikalara ağırlık vermesini ve bunun da şirket karlarını olumlu yönde etkilemesini bekliyoruz.

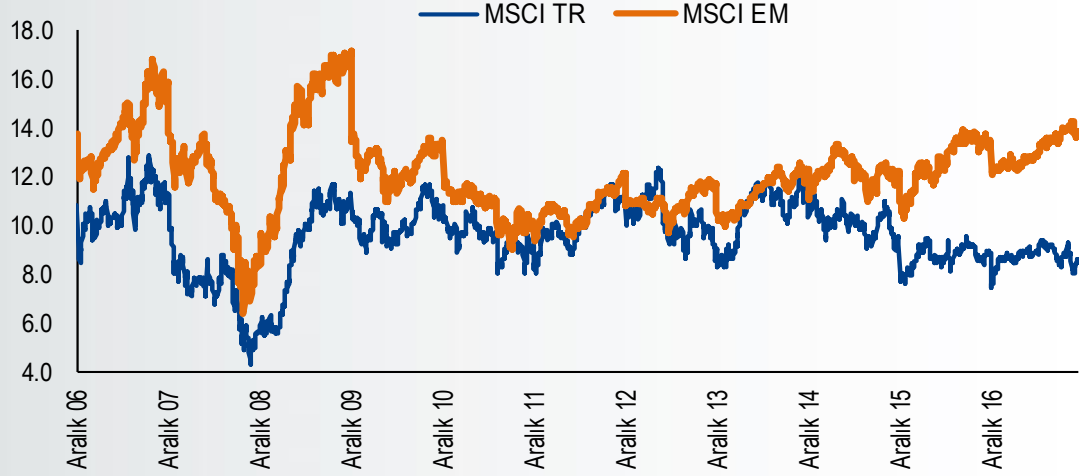
**3) AB ve komşu ülkelerde toparlanma:** Avrupa'da ekonomik toparlanma ve komşu ülkelerde DAEŞ sonrası potansiyel düzelme 2018 yılında ihracata yönelik büyümeyi destekleyebilir.

**4) Türkiye hisse senedi piyasasının cazip değerlendirilmesi, aşağı yönlü riskleri sınırlandırarak risk getiri dengesini iyileştirdi:** GOÜ'lere göre %34 iskontolu işlem gören BİST-100 (5 yıllık ortalama %19) kendi 5 yıllık tarihsel ortalamasına göre ise %8 iskontolu seyretmektedir.

**5) Piyasanın 2018 kar beklentilerinde yukarı yönlü revizyon beklentisi:** 2018 yılında kurum olarak takip ettiğimiz şirketlerde %20 kar artışı beklerken; piyasa beklentisi ise %12'dir.

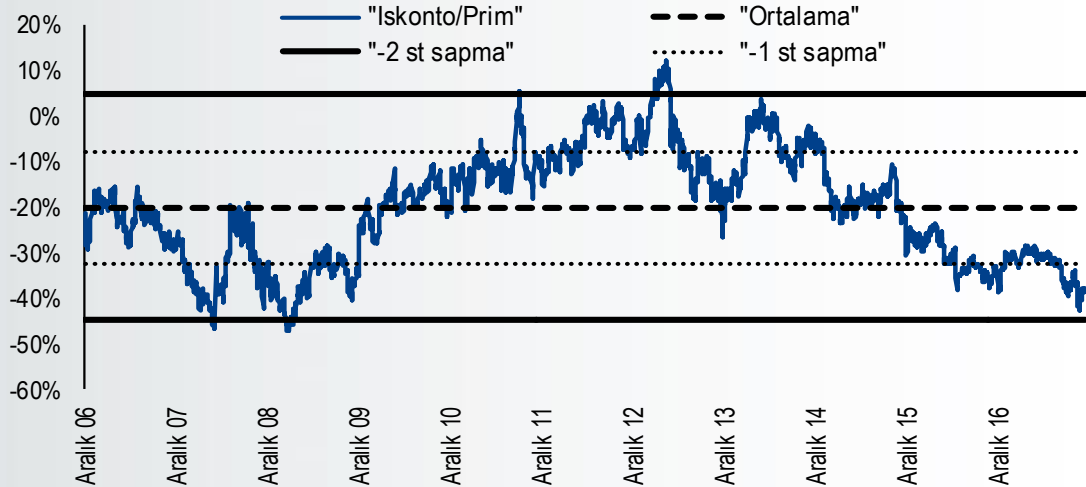
# Hisse Senedi Değerlemesi (Türkiye vs. GOÜ)

## 1Y ileriye dönük F/K –MSCI Türkiye vs. MSCI GOÜ



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

## 1Y ileriye dönük F/K - MSCI Türkiye vs MSCI GOÜ



Kaynak: Bloomberg

Hisse senedi piyasasındaki hızlı fiyat artışına rağmen Türk hisse senetleri değerlendirme açısından GOÜ'den negatif ayrıştı ve daha da ucuzladı. Hisse senedi piyasasında, 2017 yılında Türkiye, GOÜ'leri takip etti. Fakat değerlendirme açısından bakarsak, Türkiye GOÜ'lerden negatif ayrılmaktadır ve piyasa değerlemeleri anlamlı bir ölçüde değer kaybetmiştir. Bunun nedeni ise, Türk şirketlerinin 2017 yılı boyunca çok güçlü kar artışı yakalaması ve bu sebeple piyasa çarpanlarında azalma olmasıdır. Geride bıraktığımız 2017 yılında Türkiye piyasasında hisse başına kar büyümesi %54 olarak gerçekleşmiştir. MSCI Türkiye endeksinin GOÜ piyasalarına göre iskontosu F/K oranı (1 yıllık ileriye dönük) üzerinden %38'e yükseldi, ki bu iskonto oranı son 10 yıl boyunca görülen en yüksek iskonto oranlarından birisi olmuştur.

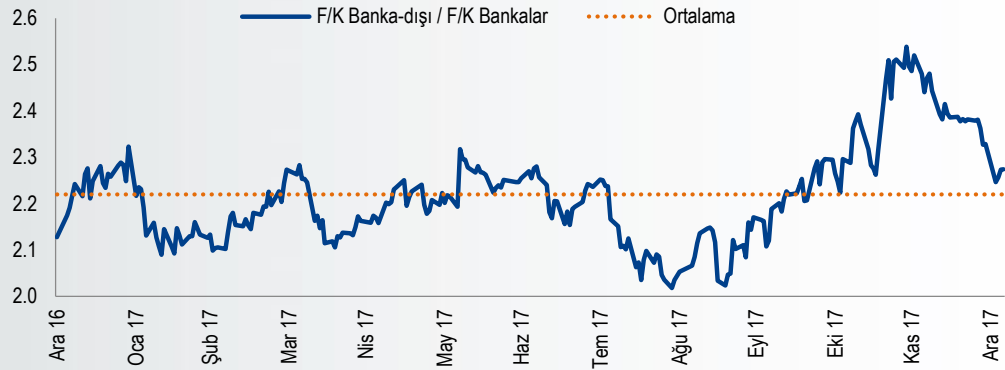
Tüm göreceli değerlendirme ölçümleri Türk hisse senetlerinin çok yüksek iskonto ile işlem gördüğünü ve risk getiri dengesinin çekici olduğunu gösteriyor. 1 yıllık ileriye dönük F/K'ya benzer şekilde, diğer oranlar da (F/DD, FD/FAVÖK) Türk hisselerinin GoÜ'ye göre iskontolu işlem gördüğünü göstermektedir.

GoÜ'ye göre yüksek iskonto, Türkiye piyasasında aşağı yönlü riskleri sınırlandırıp, risk getiri dengesini geliştirmektedir.

	BIST100					MSCI GOÜ				BIST vs MSCI GOÜ	
	Son Değer	Tarihsel Ortalama	5Yıl En Düşük	5Yıl En Yüksek	Tarihi ort. göre prim/iskonto	Son Değer	Tarihsel Ortalama	5Yıl En Düşük	5Yıl En Yüksek	Son Değer	Tarihsel Ortalama
1Y ileriye dönük F/K	8.5x	9.2x	7.3x	12.0x	-7.7%	12.8x	11.4x	9.2x	12.9x	-33.8%	-18.9%
Son 1Y F/K	10.0x	10.7x	8.3x	13.7x	-6.5%	16.4x	13.7x	9.8x	17.1x	-39.0%	-21.7%
1Y ileriye dönük F/DD	1.3x	1.2x	0.9x	1.8x	1.7%	1.6x	1.4x	1.1x	1.6x	-23.9%	-10.2%
Son 1Y F/DD	1.4x	1.4x	1.1x	2.0x	3.8%	1.9x	1.5x	1.2x	1.9x	-22.2%	-7.6%
1Y ileriye dönük FD/FAVÖK	7.5x	7.1x	5.8x	8.1x	6.7%	8.5x	7.7x	5.8x	8.7x	-11.5%	-7.6%
Son 1Y FD/FAVÖK	8.44x	8.56x	7.03x	10.10x	-1.4%	10.1x	8.3x	7.1x	17.1x	-16.4%	3.2%

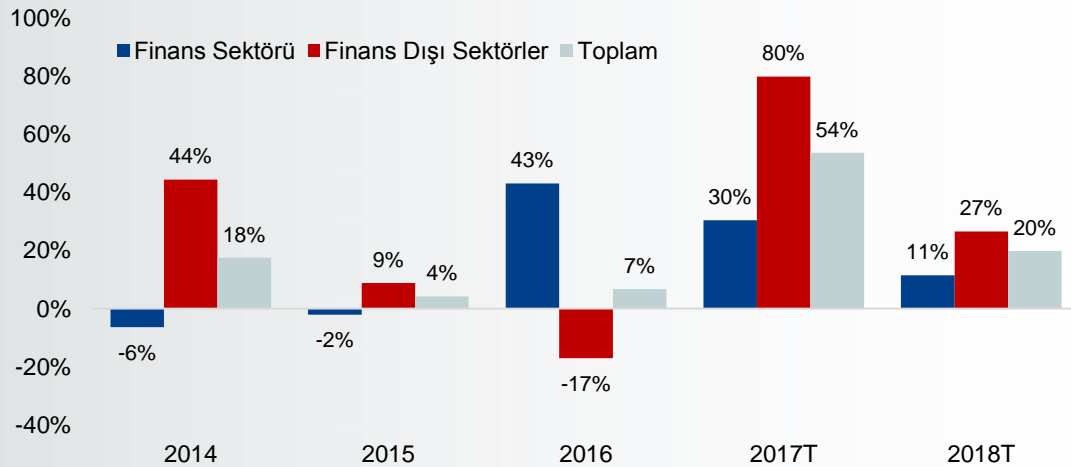
# 2018'de Kar Görünümü (Banka vs. Banka dışı; YF vs. Piyasa beklentisi)

## Sanayiler bankalara göre hala daha ucuz...



Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma, Not: Bankadışı F/K çarpanı, Hizmet (XUHIZ) ve Sanayi sektörü (XUSIN) endeksleri F/K çarpanları ile hesaplanmıştır.

## Finansallar ve finans dışı şirketlerde hisse başına kar büyümesi



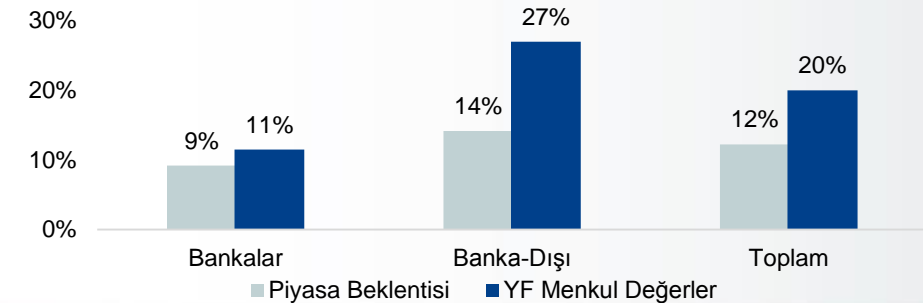
Source: Bloomberg

**2017 yılında bankalar BIST-100 endeksinin %10 altında performans gösterdi:** Bankalar, 2017 yılında BIST-100 endeksinin %10 altında bir performans göstererek son yıllardaki zayıf performanslarını 2017 yılında da devam ettirmiş oldular (2016 yılında %1, 2015 yılında %10 endeks altı performans). 2017 yılındaki endeks altı performansın nedenlerinden biri de finans dışı sektörlerde gözlenen güçlü kar büyümesi oldu. Hesaplarımıza göre, 2017 yılında bankalarda hisse başı kar %30 yükselirken, finans dışı şirketlerde hisse başı kar %80 artış göstermiştir.

**2018 yılında da bankacılık hisselerinin endeks altı performansı devam edebilir.** 2018 yılı hisse başı kazanç varsayımlarımızda, bankaların hala banka dışı sektörlerle göre daha düşük performans göstermesini bekliyoruz (2018'de bankalar için %11, banka dışı sektörler için %27 kazanç artışı bekliyoruz). Ayrıca Türkiye piyasası için öngörülen hemen hemen bütün riskler de bankacılık sektörü ile ilgilidir diyebiliriz (gayrimenkul piyasasının gerilemesi, Zarrab davasıyla ilgili olabilecek riskler, şirketlerin döviz açık pozisyonları, TCMB para politikası hataları vb.) ve bu nedenle bankaların iskontosu 2018 yılında da devam edebilir.

**Diğer yandan piyasanın 2018 kar beklentilerinde yukarı yönlü revizyon ihtimali gözükmemekte:** 2018 yılında kurum olarak takip ettiğimiz şirketlerde %20 kar artışı beklerken; piyasa beklentisi ise %12'dir. Bu sapmadaki temel nedeni banka dışılardan kaynaklanmaktadır (YF tahmin +27 vs. Piyasa: +14%).

## Finansallar ve finans dışı şirketlerde hisse başına kar büyümesi -2018



## 2018 yılı için ana risklerin aşağıdakiler olabileceğini düşünüyoruz;

**Gelişmiş ülkelerde beklenenden erken parasal sıkılaştırma:** Şuan için küresel ekonomide olumlu koşullar sürüyor ancak yüksek reel faiz oranları ve enflasyon ilerisi için risk oluşturmaya devam etmekte ve böyle bir senaryoda gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanabilir.

**Erken seçim riski:** Türkiye'nin başkanlık, parlamento ve yerel seçimler 2019 yılında yapılacak (yerel seçim Mart 2019'da, başkanlık ve parlamento seçimleri ise Kasım 2019'da). 2019'daki başkanlık seçiminin hükümet için önemini gözönünde bulundurduğumuzda, hükümet şartların kendisi için 2018'de uygun olduğunu düşünürse erken seçime gitmek isteyebilir. Ancak; beklentimiz 2018 yılında bir erken seçimin olmayacağı yönündedir. Böyle düşünmemizin nedeni hem AKP'nin geçmişte de erken seçimlere sıcak bakmamış olmasıdır hem de hükümet ekonomik iyileşmenin 2018 yılında halka daha da yansımalarını beklemek isteyebilir.

**Zarraf davası:** ABD'de devam etmekte olan dava, önümüzdeki günlerde ABD ile Türkiye arasındaki gerginliği arttırabilir.

**Gayrimenkul sektörü:** 2016 yılının ikinci yarısından itibaren, konut fiyatlarındaki artış hızı azalmaya başlamıştır. Hatta fiyatlardaki artışı enflasyon ile düzelttiğimizde, 2017 yılında İstanbul'daki artışlar negatif olmaya başlamış ve bu durum konut yatırımı için olumlu bir tablo oluşturmamaktadır. Fakat TÜİK verilerine göre, konut yapı ruhsatlarındaki büyüme devam etmekte ve önümüzdeki yıllarda da yeni konut arzı devam edebilir. Diğer taraftan da çift haneli enflasyon ve zayıf TL 'yi gözönünde bulundurduğumuzda, hanehalkının alım gücü ve konut piyasası için iştahı önümüzdeki dönemde de zayıf kalmaya devam edebilir. Konut piyasasındaki olası bir zayıflık, inşaat şirketleri ve bankacılık sektörü için de risk oluşturabilir.

**2018'de yapılacak halka arzların büyüklüğü:** Türkiye hisse senedi piyasası 2018 yılında rekor sayıda halka arz ile yüzyüze. Piyasadan toplanacak kaynak miktarının yüksek olması yabancıların en fazla paya sahip olduğu hisse senetlerinde bir miktar satışa neden olabilir. Yatırımcılar yeni halka arz edilecek şirketlerden pay alabilmek için bu hisseleri satabilirler.

**Petrol fiyatları:** 2015 yılından itibaren ilk kez Brent petrolün varil fiyatı 68 Dolar'a kadar yükseldi. Yılın geri kalanında ortalama varil başına fiyatın 60 Dolar civarında seyredeceğini tahmin ediyoruz, çünkü petroldeki yüksek fiyatlar ABD kaya gazı üreticilerinin ve OPEC dışı üreticilerin piyasaya daha fazla ürün vermesine neden olabilir diye düşünüyoruz. Petrol fiyatlarında oluşacak herhangi anlamlı bir yükseliş, Türkiye'nin cari açığı üzerinde baskı yaratabilir.

**Batı ülkeleri ile ilişkiler ve Suriye:** Son yıllarda Batı ülkeleri ile ilişkiler bozuldu ve Türkiye artan bir şekilde PKK'nın Suriye'deki faaliyetlerinden endişe duyuyor. Yüksek bir ihtimal olmasına rağmen, Türkiye'nin Suriye'deki PKK bölgelerine tek taraflı saldırı gerçekleştirmesi durumunda, Türkiye'nin Batı ile ilişkileri daha da kötüleşebilir.

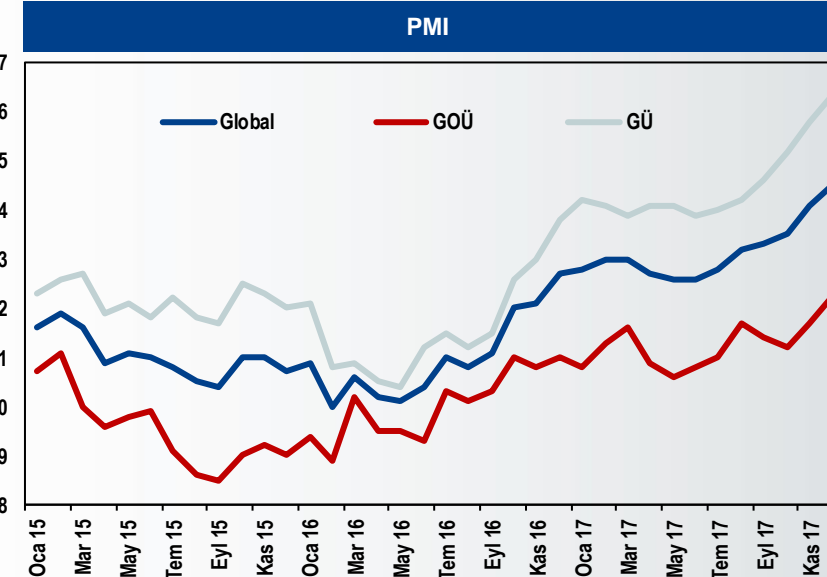
**Yerel politik gerilimin artma riski:** 2018 yılında politik gerilimin azalmasını beklesek ve 2019 seçimleri öncesinde hükümetin daha çok ekonomik büyüme odaklı politikalara odaklanmasını beklesek de, Türkiye'nin siyasi görünümünü her an çabucak değiştirebilir.

Senkronize küresel büyüme ve esnek finansal koşullar son 10 yıldaki en istikrarlı sürdürülebilir büyüme görünümüne işaret ediyor. Küresel reel faiz oranlarında sadece kademeli olarak artış bekliyoruz. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme beklentileri yukarı revize edilmeye devam ederken, Rusya ve Brezilya gibi emtia ihracatçısı GOÜ'lerde ve Asya'da ekonomik aktivite giderek güçleniyor.

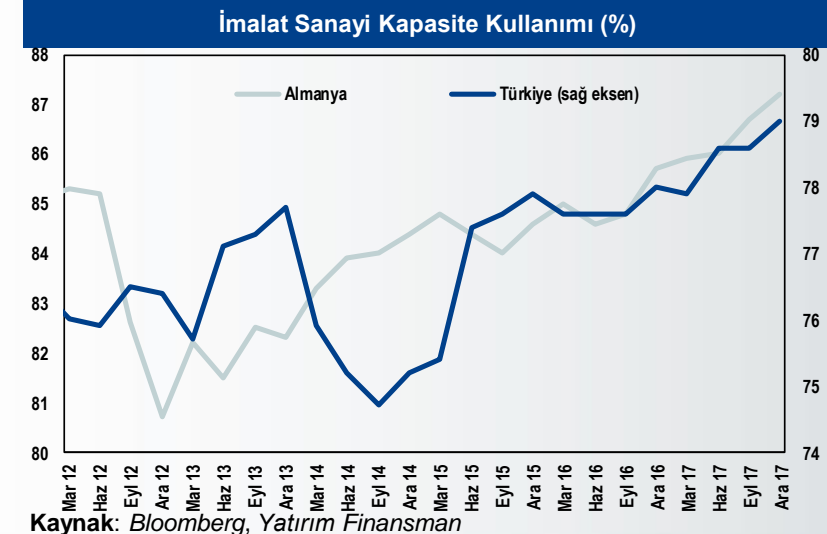
**ABD'de reel faizi için gösterge olarak kabul ettiğimiz 5 yıl sonraki 5 yıllık reel faiz şu an için %0.50 civarında seyrediyor.** Bu oran, 2006-2007 yıllarındaki kriz öncesi döngüsel ortalamaya yakın diyebiliriz. Diğer bir değişle, orta vadeli reel faizler normalleşme yolundaki önemli bir aşamayı hali hazırda tamamladı. Bu arada, FED'in de ekonomik projeksiyonlarında denge (nötr) reel faiz tahmini % 1.0-1.25 civarında seyrediyor. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde ABD reel faiz oranlarının yeniden önemli bir ayarlanma şiddeti geçmişe göre daha düşük olacaktır. Kısa vadeli faiz gelişmelerine baktığımızda ise son 15 ayda 2 yıllık faiz oranlarının %0.80'lerden % 2.0'lere yaklaştığını gördük. 10 yıllık faizlerin ise %2.50 civarının altında kaldığını düşünürsek, kısa vadeli faizlerin de normalleşme sürecinin sonuna yaklaştığını gözlemliyoruz. Kısa vadeli nominal faizlerin kur ve faizler üzerinde olumsuz etki yaratma ihtimali ya da olası etkileri de geçtiğimiz senelere göre daha düşük.

**OPEC-Rusya'nın arz sıkılaştırma politikasının küresel petrol stoklarında kayda değer ve istikrarlı bir şekilde eritmesi yüzünden, 2015 yılından bu yana ilk kez varil başına Brent petrol fiyatları 68 doların üzerine çıktı.** Öte yandan, 2018 yılında artış trendinin sona ermesini ve Brent petrolünün 60 dolar ortalamayla işlem görmesini bekliyoruz (2017: 55 dolar). Bununla birlikte, ABD kayagazı yatakları ve diğer OPEC harici üreticilerin yeni projelerinden gelecek yeni kaynak miktarı artıyor. Öte yandan arz fazlasının yeniden baş gösterme riski artarak devam etse de, küresel petrol talebi de beklentilerin üzerinde güçlü seyrediyor.

**Ekonomide şimdilik, Goldilocks koşulları – ekonomi ne çok sıcak veya ne de çok soğuk - hala devam ediyor.** Peki, güçlü ekonomik büyüme devam ederken, işsizlik oranları rekor düşük seviyelere gerilerken, enflasyon, tahvil getirileri ve faiz oranlar ne kadar daha yükselmeyecek? Ekonomiler potansiyel büyüme oranlarının üzerinde büyümeye devam ederken, hızlı yükselebilecek reel faiz ve enflasyon önemli bir kuyruk riski olarak gündemimizde kalmaya 2018'de de devam edecek. ABD ve Avrupa ekonomilerinin aşırı ısınması, enflasyon beklentilerinin ve reel faiz oranların hızla yükselmesine (eğrinin arkasında kalan merkez bankalarından daha çok risk primum talep edilebilir) yol açabilir. Bununla birlikte, küresel ekonomideki yüksek borçluluk seviyesini göze aldığımızda, özellikle de Batı'da demografik rüzgârın tersine esmeye başlayacağı önümüzdeki dönemde küresel ekonominin yüksek reel faiz oranlarını kaldırabilmesi düşük bir ihtimal. Öte yandan, kısa vadeli faizlerin çok hızlı yükselmesi, verim eğrisini daha da düzleştirebilir hatta ters dönmeye yol açabilir. Bu da finansal koşulların gereksiz bir şekilde sıkılaştırılması anlamına gelecektir. Diğer bir değişle piyasanın faizler çok yükselmeden kendi dengesini bulacağını düşünüyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman



2018'de ekonomik büyümenin 2017 beklentimiz olan %6.2 seviyesinin altında, %4.2 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Büyümenin daha ılımlı olmasına rağmen, net dış talep dışındaki yatırımlar ve hanehalkı tüketiminin, 2018'de büyümeye 2017'dekine yakın katkıda bulunmasını bekliyoruz. Sadece dış talep katkısının 2017'e kıyasla 1.0 puan daha az gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

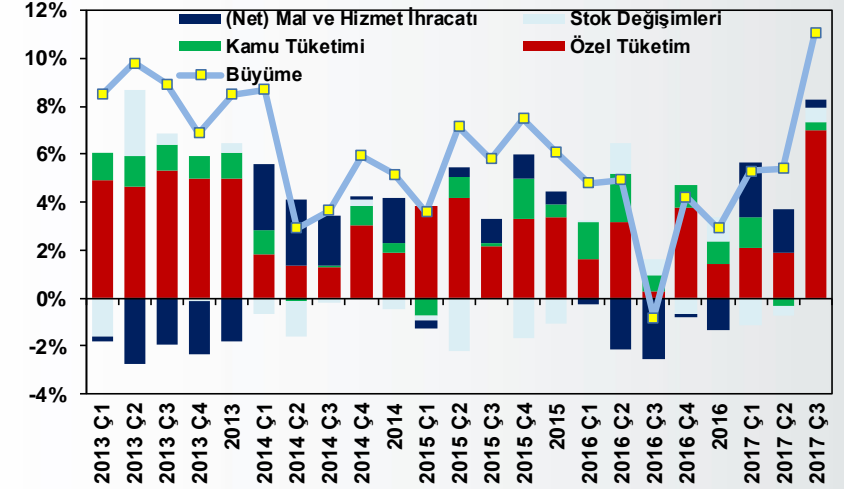
## İç talep:

- Özel Tüketim: : %3.25 - GSYH'ye katkısı 2.0 puan
- Kamu Tüketimi: %4.5 - 0.75 puan katkı
- Yatırımlar: %5.5 – 1.5 puan katkı

**Dış Talep:** Net ihracatın katkısını beklemiyoruz. Bu oran 2017 için 1.0 puan mertebesinde.

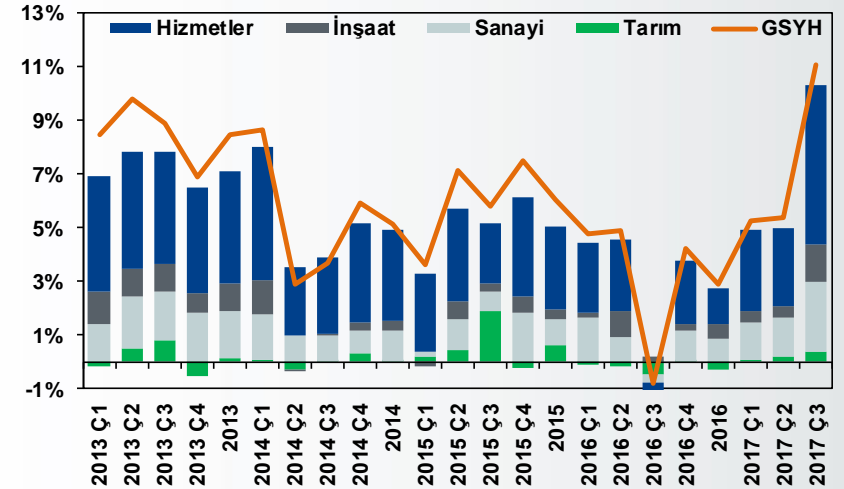
- Mal ve hizmetler ihracat hacminin %8.0 oranında büyümesini bekliyoruz. USD cinsinden nominal artış beklentiniz %11.0
  - Hizmetler ihracatının (başta turizm olmak üzere), hacim olarak %20, fiyat bazında ABD doları cinsinden %5 artmasını bekliyoruz. ABD doları cinsinden 2018 yılında nominal %25 artmasını bekliyoruz.
- Mal ihracatının %5.0 hacim ve % 9.0 nominal olarak artmasını bekliyoruz.
  1. Türkiye'nin, AB'ye olan ihracatında payının 2011-2016 yılları arasında hızla arttığını gördük, ancak 2017'den itibaren payımızın %3,5'e gerilediğimizi gördük (artan enerji ithalatı AB ithalatında payımızı düşürdü). 2018'de Türkiye'nin %3,5 pazar payını devam ettireceğini ve AB'ye ihracatta benzer bir büyüme hızıyla ilerleyeceğini varsayıyoruz. Bu, birim fiyatlarda %4.5'lik bir değerlenmeyi varsayarak bölgeye yapılan ihracatta %4.0'lik bir hacim büyümesine tekabül etmektedir.
  2. Mal ihracat hacmini dünyanın geri kalanına, yaklaşık %6.0 büyümeye devam edeceğini varsayıyoruz. USD birim fiyatlarında %3.0'lık bir değerlenme bekliyoruz.
- Mal ve hizmetlerin ithalat hacminin nominal olarak % 6.0 ve% 9.5 oranında büyümesini bekliyoruz. Birim ithalat fiyatlarında % 3.0 artış bekliyoruz.

## Büyüme Katkı (Yıllık)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

## Yıllık Enflasyon Kompozisyonu



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

**2017 yılına yıllık %11.92 enflasyon ile veda ederken, ortalama yıllık enflasyon %11.14 gerçekleşmiştir. 2018 sonu manşet enflasyon beklentimiz %9.35 iken ortalama yıllık enflasyon beklentimiz %10.35'tir.**

Çekirdek enflasyon ise 2017 yılını %12.30 ile bitirdi. İlk çeyrekte çekirdek enflasyonda kademeli bir düşüş beklerken, tahminlerimizde 2018'in ilk yarısında %11'in biraz altına gerilemesini, 4Ç18 itibariyle tek haneli rakamlara gerilemesi bulunduruyoruz. Çekirdek enflasyonun en iyi ihtimalle Aralık 2018 itibariyle %9.0'lara doğru gerileyeceğini öngörüyoruz.

2017 yılı sonunda gıda enflasyonunun Aralık 2016'daki %5.7'den Kasım 2017'de %15.8'e kadar yükseldiğini gördük ki yılı %13.2 ile kapattık. 2017'de gıda enflasyonu ortalama %12.6 olarak gerçekleşti. 2018'de gıda enflasyonunun yılı %10.2 ile kapatacağını, ortalamasının ise %10.0 olacağını tahmin ediyoruz.

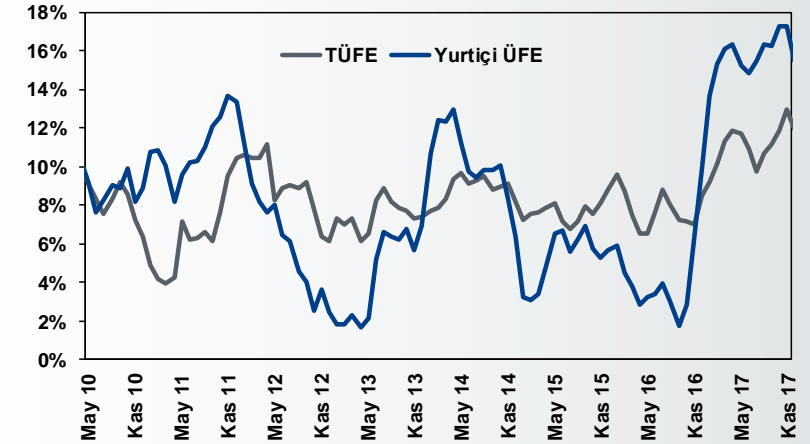
24 ay vadeli enflasyon beklentisi, Ekim 2017'de %8.0 gerçekleşirken, Aralık'a geldiğimizde iki ay gibi kısa bir sürede % 8.5'e yükseldi. Orta vadeli enflasyon beklentisi 2012'de %6.0'lere kadar gerilemişken, son dönemde %9.0'ları zorlamaya başladı. Son 1 sene de 24 aylık enflasyon beklentisinde neredeyse 1.5 puanlık bir artış beklentilerin çapalanması anlamında oldukça olumsuz bir gelişme idi.

Öte yandan, son dönemde gelişmeler bize gösterdi ki, enflasyon beklentilerinin olumsuz enflasyon gelişmelerine duyarlılığı büyük ölçüde artmıştır.

TCMB'nin enflasyon hedefine ulaşmak konusundaki (ana görevi) kredibilite açığını kapatmak için piyasada istikrarlı ve sürdürülebilir reel faiz beklentisi oluşturmasıdır. Öte yandan, enflasyon görünümündeki bozulmaya rağmen, bunun müsebbibinin maliyet unsurları olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla enflasyon tamamen kontrol dışı ya da düşmesi imkansız bir durumda değil.

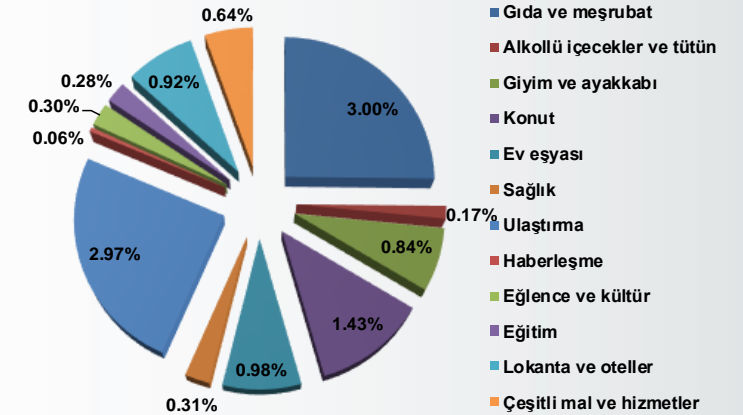
Gereğinden daha az sıkı para politikaları TL'nin hızlı değer kaybının önünü açarken, kurdaki değer kaybı ise enflasyon üzerinde önemli olumsuz etkilere neden olmuştur. Ancak bu etki çoğunlukla maliyet kanalı üzerinde etkili olmaktadır. Kur üzerindeki dalgalanmaların azaldığı bir ortamda, enflasyon gerçekleştirmeleri ve beklentilerinin çok yavaş da olsa yeniden dengelenme ihtimali olduğunu düşünüyoruz.

## Enflasyon (Yıllık)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

## Yıllık Enflasyon kompozisyonu



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

**Enflasyon beklentilerinin ve görünümünün bozulmasında kur hareketlerinin önemli bir payı vardı.** TL, 2014-2017 yılları arasında yılda ortalama %17 kaybetti. Enflasyon ortalama % 8.9 civarında gerçekleşirken, orta vadeli enflasyon beklentisi %6.0'dan %8.5'e kadar yükseldi. Kur geçişkenliği etkisi, ölçüm yöntemlerine bağlı olarak değişse de yıllık enflasyonu ortalama olarak yaklaşık 2.0-2.5 puan dolayında yukarı çekti. Orta vadeli enflasyon beklentileri ise %6.5'tan %8.5'e yükseldi. Enflasyon görünümündeki bozulmada kur geçişkenliği kaynaklı girdi maliyelerindeki yükselme önemli rol oynadı.

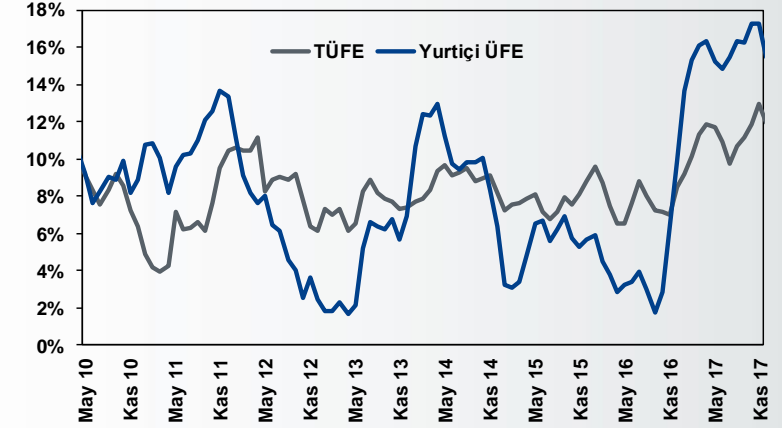
- Ara malı veya nihai ürünlerin ithalatı yoluyla kur hareketleri çekirdek mal ve hizmetler üzerinde önemli bir etki söz konusu oldu.
- Enerji fiyatları (yakıt ve elektrik) ulaştırma hizmetleri gibi hizmet enflasyonunun önemli bir göstergesi olan diğer maliyet itme etkileri önemli bir rol üstlendi.
- Tahıl, et ve süt, bitkisel yağ fiyatları: Üretimin büyük kısmı yerel imkânlarla karşılanmasına rağmen, arz yetersizliği nedeniyle ithalat fiyatları piyasa üzerinde önemli etkiler gösterdi.
- Öte yandan, kur ve diğer maliyet kaynaklı etkilerden kaynaklanan yüksek enflasyon gerçekleşmeleri, beklenti ve geçmişe yönelik fiyatlama kanalları üzerinden yapısal olarak da enflasyonu yukarı taşıdı.

**Diğer bir değişle, yüksek enflasyon aslında her şeyden önce sürekli değer kaybeden TL'den kaynaklanıyor.** Değersiz TL ise TCMB'nin uyguladığı para politikasının bir sonucu olarak karşımıza çıkıyor. Özellikle 2011 yılından bu yana gerçekleşen TL reel politika faizinin (TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinden gerçekleşen enflasyonu çıkardığımızda) ABD reel oranlara piriminin -60 baz puan gibi düşük bir rakam gerçekleştiğini görüyoruz. Karşılaştırma dönemi boyunca ise Türkiye'nin ortalama 5 yıllık CDS'i 150-250 baz puan civarında dalgalandığını görmüştük.

**Bu oran USD cinsinden yurtdışına satılan uzun vadeli Türk bonosunu sigortalamak için ödenen miktar.** Yabancı yatırımcıları tatmin etmek adına iç dinamiklerden bağımsız olarak TCMB'nin aslında 200-250 baz puan gibi bir reel faizi istikrarlı olarak vermesi gerekiyordu. Bu gerçekleşseydi tabii ki TCMB ekonominin iç dinamiklerini dışında (iç talep, talep noksanlığı sebebiyle daha düşük bir faizi gerektiriyor olabilirdi), dış faktörleri daha fazla hesaba katmış olacaktı.

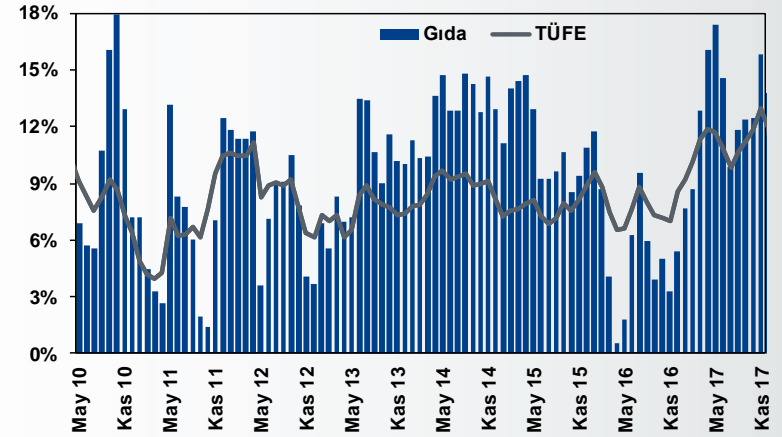
**Günün sonunda TL cinsinden reel faizler yatırımcıları yeteri kadar cezbetmedi ve dolayısıyla TL sürekli olarak değer kaybetti.** Bu da girdi maliyetleri üzerinden enflasyonu sürekli olarak yukarı çekti.

## Enflasyon (yıllık)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

## Enflasyon (yıllık)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

TCMB'nin, önümüzdeki dönemde geçmişte olduğu kadar TL'yi savunmasız bırakmayacağını düşünüyoruz. 2018'de TL'de bir yol kazası öngörmüyoruz. Yıl sonu Dolar kuru tahminimiz 4.10 seviyesinde (Aralık sonu USD/TL forward döviz kuru 4.20 civarında).

Ekonomide azalan çıktı açığını, kapasite kullanımında 2007 seviyelerine yaklaşan imalat sanayini ve tüketimde sınırlı artış potansiyeli göz önüne alındığında, ekonomi politikasının azami şekilde yatırım yapılabilir koşulları sağlamaya odaklanacağını düşünüyoruz. Ekonomi yönetiminin makro istikrar ve öngörülebilirliği sürdürmek adına arz yönlü adımlara odaklanmasını bekliyoruz. Gündemde ise politika faizinin hangi seviyede oluşması gerekiyor tartışmaları yerine yatırım kredileri sübvansiyonları (yatırımlar için KGF gibi), tercihli ticaret anlaşmalarının yaygınlaştırılması ve yatırım ortamını iyileştirme gibi ekonomin arz tarafını ilgilendiren konuların gündeme daha çok geleceğini düşünüyoruz.

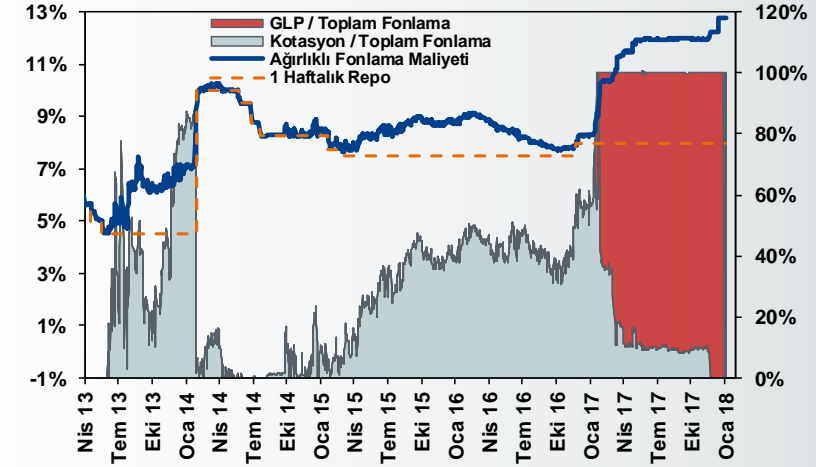
Enerji, gayrimenkul ve altyapı gibi sermaye yoğun endüstrilerdeki geçtiğimiz yıllarda gözlemlediğimiz kambiyo zararlarının makro dengeler üzerindeki potansiyel olumsuz etkileri olacaktır. Ekonomi yönetimi açısından yatırım yapılabilirliği artırma konusunun bu minvalde kur istikrarı önem teşkil edecektir.

Bu düzlemde kur istikrarının önemli bir unsur olarak kalmasını bekleriz. Özellikle 2009-2017 yılları arasında olduğu gibi küresel ekonomide talep sıkıntısının bulunmaması nedeniyle (bütün dünyada kapanan çıktı açıkları) talep yerine arz konusuna odaklanılmasının ekonominin potansiyel büyümesini yüksek tutmak adına önem arz etmektedir. Öte yandan, TL'nin temel değerlendirme açısından da oldukça ucuz bir para birimi olduğunu ve daha fazla değer kaybetmesi için temel bir sebep olmadığını belirtmek isteriz.

Türkiye'nin işgücü maliyetine göre düzenlenmiş reel efektif döviz kurunu, gelişmiş ülkeler ile kıyasladığımızda 2003 seviyelerinin dahi altına gerilediğimizi görüyoruz. Bu geçen dönemde Türkiye'de verimlilik artışının ise gelişmiş ekonomilere kıyasla arttığı tartışılmaz bir gerçektir.

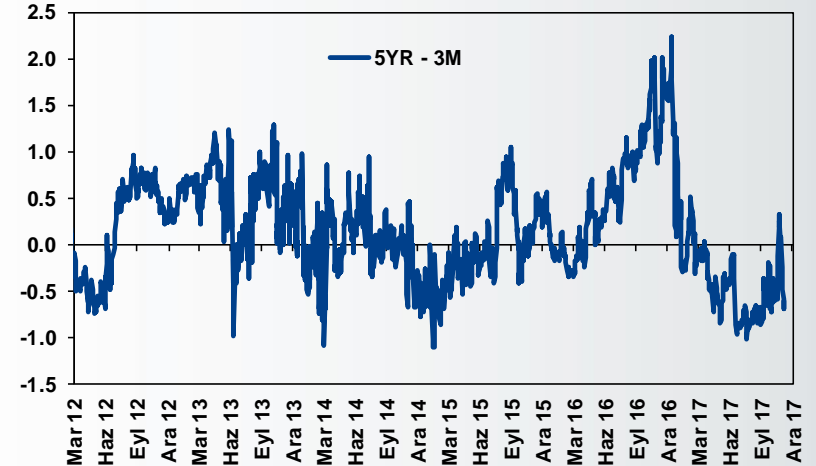
Türkiye'nin rölatif reel efektif döviz kuru 2003'ten sonra sadece yaklaşık % 15 artmış görünüyor. Öte yandan, çalışan başına saatlik GSYH'si ise gelişmiş ülkelere (OECD) kıyasla 2001- 2017 yılları arasında % 45 daha civarında daha fazla artmış görünüyor. Bu, rölatif marjinal emek maliyetinde sınırlı bir artışa rağmen, rölatif olarak Türk işgücünün neredeyse ½ kat daha üretken olduğu anlamına geliyor. Bu açıdan baktığımızda ya döviz kurlarının ya da TL cinsinden iş gücü maliyetlerinin yapay olarak baskılandığını görüyoruz. TL cinsinden işçilik maliyetlerinin hızlı arttığını düşündüğümüzde ise bu durumun değersiz TL'den kaynaklandığını görüyoruz.

## TCMB Fonlama Kompozisyonu



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

## Verim Eğrisi



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

Mali politika, yıllardır Türk ekonomi politikasının en az heyecan verici yönü olmuştur. Çünkü, bu alanda Türkiye rakiplerine kıyasla çok daha başarılı bir süreç geçirmiştir. Öte yandan 2017'ye kadar ana resim çok değişmese de bütçede bazı yapısal bozulma işaretleri çoğalmaktadır. Örneğin, kamu özel sektör ortak projelerinde verilen hazine garantileri şartlı yükümlülükler kalemini sürekli olarak yukarı taşımaktadır.

Bütçedeki yapısal diğer bir bozulma da IMF tavsiyelerinin aksine, cari transferler ve ücretler gibi esnek olmayan harcamalardaki artışlar olmuştur. Öte yandan harcamaların kayda değer bir kısmı bir defaya mahsus gelirler ile finanse edildiği durumlar ile karşılaştı. Daha disiplinli harcama yönetimi, vergi gelirlerindeki zayıflama riskine karşı döngüsel olmayan tedbirler alınmadığı için, maliye politikası daha da fazla döngüsel hale gelmiştir.

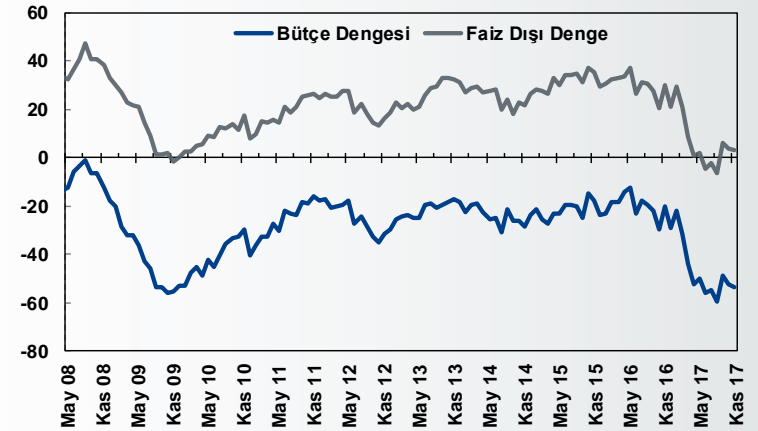
**2017 yılına kadar bütçe açığı GSYH'nin yaklaşık %1.0'i seviyesinde dalgalanırken, 2017'e geldiğimizde bütçe açığının hızla %2.5'lara tırmandığına şahit olduk.** 2016 yılının ortalarından beri hükümet, derin resesyon yaşanmamasına rağmen, ekonomi görünümündeki riskleri bertaraf etmek adına bütçe açıklarının hızla artmasına izin verdi. Talep yetersizliği risklerinin üstesinden gelmek adına daha genişletici bir maliye politikası benimsenmiştir.

**Bunun bir yan etkisi olarak, geçtiğimiz yaz itibariyle iç borç edinme rasyolarında %140'ların üzerini gördük.** Bu oran uzun yıllardır %100'ün altında seyretmekteydi. Bu, hükümetin ulusal tasarruflardan daha fazla pay alması ile sonuçlandığı için, piyasa faiz oranlarına ekstra bir baskı oluşturması anlamına geliyordu.

**Bununla birlikte, 2017 yazından bu yana dikkatimizi çeken husus, hükümetin, giderek harcamaları yavaşlatması ve gelir tarafının ekonomideki hızlanma ile beraber tekrar artışa geçmesiydi.** O günden bu yana faiz dışı harcamalardaki artış vergi gelirlerindeki artış oranlarının oldukça altında geldi.

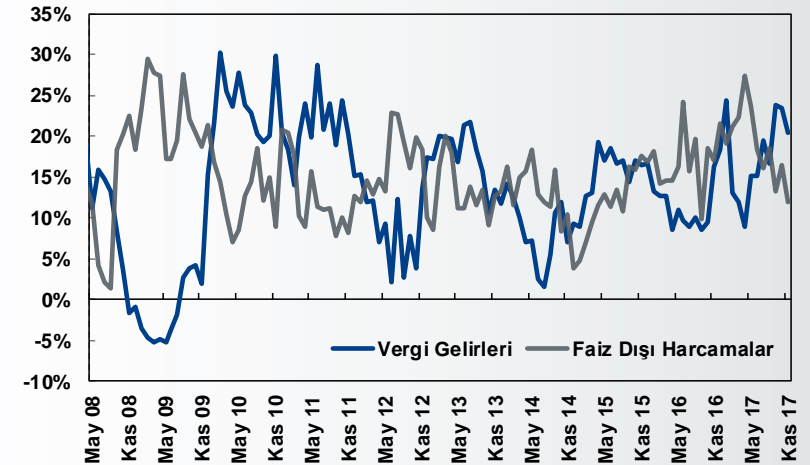
**2018 yılı için, hükümetin, %1.9 hedefine rahatlıkla ulaşacağını ve hatta %1.5'lara doğru dahi inme ihtimalinin olduğunu düşünüyoruz.** İç borç çevirme rasyosunun ise %100'ler seviyesinde gerçekleşmesini beklemekteyiz. Bu yüzden mali politika kaynaklı olarak faizler üzerinde ekstra bir baskının oluşmasını beklemiyoruz.

## Bütçe Dengesi (12 ay birikimli, milyar TL)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

## Bütçe Gelir ve Harcamalar (% , yıllık)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

2017'de cari açığı 47.2 milyar dolar ile kapatacağımızı öngörüyoruz. Bu cari açık tahmini olarak GSYH'nin %5.6'sına tekabül ediyor. 2018'i ise 44 milyar dolar civarında bir cari açık ile kapatacağımızı tahmin ediyoruz. 2018 yılında cari açığın GSYH'ye oranının %5.0'i civarında gerçekleşebilir.

Sanayi malları dengesi ise Ağustos 2017'de 10.5 milyar dolar ile döngüsel açıdan en düşük seviyeleri gördükten sonra Ekim itibariyle 13.6 milyar dolara yükseldi. Ancak, 2011'den (40 milyar dolar açığı görmüştük) beri gözlenen olağanüstü daralma dikkat çekici.

2017'de cari açığın bozulmasında enerji açığının artmasının etkisi çok büyüktü. Eylül 2016'da döngüsel dip noktası olan 21.5 milyar dolardan Ekim 2017 itibariyle tekrar 40 milyar dolara yükselmesi, endüstriyel mallar ve hizmetlerden gelen olumlu etkilere rağmen cari açığın bozulmasına yol açtı.

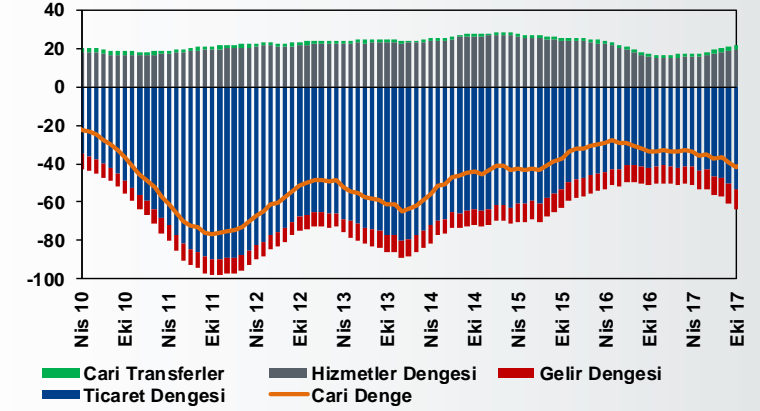
Enerji kaynaklı açığın artmasında ise ana sebep petrol ve petrole endekli enerji fiyatlarının yükselmesiydi. Burada artan ithalat hacminin ikincil rolü olmasına rağmen, doğal gaz ithalat hacminde de %10'un üzerinde bir artışın olduğunu belirtmek isteriz.

Hizmetler dengesi, brüt turizm gelirleri yıllık bazda %30 artışla 20 milyar ABD dolara yükseldi - 2017 yılının başında 15 milyar dolarla döngüsel dibi gördükten sonra.

Finansman tarafında, özel sektör, 1.5 yıllık borç azaltma sürecinden sonra nihayet yeniden borçlanmaya başladığına dair sinyaller yollamaya başladı. Bankalar Ekim itibariyle yıllık 7 milyar dolara yakın Eurobond ihracı yaparken, net kredi ödemeleri 1 milyar doların altına geriledi (Temmuz'da bu rakam 6 milyar dolar civarındaydı).

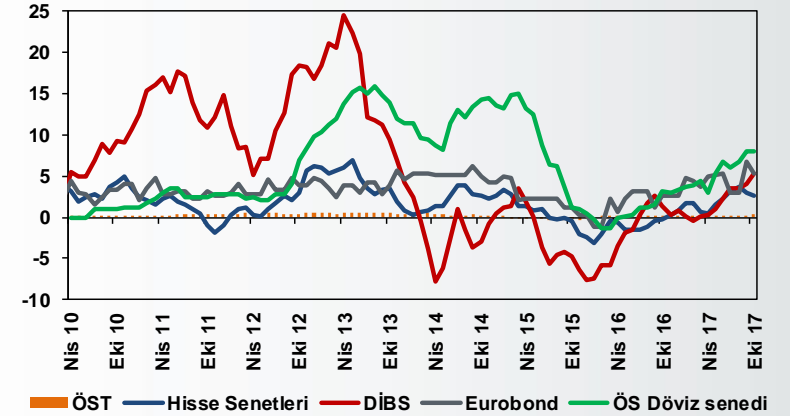
Banka dışı şirketler ise yıllık bazda 1,5 milyar ABD doları tutarında Eurobond ihraç etmiş olup, net 3.2 milyar ABD doları kredi ediniminde bulunmuşlardır. Tüm bunlar, özel sektörün 2018 yılında yatırım yapmaya biraz daha eğilimli olduğunu göstermektedir.

## Cari Denge (12 ay birikimli, milyar dolar)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

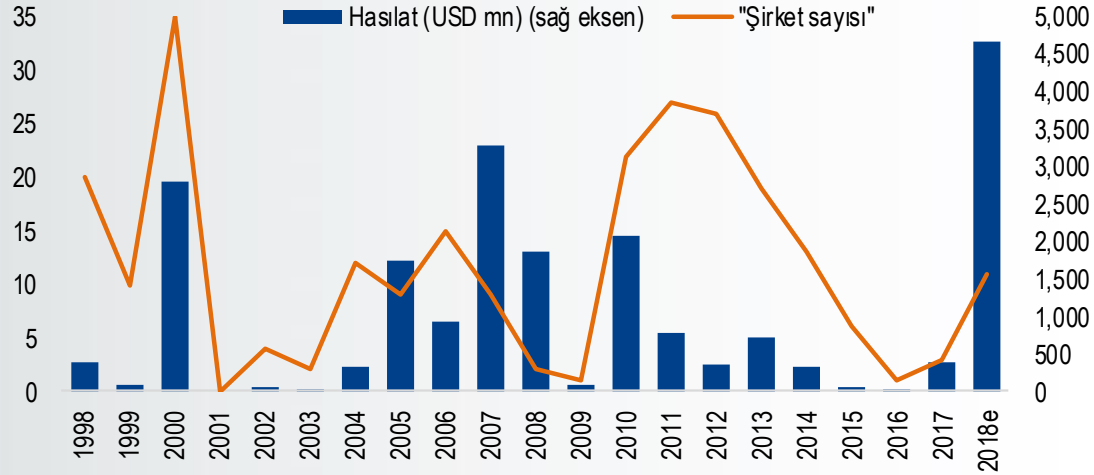
## Portföy Akımları (12 ay birikimli, milyar dolar)



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

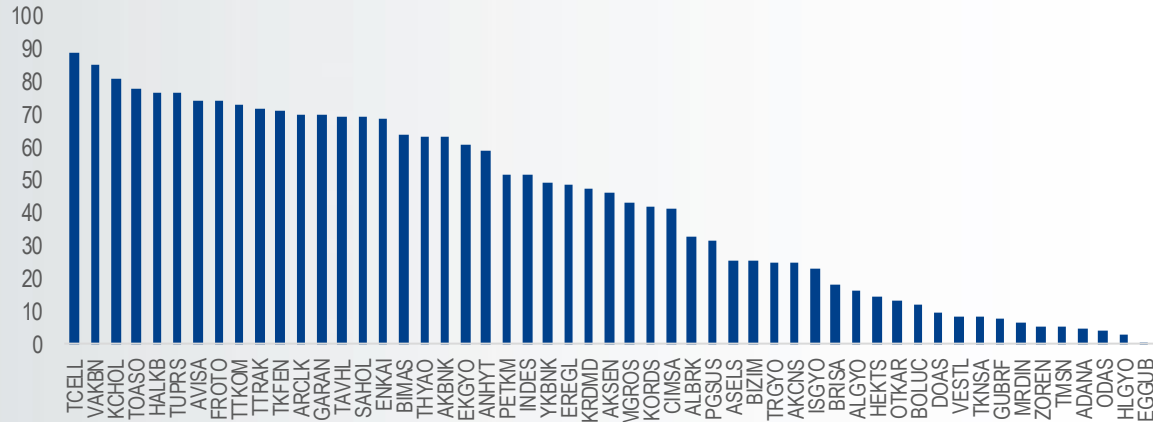
	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017T</u>	<u>2018T</u>	<u>2019T</u>
GSYİH (milyar TL)	1394.5	1569.7	1809.7	2044.5	2338.6	2608.5	3056.1	3392.8	3873.1
GSYİH (milyar \$)	833.8	876.0	950.7	932.9	859.0	862.7	848.0	855.9	908.9
GSYİH Reel Büyüme	10.7%	4.7%	8.9%	5.0%	6.1%	3.2%	6.2%	4.2%	4.7%
TÜFE (yıllık, dönem sonu)	10.5%	6.3%	7.4%	8.2%	8.8%	8.5%	11.98%	9.35%	9.20%
TÜFE (yıllık, ortalama)	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.8%	11.14%	10.35%	9.04%
Gösterge Tahvil Faizi (dönem sonu)	11.0%	6.2%	10.0%	8.0%	10.8%	10.6%	13.40%	12.00%	12.00%
Gösterge Tahvil Faizi (ortalama)	8.8%	8.4%	7.4%	9.3%	9.7%	9.7%	11.63%	12.63%	12.00%
Politika Faizi (dönem sonu)	5.75%	5.50%	4.50%	8.25%	7.50%	7.50%	8.00%	8.00%	8.00%
Politika Faizi (ortalama)	6.14%	5.73%	4.88%	8.65%	7.57%	7.50%	8.00%	8.00%	8.00%
TCMB Fonlama Faizi (dönem sonu)	9.04%	5.55%	7.10%	8.51%	8.81%	8.31%	12.75%	11.50%	11.50%
TCMB Fonlama Faizi (ortalama)	6.51%	7.42%	5.96%	9.10%	8.44%	8.36%	11.73%	12.26%	11.50%
USD/TL (dönem sonu)	1.9157	1.7776	2.1304	2.3230	2.9128	3.5268	3.7800	4.1000	4.4000
USD/TL (ortalama)	1.6791	1.7919	1.9036	2.1915	2.7227	3.0300	3.6467	3.9575	4.2550
EURO/TL (dönem sonu)	2.4711	2.3452	2.9344	2.8258	3.1833	3.7131	4.5450	4.7500	5.4100
EURO/TL (ortalama)	2.3345	2.3040	2.5300	2.9116	3.0222	3.3411	4.1185	4.8244	5.2350
Faiz Dışı Fazla (GSYİH'ye oranı)	1.0%	0.3%	0.9%	0.3%	0.8%	-0.9%	-1.2%	-0.5%	-0.5%
Bütçe Dengesi (GSYİH'ye oranı)	-1.5%	-2.0%	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.7%	-1.9%	-1.9%	-1.5%
İhracat (milyar \$)	135.0	152.5	151.8	157.6	143.8	143.5	157.1	171.2	184.9
İthalat (milyar \$)	240.8	236.5	251.7	242.2	-207.2	-198.6	-234.2	-256.0	-280.0
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$)	-105.9	-84.1	-99.9	-84.6	351.1	342.1	-77.1	-84.8	-95.0
Cari Denge (milyar \$)	-275.9	-231.6	-224.0	-197.1	-156.5	-124.3	-47.2	-44.0	-46.5
Cari Denge / GSYH (%)	-9.7%	-6.2%	-7.9%	-5.4%	-4.5%	-3.8%	-5.6%	-5.1%	-5.1%

## Türkiye'deki Halka Arzlar (USDmn)



Kaynak: Bloomberg, Yatırım Finansman

## Yabancı payı en yüksek olan hisseler (% serbest nakit akışı)



Kaynak: Bloomberg

**Türkiye hisse senedi piyasası, 2018 yılında rekor miktarda halka arzla karşı karşıya olacak.** Aselsan'ın poansiyel ikincil halka arzını da hesaba katarsak 2018 yılında elde edilmesi planlanan kaynak miktarı 5 milyar dolara yakın bir seviyeye yükselebilir, ki bu miktar şu ana kadar Türk sermaye piyasaları tarihinin en yüksek miktarıdır.

Toplanacak toplam kaynak miktarı, yabancı yatırımların en fazla paya sahip olduğu hisselerde bazı satışlara neden olabilir. Yatırımcılar yeni halka arz edilecek şirketlerde pay alabilmek için bu hisselerdeki yatırımlarını azaltabilir. Bu açıdan bakıldığında yabancı payı en yüksek hisseler Turkcell, Vakıfbank, Koç Holding ve Tofaş'dır.

2018 yılında halka açılacak şirketlerin kalitesi ise Türk hisse senedi piyasasının son dönemde gördüğü en iyi seviyelerden birisi gibi duruyor. Bu şirketler yeni yatırımcıları Türk piyasasına çekebilir. Halka arza açılma ihtimali bulunan önde gelen şirketler;

- **Medical Park Hastane Grubu:** 5330 yatak kapasitesi ile 29 hastanesi mevcuttur.
- **Memorial Sağlık Grubu:** 1451 yatak kapasitesi ile 10 hastanesi mevcuttur.
- **Şok Marketleri:** 5000 mağazası bulunan indirimli market zinciri.
- **DeFacto:** 327 yurtiçi ve 113 yurtdışı mağazası bulunan giyim mağazası.
- **Beymen Mağazacılık:** 60 mağazası ile faaliyette bulunan giyim mağazacılığı.
- **Penta Teknoloji:** Türkiye'nin en büyük 3. bilgi-işlem şirketi.
- **Aksa Doğalgaz Dağıtım:** 31 şehirde 2,5mn müşteriye hizmet vermektedir.
- **Enerjisa Enerji:** Yaklaşık 20mn müşteriye elektrik dağıtımını sağlamaktadır.
- **Borsa İstanbul:** Türkiye'nin tek borsa kuruluşu.
- **Trabzon Limanı:** 2033 yılına kadar Trabzon limanının imtiyaz haklarına sahip şirket.
- **Aselsan:** Türkiye'nin en büyük elektronik savunma şirketi.

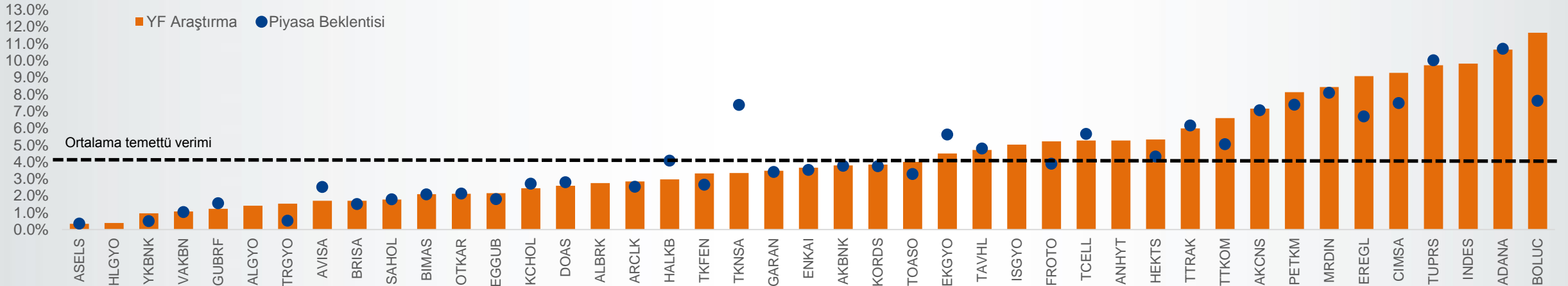


**YF araştırma takipteki hisselerin ortalama temettü getirisinin %4 olmasını bekliyoruz:** Şubat başında başlayacak olan 4Ç kazanç döneminde, yatırımcı önümüzdeki aylarda yüksek temettü verecek olan şirketlere odaklanabilir. Takibimizdeki hisseler listesinde çimento şirketleri, INDES, TUPRS, EREGL, PETKM ve TTKOM hisseleri tahminlerimize dayanarak yüksek temettü getirileri ile öne çıkıyor.

- **TUPRS:** Tüpraş'ın 2017 yıl sonu finansal sonuçları tahminlerine dayanarak hisse başına temettü olarak TL11.94 (%9,7 temettü verimi) dağıtacağını öngörüyoruz.
- **EREGL:** Erdemir'in 2Ç2018'de TL0,92 nakit (%9,1 temettü verimi) hisse başına temettü dağıtmasını bekliyoruz.
- **PETKM:** Gelişmiş nakit akışı profili ve güçlü kar performansına inanarak, Petkim'in hisse başına temettüsünün %8,1 temettü verimi ile TL0,68 olmasını bekliyoruz.
- **Çimento Şirketleri:** 2017'deki zayıf faaliyet karlılığına rağmen, çimento şirketlerinin temettü getirisi açısından ön plana çıkan hisseler arasında yer alması bekleniyor: BOLUC: 11.6%; ADANA: 10.6%; CIMSAS: 9.3%; MRDIN: 8.4%; AKCNS: 7.1%.
- **INDES:** Gayrimenkul projesini tamamlaması üzerine, şirketin %10 temettü verimi ile güçlü temettü dağıtımını yapmasını bekliyoruz.

**Takipteki hisselerimizin toplam temettü ödemesi beklentisi, Konsensüs beklentisi ile büyük ölçüde uyuşmaktadır. Ancak, EKGYO, TKNSA ve HALKB hisselerinde tahminlerimiz piyasa beklentisinden daha düşükken; EREGL, TTKOM ve FROTO hisselerinde ise piyasa beklentisinin yukarisindedir.**

## Temettü verimi beklentiler: YF Araştırma ve Piyasa beklentileri



TL'deki oynaklığın 2018 yılında da devam etmesi şirket karlılıklarını önemli derece etkileyecektir. Kur artışının bilanço etkisi dönem sonu itibariyle gerçekleşirken, operasyonel karlılığa etkisi gecikmeli olarak hissedildiği için piyasa genellikle şirket bilançolarının kur duyarlılığına konsantre olmaktadır. Yanda bulunan grafik şirketleri bilanço risklerine göre sıralamaktadır. Ancak TL'deki değer kaybından operasyonel yönde fayda sağlayan şirketler de göz önünde bulundurulduğunda aşağıdaki şirketler ön plana çıkmaktadır:

## Kazananlar:

**TAVHL:** Döviz bazlı gelirleri toplam gelirlerinin %70'ini oluştururken maliyetlerinin yalnızca %40'ı yabancı para bazlıdır.

**THYAO:** Döviz bazlı gelirleri toplam gelirlerinin %80'ini oluştururken maliyetlerinin yalnızca %70'ı yabancı para bazlıdır.

**EREGL:** Tüm satış gelirleri USD bazlı iken maliyetlerinin %20'sinin TL bazlı olması operasyonel karlılığı desteklemektedir.

**ENKAI:** Yüksek orandaki yabancı para bazlı gelirlere ilaveten \$3.1 milyar mertebesindeki net nakit pozisyonu ile öne çıkmaktadır.

**ALGYO:** \$102 milyon mertebesindeki net nakit pozisyonu ile (NAD'ın %45'idir) öne çıkmaktadır.

## Kaybedenler:

**TTKOM:** \$3.6milyarlık döviz açık pozisyonu sebebiyle yüksek kur farkı gideri kaydetmektedir.

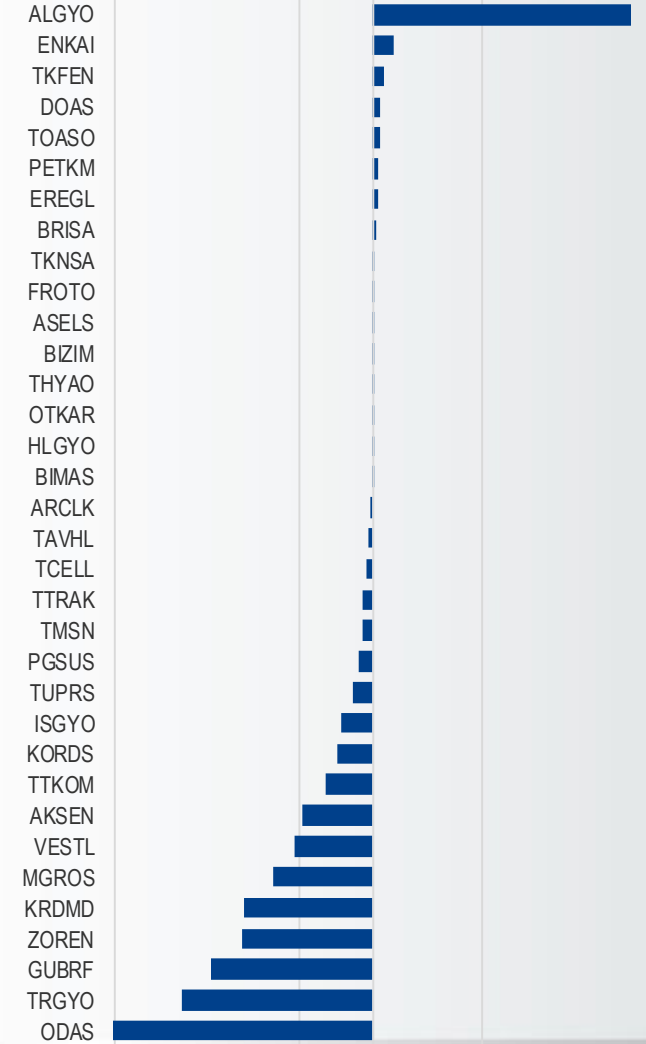
**DOAS:** Maliyetlerinin %90'ı döviz bazlı olan şirketin (satış gelirlerinin yalnızca %20'si döviz bazlıdır) karlılığı TL değer kaybından olumsuz etkilenmektedir.

**MGROS:** \$628 milyonluk döviz açık pozisyonu sebebiyle yüksek kur farkı gideri kaydetmektedir.

**TRGYO:** \$878 milyonluk döviz açık pozisyonu sebebiyle yüksek kur farkı gideri kaydetmektedir.

**ZOREN:** \$1.7 milyarlık döviz açık pozisyonu sebebiyle yüksek kur farkı gideri kaydetmektedir.

Bilançoların Döviz Kuru Duyarlılığı:  
Kur Farkı Geliri (Gideri) / Son 12Ay FAVÖK  
(TL'de %10'luk değer kaybı durumunda)

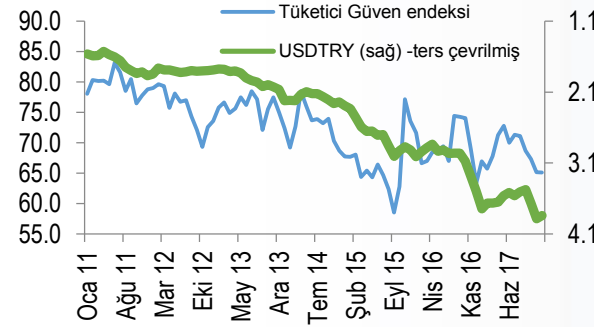


**Tüketici güven endeksi zayıf TL'nin de etkisiyle son dönemde önemli ölçüde geriledi.** Faiz oranlarındaki yükselişi takiben, zayıf TL ve siyasi kanattaki yoğun gündem ile Türkiye'de son aylarda tüketici güveninde bozulmalar oldu. TÜİK tarafından açıklanan tüketici güven endeksi Aralık 2017'de geçmiş yılların en düşük seviyelerinden biri olan 65.1'e geriledi.

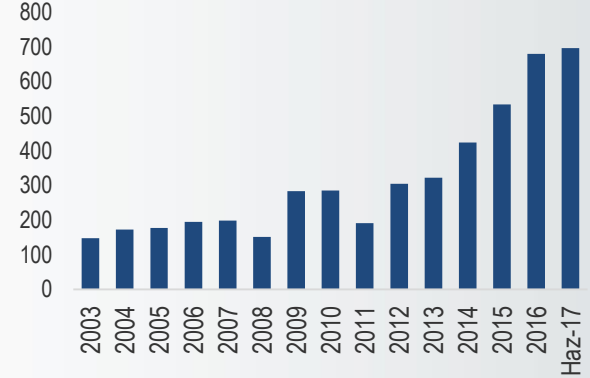
**Zayıf TL, tüketici güvenini kısa vadede olumsuz etkilerken orta ve uzun vadede hanehalkının net finansal varlıkları yükseltiyor ve böylece tüketimi uzun vadede destekliyor.** Bunun nedeni Türk hanehalkının anlamlı ölçüde dövizle bağlı varlıkları (toplam finansal varlıkların %29'u) varken, yükümlülük tarafında ise bankaların hanehalkına döviz cinsinden kredi vermemesi nedeniyle dövizle bağlı herhangi bir yükümlülükleri yoktur. Döviz borçlanmalarındaki bu kısıtlamalar sayesinde, Türk hanehalkı dövizde uzun pozisyonda kalarak, son yıllarda TL'nin zayıflığından büyük ölçüde yararlanmış oldu. Türk hanehalkının net finansal varlıkları 2013 yılı sonunda 322milyar TL iken, 2017 yılı haziran ayı sonunda 700milyar TL ulaştı.

**Finansal varlıklara ek olarak, Türk hanehalkının 100-200milyar Dolar değerinde yastıkaltı altın stokladığını söyleyebiliriz.** Bu varlıklarda döviz linkli olduğundan, hanehalkı TL'deki değer kaybından finansal varlık rakamlarının ima ettiğinden daha da fazla yarar sağladı.

## Tüketici Güveni vs. TL/USD



## Hanehalkı Net Finansal Varlık TLbn



## Hanehalkının Finansal Varlıkları vs Yükümlülükleri (1Ç 2014 vs. 3Ç 2017)

	TL milyar			Toplamdaki payı		
	Mar-14	Sep-17	Değişim (%)	Mar-14	Sep-17	Değişim (%)
TL Tasarruf Mevduatı	351	535	52%	48%	47%	-1.6%
YP Tasarruf Mevduatı	181	338	86%	25%	29%	4.5%
Kıymetli M. Deposu	15	19	28%	2%	2%	-0.4%
Bonds and Bills	19	21	8%	3%	2%	-0.8%
Yatırım Fonları	53	113	114%	7%	10%	2.6%
Hisse Senedi	37	57	54%	5%	5%	-0.1%
Repo	3	1	-61%	0%	0%	-0.3%
Dolaşımdaki Para	71	67	-6%	10%	6%	-3.9%
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>730</b>	<b>1,151</b>	<b>58%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	
Konut	124	204	65%	33%	38%	4.4%
Taşıt	15	17	15%	4%	3%	-0.9%
İhtiyaç	137	206	51%	37%	38%	1.2%
Bireysel KK	84	96	14%	23%	18%	-5.0%
Finansman Şirketleri	12	19	58%	3%	3%	0.3%
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>371</b>	<b>542</b>	<b>46%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

# Değerleme Güncellemeleri I

	Hisse Fiyatı (TL)	Eski HF (TL/h)	Yeni HF (TL/h)	Değişim (%)	Tavsiye		2017T Net Kar			2018T Net Kar			Revizyon Nedenleri	FD/FAVÖK		
					Eski	Yeni	Eski	Yeni	% Değişim	Eski	Yeni	% Değişim		F/K 2018T	2018T	
<b>Bankacılık</b>																
AKBNK	9.81	11.50	12.30	25%	Endekse paralel	Endeks üzeri	5,540	6,096	10%	6,100	6,808	12%	Cazip değerlendirme ve güçlü bilanço nedeniyle	5.76		
ALBRK	1.55	1.70	1.70	10%	Endekse paralel	Endekse paralel	292	264	-10%	325	313	-4%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	4.46		
GARAN	10.48	13.20	12.75	22%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	6,231	6,232	0%	6,984	7,055	1%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	6.24		
HALKB	10.20	18.60	12.00	18%	Endeks üzeri	Endekse paralel	3,995	3,915	-2%	4,027	4,259	6%	Yüksek iskonto oranları nedeniyle seviyesi düşürüldü	2.99		
VAKBN	6.61	8.85	8.50	29%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	3,689	3,655	-1%	4,108	4,024	-2%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	4.11		
YKBNK	4.38	5.90	5.30	21%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	3,532	3,731	6%	4,081	4,124	1%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	4.62		
<b>Sigorta</b>																
ANHYT	7.48	7.50	9.85	32%	Endekse paralel	Endeks üzeri	218	228	5%	235	263	12%	Yasal değişikliklerden fayda sağlama potansiyeli	12.24		
AVISA	18.35	24.30	21.80	19%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	95	105	10%	129	137	6%	Yasal değişikliklerden fayda sağlama potansiyeli	15.85		
<b>Havayolları</b>																
PGSUS	35.48	29.00	42.00	18%	Endekse paralel	Endeks üzeri	253	464	83%	299	474	59%	Yüksek yolcu verileri ve karlılık varsayımı nedeniyle	7.65	4.80	
TAVHL	22.12	20.50	23.50	6%	Endekse paralel	Endekse paralel	823	860	4%	1,144	1,112	-3%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	7.23	5.02	
THYAO	16.1	10.50	19.40	20%	Endekse paralel	Endeks üzeri	-1,048	1,274	n.m.	1,829	3,358	84%	Yüksek yolcu verileri ve karlılık varsayımı nedeniyle	6.62	4.99	
<b>Otomobil ve Makina</b>																
DOAS	8.83	10.75	10.70	21%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	188	199	5%	311	222	-29%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	8.76	7.34	
FROTO	58.45	54.00	55.00	-6%	Endekse paralel	Endekse paralel	1,208	1,330	10%	1,692	1,412	-17%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	14.53	9.71	
TOASO	32.26	37.00	38.90	21%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	1,443	1,196	-17%	1,220	1,283	5%	Makro tahminlerin değişmesi ile değişiklikler yapıldı	12.57	8.61	
TTRAK	78.00	103.00	95.00	22%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	319	280	-12%	404	325	-19%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	12.81	8.46	
<b>Çimento</b>																
ADANA	6.19	6.70	6.70	8%	Endekse paralel	Endekse paralel	66	66	0%	68	68	0%	-	8.04	7.28	
AKCNS	10.95	16.80	13.40	22%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	241	170	-29%	256	178	-31%	Yurtiçi çimento talebindeki olumsuz görünüm	11.80	7.57	
BOLUC	5.52	8.00	7.00	27%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	113	113	0%	116	117	1%	Projeksiyon ve makro tahmin revizyonları	6.75	5.22	
CIMSA	14.16	20.40	17.40	23%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	220	210	-5%	241	223	-8%	Yurtiçi çimento talebindeki olumsuz görünüm	8.59	8.73	
MRDIN	4.31	4.80	4.80	11%	Endekse paralel	Endekse paralel	43	43	0%	44	44	0%	-	10.69	8.44	
<b>Telekomünikasyon</b>																
TCELL	14.82	15.00	17.50	18%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	2,002	2,270	13%	3,395	2,869	-15%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	11.36	5.76	
TTKOM	6.32	7.30	7.30	16%	Endekse paralel	Endekse paralel	1,012	1,129	12%	1,656	1,826	10%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	12.11	5.07	
<b>İnşaat</b>																
ENKAI	5.93	5.80	6.40	8%	Endekse paralel	Endekse paralel	2,275	2,599	14%	2,551	2,892	13%	Makro tahminlerdeki revizyonlar	9.43	8.24	
TKFEN	16.57	13.10	19.50	18%	Endekse paralel	Endeks üzeri	471	662	41%	519	681	31%	Cazip değerlendirme ve güçlü karlılık görünümü	9.00	4.26	
<b>Savunma</b>																
ASELS	32.00	22.90	30.20	-6%	Endeks altı	Endekse paralel	1,023	1,145	12%	1,392	1,235	-11%	Hissenin düşük performansı nedeniyle	25.91	24.40	
OTKAR	119.80	114.00	116.00	-3%	Endeks altı	Endeks altı	127	84	-34%	162	106	-35%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	27.19	16.16	

# Değerleme Güncellemeleri II

	Hisse Fiyatı (TL)	Eski HF (TL/h)	Yeni HF (TL/h)	Değişim (%)	Tavsiye		2017T Net Kar			2018T Net Kar			Revizyon Nedenleri	FD/FAVÖK		
					Eski	Yeni	Eski	Yeni	% Değişim	Eski	Yeni	% Değişim		F/K 2018T	2018T	
<b>Dayanıklı Mallar</b>																
ARCLK	21.28	27.00	26.00	22%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	1,257	1,257	0%	1,879	1,879	0%	-	7.65	7.19	
VESTL	9.23	9.10	8.90	-4%	Endekse paralel	Endekse paralel	280	192	-31%	370	280	-24%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	11.06	5.82	
<b>Enerji</b>																
AKSEN	4.42	4.60	5.10	15%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	-24	62	-358%	444	275	-38%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	9.86	5.64	
ODAS	6.72	6.35	6.30	-6%	Endekse paralel	Endekse paralel	-7	-38	438%	34	51	49%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	17.89	6.56	
ZOREN	1.64	2.10	2.30	40%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	22	88	306%	67	130	93%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	25.23	7.49	
<b>Gübre</b>																
EGGUB	29.00	41.50	37.00	28%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	26	26	0%	30	30	0%	-	9.52	5.74	
GUBRF	4.33	5.30	4.70	9%	Endekse paralel	Endekse paralel	47	28	-40%	121	76	-37%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	19.08	10.97	
HEKTS	7.26	6.80	7.60	5%	Endekse paralel	Endekse paralel	42	44	7%	47	54	16%	Makro tahminlerin değişmesi ile ince ayarlamalar yapıldı	10.13	8.54	
<b>Petrol, Gaz ve Petrokimya</b>																
TUPRS	120.00	147.00	143.00	19%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	4,171	3,936	-6%	3,292	4,923	50%	Akdeniz rafineri marjı ve makro tahmin revizyonları	6.10	5.49	
PETKM	8.31	7.80	9.40	13%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	1,172	1,289	10%	904	1,265	40%	Etilen-nafta makası ve makro tahmin revizyonları	9.85	7.83	
<b>Gayrimenkul</b>																
ALGYO	52.55	53.60	55.50	6%	Endeks üzeri	Endekse paralel	100	100	0%	85	85	0%	Sınırlı potansiyel nedeniyle tavsiye değişikliği yapıldı	6.58	12.40	
EKGYO	2.72	2.75	2.90	7%	Endekse paralel	Endekse paralel	1,545	1,545	0%	1,774	1,774	0%	-	5.83	5.27	
HLGYO	0.93	1.25	1.25	34%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	303	303	0%	414	414	0%	-	1.84	6.85	
ISGYO	1.40	1.45	1.50	7%	Endekse paralel	Endekse paralel	428	427	0%	607	605	0%	-	2.12	7.55	
TRGYO	3.27	7.30	3.65	12%	Endekse paralel	Endekse paralel	580	570	-2%	1,322	1,299	-2%	-	2.52	6.85	
<b>Perakende</b>																
BIMAS	76.20	83.00	82.00	8%	Endekse paralel	Endekse paralel	861	861	0%	1,017	1,017	0%	-	22.76	15.37	
BİZİM	7.63	8.30	8.30	9%	Endekse paralel	Endekse paralel	-21	-21	0%	-5	-5	0%	-	-101.00	6.83	
MGROS	26.80	26.50	27.00	1%	Endeks altı	Endeks altı	591	591	0%	-59	-59	0%	-	-80.79	7.84	
TKNSA	5.61	5.80	5.90	5%	Endekse paralel	Endekse paralel	6	28	378%	41	41	-1%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	15.05	3.58	
İNDES	12.27	14.50	14.60	19%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	215	215	0%	133	133	0%	-	5.19	4.63	
<b>Demir &amp; Çelik</b>																
EREGL	9.91	11.70	11.70	18%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	3,592	3,592	0%	4,161	4,161	0%	-	8.34	5.86	
KRDMD	3.25	3.50	3.50	8%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	155	155	0%	439	439	0%	-	5.77	4.19	
<b>Lastik</b>																
BRISA	7.60	7.00	7.45	-2%	Endeks altı	Endeks altı	78	108	39%	168	124	-26%	Yeni makro ve faaliyet tahminleri nedeniyle	18.66	9.62	
KORDS	7.94	9.90	9.90	25%	Endeks üzeri	Endeks üzeri	154	157	2%	169	173	3%	Makro tahminlerin değişmesi ile ince ayarlamalar yapıldı	8.93	6.16	

Model Portföyümüz 2017 senesinde mutlak olarak %51 kazanmakla birlikte BIST-100 göreceli olarak %1,8 oranında değer kaybetmiştir.

Şu anda Model Portföyümüz Akbank, Erdemir, Petkim, Pegasus, Tofas, Vakıfbank ve Zorlu Enerji'den oluşmaktadır.

## Kısaca hisseleri Model Portföy'de tutma nedenlerimiz:

**Akbank:** Endeks Üzeri Performans tavsiyesine yükseltiyoruz. Güçlü bilanço yapısı ve cazip değerlendirme nedeni ile tercih ediyoruz.

**Erdemir:** Güçlü 4Ç sonuçları ve yüksek temettü verimi ile öne çıkıyor

**Pegasus:** Piyasanın kar beklentileri hala çok düşük

**Petkim:** Artan entegrasyon ile güçlenen operasyon

**Tofas:** İhracatta iyileşme hisseyi yukarı çekecektir

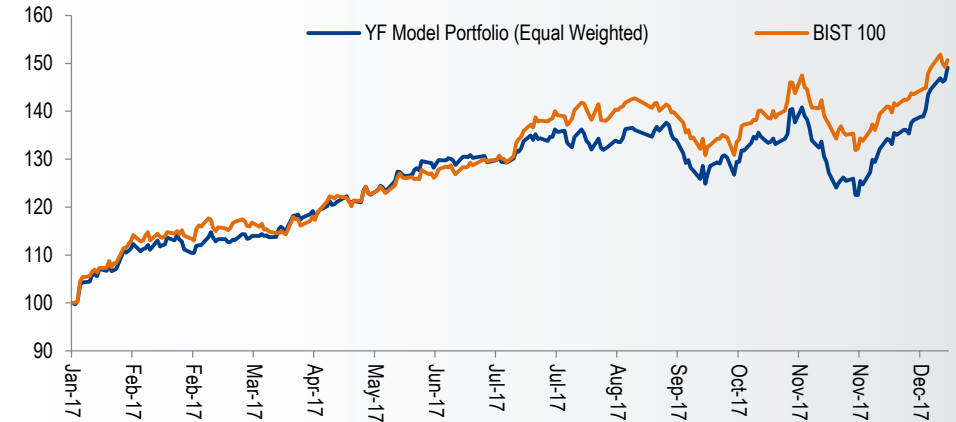
**Vakıfbank:** %16 seviyesindeki özkaynak karlılığına karşılık cazip değerlemesi

**Zorlu Enerji:** Yenilenebilir enerjiye yapılan yatırımların dönüşü

## 2018 Model Portfolio

Şirket	Hisse Ticker	Fiyat			Piyasa Değeri	
		Son Fiyat	Hedef	(%)	TRYmn	USDmn
Akbank	AKBNK	TL 9.81	TL 12.30	25%	TL 39,240	\$10,449
Eregli	EREGL	TL 9.91	TL 11.70	18%	TL 34,685	\$9,236
Pegasus	PGSUS	TL 35.48	TL 42.00	18%	TL 3,629	\$966
Petkim	PETKM	TL 8.31	TL 9.40	13%	TL 12,465	\$3,319
Tofas	TOASO	TL 32.26	TL 38.90	21%	TL 16,130	\$4,295
VakıfBank	VAKBN	TL 6.61	TL 8.50	29%	TL 16,525	\$4,400
Zorlu Enerji	ZOREN	TL 1.64	TL 2.30	40%	TL 3,280	\$873

## Model Portföy'ün son 12 aydaki performansı



## Endeks Üzeri Performans tavsiyesine yükseltiyoruz. Güçlü bilanço yapısı ve cazip değerlendirme nedeni ile tercih ediyoruz

Akbank'ı 12,3TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri Performans tavsiyesine yükseltiyoruz. Akbank'ı güçlü sermaye oranları, likit bilanço yapısı ve UFRS 9 geçişinde nispeten daha konforlu olması nedeni ile tercih ediyoruz. Son dönemdeki zayıf performansının, alım için fırsat yarattığını düşünüyoruz.

**Likit bilanço yapısı:** Akbank'ın kredi-mevduat oranı 3Ç17 itibarıyla %103 seviyesinde olup, muadil bankaların ortalaması olan %115'in oldukça altındadır. Bankanın menkul kıymetler portföyü toplam varlıkların %21'ini oluşturmaktadır. Muadil bankalarda bu oran ortalama %14'tür. Akbank'ın yüksek menkul kıymetler portföyüne sahip olması, hem bilançosunu mevcut ortamda daha likit tutmasını sağlarken, uzun vadede de kredilerde büyüme potansiyeli olduğunu göstermektedir.

**Güçlü sermaye oranları:** Akbank sermaye yeterlilik oranını geçen yıla göre 256 baz puan artırmıştır.

**Yüksek temettü ödeme potansiyeli:** Akbank güçlü sermaye oranları, yüksek temettü ödeme potansiyelini beraberinde getirmektedir. 2016 yılı karından %20 temettü ödeyen Akbank, 2017 yılı karından en az %25 temettü ödemesini bekliyoruz. 2017 yılı net kar beklentimize göre, %4 seviyesinde temettü verimliliği bekliyoruz.

**Değerleme:** 2018 yılı tahminlerimize göre, Akbank 5.8x F/K ile işlem görmekte olup, son bir yıllık ortalamasının %5 altındadır. 2018 yılı beklentimize göre, F/DD çarpanı 0.8x iken, son bir yıl ortalamasının %18 altındadır.

**Riskler:** TCMB'nin olası bir faiz artışına gitmesi, marjları olumsuz etkileyebilir. Akbank'ın OTAŞ kredisinde yüksek tutarda paya sahip olması, hisse performansını baskılayabilir.

Akbank	AKBNK TI		
<b>Tavsiye</b>	<b>Endeks Üzeri</b>		
Hedef Fiyat	TL12.3		
Son Fiyat	TL9.8		
Getiri Potansiyeli	25%		
Piyasa Değeri (TLmn)	39,240		
Serbest Dolaşım Payı	52%		
Hisse sayısı (mn)	4,000		
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	192.0		
<b>Hisse Performansı</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
Nominal (TL)	7%	4%	35%
Nominal (USD)	10%	2%	35%
BIST100'e göre	1%	-7%	-9%
<b>Tahminler (TLmn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>
Net Kar	4,820	6,096	6,808
<i>büyüme (%)</i>	61%	26%	12%
Özkaynaklar	32,376	40,196	47,396
<i>büyüme (%)</i>	21%	24%	18%
Özkaynak Karlılığı	16.3%	16.8%	15.5%
<b>Çarpanlar</b>	<b>2016</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>
F/K	6.5x	6.4x	5.8x
F/DD	1.0x	1.0x	0.8x
Temettü verimi	2.9%	3.9%	4.4%

Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma

\*9 Ocak 2018 itibarıyla.

## Güçlü çeyrek sonuçları ve yüksek temettü verimi ile öne çıkıyor

**4Ç17'de yüksek FAVÖK/ton performansı:** 4Ç17'de Erdemir'in ton başına FAVÖK performansının \$185 seviyesine tırmanmasını bekliyoruz (9A17: \$156, 4Ç16: \$130). Rekor karlılıkta Ağustos-Ekim dönemindeki yüksek yassı ürün fiyatlarının etkili olması beklenmektedir. 4Ç17 için referans yassı ürün fiyatımız \$555 seviyesinde olup çeyrek bazda \$40'lık ve yıllık bazda \$100'lık artışa işaret etmektedir. Erdemir için 2017 yıl sonu beklentimiz 5,262mn TL FAVÖK ve 3,592mn TL net kardanır.

**2018 yılında güçlü başlangıç bekliyoruz:** Çin'de kış dönemi kapasite duruşlarının da etkisiyle yurtiçi HRC fiyatları Temmuz ayı sonu seviyesi olan 500\$'ın oldukça üzerinde \$605 dolar seviyesinde seyretmektedir. Buna göre 1Ç18'de operasyonel karlılıkta güçlü seyrin devam etmesini bekliyoruz. Hammadde maliyetleri tarafındaki kısıtlı baskı da göz önünde bulundurulduğunda Erdemir'in ton başına FAVÖK performansının 1Ç18'de \$185-190 seviyesinde olmasını bekliyoruz. 2018 yılında ise ton başına FAVÖK performansının ortalama \$160 olmasını öngörüyoruz. Yılın ikinci yarısına ilişkin muhafazakar yaklaşımımız sebebiyle FAVÖK marjında 2017 yılına göre yaklaşık 200 baz puanlık daralma varsayıyoruz.

**Kapasite artışı kararının da dahil olmasını beklediğimiz yatırım paketi hissede uzun vadeli büyüme hikayesini yeniden canlandırabilir:** Planlanan kapasite artışı, tam kapasiteye yakın çalışan Erdemir için uzun vadeli büyüme hikayesini yeniden canlandırabilir. Zamanlama ve yatırım tutarı konusu netlik kazanmamış olmasının yanında yatırım paketinin yeni yüksek fırın ve haddehane yatırımını içereceğini düşünüyoruz. Yurtiçi pazardaki yaklaşık 6mn tonluk yassı ürün açığı düşünülürse, Erdemir'in yatırım kararının piyasa tarafında olumlu karşılanacağını düşünmekteyiz.

**Cazip temettü:** 2017 yılı karından dağıtılmak üzere hiss e başına 0.92 TL brüt temettü öngörmekteyiz. Brüt temettü beklentimiz %9'luk temettü verimliliğine işaret etmektedir. Güçlü temettü verimliliğinin hisse üzerindeki herhangi bir potansiyel baskıyı sınırlayacağını düşünmekteyiz.

**2018 yılı beklentilerimiz piyasa beklentilerinin üzerinde:** 2018 yılı FAVÖK ve net kar beklentimiz piyasa beklentilerinin sırasıyla %18 ve %6 üzerindedir. Şirket beklentilerinde yukarı yönlü revizyonların devam etmesini bekliyoruz.

### Ereğli Demir Çelik

### EREGL TI

Tavsiiye	Endeks Üzeri
Hedef Fiyat	TL11.7
Son Fiyat	TL9.9
Getiri Potansiyeli	18%
Piyasa Değeri (TLmn)	34,685
Serbest Dolaşım Payı	48%
Hisse sayısı (mn)	3,500
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	118.4

### Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Nominal (TL)	14%	25%	126%
Nominal (USD)	17%	20%	118%
BIST100'e göre	4%	11%	49%

### Tahminler (TLmn)

	2016	2017T	2018T
Satışlar	11,637	18,452	21,526
<i>büyüme (%)</i>	-2%	59%	17%
FAVÖK	2,687	5,262	5,756
<i>Marj</i>	23.1%	28.5%	26.7%
Net Kar	1,516	3,592	4,161

### Çarpanlar

	2016	2017T	2018T
F/K	9.7x	9.7x	8.3x
FD/FAVÖK	5.4x	6.4x	5.9x
Temettü verimi	9.8%	9.3%	6.2%
Net Borç / FAVÖK	-0.2x	-0.3x	-0.3x

Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma

\*9 Ocak 2018 itibariyle.



## Artan entegrasyon ile güçlenen operasyon

**Artan entegrasyon ile iyileşen nakit akışı:** SOCAR ve Petkim tarafında devreye alınan yatırımlar yakın gelecekte Petkim için önemli maliyet avantajı sağlayacak. 2019 yılına kadar yatırımların (1.5mn TEU konteyner limanı, 51MW rüzgar enerjisi santrali ve 10mn ton üretim kapasitesi sahip rafineri) Petkim'e toplamda \$150mn FAVÖK katkısı sağlaması beklenmektedir (2019 yılı toplam beklenen FAVÖK rakamının %38'idir).

**Etilen – nafta makası 4Ç17'de yıllık bazda güçlü:** Petkim gibi nafta bazlı üreticilerin önemli karlılık göstergesi olan etilen – nafta makası 4Ç17'de ton başına ortalama \$602 seviyesinde gerçekleşti. Her ne kadar mevsimsellik sebebiyle çeyrek bazda düşüş yaşanmış olsa da (3Ç17: \$681) makas geçen yılın aynı dönemindeki 447 dolarlık ortalamanın bir hayli üzerindedir. Güçlü etilen-nafta makasının yanısıra zayıf TL'nin 4Ç17 performansını destekleyen faktörler olması beklenmektedir.

**Piyasa beklentilerinde yukarı yönlü revizyonların devam edeceğini düşünüyoruz:** Petkim'in FAVÖK performansının 2017 yılında yıllık bazda ikiye katlanarak 1,677mn TL'ye ulaşmasını beklemekteyiz. Aynı dönemde FAVÖK marjında 400 baz puan artışla %23.2 olmasını öngörmekteyiz. 2018 yılında FAVÖK'te 1,743mn TL'de doğru iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. 2017 ve 2018 yılı FAVÖK beklentilerimiz piyasa beklentisinin sırasıyla %8 ve %25 üzerinde. Önümüzdeki dönemde gelebilecek yukarı yönlü revizyonlarının hisse performansını olumlu yönde etkileyen bir faktör olacağını öngörmekteyiz.

**Cazip temettü getirisi:** Güçlenen nakit akışı ve artan net karlılığın güçlü temettü ödemelerini beraberinde getirmesi beklenmektedir. 2017 yılı için temettü getirisi beklentimiz %9 ile cazip seviyelerdedir. 2017-2021 yılları arasında nakit akışı veriminin %9-10 ve temettü getirisinin %8-10 aralığında olmasını beklemekteyiz.

**Riskler:** Hampetrol fiyatlarındaki öngörülme dalgalanma ve etilen-nafta makasında keskin daralma projeksiyonlarımız için en önemli riskleri teşkil etmektedir. Duyarlılık analizimize göre etilen-nafta makasındaki her 10 dolarlık daralma uzun vade FAVÖK tahminizde \$30mn'luk ve hedef fiyatımızda %5'lik değişime sebep olmaktadır.

Petkim	PETKM TI		
<b>Tavsiye</b>	<b>Endeks Üzeri</b>		
Hedef Fiyat	TL9.4		
Son Fiyat	TL8.3		
Getiri Potansiyeli	13%		
Piyasa Değeri (TLmn)	12,465		
Serbest Dolaşım Payı	44%		
Hisse sayısı (mn)	1,500		
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	147.8		
<b>Hisse Performansı</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
Nominal (TL)	23%	34%	150%
Nominal (USD)	27%	29%	141%
BIST100'e göre	12%	20%	65%
<b>Tahminler (TLmn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>
Satışlar	4,533	7,218	8,067
<i>büyüme (%)</i>	0%	59%	12%
FAVÖK	881	1,677	1,743
<i>Marj</i>	19.4%	23.2%	21.6%
Net Kar	726	1,289	1,265
<b>Çarpanlar</b>	<b>2016</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>
F/K	8.1x	9.7x	9.9x
FD/FAVÖK	8.1x	8.1x	7.8x
Temettü verimi	10.1%	8.2%	8.2%
Net Borç / FAVÖK	1.3x	0.7x	0.6x

Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma  
\*9 Ocak 2018 itibarıyla.

## Piyasanın kar beklentileri hala çok düşük

Başarılı bir şekilde uyguladığı düşük maliyetli havayolu iş modeli nedeniyle Pegasus, ülkede gözlenen güçlü talepten en fazla olumlu etkilenecek şirketlerden birisi olacaktır. Ayrıca 2017 yılında gerçekleştirilen uçak satışları da nakit akışı konusunda oluşan endişeleri azaltmıştır. Pegasus'un yolcu sayılarındaki yükseliş ve finansallarında gözlenen iyileşmenin piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Şirket için hedef hisse değerimiz 42 liradır ve hisse için tavsiyemizi Endekse Paralel'den **Endeks Üzerine** çekiyoruz.

**Yolcu doluluk oranlarındaki artış, maliyet azaltıcı önemlerle birleşerek karlılıkta yüksek bir artışa neden olacaktır.** Pegasus'un yolcu sayılarında son aylarda artarak devam eden bir iyileşme gözlenmektedir. İlk iki aydaki %4'lük yolcu sayısı artışı ertesinde güçlenen büyüme sonucunda şirket yılın ilk 11 ayında %15'lik bir büyümeye ulaşmıştır. Doluluk oranlarındaki yükselme, kapasite artışındaki yavaşlama ve maliyet azaltıcı önlemlerle 2017 yılında karlılığın yüksek bir artış yapmasını bekliyoruz. 2017 yılında FAVÖKK marjının %24,4 civarına çıkmasının olası olduğunu düşünüyoruz (2016'da %15; yönetimin 2017 beklentisi ise %23-24'dır).

**Kapasite optimizasyonu nakit akışı ile ilgili endişeleri hafifletti:** Pegasus Mart-Mayıs 2017 döneminde toplamda 13 uçağını 365 milyon dolar karşılığında sattığını duyurdu. Bu satışlar şirketin nakit akışı konusunda olabilecek yatırımcı endişelerini ortadan kaldıracak ve filonun yakıt tasarrufunu (filodan çıkarılan uçaklar nispeten eski uçaklardı) olumlu yönde etkileyecektir

**Değerleme:** Pegasus hisselerinde geçtiğimiz bir yılda gözlenen yüksek artışa (BIST100'ün %82 üzerinde bir performans gösterdi) rağmen hisse için hala yükselme potansiyeli öngörmekteyiz. Şirket için öngördüğümüz kar rakamları piyasa beklentilerinin oldukça üzerindedir. Şirket için hedef hisse değerimiz 42 liradır ve hisse için tavsiyemizi Endekse Paralel'den Endeks Üzerine çekiyoruz.

Pegasus	PGSUS T1		
<b>Tavsiye</b>	<b>Endeks Üzeri</b>		
Hedef Fiyat	TL42.0		
Son Fiyat	TL35.5		
Getiri Potansiyeli	18%		
Piyasa Değeri (TLmn)	3,629		
Serbest Dolaşım Payı	35%		
Hisse sayısı (mn)	102		
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	65.9		
<b>Hisse Performansı</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
Nominal (TL)	24%	39%	176%
Nominal (USD)	28%	34%	166%
BIST100'e göre	13%	24%	82%
<b>Tahminler (TLmn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>
Satışlar	3,707	5,016	6,303
<i>büyüme (%)</i>	6%	35%	26%
FAVÖK	89	728	1,003
<i>Marj</i>	2.4%	14.5%	15.9%
Net Kar	-134	464	474
<b>Çarpanlar</b>	<b>2016</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>
F/K	-11.0x	7.8x	7.7x
FD/FAVÖK	38.3x	6.6x	4.8x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç / FAVÖK	22.2x	1.7x	1.2x

Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma

\*9 Ocak 2018 itibarıyla.

## İhracatta iyileşme hisseyi yukarı çekecektir

**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 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.

**Avrupa ekonomisinde ve pazarında gözlenen iyileşmeden olumlu etkilenecektir:** İhracatın Tofaş'ın toplam satış hacimleri içerisindeki payı %72 ve bunun içinde Avrupa'nın payı ise %89'dur. Bu açıdan Avrupa'da yaşanan olumlu gelişmelerden Tofaş da olumlu etkilenecektir. Belki daha da önemlisi Tofaş'ın Avrupa'daki en büyük pazarları olan İtalya, İspanya ve Fransa Otomotiv pazarları kıtadaki genel büyüme oranlarının üzerinde büyümektedir.

**Fiat Bayilerinin Avrupa'da stoklarını düşürmek istemeleri nedeniyle Tofaş'ın ihracat performansı 2017'de beklentinin altında gerçekleşti.** Tofaş Yönetimi 2017 yılına başlarken yılın tamamında 330-340 bin adet ihracat yapmayı planlıyorlardı. Ancak Fiat bayilerinde oluşan stok şişmeleri nedeniyle ihracat beklentileri yıl içerisinde düşürüldü ve en son 280-300 bin aralığına kadar çekildi ve bu nedenle hisse fiyatı da bu durumdan olumsuz etkilendi. **Ancak bayilerdeki stok seviyelerindeki düşüşler sonrasında 2018'de ihracat rakamları tekrar yükselişe geçecektir diye düşünüyoruz ve bu da hisse performansını olumlu etkileyecektir.**

**Hisse şu anda 8.8x'lık 2018 FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor:** Hisse yurtdışı benzer şirketlere göre primli işlem görmeye devam etmektedir; ancak şirketin üstün iş modeli nedeniyle bu primin makul olduğunu düşünmekteyiz.

### Tofaş Otomobil Fab.

### TOASO TI

Tavsiye	Endeks Üzeri
Hedef Fiyat	TL38.9
Son Fiyat	TL32.3
Getiri Potansiyeli	21%
Piyasa Değeri (TLmn)	16,130
Serbest Dolaşım Payı	24%
Hisse sayısı (mn)	500
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	20.0

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Nominal (TL)	4%	8%	42%
Nominal (USD)	8%	4%	37%
BIST100'e göre	-5%	-4%	-6%

Tahminler (TLmn)	2016	2017T	2018T
Satışlar	14,236	17,908	21,255
<i>büyüme (%)</i>	43%	26%	19%
FAVÖK	1,367	1,882	2,182
<i>Marj</i>	9.6%	10.5%	10.3%
Net Kar	970	1,196	1,283

Çarpanlar	2016	2017T	2018T
F/K	11.4x	13.5x	12.6x
FD/FAVÖK	10.0x	10.0x	8.6x
Temettü verimi	3.2%	4.1%	6.4%
Net Borç / FAVÖK	1.9x	1.4x	1.2x

*Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma  
\*9 Ocak 2018 itibarıyla.*

## Karlılık görünümüne göre cazip değerlendirme

Vakıfbank için Endeks Üzeri tavsiyemizi 8,5 hedef fiyat ile koruyoruz. Vakıfbank'ı %16 seviyesindeki özkaynak karlılığına karşılık cazip değerlemesi nedeni ile beğeniyoruz. Ayrıca, bankanın rakip bankalara göre, komisyon geliri bazının hala düşük olduğunu ve hala büyüme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Bankanın, nispeten daha düşük mevduat fonlama imkanı ve gelir yaratma kapasitesi, karlılık görünümünü olumlu etkileyebilecek gelişmeler olduğunu düşünüyoruz.

**Cazip değerlendirme:** 2018 yılı beklentilerimize göre, Vakıfbank'ın F/DD çarpanı 0.6x ve özkaynak karlılığı beklentimiz %16'dır. Aynı karlılığa sahip büyük çaplı bankaların F/DD ortalaması 0.9x iken, Vakıfbank'ın sahip olduğu F/DD çarpanını oldukça cazip buluyoruz.

**Verimlilik açısından potansiyeli yüksek:** vakıfbank'ın gider-gelir oranı son bir yıllık dönemde %43'ten %37'ye gerilemiştir. Bankanın komisyon gelirleri, toplam gelirlerinin %11'ine sahip iken, rakip bankalarda bu oran %21 seviyesindedir. Ayrıca, komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranı Vakıfbank'ta %30 iken, muadil bankalardaki ortalama oran %52'dir. Bu veriler, bankanın komisyon geliri yaratma konusunda hala potansiyeli olduğunu göstermektedir.

**Daha uygun maliyet ile fonlama imkanı:** Kamu kurumlarının mevduatlarına uygulanan mevduat faiz tavanı, vakıfbank için rekabet avantajı yaratmaktadır. Bankanın toplam mevduatlarının %17'si kamu mevduatından oluşmaktadır.

**Riskler:** TL mevduat ağırlığı yüksek olan Vakıfbank'ta, faizlerin yükseldiği dönemde rakiplerine göre marjları baskılanabilir. Toplam kredi-mevduat oranı %120 ile, rakipleri arasında en yüksek seviyelerde olup, mevduat fiyatlamasında rekabetçi fiyatlama maruz bırakabilir. TCMB'nin olası faiz artışına gitmesi, marjları olumsuz etkileyebilir.

### Vakıfbank

### VAKBN TI

Tavsiye	Endeks Üzeri
Hedef Fiyat	TL8.5
Son Fiyat	TL6.6
Getiri Potansiyeli	29%
Piyasa Değeri (TLmn)	16,525
Serbest Dolaşım Payı	25%
Hisse sayısı (mn)	2,500
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	80.8

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Nominal (TL)	9%	7%	56%
Nominal (USD)	12%	5%	57%
BIST100'e göre	3%	-4%	5%

Tahminler (TLmn)	2016	2017T	2018T
Net Kar	2,703	3,655	4,024
<i>büyüme (%)</i>	40%	35%	10%
Özkaynaklar	19,239	22,872	27,108
<i>büyüme (%)</i>	15%	19%	19%
Özkaynak Karlılığı	15.0%	17.4%	16.1%

Çarpanlar	2016	2017T	2018T
F/K	4.0x	4.5x	4.1x
F/DD	0.6x	0.7x	0.6x
Temettü verimi	1.1%	1.1%	1.2%

Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma

\*9 Ocak 2018 itibarıyla.

## Yenilenebilir enerjiye yapılan yatırımların dönüşü

Artan jeotermal kapasitesi ve Osmangazi Elektrik Dağıtım ve Perakende Satış şirketlerinin dahil edilmesi Zorlu Enerji'nin operasyonel performansını orta vadede güçlendirecektir. Jeotermal enerji ve rüzgar enerjisi için uygulanan YEKDEM tarifesi ve Osmangazi Elektrik Dağıtım ve Perakende Satış şirketinin büyüyen faaliyetleri sayesinde 2017-2019 yılları arasında FAVÖK'ün %41'lik YBBO ile büyümesini öngörüyoruz. Şirket'in 2018B FD/FAVÖK çarpanı olan 7,4 üç yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %50 iskontoya işaret ediyor

**Kızıldere III Jeotermal Enerji Santrali yatırımı satışları güçlendirecek:** Kızıldere III Jeotermal Elektrik Santralinin 99.5MW'lık kurulu güce sahip birinci ünitesinin devreye girmesini takiben 2017 yılı sonlarına doğru toplam kapasite 1,091MW'a ulaşmıştır. Kızıldere III santralının ikinci ünitesi (65.5MW) 1Y18'de devreye girecek ve böylece jeotermal enerji satışlarının 2018 yılında yıllık bazda %40 artacağını tahmin ediyoruz. Yine şirket 2020 yılına kadar jeotermal enerji kapasitesini artırmayı planlıyor ki bu da uzun vadede şirketin satışlarını destekleyecektir.

**Yüksek marjlı jeotermal satışları FAVÖK büyümesini destekleyecektir:** Şirket'in yeni jeotermal kapasitesi ortalama elektrik satış fiyatlarını artıracaktır ve daha yüksek FAVÖK marjına sahiptir. Şirketin satışlarının çoğu YEKDEM'e gerçekleşeceğinden dolayı şirketin FAVÖK'nünün büyük kısmı dolar bazlı olacak ve bunun da şirketin karlılığını gelecek iki yılda artırmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, şirketin FAVÖK'ünün 2017-2019 yılları arasında %41 YBBO ile büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

**Şubat 2017'de elektrik dağıtım ve perakende satış işine girdi:** Osmangazi elektrik şebekesi İç Anadolu bölgesinde 1.6 milyon kullanıcıya hizmet veriyor. Bölgede kayı kaçak oranı 2016 yılı itibariyle %7.8 ki bu da Türkiye ortalamasının aşağısında bir rakamdır.

**Makul çarpanlar:** Zorlu Enerji'nin 2018B FD/FAVÖK çarpanı olan 7x şu anda üç yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre %50 iskontoya işaret ediyor.

**Riskler:** Kızıldere III santralının tamamlanmasındaki herhangi bir gecikme ve Türkiye'deki elektrik talebinin büyüme oranında bir yavaşlama değerlememiz için aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Yabancı ülkelerde gerçekleşebilecek olası bir şirket satın alma değerlememiz için yukarı yönlü risk olarak gözüküyor.

### Zorlu Enerji

### ZOREN TI

Tavsiye	Endeks Üzeri
Hedef Fiyat	TL2.3
Son Fiyat	TL1.6
Getiri Potansiyeli	40%
Piyasa Değeri (TLmn)	3,280
Serbest Dolaşım Payı	15%
Hisse sayısı (mn)	2,000
Ort. Günlük İşlem Hacmi (TLmn)	54.4

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Nominal (TL)	19%	8%	44%
Nominal (USD)	23%	4%	39%
BIST100'e göre	9%	-3%	-5%

Tahminler (TLmn)	2016	2017T	2018T
Satışlar	1,195	3,099	3,859
<i>büyüme (%)</i>	68%	159%	25%
FAVÖK	413	814	1,223
<i>Marj</i>	34.6%	26.3%	31.7%
Net Kar	-4	88	130

Çarpanlar	2016	2017T	2018T
F/K	n.m.	37.3x	25.2x
FD/FAVÖK	15.2x	11.0x	7.3x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç / FAVÖK	12.7x	7.2x	4.8x

Kaynak: Şirket verileri, YF Araştırma

\*9 Ocak 2018 itibariyle.

# YF Araştırma Takipteki Hisseler - I

	TAVSİYE	HEDEF HİSSE FİYATI (TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	GET. POT. (%)	PİYASA DEĞERİ (mn TL)	BIST100'e RELATİF PERF.				F/K		Firma Değeri/FAVÖK		Net Satışlar - Büyüme		FAVÖK - Büyüme		Net Kar - Büyüme	
						1A	3A	12A	YBB	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T
<b>Finansallar</b>																			
<b>Bankacılık</b>																			
AKBNK	Endeks Üzeri	12.30	9.81	25%	39,240	1%	-6%	-12%	-13%	6.2	5.8							26%	12%
ALBRK	Endekse Paralel	1.70	1.55	10%	1,395	24%	1%	-9%	-8%	4.4	4.5							21%	19%
GARAN	Endeks Üzeri	12.75	10.48	22%	44,016	-2%	-4%	-3%	-4%	6.5	6.2							23%	13%
HALKB	Endekse Paralel	12.00	10.20	18%	12,750	-4%	-22%	-24%	-25%	3.8	3.0							53%	9%
VAKBN	Endeks Üzeri	8.50	6.61	29%	16,525	3%	-3%	5%	4%	4.1	4.1							35%	10%
YKBNK	Endeks Üzeri	5.30	4.38	21%	19,040	-3%	-7%	-13%	-13%	4.9	4.6							27%	11%
<b>Sigorta</b>																			
ANHYT	Endeks Üzeri	9.85	7.48	32%	3,216	-6%	-2%	9%	9%	11.4	12.2							20%	15%
AVISA	Endeks Üzeri	21.80	18.35	19%	2,165	3%	-11%	-36%	-35%	21.7	15.9							66%	30%
<b>Finansal Olmayanlar</b>																			
<b>Havacılık</b>																			
PGSUS	Endeks Üzeri	42.00	35.48	18%	3,629	7%	28%	82%	70%	4.7	7.7	4.6	4.8	35%	26%	714%	38%	a.d	2%
TAVHL	Endekse Paralel	23.50	22.12	6%	8,036	-2%	18%	9%	12%	7.5	7.2	4.4	5.0	30%	6%	34%	8%	103%	29%
THYAO	Endeks Üzeri	19.40	16.10	20%	22,218	11%	68%	122%	118%	8.9	6.6	5.1	5.0	31%	25%	173%	40%	a.d	164%
<b>Otomotiv / Tarım Araç</b>																			
DOAS	Endeks Üzeri	10.70	8.83	21%	1,943	5%	-3%	-32%	-32%	9.7	8.8	7.0	7.3	9%	14%	24%	19%	-16%	12%
FROTO	Endekse Paralel	55.00	58.45	-6%	20,511	-9%	12%	38%	37%	11.6	14.5	8.7	9.7	36%	10%	35%	16%	39%	6%
TOASO	Endeks Üzeri	38.90	32.26	21%	16,130	-7%	-5%	-7%	-9%	12.3	12.6	9.2	8.6	26%	19%	38%	16%	23%	7%
TTRAK	Endeks Üzeri	95.00	78.00	22%	4,163	2%	-9%	-24%	-25%	15.1	12.8	10.0	8.5	17%	12%	-3%	17%	-24%	16%
<b>Çimento</b>																			
ADANA	Endekse Paralel	6.70	6.19	8%	546	0%	-3%	-28%	-27%	8.8	8.0	8.2	7.3	17%	11%	7%	23%	-7%	3%
AKCNS	Endeks Üzeri	13.40	10.95	22%	2,096	-2%	-14%	-41%	-40%	13.7	11.8	8.0	7.6	-1%	4%	-22%	4%	-41%	4%
BOLUC	Endeks Üzeri	7.00	5.52	27%	791	-2%	-6%	-33%	-32%	7.4	6.7	5.6	5.2	11%	9%	-3%	4%	6%	4%
CIMSA	Endeks Üzeri	17.40	14.16	23%	1,913	-2%	-11%	-35%	-33%	9.8	8.6	8.8	8.7	20%	4%	5%	4%	-15%	6%
MRDIN	Endekse Paralel	4.80	4.31	11%	472	-6%	-2%	-30%	-30%	11.5	10.7	9.1	8.4	21%	21%	10%	22%	12%	4%
<b>Holdingle</b>																			
KCHOL	Endekse Paralel	21.00	18.37	14%	46,584	-2%	4%	-5%	-8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SAHOL	Endekse Paralel	12.40	11.17	11%	22,791	-1%	0%	-15%	-15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

# YF Araştırma Takipteki Hisseler - II

	TAVSİYE	HEDEF HİSSE FİYATI (TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	GET. POT. (%)	PİYASA DEĞERİ (mn TL)	BIST100'e RELATİF PERF.				F/K		Firma Değeri/FAVÖK		Net Satışlar - Büyüme		FAVÖK - Büyüme		Net Kar - Büyüme	
						1A	3A	12A	YBB	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T
<b>İnşaat Taahhüt</b>																			
ENKAI	Endekse Paralel	6.40	5.93	8%	27,278	-5%	0%	-17%	-15%	9.6	9.4	5.6	8.2	3%	14%	10%	13%	46%	11%
TKFEN	Endeks Üzeri	19.50	16.57	18%	6,131	-4%	27%	79%	81%	5.9	9.0	2.1	4.3	53%	32%	108%	12%	104%	3%
<b>Savunma</b>																			
ASELS	Endekse Paralel	30.20	32.00	-6%	32,000	-10%	9%	66%	72%	20.2	25.9	22.0	24.4	39%	29%	44%	28%	44%	8%
OTKAR	Endeks Altı	116.00	119.80	-3%	2,875	-7%	7%	-38%	-38%	35.0	27.2	19.8	16.2	17%	14%	14%	21%	20%	26%
<b>Dayanıklı Tüketim</b>																			
ARCLK	Endeks Üzeri	26.00	21.28	22%	14,379	-3%	-14%	-26%	-30%	12.3	7.7	9.7	7.2	29%	22%	27%	30%	-3%	50%
VESTL	Endekse Paralel	8.90	9.23	-4%	3,096	18%	13%	0%	-1%	12.5	11.1	6.3	5.8	18%	14%	-8%	24%	14%	46%
<b>Enerji</b>																			
AKSEN	Endeks Üzeri	5.10	4.42	15%	2,710	8%	21%	-1%	1%	34.2	9.9	9.4	5.6	-3%	31%	21%	87%	-117%	344%
ODAS	Endekse Paralel	6.30	6.72	-6%	912	17%	8%	57%	54%	a.d	17.9	23.1	6.6	10%	73%	2%	318%	303%	-234%
ZOREN	Endeks Üzeri	2.30	1.64	40%	3,280	5%	0%	-5%	-4%	29.7	25.2	10.2	7.5	159%	25%	97%	50%	a.d	48%
<b>Fertilizer</b>																			
EGGUB	Endeks Üzeri	37.00	29.00	28%	290	9%	1%	-6%	-3%	9.6	9.5	5.0	5.7	2%	4%	10%	1%	19%	18%
GUBRF	Endekse Paralel	4.70	4.33	9%	1,446	5%	-16%	-34%	-33%	56.6	19.1	19.9	11.0	21%	11%	-16%	74%	-141%	171%
HEKTS	Endekse Paralel	7.60	7.26	5%	551	-7%	-14%	55%	63%	9.2	10.1	8.1	8.5	33%	19%	45%	24%	51%	22%
<b>Rafineri &amp; Petrokimya</b>																			
TUPRS	Endeks Üzeri	143.00	120.00	19%	30,050	-5%	-13%	21%	24%	6.6	6.1	5.1	5.5	55%	18%	80%	9%	119%	25%
PETKM	Endeks Üzeri	9.40	8.31	13%	12,465	13%	20%	64%	66%	6.6	9.9	5.8	7.8	59%	12%	90%	4%	78%	-2%
<b>GYO</b>																			
ALGYO	Endekse Paralel	55.50	52.55	6%	560	13%	12%	-10%	-3%	4.6	6.6	3.6	12.4	85%	-49%	72%	-39%	-25%	-15%
EKGYO	Endekse Paralel	2.90	2.72	7%	10,336	-2%	-5%	-38%	-38%	7.1	5.8	7.8	5.3	-5%	44%	-13%	39%	-12%	15%
HLGYO	Endeks Üzeri	1.25	0.93	34%	763	-5%	-16%	-28%	-28%	2.6	1.8	14.8	6.8	5%	331%	17%	106%	182%	36%
ISGYO	Endekse Paralel	1.50	1.40	7%	1,279	2%	-6%	-30%	-31%	3.0	2.1	15.6	7.5	3%	183%	-7%	106%	1%	42%
TRGYO	Endekse Paralel	3.65	3.27	12%	3,270	-11%	-10%	13%	9%	4.7	2.5	9.5	6.9	54%	103%	59%	61%	-51%	128%
<b>Perakende</b>																			
BIMAS	Endekse Paralel	82.00	76.20	8%	23,134	-3%	-6%	8%	8%	23.0	22.8	14.7	15.4	23%	16%	27%	14%	28%	18%
BIZIM	Endekse Paralel	8.30	7.63	9%	458	-2%	-15%	-31%	-28%	a.d	a.d	12.8	6.8	10%	13%	-46%	82%	a.d	-78%
MGROS	Endeks Altı	27.00	26.80	1%	4,771	3%	-3%	3%	4%	7.4	a.d	9.2	7.8	34%	20%	14%	25%	-302%	-110%
TKNSA	Endekse Paralel	5.90	5.61	5%	617	7%	-1%	14%	13%	18.9	15.1	3.7	3.6	4%	6%	333%	21%	-117%	46%
İNDES	Endeks Üzeri	14.60	12.27	19%	687	0%	0%	0%	0%	2.7	5.2	4.1	4.6	18%	12%	19%	12%	313%	-38%
<b>Demir &amp; Çelik</b>																			
EREGL	Endeks Üzeri	11.70	9.91	18%	34,685	4%	8%	49%	41%	7.0	8.3	4.6	5.9	59%	17%	96%	9%	137%	16%
KRDMD	Endeks Üzeri	3.50	3.25	8%	2,536	28%	20%	94%	92%	9.2	5.8	4.3	4.2	70%	31%	132%	57%	-283%	184%
<b>Telekomünikasyon</b>																			
TCELL	Endeks Üzeri	17.50	14.82	18%	32,604	-5%	6%	9%	15%	12.1	11.4	5.7	5.8	26%	13%	32%	14%	50%	26%
TTKOM	Endekse Paralel	7.30	6.32	16%	22,120	-3%	-14%	-19%	-19%	19.3	12.1	5.4	5.1	11%	9%	18%	7%	-256%	62%
<b>Lastik</b>																			
BRISA	Endeks Altı	7.45	7.60	-2%	2,319	1%	-2%	-24%	-16%	19.6	18.7	11.6	9.6	28%	18%	38%	27%	35%	15%
KORDS	Endeks Üzeri	9.90	7.94	25%	1,545	7%	-2%	-19%	-13%	9.5	8.9	6.7	6.2	26%	15%	25%	11%	10%	10%

## 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 Genel Müdür Yardımcısı levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

## Araştırma Bölümü

Erol Danış, Ph.D., CFA Müdür erol.danis@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39  
Hilmi Yavaş Ekonomist hilmi.yavas@yf.com.tr +90 (212) 334 98 37

## Yatırım Danışmanlığı Birimi

Göksel Tekiner Müdür Yrd. goksel.tekiner@yf.com.tr +90 (212) 334 98 44  
Kamer Kulek Uzman kamer.kulek@yf.com.tr +90 (212) 334 98 47  
Kerem Can Önal Uzman kerem.onal@yf.com.tr +90 (212) 334 98 70

## 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



**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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporun içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Raporun içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu raporun içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

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

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

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

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

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

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

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