

## Piyasa Görüşü

### Piyasada seçici iyimserlik hakim olabilir

Ak Yatırım - Araştırma

**Hisselerde kuvvetli alımı destekleyen bir gündem henüz oluşmadı.** Araştırma kapsamımızdaki şirketler için yaptığımız fiyat hedefi öngörülerine dayalı olarak BİST-100 endeksinin 12 aylık hedefini 92.000 ve getiri potansiyelini %19 olarak hesaplıyoruz. BİST-100 için 'NÖTR' görüşümüzü koruyoruz. Ancak risk/kazanç profili olarak diğerlerinden olumlu ayrıştığını düşündüğümüz hisse senetlerinde olumlu görüşümüzü devam ettiriyoruz.

**Hisse senetlerinde yüksek iskontolar oluştu.** Tarihsel veriye dayalı olarak araştırma kapsamımızdaki hisselerin F/K oranlarının ağırlıklı ortalamasının gelişmekte olan ülke hisselerinin ortalama F/K oranına kıyasla %33 iskonto taşıdığı hesaplıyoruz. FED'in parasal sıkılaştırma politikalarının ilk kez gündeme geldiği 2013 ortasından geriye doğru üç yıllık dönem için hesapladığımızda, araştırma kapsamımızdaki Türk hisseleri GOÜ (Gelişmekte Olan Ülke) hisselerine göre ortalama %3 prim taşımaktaydı. Aradaki mevcut fark hisse senetlerinde çok yüksek bir iskonto taşındığına işaret ediyor.

**Piyasalarda güvenin oluşması kurda istikrar ile artacak.** Parasal ve mali tedbirlerle sağlanacak kur ve faiz istikrarı, bölgesel güvenlik sorunlarının çözümüne dönük adımlar ve bölge ülkeleriyle gelişen ticari ilişkiler paralelinde önümüzdeki aylarda kur ve hisse senetlerindeki dalgalanmanın azalacağını, yavaşlayan ekonomik aktivitenin yeniden ivmeleneceğini ve hisse senedi fiyatlarını baskılayan başka bir unsur olan jeopolitik risk faktörünün etkisinin azalacağını düşünüyoruz. Ancak, 2017'nin ilk çeyreği açısından piyasa dalgalanmaları hisse senetlerini etkileyen temel faktör olmaya devam edecektir.

**Banka hisselerinde seçici hareket bekliyoruz. Garanti Bankası'nı** kuvvetli net faiz marjı, güçlü sermaye yeterlilik göstergeleri ve takibe dönüşen kredi karşılık maliyetlerinde oransal rahatlatma beklentimiz **Yapı Kredi Bankası'nı** ise İtalyan bankalarına ilişkin ortaya çıkan belirsizliklerin ve İtalyan ortağının bankaya ilişkin olası planlarına dair risk algısının mevcut fiyatlamaya aşırı risk unsuru olarak dahil edilmiş olduğu gerekçesiyle önerilerimiz arasında koruyoruz.

**Banka dışı seçimlerimiz.** Banka dışı seçimlerimiz arasında **Tofaş Oto** güçlü yatırım teması, kapasite artışı ile sağlanacak hacim genişlemesi ve FAVÖK'ünde yüksek büyüme öngörüsü ile yer alıyor. **Soda Sanayi**'yi defansif özellikleri (döviz bazlı gelir akışı, güçlü net nakit ve uzun döviz pozisyonu ve yüksek temettü verimi); yine dengeli bir ihracat / iç satış dağılımına sahip olan **Şişe Cam**'ı ucuz değerlemesi nedeniyle beğeniyoruz. **Aksa Akrilik**, küresel satış hacmi nedeniyle iç piyasa oynaklığından etkilenmemesi, dolar bazında gelir akışı, ve güçlü temettü ödemesi ile öne çıkıyor. **Tüpraş**, dolar bazlı satışları ve marjında artış beklentisi ile beğendiğimiz hisseler arasına giriyor. **Migros ise** yıllık bazda %16'lık güçlü ciro büyümesi, istikrarlı FAVÖK marjı ve 6,2 düzeyinde olan avantajlı 2017T FD/FAVÖK çarpanı ile dikkat çekiyor.

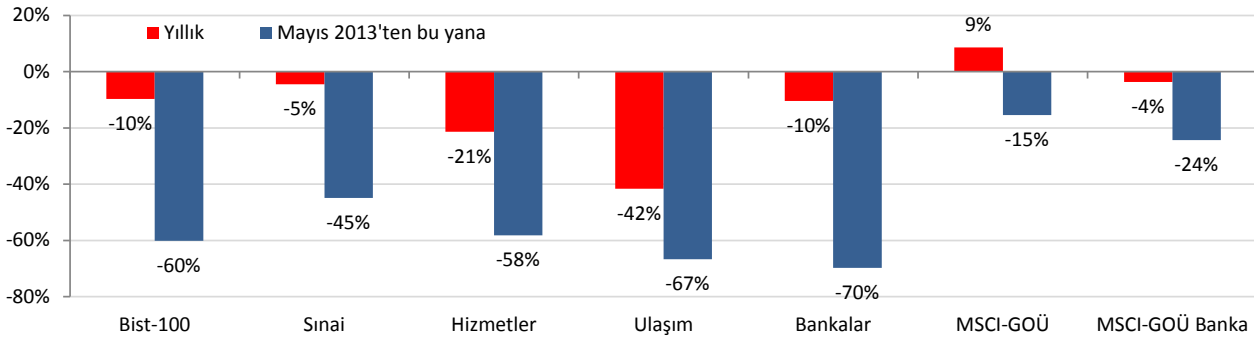
Hisse senedi	12ay hedef fiyat (TL)	Artış potansiyeli*	2017T F/K
Aksa (AKSA TI)	11,85	%21	8,6x
Garanti Bank (GARAN TI)	9,30	%25	6,0x
Migros (MGROS TI)	23,00	%33	37,6x
Şişe Cam (SISE TI)	4,50	%21	8,8x
Soda Sanayi (SODA TI)	6,60	%20	9,1x
Tofaş Oto (TOASO TI)	28,65	%19	12,8x
Tüpraş (TUPRS TI)	87,00	%22	6,9x
Yapı Kredi Bankası (YKBNK TI)	4,20	%28	4,5x

\* Fiyat bilgisi 11 Ocak 2017 itibarıyla

**Daha fazla olumlu haber için önümüzdeki ayları bekleyeceğiz.** Doların diğer para birimleri karşısındaki tırmanış eğilimi, gelişmekte olan piyasa yatırımcıları için 2017'nin zorlu bir yıl olacağına işaretlerini veriyor. Bununla birlikte son üç buçuk yıldır diğer gelişmekte olan ülkelere göre aşırı satım gözlenen Türk hisselerinde yılın ikinci yarısı bir toparlanmaya imkan verebilir. Şirketler için belirlediğimiz 12 aylık hisse hedef fiyatlarına dayanarak BİST-100 endeksinin 12 aylık hedefini 92 bin seviyesinde hesaplıyoruz. Buna göre %19 yukarı potansiyel gördüğümüz BİST hisseleri için 'NÖTR' şeklindeki beklentimizi koruyoruz.

**Hisse senedi iskontoları tarihsel dip seviyelerde.** 2016 yılında BİST-100 endeksi TL bazında %9 artış gösterirken, Dolar bazında yaklaşık %10 değer kaybetti ve yılı MSCI-Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) endeksinde göre %17 geride tamamladı. 2017'deki kayıpların ardından 2013 Mayıs'ından itibaren (FED'in parasal sıkılaştırmanın yaklaştığı sinyali resmi kanallardan ilk defa verdiği tarih) Türk hisse fiyatları Dolar bazlı %59 gerileyerek ve MSCI-GOÜ endeksinin %51 altında kaldı. 2017 tahminlerine dayanarak hesapladığımız BIST-100 F/K oranı 8,1 düzeyindedir ve GOÜ piyasalarına göre ortalama %33 iskonto taşımaktadır. Tarihsel olarak bu büyüklükte bir iskonto son yedi yılın en düşük değerlemesine işaret ediyor. Diğer taraftan 2013 öncesi son üç yılın ortalaması itibarıyla Türk şirketlerinin GOÜ ortalamasına göre %3 primi taşıyor olduğu gerçeği hisse fiyatlarındaki geri çekilmenin aşırılığına dair bir başka gösterge oluşturuyor.

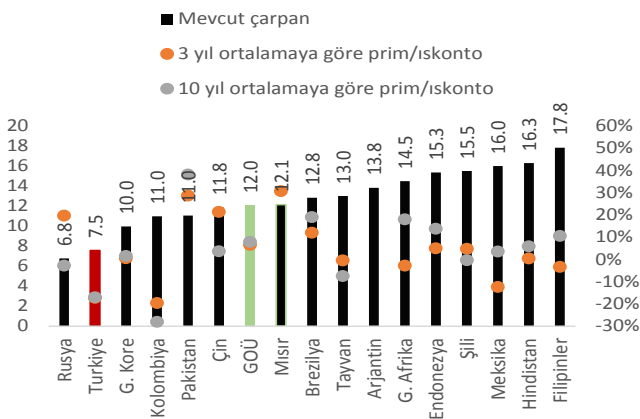
## Dolar bazında BIST endeks getirileri



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

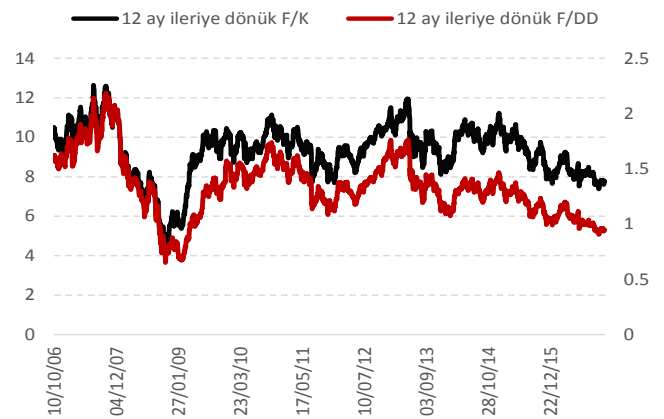
**Türk hisseleri emsallerine ve tarihsel verilere göre ucuz.** Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere, Bloomberg verileri BİST'in F/K oranını (tüm şirketler için ve analist tahminlerinin ortalamasını alarak) 7,5 seviyesinde hesaplamaktadır. Buna göre Türkiye, Rusya'nın ardından en düşük F/K oranına sahip piyasa konumundadır. Ayrıca MSCI-GOÜ endeksinin 12,0 seviyesinde olan ortalama F/K oranı 3 yıllık ve 10 yıllık ortalamalarına göre %6 ve %8 prim taşırken, Türk hisselerinin 3 yıllık ve 10 yıllık ortalamaya göre %17 iskonto taşıdığı dikkat çekmektedir. Bu durum da Türkiye'nin geçmiş yıllar ortalamasına göre gösterdiği olumsuz ayrışma Kolombiya'nın ardından ikinci sıradadır.

## Rusya'nın ardından en düşük F/K oranı



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

## Çarpanlar tarihsel dip seviyelerine yakın



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Bloomberg

**Kur oynaklığındaki gerileme risk iştahının artışında öncü gösterge olacak.** Ani bir şekilde olmasa da kur ve faiz oynaklığında kademeli bir normalleşmenin, ekonomik eğilimlerde güçlenmenin ve jeopolitik risklerde azalmanın 2017 yılının gündemini oluşturacağını düşünüyoruz. Parasal ve mali tedbirlerle sağlanacak kur ve faiz istikrarı, bölgesel güvenlik sorunlarının çözümüne dönük adımlar ve bölge ülkeleriyle gelişen ticari ilişkiler yatırımcı güvenini arttırmaya imkan sağlayacaktır. Mevcut seviyeler itibarıyla aşırı kur oynaklığında yatışmanın kademeli olarak sağlanacağını ve alınan tedbirlerle yıl sonu Dolar/TL seviyesinin 3,70 düzeyinde oluşacağını öngörüyoruz.

**Küresel riskten kaçınma senaryoları ani toparlanmayı engelliyor.** Ana senaryomuz olarak kademeli toparlanma ve küresel riskten kaçınma eğilimleri ile birlikte fiyat oynaklığının bir süre daha devam edebileceğini düşünüyoruz. Özellikle banka ve banka dışı kesimlerin yurtdışı borçlanmalarını artırmama eğilimi taşıyacakları bir dönemde portföy yatırımlarının seyri cari açığın finansmanı açısından önemli görünüyor. Cari açıkta olası bir artışın (turizm gelirlerinde azalmanın sürmesi ve petrol fiyatlarındaki artışın olumsuz etkisi nedeniyle) yatırımcıların Türk hisselerine karşı iştahlarını ılımlı seviyede tutmalarına neden olabileceğini düşünüyoruz.

**2Y17'de zayıflaması muhtemel GOÜ hikayesinden olumlu yönde ayrışabiliriz.** 1Ç17 GOÜ açısından yılın en kuvvetli olmasını beklediğimiz dönemdir. Ancak içerideki gündemin yoğunluğundan dolayı Türkiye'nin ilk yarıdaki GOÜ rallisine iştirak edemeyebileceğini düşünüyoruz. GOÜ'deki olumlu atmosferin kalıcı olup olmayacağı ya da ne zamana kadar süreceği ABD'nin yeni yönetiminin alacağı mali kararlara, olası FED faiz artışlarının seyrine ve dış ticarete korumacı eğilimlerin etkin olup olmayacağına bağlı kalacaktır. Bu kapsamda yılın ilerleyen günlerinde GOÜ'ye dönük yatırımcı iştahında bir zayıflama olabilir. Ancak halihazırda aşırı satılmış bir piyasa olarak Türkiye'nin böyle bir dönemde de kendi hikayesine odaklı kalacağını ve diğer GOÜ'den olumlu yönde ayrışabileceğini düşünüyoruz.

**Bankalarda seçiciyiz.** Banka kârlarının artış hızının olağanüstü gelir kalemlerinin gündemden çıkmasıyla 2016'ya göre daha düşük seviyelerde normalleşeceğini ve ortalama özkaynak kârlılığının %2016'daki %14 düzeyinden %13,3'e doğru bir miktar gerileyebileceğini düşünüyoruz. Banka değerlemelerinde 12 aylık vadede ortalama %20 getiri potansiyeli hesaplıyoruz. En çok önerilen hisseler arasında bankalar tarafında **Garanti Bankası**'nı dayanıklı Net Faiz Marjı, kuvvetli sermaye yeterlilik göstergeleri ve oransal olarak hafiflemesini beklediğimiz provizyon maliyetleri nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz. **Yapı Kredi Bankası**'nı ise İtalyan ortağı Unicredit'in bankaya ilişkin olası planlarının İtalyan bankacılık sistemindeki zorluklar nedeniyle aşırı derecede iskontolanmış olması nedeniyle düşük çarpanlarda işlem görmesine dayanarak en çok önerdiğimiz hisseler arasında koruyoruz.

**Banka dışı seçimlerimiz.** Döviz gelirleri ve defansif özelliklere sahip şirketlerden ihracat yapan otomotiv üreticileri ön plana çıkıyor. **Tofaş Oto**'nun 2017 yılı için yatırım temasını hala kuvvetli olarak görüyoruz. Egea'nın hatchback ve station-wagon versiyonlarının tüm yıl katkısı ve kapasite artışından sonra gelecek hacim artışı ile Tofaş'ın 2017'de ciro ve FAVÖK'ünde yüksek büyüme öngörüyoruz. Benzer şekilde, dengeli bir ihracat/iç satış dağılımına sahip cam sektörünün de 2017'de performansını destekleyecek bazı gelişmeler söz konusudur, bunların başında da doğal gaz fiyatlarında 4Ç16'da yapılan indirimin karlılığa yapacağı katkı sayılabilir. Bu bağlamda, **Soda Sanayi**'yi defansif özellikleri (döviz bazlı gelir akışı, 9A16'daki 464 milyon TL net nakit pozisyonu ve 230 milyon dolar karşılığı uzun döviz pozisyonu ile güçlü bilanço yapısı, yüksek temettü verimi) ve **Şişe Cam**'ı ucuz göreceli değerlemesi nedeniyle beğeniyoruz.

İhracat odaklı ve doları bazında satışları ile olumlu özelliklere sahip olan ve dünyanın önde gelen akrilik elyaf üreticisi **Aksa Akrilik**, güçlü temettü ödemesiyle de ön plana çıkmaktadır. İç piyasadaki petrol ürünleri talebi ve dizel yakıt tüketimi 2016'nın 10 ayında yıllık %9 arttığı bir ortamda **Tüpraş** hem dolar bazlı satış yapıyor olması, hem de global rafinaj işinde daha iyi RUP kullanımı ve arz-talep dinamikleri ile 2017'de marjlarını artırabilir. Gıda perakende sektörü de yapısı gereği defansif özellikleri sahiptir. Bu sektörde en beğendiğimiz şirket olarak **Migros** öne çıkıyor. Şirketin hızlı mağaza açma stratejisi (yıllık 220 yeni mağaza), yıllık bazda %16'lık ciro büyümesi ve istikrarlı %6'lık FAVÖK marjı ile 2017T FD/FAVÖK 6,2 çarpanına bakarak, döviz kuru riskine rağmen, hissenin cazip seviyelerde olduğunu düşünüyoruz.

## Hedef fiyat ve Getiri Beklentisi değişiklikleri (12 aylık)

Hisse	Hedef Fiyat (TL)			Getiri Beklentisi	
	Eski	Yeni	% deę.	Eski	Yeni
Al Baraka Bankası	1,65	1,35	-%18	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Anadolu Cam	2,95	3,28	%11	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Coca Cola İçecek	48,4	41,50	-%14	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Ereğli Demir Çelik	5,18	5,18	%0	Endeksin Üzerinde	Endekse Paralel
Ford Otosan	39,30	39,70	%1	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Garanti Bankası	10,00	9,30	-%7	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Halkbank	12,40	11,30	-%9	Endekse Paralel	Endekse Paralel
İş Bankası	5,70	5,80	%2	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Petkim	4,97	4,15	-%16	Endeksin Üzerinde	Endekse Paralel
Şekerbank	1,55	1,20	-%23	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Şişe Cam	4,11	4,50	%9	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Soda Sanayi	5,60	6,60	%18	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Tofaş Oto	25,25	28,65	%13	Endekse Paralel	Endeksin Üzerinde
Trakya Cam	2,98	3,15	%6	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Tüpraş	72,00	87,00	%21	Endekse Paralel	Endeksin Üzerinde
Türk Hava Yolları	6,45	6,05	-%6	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Ülker	25,00	20,50	-%18	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Vakıfbank	5,50	5,00	-%9	Endekse Paralel	Endekse Paralel
Yapı Kredi Bankası	4,75	4,20	-%12	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde

Kaynak: Ak Yatırım

## GARANTİ BANKASI – “Endeksin Üzerinde Getiri”

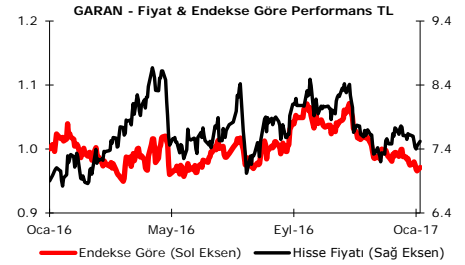
**Garanti Bankası en çok beğendiğimiz hisseler arasında yer almaya devam ediyor.** Banka güçlü sermaye yeterlilik göstergeleri, dirençli net faiz marjı ve enflasyon koruması sağlayan TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü nedeniyle en çok beğendiğimiz hisseler arasında tutuyoruz. Tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyonun ardından hisselerin 12 aylık fiyat hedefini %7 düşürerek hisse başına 9,30 TL düzeyine çektik. Buna göre hisselerin %25 getiri potansiyeli bulunuyor. Bankanın 2017 tahmini öz kaynak kârlılık oranı ise %14 düzeyinde bulunuyor (sektör ortalaması %13,3). Bu durum bankanın F/K ve F/DD oranlarının primli olmasını açıklıyor. Garanti hissesi son bir yıllık dönemde BIST-bankacılık endeksi ile paralel hareket etti. 2017 beklentileri üzerinden hesaplanan F/DD oranı 0,8'de bulunuyor ve sektör ortalamasına göre %21 prim taşıyor. Prim oranı son bir yıllık ortalama ile aynı seviyede bulunuyor.

**Bankanın, denizcilik sektörü kaynaklı sorunlu kredilerinin de takibe dönüşmesiyle, takipteki alacakların Eylül ayı itibarıyla artışı %36'yı buldu (rakiplerde ortalama %29).** Buna bağlı olarak provizyon giderlerinin kredilere oranı %1,48 ile diğerlerinin üzerine çıktı. Ancak önden yüklemeli provizyon politikasının bankanın elini 2017 yılında rahatlatacağı beklentisini taşıyor.

**Garanti Bankası kuvvetli çekirdek sermaye rasyosu (%13,89) ve sermaye yeterlilik rasyosuna (%14,95) sahip bulunuyor.** Bu durum olası bir Fitch not indirimi durumunda (bankalar tarafından 100 – 110 baz puan arası olacağı ifade edilen) olası düşüşe rağmen, bankanın hayli rahat bir sermaye yeterliliğine sahip olacağını ortaya koyuyor.

Piyasa Değeri (milyon TL)	31.332
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	7,46/9,30
SYR (konsolide, 2016/09, %)	14,95
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	640,2

Milyon TL	2015	2016E	2017F
Özkaynaklar	30.981	34.823	39.272
Net Faiz Gelirleri	8.171	10.231	11.011
D. Net Faiz Marjı	3,59%	4,06%	3,94%
Net Kâr	3.407	5.000	5.200
Özkay. Getirisi	11,9%	15,6%	14,1%
F/DD	1,0	0,9	0,8
F/K	9,2	6,3	6,0



## İŞ BANKASI – “Endekse Paralel Getiri”

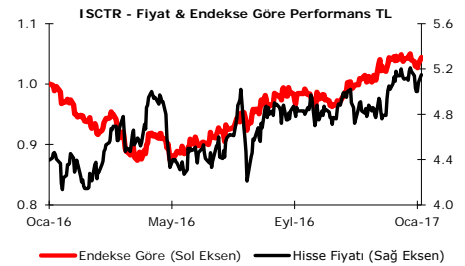
**İş Bankası hissesi için “Endekse Paralel” getiri beklentimizi koruyoruz.** Hisse fiyatında son yedi aylık olumlu ayrışmanın ardından mevcut getiri/risk dağılımının dengeli olduğunu düşünüyoruz. İş Bankası'nın finansal beklentilerindeki güncellemeleri ve iştiraklerindeki daha güçlü değerlemeyi yansıtarak hisselerin 12 aylık hedef fiyatını %1,8 artışla 5,80 TL seviyesine yükselttik. Hissedeki yükseliş potansiyelini %13 olarak hesaplıyoruz.

**İş Bankası, Haziran başından itibaren diğer Bankacılık hisselerinden olumlu yönde ayrışarak fiyatını kayda değer şekilde arttıran tek banka oldu.** İş Bankası bu dönemde BIST-100 ve BIST-bankacılık endekslerinin %15 ve %17 üzerinde getiri sağladı. Bu ayrışmanın (i) hisse fiyatını 2015 başından beri baskılayan dışsal risklerin hafiflemesinden ve (ii) özellikle cam grubundaki iştiraklerin daha primli değerlendirilmeye başlamasından kaynaklandığını düşünüyoruz.

**Bankanın öz kaynak kârlılığının 2012 – 2015 yılları arasında gerilemeden sonra 2016'daki %38 net kâr artışı beklentisi ile bir miktar artmasını bekliyoruz.** Ancak 2017 yılında net kâr artışının olağanüstü gelir etkisinin devreden çıkmasıyla daha düşük düzeyde kalacağını tahmin ediyoruz. 2016'nın ilk dokuz ayında takibe dönüşen alacakların hızlı artışı nedeniyle bankanın takipteki alacak rasyosu 67 baz puan artarak %2,6'ya yükseldi. Bankanın bu dönemde kredi büyümesinde daha ihtiyatlı hareket ederek kredi artışında %6,5 seviyesinde kaldığını (sektörde %8,4) gözledik. Diğer taraftan bankanın Eylül sonu itibarıyla sırasıyla %15,0 ve %12,8 olan konsolide SYR ve çekirdek sermaye oranları önümüzdeki dönemde olası baskılayıcı etkilere karşı (Fitch not değerlendirmesi ile kur ve faizde oynaklık) bankaya önemli bir esneklik sağlıyor.

Piyasa Değeri (milyon TL)	23.040
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	5,12/5,80
SYR (konsolide, 2016/09, %)	14,99
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	112,2

Milyon TL	2015	2016E	2017F
Özkaynaklar	32.035	34.868	38.429
Net Faiz Gelirleri	8.119	9.600	10.537
D. Net Faiz Marjı	3,30%	3,57%	3,49%
Net Kâr	3.083	4.250	4.400
Özkay. Getirisi	12,4%	15,6%	14,1%
F/DD	0,6	0,5	0,5
F/K	7,5	5,4	5,2



## TSKB – “Endeksin Üzerinde Getiri”

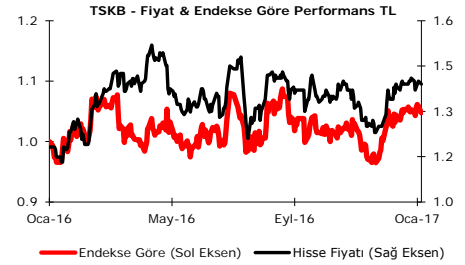
**Güçlü iş modeli sayesinde takibimizdeki bankalar içinde en yüksek öz kaynak kârlılığını yakalamaya devam eden TSKB için ‘Endeksin Üzerinde’ getiri beklentimiz bulunuyor.** Bankanın aynı zamanda uzun vadeli döviz finansman yapısı sayesinde faiz oynaklığından etkilenmeyen marjları ve provizyon baskısının başarılı bir şekilde kontrol ediliyor olması TSKB’yi bankacılık sektörü hisseleri arasında risklerin arttığı dönemler için iyi bir alternatif haline getiriyor.

**TSKB 2013 ortasından beri en iyi performans gösteren bankacılık hissesi oldu.** Bu dönemde hisse BİST-bankacılık endeksinin %58, BİST-100 endeksinin %22 üzerinde getiri sağladı. Hisse son bir yılda da Bankacılık sektör endeksinin %9 üzerinde getiri sağlayarak öne çıktı. 2013 sonrası olumlu ayrışma bankanın 2017 sonu için 0,9 olarak hesapladığımız F/DD oranının bankalar ortalamasına göre %30 prim taşımaya imkan sağlıyor (son iki yıllık ortalama prim %25 düzeyinde; 2013 öncesi dönemde ortalama %8 iskonto taşıyordu).

**İş modeline uygun projeler bulma konusunda bir miktar seçici davranan TSKB son yıllarda ağırlığı enerji sektörüne vermişti.** Ancak bu sektörde verilen kredilerin çoğunlukla üretim amaçlı ve kısmen Hazine garantili projelerden oluşması ve son yıllarda hidronun ağırlığının giderek artan bir oranda alternatif enerji (güneş ve rüzgar) kaynaklarıyla çeşitlendiriliyor olması risk açısından olumlu katkı sağlıyor. Bankanın ayrıca hükümetin programı çerçevesinde bölge hastanelerinin finansörleri arasında yer alacak olması da kredi çeşitlendirmesini artırıyor.

Piyasa Değeri (milyon TL)	2.768
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	1,35/1,70
SYR (solo, 2016/09, %)	15,20
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	7,4

Milyon TL	2015	2016E	2017F
Özkaynaklar	2.489	2.855	3.335
Net Faiz Gelirleri	632	719	825
D. Net Faiz Marjı	3,42%	3,30%	3,11%
Net Kâr	407	480	550
Özkay. Getirisi	17,0%	17,9%	17,8%
F/DD	1,1	1,0	0,8
F/K	6,8	5,8	5,0



## YAPI KREDİ BANKASI – “Endeksin Üzerinde Getiri”

**Yapı Kredi Bankası için ‘Endeksin Üzerinde Getiri’ notumuzu koruyor ve hisseyi en çok beğendiğimiz hisseler listemizde tutmaya devam ediyoruz.** Hissenin 12 aylık fiyat hedefini, temel beklentilerindeki güncelleme ve değerlendirilmede kullandığımız beta faktörünü 1,05’e artırdığımız için, %11,5 oranında düşürerek hisse başına 4,20 TL düzeyine indirdik. Buna göre hissede %28 getiri potansiyeli hesaplıyoruz.

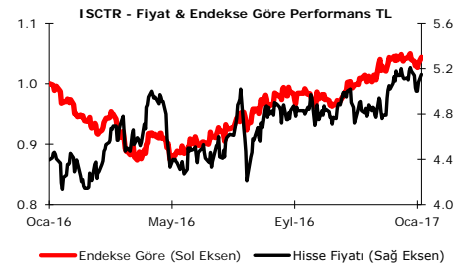
**Yapı Kredi Bankası hisse senedi son yedi ayda bankalar arasında en olumsuz getiri performansını göstererek BİST-bankacılık endeksinin %19 gerisinde kaldı.** Hisse senedindeki bu zayıf performansın İtalyan bankacılık sistemindeki risklerin ve kurdaki dalgalanmaların hisse fiyatına aşırı ihtiyatlı bir şekilde yansımalarından kaynaklandığını düşünüyoruz.

**Yapı Kredi Bankası’nın 2016 yılını % 61,3’lük net kâr artışı ile tamamlamasını öngörüyoruz.** Emsalleri arasında en yükseği olacağını tahmin ettiğimiz kâr artışını bankanın büyüme fazını tamamlayıp daha etkin bir ölçüğe geçmesiyle birlikte (i) net faiz marjı üzerindeki atlama ve aktiflerdeki büyümeye (ii) şube açılışları ve personel alımına bağlı olarak önceki yıllarda çift haneli olan faaliyet gideri artışının tek haneye gerilemesine ve (iii) KOBİ ve ihtiyaç kredilerinde önceki yıllarda yaşanan kuvvetli büyümeye karşın provizyon giderlerinin kontrol altında tutulabilmiş olmasına bağlıyoruz.

**Yapı Kredi Bankası önceki yıllardaki hızlı aktif büyümesi nedeniyle emsallerine kıyasla 2016/9 verilerine göre daha düşük çekirdek sermaye oranı (%10,3) ve sermaye yeterlilik oranı (%13,9) ile faaliyet gösteriyor.** Yatırımcı risk iştahı açısından kurdaki dalgalanmaların ve olası not indirimi gelişmesinin bundan olumsuz etkilenebileceği görüşümüzü koruyoruz. Ancak bu ihtimallerin fiyata aşırı derece yansıtıldığını düşünüyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	14.215
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	3,27/4,20
SYR (konsolide, 2016/09, %)	13,92
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	88,0

Milyon TL	2015	2016E	2017F
Özkaynaklar	23.084	25.015	28.140
Net Faiz Gelirleri	6.173	7.875	8.446
D. Net Faiz Marjı	3,03%	3,54%	3,47%
Net Kâr	1.861	3.000	3.125
Özkay. Getirisi	9,4%	13,1%	12,2%
F/DD	0,7	0,6	0,6
F/K	7,6	4,7	4,5



## HALKBANK – “Endekse Paralel Getiri”

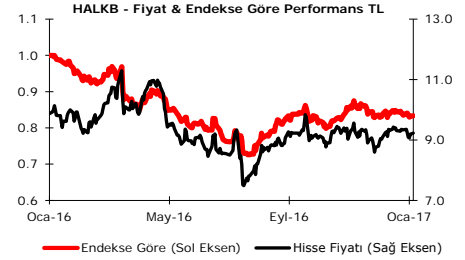
**Halkbank için ‘Endekse Paralel’ getiri beklentimizi koruyoruz.** Halkbank’ı faiz dalgalanmalarına karşı marjları daha hassas olan ve (emekli maaş hesabı promosyon ödemeleri nedeniyle) faaliyet gideri baskısını daha çok hissedeceğini düşündüğümüz bankalar arasında değerlendiriyoruz. Bankaya ilişkin tahminlerimizde yaptığımız güncelleme sonrası hissenin 12 aylık fiyat hedefini %9 azaltarak hisse başına 11,30 TL’ye çektik. Hissede %19 yukarı potansiyel hesaplıyoruz.

**FED’in parasal sıkılaştırma sinyali verdiği 2013 ortasından itibaren Halkbank hisseleri BİST-bankacılık endeksinin %27 gerisinde performans sergiledi.** Bankanın 2017 tahmini F/DD oranı olan 0,5 üzerinden hesaplandığında sektör ortalamasına göre değerlendirme iskontosu %28’e ulaştı. 2013 öncesi üç yıllık ortalama %12 prime işaret etmekteydi.

**KOBİ kredilerinin ağırlığına rağmen Halkbank 2016/9 itibarıyla takipteki alacak oranını sektör ortalamasına yakın (%3,1) düzeyde tutmayı başardı.** Bankanın Grup II kredilerinde 2016’nın ilk dokuz ayında gördüğümüz artış 2017 kârı üzerinde baskılayıcı olabilir ancak genel karşılıklar kaleminde 2018 yılındaki UFRS-9 geçişi dikkate alınarak 3Ç16’da önceden ayrılmış ihtiyati karşılıklar 2017 kârı için destekleyici bir maliyet bazı sağlayacaktır.

Piyasa Değeri (milyon TL)	11.888
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	9,51/11,30
SYR (konsolide, 2016/09, %)	12,91
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	234,7

Milyon TL	2015	2016E	2017F
Özkaynaklar	19.424	21.424	24.195
Net Faiz Gelirleri	5.401	7.011	7.661
D. Net Faiz Marjı	3,22%	3,57%	3,37%
Net Kâr	2.315	2.800	3.050
Özkay. Getirisi	12,2%	14,3%	14,4%
F/DD	0,6	0,6	0,5
F/K	5,1	4,2	3,9



## VAKIFBANK – “Endekse Paralel Getiri”

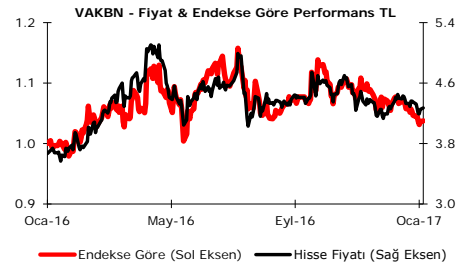
**Vakıfbank için ‘Endekse Paralel’ getiri beklentimizi koruyoruz.** Tahminlerimizdeki değişikliklerin ardından %9,1 azaltarak hisse başına 5,00 TL seviyesine çektiğimiz 12 aylık fiyat hedefi için %17 yukarı potansiyel hesaplıyoruz. Bankanın finansallarında gözlediğimiz olumlu gelişmeye eşlik eden hisse fiyatındaki görece kuvvetli eğilimin mevcut fiyat seviyelerinde dengeli bir risk/getiri profili sunduğunu düşünüyoruz.

**Vakıfbank hisseleri özellikle 2016’nın ilk yarısında diğer bankalardan olumlu yönde ayrıştı.** Hisse fiyatında ikinci yarıda gözlediğimiz zayıflamaya karşın yıllık bazda BİST-bankacılık endeksinin %9,0 üzerinde getiri sağladı. Vakıfbank’ın 0,5 olan 2017 beklenen F/DD oranı ise benzerlerinin ortalamasına göre %23 iskonto taşıyor. Bu iskonto oranı bankanın son bir yıllık ortalaması ile de paralellik taşıyor.

**Banka için 2017 yılı net kâr artış beklentimiz %4,1 düzeyinde bulunuyor (araştırma kapsamımızdaki bankaların ortalaması %4,9).** 2016’daki %24’lük net kâr artış beklentisinin ardından, normalleşmenin daha düşük bir kâr artışına işaret etmesiyle bankanın öz kaynak kârlılık oranının da %13,7’den %13,1’e gerileyerek sektörün %13,3 olan ortalamasının hafif altında kalacağını hesaplıyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	10.675
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	4,27/5,00
SYR (konsolide, 2016/09, %)	14,15
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	111,5

Milyon TL	2015	2016	2017F
Özkaynaklar	16.768	18.636	21.066
Net Faiz Gelirleri	5.614	7.218	8.005
D. Net Faiz Marjı	3,31%	3,82%	3,71%
Net Kâr	1.930	2.450	2.550
Özkay. Getirisi	11,2%	15,0%	13,7%
F/DD	0,7	0,6	0,5
F/K	5,5	4,4	4,2



**AKSA AKRİLİK – “Endeksin Üzerinde Getiri”**

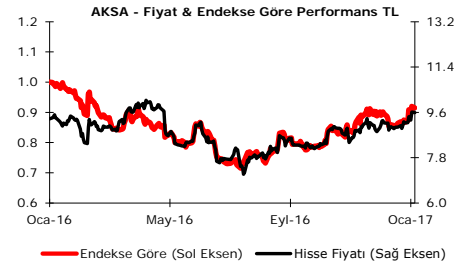
**Aksa Akrilik hisseleri için "Endeksin Üzerinde Getiri" önerimizi sürdürüyoruz ve 12 aylık hedef fiyatını %4 artışla 11,85 TL'ye yükseltiyoruz.** Aksa için 4Ç16 ciro tahminimizi 652 milyon Dolar'a revize ederek şirketin bütçelediği 650 milyon Dolar rakamına yakınlaştırdık. Ayrıca, 2016 yılında daha yüksek seviyede gerçekleşen Dolar/TL kuru ile TL bazında ciroda artış olması değerlememizi olumlu etkiliyor. Ek olarak, Aksa'nın %50 oranında iştirak ettiği DowAksa ortaklığı için tespit ettiğimiz değerlemede de 3,75 dolar/TL kur ile güncelleme yaptık; bu da Aksa'nın hedef fiyat artışına katkıda bulunuyor.

**Aksa Akrilik elyaf satış fiyatlarını akrilonitril fiyat değişimlerine paralel değiştiriyor.** Aksa, piyasada lider konumunda bulunduğundan dolayı akrilik elyaf satış fiyatlarına ana hammadde olan akrilonitril fiyatlarının üzerinde nominal dolar bazında sabit bir fark koyabiliyor. Akrilonitril bir petrokimyasal ürünü olup fiyatı petrol fiyat değişimlerini takip etmektedir. Geçmiş yıllarda değişken petrol ve akrilonitril fiyatlarına rağmen Aksa 120 milyon dolar civarında sabit bir FAVÖK gerçekleştirmeyi başardı. Bu eğilim 2016'nın ilk dokuz ayı itibarıyla da korundu.

**Karbon elyaf işi:** Aksa'nın ABD merkezli Dow ile karbon elyaf sektöründe ortaklığı konumunda olan DowAksa, uzun vadede pozitif getiriler vaat ediyor. Şu anda, Aksa'nın DowAksa'daki payını 185 milyon dolar bedel üzerinden şirketin Dow'a satış değerini emsal olarak hesaplıyoruz (Aksa'nın sahip olduğu %50 payın değeri). DowAksa otomobiller için karbon elyafı geliştirmek üzere Ford Motor ile bir Ortak Geliştirme Anlaşması imzaladı. Buradan sağlanacak katkı uzun vadede değerlememizi artırabilir.

Piyasa Değeri (milyon TL)	1.807
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	9,77/11,85
Net Borç (2016/09, milyon TL)	335
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	3,0

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	2.030	1.969	2.330
FAVÖK	350	416	426
FAVÖK marjı	%17,2	%21,1	%18,3
Net Kar	199	210	209
FD/Satışlar	0,8	0,7	0,6
FD/FAVÖK	4,7	3,4	3,3
F/K	9,5	8,6	8,6



**ARÇELİK – “Endekse Paralel Getiri”**

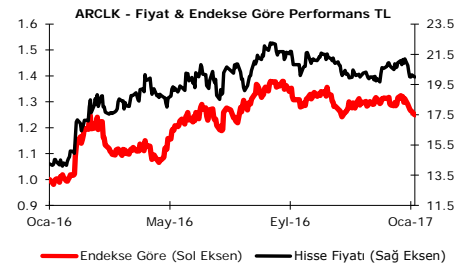
**Arçelik hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımız olan hisse başı 23TL ile “Endekse Paralel” getiri beklentimizi koruyoruz.** Arçelik'in uzun vadeli büyümesinin güçlü kalmaya devam etmesini bekliyoruz (2016-2025 yıllarında yıllık ortalama %12 ciro büyümesi öngörüyoruz). 2016 yılında Arçelik hisseleri endeksin %42 üstünde performans gösterdi: net işletme sermayesi / ciro oranının 3Ç15'te %41,8'ten 4Ç15'de %32,5 seviyesine düşmesiyle birlikte şirketin net borcunda yaşanan büyük düşüş, Arçelik hisselerinin yatırımcıların radarlarına yeniden yeniden girmesine neden oldu.

**Arçelik, Dawlance satın alımıyla birlikte Pakistan pazarına giriş yaptı.** Dawlance Pakistan'da soğutma ve mikrodalga segmentlerinde %45'lik pazar payı ile en önemli beyaz eşya üreticilerinden biridir. Pakistan'da 3 üretim tesisi bulunan şirket yaklaşık 2.000 tane bayi ve satış sonrası servis ağına sahiptir. Arçelik Dawlance'ın %100'ü için toplam 243 milyon Dolar ödedi ve hisse devir işlemi 7 Kasım 2016 itibarıyla tamamlandı. Dawlance'ın 2015 yılı cirosu ve FAVÖK'ü sırasıyla 220 milyon Dolar ve 45 milyon Dolar (~20 FAVÖK marjı) iken net borcu 30 milyon Dolar'dır. Bu verilere göre, Arçelik Dawlance'ı 6.1x FD/FAVÖK çarpanıyla satın almıştır. 2017 yılında Dawlance'ın Arçelik'in konsolide cirosuna yaklaşık %5 ve FAVÖK marjına 30 baz puan katkı yapmasını bekliyoruz.

**Arçelik Romanya'daki iştiraki Arctic'in yatırımı için Aralık 2016'da Romanya hükümetinden 36.1 milyon Euro yatırım teşviki aldı.** Arçelik toplam 104.5 milyon Euro yatırım ile yıllık 2 milyon adet yeni çamaşır makinası üretim fabrikası kuracak. Yatırımın ilk fazının 2018 yılı sonunda ve geri kalanın Eylül 2019'da tamamlanması planlanıyor.

Piyasa Değeri (milyon TL)	13.474
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	19,94/23,00
Net Borç (2016/09, milyon TL)	2.491
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	18,1

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	14.166	16.186	18.370
FAVÖK	1.456	1.700	1.966
FAVÖK marjı	%10,3	%10,5	%10,7
Net Kar	891	930	1.090
FD/Satışlar	1,1	1,0	0,9
FD/FAVÖK	11,0	9,4	8,1
F/K	15,1	14,5	12,4





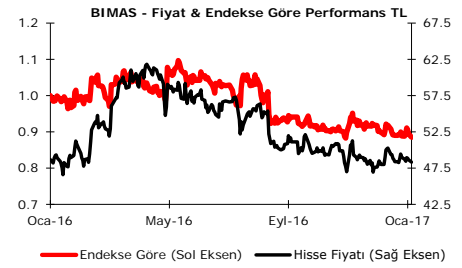
## BİM – “Endekse Paralel Getiri”

**Bim hisseleri için “Endekse Paralel” getiri beklentimizi sürdürüyoruz.** Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız olan 53,00 TL mevcut fiyatlardan %8 yukarı potansiyele işaret ediyor. İndirim marketleri segmentindeki sert rekabet koşulları ve zayıf tüketici güveni Bim’in 2016’da ciro büyümesini olumsuz etkiledi. Hisse, 3Ç16’de marjlarda yaşanan toparlanmaya rağmen, geçtiğimiz 12 aylık dönemde BIST-100 endeksinin %9 gerisinde kaldı. Bim’in 2017 tahminlerimizle 19,8x seviyesindeki F/K çarpanı son beş yıllık tarihsel ortalamasına göre %30 iskontoya işaret etmektedir. Gıda enflasyonunun artması ile birlikte Bim’in 2017 ciro büyümesinin 2016’ya kıyasla hafif yükselmesini bekliyoruz. 2017 FAVÖK marjının ise yatay kalarak %5 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz. Benzer mağaza satış büyümesi ve mağaza trafiğinin artış göstermesi durumunda hisselerin yatırımcı ilgisini yeniden çekebileceğini düşünüyoruz. Bu sebeple hisse için “Endekse Paralel” getiri beklentimizi devam ettiriyoruz.

**Ciro büyümesindeki yavaşlama devam ediyor.** Mağaza açılışlarının devam etmesi ciro büyümesini destekleyecektir, ancak orta vadede, Bim’in geçmişte alışlagelmiş “%20 yıllık ciro büyümesi” yerine, “yıllık %15 ciro büyümesi” dönemine girdiğini düşünüyoruz. İndirim marketleri segmentinde faaliyet gösteren A101 ve Şok’un agresif büyüme stratejileri Bim’in müşteri trafiğine olumsuz yansıyor şirketin ciro büyümesini baskılıyor. Biz bu durumun yakın gelecekte düzelmesini beklemiyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	14.931
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	49,18/53,00
Net Nakit (2016/09, milyon TL)	633
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	36,1

TRYmn	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	17.428	20.054	23.263
FAVÖK	865	1.003	1.163
FAVÖK marjı	%5,0	%5,0	%5,0
Net Kar	582	652	756
FD/Satışlar	0,8	0,7	0,6
FD/FAVÖK	16,5	14,3	12,3
F/K	25,7	22,9	19,8



## EMLAK GYO – “Endeksin Üzerinde Getiri”

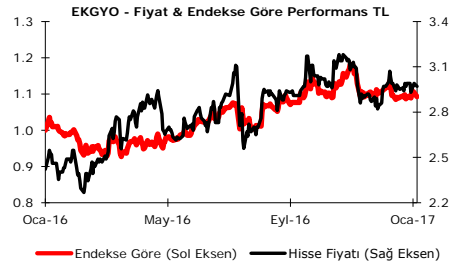
**Emlak GYO hisseleri için getiri beklentimizi “Endeksin Üzerinde” olarak sürdürüyoruz.** Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız olan 4,0 TL, %36 yukarı potansiyele işaret ediyor. Ayrıca Emlak GYO’nun 2016 yılı kârından %6.5 temettü verimine karşılık gelecek şekilde %40 oranında temettü dağıtmasını bekliyoruz. Hisse 3Ç16 sonu itibarıyla net aktif değerine göre %42 iskontolu işlem görürken, tarihsel net aktif değer iskontosu %26 seviyesinde bulunuyor.

**Emlak GYO 2017 yılında 9.900 konutun ön satışını yapmayı hedefliyor. Şirket bu birim satış performansına 2017’de 8 milyar TL ön satış geliri ve 1.8 milyar TL net kar elde etmeyi hedeflemektedir.** Emlak GYO’nun 2016’da ise ön satış hedefi 11,000 konut ve ön satış gelir hedefi 7,6 milyar TL idi. Her ne kadar Emlak GYO’nun 2017 konut ön satış hedefi yıllık bazda düşüşe işaret etse de ön satış geliri %5’lik artışa tekabül etmektedir. Şirket için bizim 2017 beklentilerimiz ise 9.000 adet ön konut satışı ve 2 milyar TL net kar yönündedir (Emlak GYO’nun hedefinin %10 üzerinde).

**2016 yılındaki ihaleler başarılı geçti.** Şirketin 2016 yılında gerçekleştirdiği ihalelerde ortalama 2,08x düzeyindeki ihale çarpanı ile (gelir/arazi ekspertiz değeri) oldukça cazip sonuçlar elde edildi. Bu oran devam eden projeler için 2,12x, yönetimin sürdürülebilir hedefi olan 2,0x çarpanıyla paralel seyrediyor. Diğer taraftan 9A16 itibarıyla Emlak GYO’nun gelir paylaşım modeli ile beklenen iş tutarı 13 milyar 770 milyon TL seviyesine ulaşırken, devam eden inşaatların tamamlanmasıyla 4Ç16-2020 döneminde kümülatif olarak 8 milyar TL’nin net kara yansması beklenmektedir.

Piyasa Değeri (milyon TL)	11.210
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	2,95/4,00
Net Nakit (2016/09, milyon TL)	2.939
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	73,6

TRYmn	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	1.787	3.640	3.902
FAVÖK	768	1.674	1.834
FAVÖK marjı	%43	%46	%47
Net Kar	953	1.827	2.002
FD/Satışlar	4,6	2,3	2,1
FD/FAVÖK	10,8	4,9	4,5
F/K	11,8	6,1	5,6



**EREĞLİ DEMİR ÇELİK – “Endekse Paralel Getiri”**

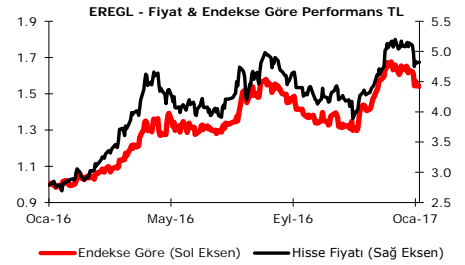
Ereğli Demir Çelik hisseleri için ‘Endeksin Üzerinde’ getiri beklentimizi ‘Endekse Paralel’ olarak indiriyoruz. Bu kararımızın arkasında hissedeki potansiyelin son birkaç aydaki performans ile birlikte fiyatlandığını düşüncesi yatmaktadır. Getiri beklentimizi yukarı çektiğimiz 13 Ekim 2016 tarihli rapordan bu yana Ereğli Demir Çelik hisseleri TL bazında %27 değer kazanarak BİST-100 endeksinin %27 üzerinde getiri sağlamıştır. Ayrıca, şirketin Yönetim Kurulu Başkanı'nın istifasının da hisse senedi için iştahı azaltan olumsuz bir gelişme olduğunu düşünüyoruz.

**Diğer yandan, yükselen çelik fiyatları şirkete ilişkin olumlu beklenti yaratmaktadır.** Ayrıca küresel çelik talebinde canlanma (yeni ABD yönetiminin yatırım paketleri ile talebi canlandıracağı) ve demir çelik hammaddesi olan koklaşabilir kömür fiyatlarının gerilemesi gibi faktörler de ileriye dönük olumlu beklentileri tetikleyebilir.

**Ancak fiyat dinamikleri ve demir çelik talebi şu an çok olumlu bir görüntüye işaret etmiyor.** Koklaşabilir kömür fiyatlarındaki gerilemenin ve çelik fiyatlarının yükselişin devamı konusunda temkinliyiz. Dolayısıyla Ereğli Demir Çelik hisselerinin hedef fiyatında daha fazla yukarı potansiyel görmüyoruz. Ayrıca, Türkiye'deki çelik tüketim artışının son zamanlarda yavaşlaması da temkinli görüşümüzün arkasındaki bir başka sebep olarak bulunmaktadır: çelik tüketimi Ocak-Eylül 2016 döneminde yıllık bazda %2,1 artarken, Ocak-Ekim 2016 döneminde artış %1,2'ye geriledi. Demir cevher fiyatları da yükselişte ve daha fazla artışlar görülebilir.

Piyasa Değeri (milyon TL)	18,550
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	5,30/5,18
Net Borç (2016/09, milyon TL)	158
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	74,0

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	11.915	12.125	13.912
FAVÖK	2.197	2.340	2.615
FAVÖK marjı	%18,4	%19,3	%18,8
Net Kar	1.126	1.301	1.435
FD/Satışlar	1,2	1,5	1,3
FD/FAVÖK	6,6	7,8	7,1
F/K	12,8	14,3	12,9



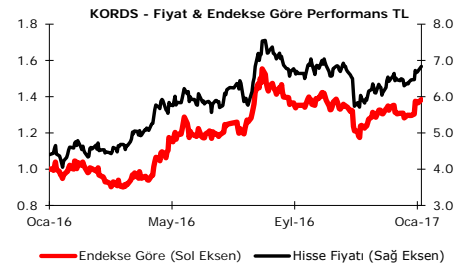
**KORDSA**

**Önde gelen lastik üreticileri ile uzun soluklu ilişkileri olan Kordsa Global lastik kord bezi üretimde küresel pazar lideri konumunda bulunuyor.** Kordsa Global'ın küresel bazda faaliyet yürütmesi ve müşteriye yakın olma kolaylığı rekabet avantajı sağlıyor. Endonezya'da 2015 yılının başında faaliyete geçen yeni bir tesisle şirket, Asya Pasifik bölgesinde güçlü bir büyümenin avantajlarından yararlanacak şekilde konumlanmıştır. Kordsa Global'ın teknolojik gelişimi yeni ürünlerin piyasaya çıkmasına imkan sağlıyor. Kordsa Global, üretim yeteneklerini inşaat ve kompozit malzemeler gibi yeni sektörlerde kullanabiliyor. Ayrıca, Kordsa Global güçlü nakit yaratma ve temettü elde etme imkanı ile bir başka açıdan daha öne çıkıyor.

**Kordsa Yönetimi 2016'da %10-20'lik yıllık ciro ve %15-20 yıllık FAVÖK büyüme hedefleri koymuştu.** Şirketin 2016/9 dönemindeki performansı bu hedeflere yakın gerçekleşti: cironun biraz daha hızlı büyüyeceğini ve FAVÖK'ün biraz daha yavaş artacağını, ve böylece şirketin hedefleri ile uyumlu bir sonucun sağlanacağını tahmin ediyoruz. Kordsa Global, dünya çapında 5 yıllık (2015 - 20) ortalama yıllık büyümesi %4 olarak öngörülen lastik sektöründe, ortalamasının %1-2 üzerinde büyümeyi hedefliyor. Ayrıca, FAVÖK marjının orta vadede aşamalı olarak iyileşme göstermesi hedefleniyor.

Piyasa Değeri (milyon TL)	1.356
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	6,97 / -
Net Borç (2016/09, milyon TL)	516
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	8,2

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	1.735	1.908	2.327
FAVÖK	240	291	367
FAVÖK marjı	%13,8	%15,3	%15,8
Net Kar	99	144	184
FD/Satışlar	0,8	0,9	0,7
FD/FAVÖK	6,1	6,2	4,4
F/K	9,3	9,4	7,4



## MİGROS – “Endeksin Üzerinde Getiri”

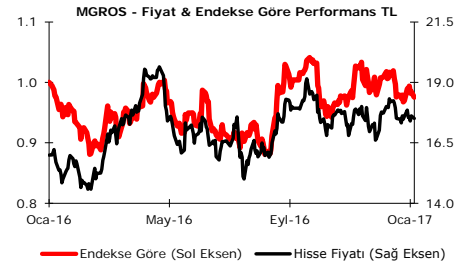
**Migros’u güçlü operasyonel faaliyeti dolayısıyla beğeniyoruz.** Hızlı mağaza açılışları ile Migros’un cirosu yıllık bazda %16 büyürken, %6 seviyesindeki dengeli FAVÖK marjı, %13 serbest nakit akımı verimi ve 35 günlük negatif nakit döngüsü olumlu faktörler olarak öne çıkmaktadır. 2017 tahminimizle 6,2 seviyesindeki FD/FAVÖK çarpanının cazip olduğunu düşünüyoruz (Bim’e göre yaklaşık %50 iskonto, diğer taraftan satış büyümesi Bim’le benzer düzeyde). Bununla birlikte, TL’nin Euro karşısındaki zayıflığı Migros hisseleri üzerinde baskı yaratabilir. Ancak, güçlü operasyonel performansına bağlı olarak Migros en çok beğendiğimiz hisseler arasında yer alıyor (9A16 itibariyle sektörde, yıllık bazda 20 baz puan pazar payı kazanımıyla %5,7’lik pazar payı, gıda perakendecileri arasında 9A16’da yıllık bazdaki en iyi ciro büyümesi). Migros hisseleri için getiri beklentimizi “Endeksin Üzerinde” olarak sürdürüyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız olan 23.00 TL, %32 yukarı potansiyele işaret ediyor.

**Migros 3Ç16 itibariyle bilançosunda 654 milyon Euro döviz kısa pozisyon taşımaktadır.** Dolayısıyla, Euro’nun TL’ye karşı değer kazanması durumlarında Migros kur farkı gideri yazmaktadır.

**Tesco-Kipa satın alımı Rekabet Kurumu onayında bekliyor.** Tesco-Kipa’nın başarılı entegrasyonun Migros’un uzun vadeli büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Bu satın alımın Migros’a sinerji ve ölçek ekonomisi (tedarikten dağıtım) sağlanmasını beklenebilir. Ayrıca Tesco-Kipa’nın elinde bulunan gayrimenkuller (çoğunluğu AVM’den oluşan 37 gayrimenkul) satılarak Migros’un finansal borcunu düşürmekte kullanılabilir.

Piyasa Değeri (milyon TL)	3.083
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	17,32/23,00
Net Borç (2016/09, milyon TL)	1.652
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	7,4

TRYmn	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	9.390	10.892	12.745
FAVÖK	557	654	765
FAVÖK marjı	%5,9	%6,0	%6,0
Net Kar	-370	-230	82
FD/Satışlar	0,5	0,4	0,4
FD/FAVÖK	8,5	7,2	6,2
F/K	n.m.	n.m.	37,6



## PETKİM – “Endekse Paralel Getiri”

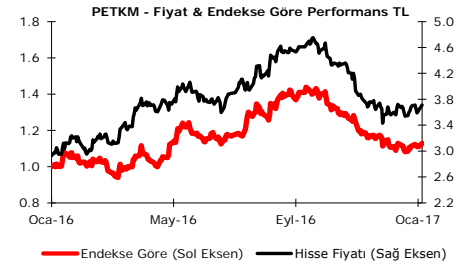
**Etilen-nafta fiyat farkındaki zayıflık 2017 marjları için aşağı yönlü risk oluşturabilir...** 2016’nın ilk dokuz ayında ton başına 575 dolar olan etilen-nafta fiyat farkı, yılın son çeyreğinde 452 dolara düştü. Bu düşüşün OPEC anlaşması sonrası artan ham petrol fiyatlarına paralel artan nafta fiyatları ve Asya’daki bakım sezonunun sona ermesinin ardından yükselen etilen arzından kaynaklandığını düşünüyoruz. 2017 senesi için arz tarafında benzer risklerin devam edeceği varsayımıyla, ton başına brüt karın 172 dolardan 119 dolara düşeceğini tahmin ediyoruz.

**Petlim limanı Aralık 2016’da devreye girdi...** Petkim’in ana ortağı Socar’ın Aliağa yarımadasında gerçekleştirdiği yatırımlar Petkim için maliyet avantajı ve ek gelir getirecek. Bu projelerden biri 2016 Aralık ayında devreye giren 1,5 milyon TEU kapasiteli Petlim limanı. Petkim’in Petlim limanındaki %70 payını 312 milyon dolar olarak değerlendiriyoruz. Liman dışında, 54MW’lık rüzgar enerji santralinin yılın ikinci yarısında, Star rafinerisinin ise 2018 yılının sonunda tam olarak devreye girmesini bekliyoruz.

**Güncellediğimiz tahminlerin ardından, Petkim için getiri beklentimizi “Endekse Paralel” olarak revize ediyoruz.** İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer şirket çarpanlarının karşılaştırması sonucu ulaştığımız 12-aylık hedef fiyat hisse başına 4,15 TL’dir. Benzer şirketler 2017 senesi için 7.2x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görürken, tahminlerimize göre Petkim hissesi 8.7x çarpanıyla işlem görüyor. Öte yandan, 2017 senesi F/K çarpanlarına baktığımızda, Petkim’in 11.6x çarpanıyla, benzer şirketlerin ise 11.7x çarpanıyla işlem gördüğünü görüyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	5.745
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	3,83/4,15
Net Borç (2016/09, milyon TL)	531
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	47,4

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	4.533	4.573	5.541
FAVÖK	662	822	722
FAVÖK marjı	14,6%	18,0%	13,0%
Net Kar	626	581	478
FD/Satışlar	0,92	1,46	1,11
FD/FAVÖK	6,3	7,7	8,7
F/K	6,4	9,6	11,6



**ŞİŞE CAM – “Endeksin Üzerinde Getiri”**

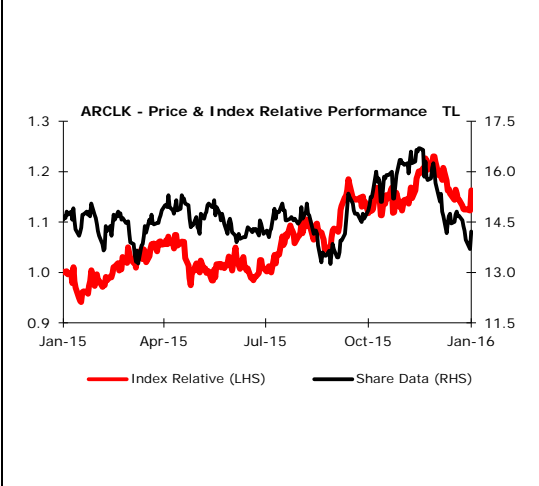
**Şişe Cam hissesi için performans beklentimizi 23 Kasım 2016 tarihinde “Endeksin Üzerinde Getiri”ye yükselttik.** O tarihte Şişe Cam hissesi önceki üç ayda %8 değer kaybederek halka açık iştirak portföyünün (Trakya Cam, Anadolu Cam, Soda Sanayi) ortalama %17 altında, BIST-100 endeksinin ise %8 altında performans göstermişti. Bu zayıf performans sonrası şirketin piyasa değerinin halka açık iştiraklerindeki paylarının değerine olan primi yılbaşından bu yana görülen en düşük seviye olan %41’e kadar gerilemişti. Bu seviye, hissenin 5 yıllık ortalama prim seviyesi olan %59’un da hayli altında kalmıştı. Şişe Cam hissesi, 23 Kasım 2016’dan bugüne endeksin %13 üzerinde getiri sağlayarak olumlu beklentilerimizi haklı çıkarmıştır.

**Son dönemdeki kuvvetli fiyat performansına rağmen hisselerin yatırım hikayesinin sona ermediğini düşünüyoruz.** Son 1,5 aylık dönemde endekse göreceli olarak yüksek getiri sağlamakla birlikte Şişe Cam’ın halka açık iştiraklerinin hisse fiyatlarına göre göreceli kazancı daha sınırlı gerçekleşti. Bu bağlamda, şirketin halka açık iştiraklerindeki paylarının değerine olan primi Kasım ayına göre büyük bir değişiklik göstermedi. Bu bağlamda Şişe Cam’ın göreceli değerlendirme anlamında cazibesinin devam ettiğini düşünüyoruz.

**3Ç16 sonuçlarıyla birlikte cam ev eşyası segmentinin rakamlarında görülen normalleşmenin Şişe Cam’ın hisse fiyatına olumlu yansıdığını düşünüyoruz.** 3Ç16’da halka açık bir şirket ile temsil edilmeyen cam ev eşyası segmentinin gelir büyümesi yıllık bazda %7 seviyesine ulaşırken, FAVÖK marjı %8,8 ile önceki çeyreğe kıyasla daha iyi bir görüntü verdi (2Ç16’daki %5,6 marj son yıllardaki en düşük çeyrek performans idi). 4Ç16’da bu toparlanma trendinin devam etmiş olduğunu tahmin ediyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	7.647
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	3,73/4,50
Net Borç (2016/09, milyon TL)	2,106
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	18,2

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	7,415	8,161	9,154
FAVÖK	1,405	1,676	1,975
FAVÖK marjı	%18,9	%20,5	%21,6
Net Kar	723	740	867
FD/Satışlar	1,3	1,6	1,2
FD/FAVÖK	6,6	7,7	6,2
F/K	10,2	10,5	8,8



**SODA SANAYİ – “Endeksin Üzerinde Getiri”**

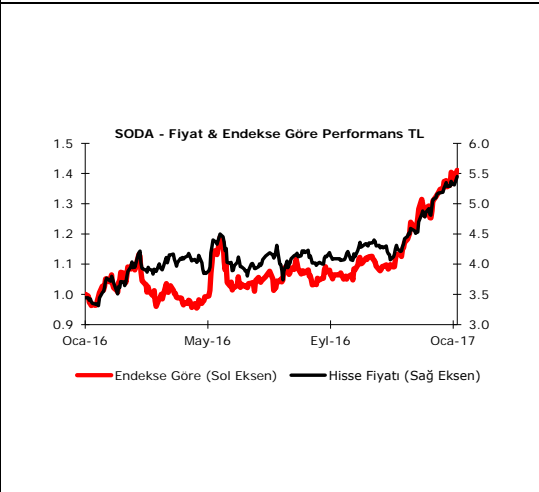
**Soda Sanayi’yi defansif özellikleri nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz.** Soda Sanayi yabancı para cinsinden satış gelirleri, yüksek ihracat potansiyeli, net nakit pozisyonu (9A16’da 464 milyon TL) ve uzun döviz pozisyonu (9A16’da 230 milyon Dolar karşılığı) ile desteklenen güçlü bilanço yapısı ile BIST’te işlem gören en defansif hisselerden biri olarak nitelendirilebilir.

**Şirketin yatırım hikayesi de oldukça çekicidir.** 1) Soda Sanayi’nin 3Ç16’da ürettiği %27,6’lık FAVÖK marjı (yıllık 3 puan artış) son yıllardaki en yüksek çeyrek operasyonel performans gerçekleşmesi olarak göze çarpmaktadır. 9A16’daki %25,6’lık FAVÖK marjı da 2009-15 arasındaki ortalama marj seviyesinin 5 puan üzerindedir. 2) İleriye dönük karlılık beklentileri de enerji maliyetlerinde beklenen tasarruflar (doğalgaz fiyatlarındaki %10 indirim, yeni yatırımın getireceği verimlilik artışı) nedeniyle güçlüdür. 3) Grup şirketlerinin yaptığı %23’lük hisse satışı sonrası Soda Sanayi’nin fiyatında oluşan baskı piyasa tarafından hazmedilmiş durumdadır. Grup içinde başka çapraz Soda Sanayi sahipliği kalmadığından yeni bir hisse satış riski de bulunmamaktadır. 4) Soda 2016’da yüksek temettü dağıtmıştır (2012-15’deki ortalama %20 ödeme ile %2,5 veriminden sonra 2016’da %55 ödeme ile %7 temettü verimi). Şirketin 2017’de bu temettü politikasını devam ettirmesini bekliyoruz.

**Değerleme.** Güncellediğimiz modelimize göre Soda 2017T FD/FAVÖK bazında 6,1 çarpanla işlem görmektedir. Bu rakam 6,3 seviyesindeki uluslararası benzerlerin çarpan seviyesine göre hisselerin değerlemesinin hala pahalı olmadığına işaret etmektedir. Soda Sanayi için güncellenmiş 12 aylık hedef fiyatımız olan 6,60 TL (önceki 5,90 TL) ile “Endeksin Üzerinde” getiri beklentimizi koruyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	4.125
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	5,50/6,60
Net Nakit (2016/09, milyon TL)	464
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	39,2

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	1,772	1,989	2,020
FAVÖK	411	521	572
FAVÖK marjı	%23,2	%26,2	%28,3
Net Kar	434	559	451
FD/Satışlar	1,5	1,8	1,7
FD/FAVÖK	6,3	6,7	6,0
F/K	6,9	7,4	9,1



**TÜRK HAVA YOLLARI – “Endekse Paralel Getiri”**

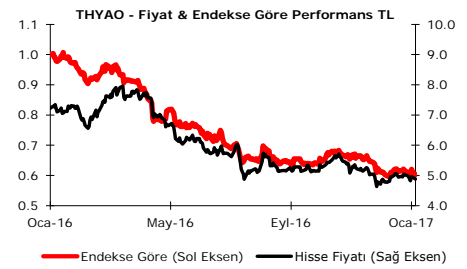
**2016 yılı sektör açısından rüzgarların sert estiği bir yıl oldu.** Türkiye toplam hava yolcusu sayısı 2016’da %4,1 daralırken (dış hat yolcudaki %16 daralma), THY’nin kendi yolcu sayısı ise %2,5 gibi düşük bir hızda büyüdü (THY önceki 5 yılda ortalama %16 büyümüştü). Ayrıca THY’nin Dolar bazında ortalama yolcu başına geliri 2015’de %14 geriledikten sonra 9A16 itibarıyla yıllık %14 daha düşüş gösterdi. 4Ç16’da da aynı trendin devam etmiş olduğunu öngörüyoruz. Bu bağlamda, THY’nin 2016’yı Dolar bazında satış gelirlerinde %8 gerileme ve FAVÖK marjında yıllık 7 puanlık düşüş sonrası %12’nin altında bir seviye ile kapatacağını tahmin ediyoruz. (önceki 4 yıldaki ort. marj: %17). Diğer yandan 9A16’da kaydedilmiş net zararın yıl sonunda net kara dönmesi söz konusu olabilir, zira şirketin Dolar’ın Japon Yeni ve Euro’ya karşı değer kazanması sonrası 4Ç’de 2.0 milyar TL civarı kur farkı geliri kaydedeceğini hesaplıyoruz.

**2017’de operasyonel rakamlarda düzelmeye öngörüyoruz.** Modelimizi THY’nin yolcu sayısını 2017’de “orta tek haneli” seviyede artıracığı ve FAVÖK marjında 2016’daki kayıpların bir kısmını geri kazanacağı varsayımları üzerine kuruyoruz. THY’nin kendisi 2017’de yolcu sayısında %10 büyümeye ve şirket tanımı FAVÖK marjında %17-19 hedeflemektedir (en son gerçekleşme 9A16’daki 9 puanlık düşüş sonrası %17,4’lük marja işaret etmektedir).

**THY’nin halihazırda çekici bir yukarı potansiyel önermediğini düşünüyoruz.** Hedef 6,3 FD/FAVÖK çarpanı (hissenin tarihi ortalama çarpanı) ile yaptığımız değerlendirme THY için 6,05 TL 12 aylık hedef fiyata işaret etmektedir (önceki 6,45 TL). THY hisselerinin piyasa koşullarında belirgin bir değişiklik olmaması durumunda dalgalı bir seyir izlemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	6.652
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	4,82/6,05
Net Borç (2016/09, milyon TL)	26.875
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	255,4

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	28,752	29,308	37,369
FAVÖK	5,459	3,464	6,090
FAVÖK marjı	%19,0	%11,8	%16,3
Net Kar	2,993	320	1,605
FD/Satışlar	1,1	1,1	0,8
FD/FAVÖK	6,8	11,6	6,3
F/K	4,0	20,8	4,2



**TOFAŞ OTO – “Endeksin Üzerinde Getiri”**

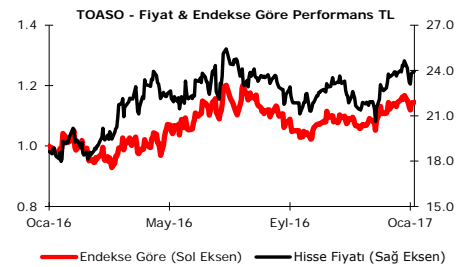
**Tofaş Oto takip listemiz içinde son 2 yılda en yüksek performans göstermiş olan hisselerdendir.** Şirket hissesi endeksin 2015’de %50, 2016’da %24 üzerinde getiri sağlamıştır. Üretim portföyüne yeni eklenen Egea binek araç ailesinin beklenenin üzerinde ticari başarı sağlamanın yanında şirketin korunaklı satış geliri yapısı, kuvvetli bilançosu ve istikrarlı temettü ödemeleri hisseye yönelik yüksek yatırımcı ilgisinin arkasındaki faktörler olarak gösterilebilir.

**2017 yılı için de şirketin yatırım temasını hala kuvvetli olarak görüyoruz.** Egea’nın hatchback ve station-wagon versiyonlarının tüm yıl katkısı ve yeni kapasite artışından sonra gelecek hacim artışı ile Tofaş’ın 2017’de satış gelirleri ve FAVÖK’ünde yine yüksek büyümeye öngörüyoruz (%20’ler civarında). Ayrıca yurtiçi araç talebinde 2017’de bir daralma beklessek de Tofaş’ın binek oto pazarındaki payını artırmasını olası görüyoruz.

**Tofaş Oto için getiri beklentimizi “Endeksin Üzerinde” olarak yukarı revize ediyoruz.** Modelimizde yaptığımız güncellemeler sonrası Tofaş Oto için 2017 satış geliri ve FAVÖK tahminlerimizi ortalama %5 oranında yükselttik (yeni projeksiyonlarımız piyasa ortalama beklentileriyle paraleldir). Bu bağlamda Tofaş’ın 2017T FD/FAVÖK bazında 8,1 çarpanla işlem gördüğünü hesaplıyoruz. Bu rakam hissenin 4 yıllık tarihi ortalama çarpan seviyesine paralel, 2 yıllık tarihi ortalama çarpan seviyesi (8,8) ve Gelişmekte olan Ülkelerdeki uluslararası benzerlerin ortalama çarpanına göre (8,4) göre hafif iskontoludur. Şirketin defansif özellikleri ve parlak finansal görünümünün daha yüksek bir çarpan seviyesini hak ettiğine inanıyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 28,65 TL olarak yukarı revize ediyoruz (önceki 25,25 TL).

Piyasa Değeri (milyon TL)	12.060
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	24,12/28,65
Net Borç (2016/09, milyon TL)	1.996
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	17,0

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	9,921	14,068	17,176
FAVÖK	1,069	1,356	1,643
FAVÖK marjı	%10,8	%9,6	%9,6
Net Kar	831	957	945
FD/Satışlar	1,0	0,9	0,8
FD/FAVÖK	8,9	10,1	8,2
F/K	10,6	12,6	12,8



## TÜPRAŞ – “Endeksin Üzerinde Getiri”

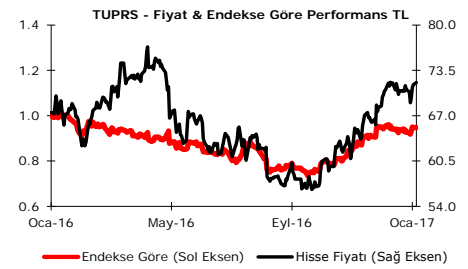
**Rafineri marjlarındaki iyileşme operasyonel karlılığı destekleyecek.** Yılın ilk dokuz ayı varil başına ortalama 3,6 Dolar olan Akdeniz rafineri marjı, dördüncü çeyrekte ortalama 5,0 Dolar olarak gerçekleşti. Sert kış koşullarının ve güçlü küresel endüstriyel üretimin özellikle yılın ilk yarısında dizel talebini güçlü tutmaya devam ederek Tüpraş'ın rafineri marjlarına olumlu yönde katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

**FAVÖK tahminimizi daha verimli RUP kullanımı ve daha iyi marj beklentisiyle yukarı yönlü revize ettik.** 2016 senesi için net rafineri marjı beklentimizi varil başına 4,9 Dolar'dan 5,2 Dolar'a, 2017 senesi için ise 4,5 Dolar'dan 5,5 Dolar'a çıkardık. 2016 senesi için olan yukarı yönlü revizyon hem son aylarda gerçekleşen Akdeniz rafineri marjındaki genişlemeyi hem de envanter kazançlarını yansıtmaktadır. Öte yandan, 2017 senesi için yukarı yönlü revizyonumuz ise Akdeniz rafineri marjının ortalama 3,1 dolar olarak gerçekleşeceği ve RUP'un yüksek verimle çalışabileceği varsayımlarına dayanmaktadır.

**Güncellenen tahminlerimiz ve değerlememizle beraber, Tüpraş için getiri beklentimizi “Endeksin Üzerinde” olarak revize ediyoruz.** İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile ulaştığımız 12-aylık hedef fiyat hisse başına 87.00 TL'dir. Benzer şirketler 2017 senesi için 6,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görürken, tahminlerimize göre Tüpraş hissesi 6,0x çarpanıyla işlem görüyor. Öte yandan, 2017 senesi F/K çarpanlarına baktığımızda, Tüpraş'ın 6,9x çarpanıyla benzer şirketlerin ise 11,6x çarpanıyla işlem gördüğünü görüyoruz.

Piyasa Değeri (milyon TL)	17.968
Mevcut Fiyat / Hedef fiyat (12 Aylık)	71,50/87,00
Net Borç (2016/09, milyon TL)	6253
Ort. Günlük Hacim – (3 aylık, milyon TL)	66,8

Milyon TL	2015	2016T	2017T
Satış Gelirleri	36.893	34.842	49.200
FAVÖK	3.784	3.240	4.180
FAVÖK marjı	10,3%	9,3%	8,5%
Net Kar	2.550	1.624	2.602
FD/Satışlar	0,64	0,72	0,51
FD/FAVÖK	6,3	7,8	6,0
F/K	6,5	11,1	6,9



# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2017