

STRATEJİ 2019

İçindekiler

<u>Hisse Strateji Özeti</u>	3
<u>Makro Görünüm</u>	5
<u>Hisse Strateji</u>	22
<u>Model Portföyümüz</u>	31
<u>Sektörler</u>	34
<u>Bankacılık Sektörü</u>	34
<u>Beyaz Eşya Sektörü</u>	48
<u>Cam Sektörü</u>	51
<u>Çimento Sektörü</u>	56
<u>Demir Çelik Sektörü</u>	60
<u>Gıda Perakendeciliği Sektörü</u>	61
<u>GYO Sektörü</u>	67
<u>Havacılık Sektörü</u>	71
<u>Holdingler</u>	75
<u>Otomotiv Sektörü</u>	77
<u>Savunma Sektörü</u>	81
<u>Ekler</u>	84

- ✓ **Ticaret savaşları ile ilgili ABD ile Çin arasındaki görüşmelerin anlaşma ile sonuçlanmasını bekliyoruz** - Hem ABD’de hem de Çin’de 2019 yılına ilişkin büyüme beklentilerinde aşağı revizyonlar görülüyor. Dolayısıyla baz senaryomuzda tarafların bunu dikkate alarak anlaşacağını, bu anlaşma ardından da küresel piyasalarda risk iştahında artış bekliyoruz.
- ✓ **Fed’den faiz artırımlarını öteleyen açıklamaların devamı risk iştahını artıracaktır** - Fed üyeleri 2019 yılında 2 faiz artırımını beklemesine karşılık piyasalarda bunun fiyatlanmamasını risk olarak görüyoruz. Ancak, önce Fed toplantı tutanaklarında dillendirilen ardından da Fed Başkanı Powell’ın yaptığı açıklamalarda belirttiği faiz artırımları ile ilgili olarak sabırlı olunabileceği mesajları piyasalarda pozitif algılandı. Fed’den olası faiz artırımlarının ötelenmesine ilişkin aynı tonda gelecek açıklamalar, küresel risk iştahını destekleyecektir.
- ✓ **Ekonomideki dengelenme süreci fırsata dönüştürülebilir** - Yıl içinde enflasyonda düşüş, kamu maliyesinde disiplin, cari açığa gerileme ile birlikte ekonomik büyümenin de daha dengeli bir tempoya girmesini bekliyoruz. Yeni Ekonomi Programı’nda öngörülen hedeflerin, gerçekleştirmelerle örtüşmesi, piyasalar için önemli bir yukarı potansiyeli ortaya çıkarabilir.
- ✓ **Yerel seçimler ardından 2023 yılına kadar seçimsiz bir dönem bizi bekliyor** - 31 Mart tarihinde yapılacak yerel seçimlerin ardından Cumhurbaşkanı ve milletvekili seçimlerinin bir arada yapılacağı 2023 yılına kadar Türkiye’nin ajandasında yeni bir seçim yok. Seçim dönemlerine bir risk unsuru olarak değerlendiren yatırımcıların piyasalara geri döndüğünü görebiliriz.
- ✓ **Suriye riski gündemden kalkabilir** - Suriye’de Türkiye sınırı boyunca, kontrolü Türkiye’de olan bir güvenlik bölgesi oluşturulmasına ilişkin süreç, önümüzdeki dönemde Suriye kaynaklı olarak piyasa fiyatlamalarına dahil edilen riskleri azaltabilir.
- ✓ **Bankacılık hisseleri, MSCI benzerlerine göre %48 iskontolu, sanayi hisseleri ise %40 iskontolu işlem görüyor** - 2018 yılında global piyasalardan yaşanan ayrışma ile yaşanan bu iskontonun, hisse piyasamızı cazip kıldığı görüşündeyiz.



Takibimizdeki bankalarda 2019 yılında yıllık %2,6 net kar büyümesi, banka dışı şirketlerde %1,7 daralma bekliyoruz - 2019'da bankalarda en yüksek kar artışının yıllık %16,5 ile TSKB'de, en yüksek gerilemenin de %33 ile ALBRK'da olmasını bekliyoruz. Takip listemizde yer alan banka dışı şirketlerin 2019 yılında toplam net karının yıllık %1,7 daralarak 38 mlr TL seviyesine gerilemesini öngörüyoruz. 2019'da en yüksek kar artışının yıllık %162 ile OTKAR'da, en yüksek gerilemenin de %70 ile TAVHL'de olmasını bekliyoruz.



12 Aylık Endeks Hedefimiz: i) Ticaret savaşına ilişkin belirsizliğin Mart ayı başında sağlanacak anlaşma ile birlikte ortadan kalkacağını, ii) Fed'in son dönemde yumuşattığı tavrı nedeniyle yılın en azından ilk çeyreğinde bir faiz artırımına gitmeyeceğini, iii) Enflasyon ve faizler tarafında, zirve seviyelerden yaşanmaya başlayan gerilemenin sürerek, yeniden piyasaların rahatsız olacağı bir trende dönülmeyeceğini, iv) Banka ve banka dışı şirketlerin MSCI GOP benzerlerine göre bulunduğu cazip seviyelerden aray kapatacağını öngörüyoruz. Mevcut değerlemelerle **12 Aylık endeks hedefimiz 124.000 seviyesidir. Bu hedefimize göre endeksin yükseliş potansiyelini %26 olarak hesaplıyoruz. Bu getiri potansiyeline de bağlı olarak, 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını öneriyoruz.**

MAKRO GÖRÜNÜM

- 2018 makroekonomi özeti
- Küresel büyüme hız kesiyor
- 4 büyük merkez bankası para politikalarında ayrışıyor
- 2018 gelişmekte olan ülkeler için zorlu bir yıl oldu
- TL'nin 2018 serüveni
- Enflasyon hem talep hem maliyet yönlü baskılar altında kaldı
- Yüksek enflasyona karşı atılan adımlar yılın son 2 ayında etkisini gösterdi
- Büyümede iç talebin desteği zayıflarken ihracat ön plana çıktı
- Cari denge ağustos ayından itibaren aylık bazda fazla vermeye başladı
- Bütçe açığı tahminlere yakın gerçekleşti

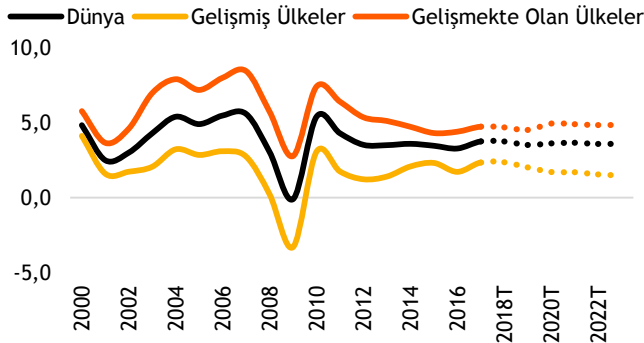
2018 makroekonomi özeti

- ✓ Küresel büyüme ve enflasyondaki toparlanmaya paralel iyimser beklentilerle başlayan 2018, hızlı değişen ekonomik parametreler ve politik belirsizliklerle birlikte beklentilerden çok farklı bir şekilde tamamlandı. 2018 yılında artan ticari endişeler beklentileri olumsuz yönde etkiledi ve 2019 yılı için küresel büyüme beklentileri düşürüldü.
- ✓ Türkiye ekonomisi 2018'in ilk yarısında uzun dönem ortalamalarının üzerinde %6,2 büyüme performansı sergiledi. Ancak yılın ikinci çeyreğinden itibaren hem küresel hem de yurt içi piyasalarda başlayan dalgalanma, ağustos ayında yaşanan kur şoku ve artan jeopolitik riskler, hem piyasalar hem de makroekonomik dengeler üzerinde baskı kurdu.
- ✓ Hızlı büyümeyle genişleyen cari açık, reel sektör borçluluk oranlarındaki artış ve sermaye çıkışları ile TL'de mart ayından itibaren başlayan değer kaybı, ağustos ayında yaşanan kur şoku ile tarihteki en yüksek seviyelerine ulaştı. TL'deki sert değer kaybına karşılık, BDDK ve TCMB'nin attığı adımlara ek olarak Yeni Ekonomi Programı (YEP) kapsamında açıklanan tedbirler, Enflasyonla Mücadele Programı, ağustos ayından itibaren aylık bazda cari fazla verilmesi ve ABD ile ilişkilerin iyileşmesi TL'nin eylül ayından itibaren toparlanmasına destek oldu.
- ✓ TL'deki değer kaybı, maliyetlerdeki artış kanalıyla üretici ve tüketici fiyatlarında da rekor artışlara neden oldu. Tüketici fiyatları ekim ayında %25,24 artış göstererek endeks tarihinin (2003'ten bu yana) en yüksek seviyesine ulaştı. TCMB, mayıs ayında başladığı faiz artırımlarıyla sıkı para politikası doğrultusunda 2018 yılında 4 seferde toplam 1.125 baz puan faiz artırımını gerçekleştirdi. Faiz artırımlarına ek olarak Enflasyonla Mücadele Programı ve ekim ayında açıklanan vergi indirimleri ile enflasyon oranı kasım ve aralık aylarında geriledi. Böylece yıl sonu enflasyon oranı %20,30 seviyesinde gerçekleşti.
- ✓ Küresel piyasalar yılın ikinci çeyreğinden itibaren artan ticaret savaşı endişeleri ve politik riskler ile dalgalı seyretti. Özellikle yılın sonunda hem gelişmiş hem de gelişme olan ülkelerin büyümelerine yönelik endişelerin de artmasına ek olarak petrol fiyatlarındaki gerileme küresel görünüme ilişkin belirsizlikleri artırdı ve küresel risk iştahı bozuldu. Yüksek döviz borcuna sahip gelişmekte olan ülkelerde yıl içinde artan finansman maliyetleri, dolar endeksindeki yükseliş ve jeopolitik riskler ile artan CDS primleri nedeniyle sermaye çıkışları yaşandı.

Küresel büyüme hız kesiyor - 1

- ❑ 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren, sıkılaştan finansal koşullar ve jeopolitik gerginlikler piyasalarda dalgalanmaya neden olurken, ABD tarafından başlatılan ve gitgide artan ticari gerginler küresel ticaret hacmi ve büyüme beklentilerini olumsuz yönde etkiledi.
- ❑ ABD Başkanı Trump'ın Çin ile olan dış ticaret açığını azaltma amacıyla başlattığı ve devamında birçok ülkenin dahil olduğu ticaret savaşları, yıl boyunca gündemdeydi. ABD ve Çin arasında karşılıklı atılan adımlar henüz ABD dış ticaret açığı üzerinde belirgin bir etkiye bulunmasa da Kanada, Meksika, AB ve Türkiye gibi birçok ülkenin dahil olduğu korumacı önlemler, küresel ticaret hacmine ilişkin endişeleri artırdı. Nitekim PMI verileri, ticari endişelerin gelecek üzerinde belirsizliğe neden olarak yatırım harcamalarında çekince yarattığını gösteriyor.
- ❑ Aralık ayında gerçekleşen G20 zirvesinde ABD ve Çin'in 90 gün boyunca yeni gümrük vergisi getirilmemesi yönünde uzlaşmaya varması endişeleri bir süreliğine yatıştırdı. Ancak Çin'de açıklanan verilerin beklenenden hızlı bir yavaşlamaya işaret etmesi ve büyük teknoloji şirketlerinin ticari endişeler ile satış tahminlerini düşürmesi aralık ayında küresel piyasalarda olumsuz algı yaratırken sert satışlara neden oldu.

Küresel GSYH Büyüme Oranları (yıllık % değişim)



* 2018 ve sonrası IMF tahminleridir.

Kaynak: IMF World Economic Outlook Ocak 2019, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Dünya Ticaret Hacmi (yıllık % değişim)



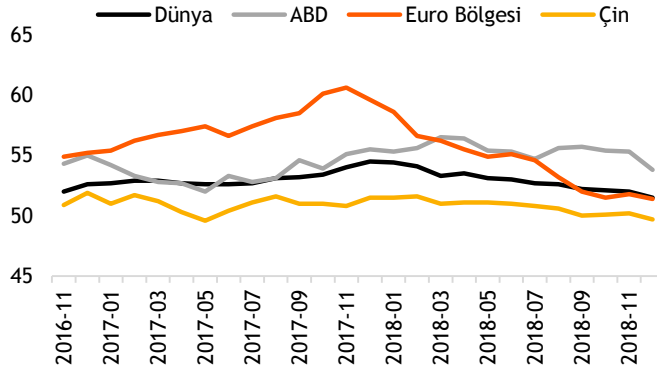
* 2018 ve sonrası IMF tahminleridir.

Kaynak: IMF World Economic Outlook Ocak 2019, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Küresel büyüme hız kesiyor - 2

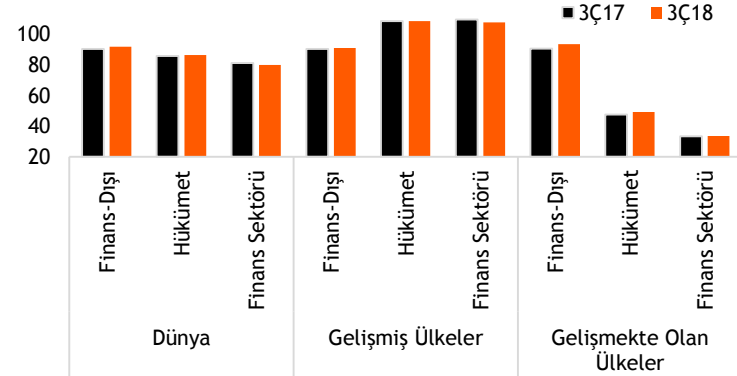
- ❑ 2018'de diğer gelişmiş ülkelerden olumlu olarak ayrılarak büyüme ve enflasyonda güçlü performans sergileyen ABD'de, mali teşviklerin etkisini yitirmesiyle büyümenin 2019'da ivme kaybetmesi bekleniyor.
- ❑ Avrupa'da ise yılın ikinci yarısından itibaren makroekonomik göstergeler karışık bir görünüm ortaya koydu. 2019 için öncü veriler ekonomide yavaşlamaya işaret ederken, Avrupa Birliği içinde İtalya'nın kamu bütçesi, Brexit, ticaret savaşı endişeleri ve artan politik belirsizlikler büyüme üzerindeki aşağı yönlü riskleri artırıyor.
- ❑ Gelişmiş ülkelerde büyüme beklentilerinin gerilemesine ek olarak ticari endişeler ve kredi büyümesinde beklenen yavaşlama ile IMF 2019 yılında Çin için büyüme beklentilerini aşağı yönde revize etti. Aralık ayında 50 olan iyimserlik seviyesinin altında gerçekleşerek 2016'dan bu yana en kötü performansı sergileyen Çin PMI verileri de ekonomik aktivitedeki yavaşlama beklentilerini teyit etti.

İmalat PMI verileri yavaşlamayı teyit ediyor



Kaynak: IHS Markit, Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Küresel borçluluk seviyeleri (% GSYH)

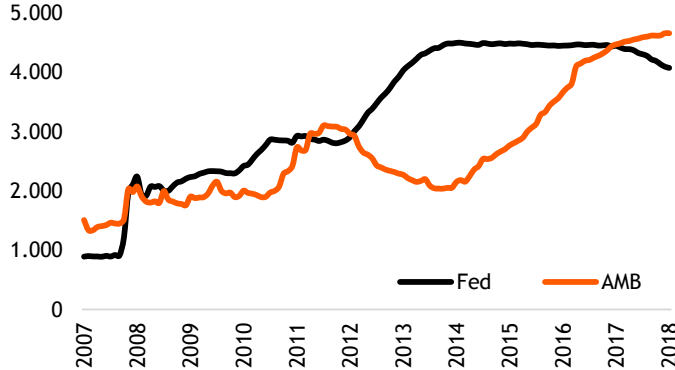


Kaynak: IIF, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

4 büyük merkez bankası para politikalarında ayrışıyor - 1

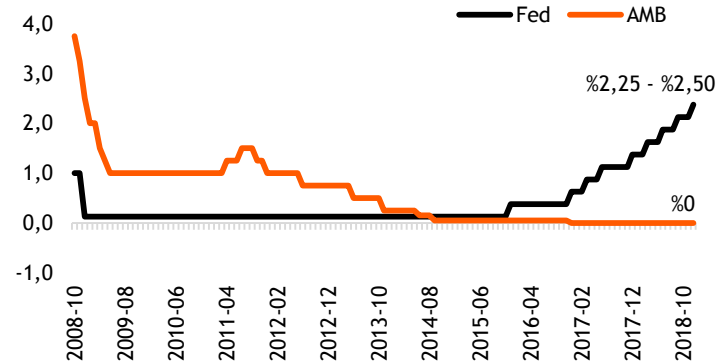
- ❑ ABD’de ekonomik büyümenin güçlü seyri, istihdam piyasasının kriz öncesi seviyelere gelmesi ve enflasyonun Fed’in hedefi olan %2 seviyesinin yakınında olması sayesinde, 2018 yılında 4 faiz artırımını gerçekleştirdi. 2018’in son toplantısında Fed, dünya genelinde ekonomik büyümede beklenen ivme kaybına dikkat çekerek, 2019 yılı büyüme ve enflasyon beklentileri aşağı yönde revize etti. 2019 için 3 olan faiz artırımını beklentisi 2’ye düşürüldü. Fed, 2018’de %3, 2019’da ise %2,3 büyüme bekliyor.
- ❑ Avrupa Merkez Bankası (AMB), 2018’in son toplantısında beklentiler doğrultusunda faizleri sabit bıraktı. 2018 Aralık ayında varlık alım programını sonlandıracağını yineleyen AMB , faiz oranlarının 2019 yazına kadar sabit tutulabileceğini belirtti. 2018’in ilk yarısında güçlü büyüme ve enflasyon verileri ile toparlanmanın sinyallerini veren Avrupa’da, 2018’in ikinci yarısında artan riskler ön plana çıktı. 3Ç18’de çeyreklik bazda %0,2 ile beklentilerin altında büyüyen ekonomide, İtalya’nın kamu borcu, artan siyasi endişeler ve küresel ekonomilerde artan korumacı eğilimler belirsizlikleri artırıyor. Son toplantısında büyüme beklentilerini aşağı yönde güncelleyen AMB, 2018’de %1,9, 2019’da ise %1,7 büyüme bekliyor.

2018’de Fed bilançosunu küçültürken AMB varlık alımlarına devam etti



Kaynak: FRED, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Fed 2015’ten bu yana 9 faiz artırımını gerçekleştirdi

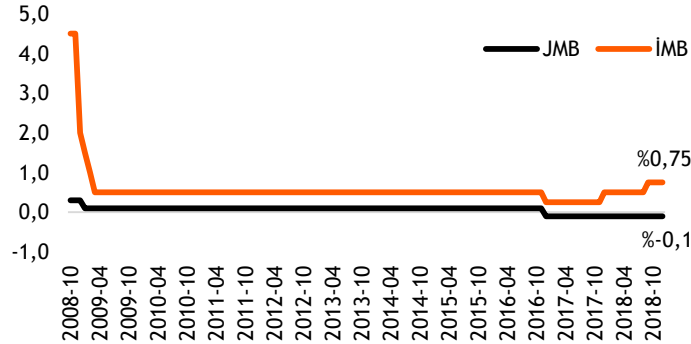


Kaynak: Merkez Bankaları, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

4 büyük merkez bankası para politikalarında ayrışıyor - 2

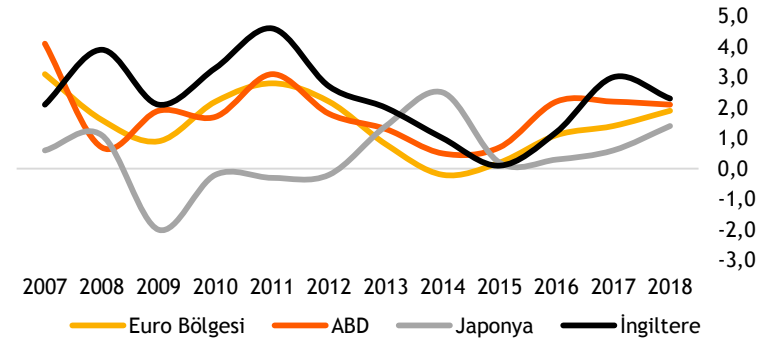
- ❑ 2018'de küresel kriz sonrasında ikinci kez faiz artırımını yapan İngiltere Merkez Bankası (İMB), 2018'in son toplantısında beklentiler dahilinde faiz oranlarını sabit bıraktı. 2018'in sonunda Brexit'e yönelik belirsizliklerin artmasının finansal piyasaları baskıladığı ve küresel ekonomide beklenen yavaşlama ile İngiltere ekonomisindeki zayıf seyrin de devam edebileceği belirtildi. Petrol fiyatlarındaki düşüş İngiltere'de enflasyonu bir süre %2 hedefinin altında tutabilir. İMB'nin Brexit'e yönelik netlik sağlanana kadar 2019'da ilave bir faiz artırımını yapmasını beklemiyoruz.
- ❑ Japonya Merkez Bankası (JMB) 2018'in son para politikası toplantısında da faiz oranlarında ve teşvik programında değişikliğe gitmedi. Öncü ekonomik veriler Japonya'da teşviklerin sona ermesi için daha fazla zamana ihtiyaç olduğunu gösteriyor. Ek olarak Japonya'da yaşanan doğal afetler ekonomik aktiviteyi olumsuz etkiliyor. 2018'de yaşanan deprem, tayfun ve aşırı sıcaklıklar 3Ç18'de ekonominin beklentilerin üzerinde %0,6 daralmasında etkili oldu. Petrol fiyatlarındaki düşüş enflasyonun hedeflenen %2'lik seviyelere ulaşmasını engelliyor. Ticaret savaşları ve korumacı politikalar ekonomideki riskleri artırırken Japon ekonomisinin 2019'da daha fazla teşvike ihtiyaç duyacağı değerlendiriliyor.

Japonya ve İngiltere'de faizler %0'a yakın seyrediyor



Kaynak: Merkez Bankaları, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Japonya enflasyonda geride kalmaya devam ediyor

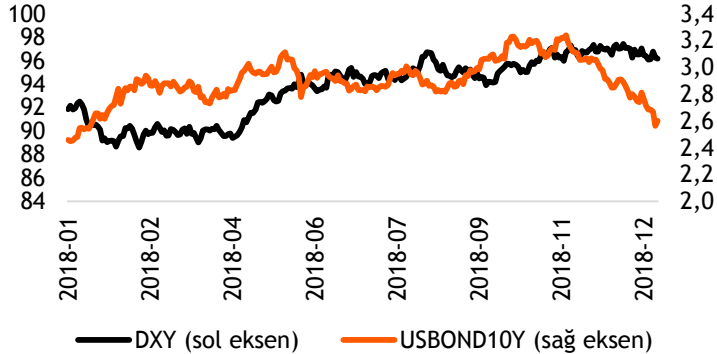


Kaynak: Merkez Bankaları, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

2018 gelişmekte olan ülkeler için zorlu bir yıl oldu - 3

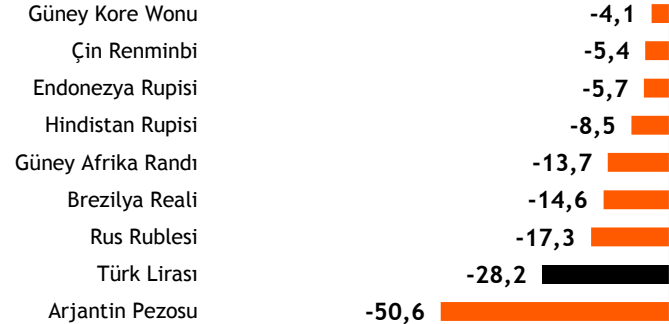
- ❑ Küresel büyüme beklentilerinin aşağı yönde güncellendiği, doların diğer başlıca para birimlerine karşı değer kazandığı ve Fed faiz artırımları ile borçlanma maliyetlerinin arttığı 2018 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahı zayıfladı.
- ❑ Fed'in faiz artırımları ile güçlenen dolar ve yükselen faizler borçluluk oranı yüksek olan Arjantin ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkilerken finansal koşullardaki değişim ile zayıflayan sermaye akımları da para birimlerinin dolar karşısında değer kaybetmesine neden oldu. Enflasyonist baskıların da artması ile gelişmekte olan ülke merkez bankaları para politikalarında sıkılaşmaya gitti.

ABD 10 yıllık tahvil faizleri 2011 sonrasındaki en yüksek seviyesini test etti



Kaynak: Matriks, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Arjantin Pesosu ve Türk Lirası 2018'de en kötü performans sergileyen para birimleri oldu *

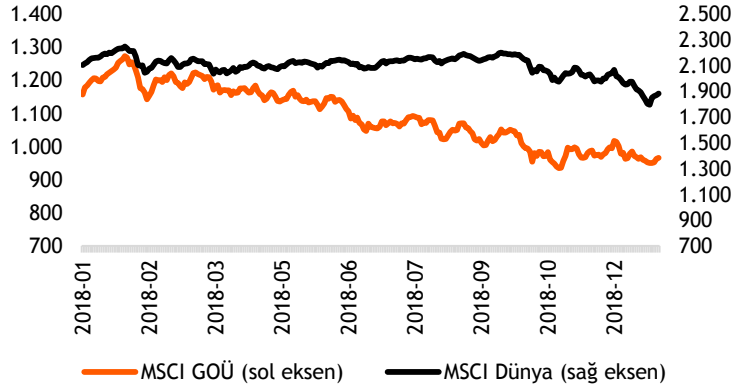


* Dolara karşı yıllık % değişim

Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

2018 gelişmekte olan ülkeler için zorlu bir yıl oldu - 3

- ❑ 2018'in ilk 3 çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının %85'i, Çin tahvil piyasasının yabancılara açılmış olmasının da katkısıyla, Çin'e yoğunlaştı. Yılın ikinci yarısından itibaren ticaret savaşları, hızlı kredi daralması ve öncü verilerin ekonomik aktivitede yavaşlamaya işaret etmesi Çin'e yönelik beklentilerdeki bozulmaya neden oldu ve 2019 büyüme beklentileri aşağı yönde revize edildi. Küresel büyümeye olan yaklaşık %27,2 katkısı nedeniyle Çin'e ilişkin ekonomik büyüme beklentilerinin düşmesi küresel büyümeye beklentilerini de olumsuz etkiledi.
- ❑ Brent tipi petrol fiyatları 2018'de petrol arzına yönelik endişeler, OPEC ile ilgili belirsizlikler ve ABD'nin İran'a yönelik yaptırımları nedeniyle dalgalı bir seyir izledi. Ekim ayında Brent petrol 86 dolara yükselerek 2014'ten sonraki en yüksek seviyeye ulaştı. Yükselen petrol fiyatları gelişmekte olan ülkelere enflasyonist baskı oluştururken, petrol ithalatçısı ülkelerde cari açığı artırıcı etkide de bulundu. Yılın son çeyreğinde ise Çin'e ve küresel ekonomiye ilişkin büyüme endişeleri, ABD'nin İran yaptırımlarındaki belirsizlik ve Suudi Arabistan'da artan üretim ile petrol fiyatlarında hızlı gerileme yaşandı.



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Brent petrol fiyatları yıl sonunda sert düşüş gösterdi

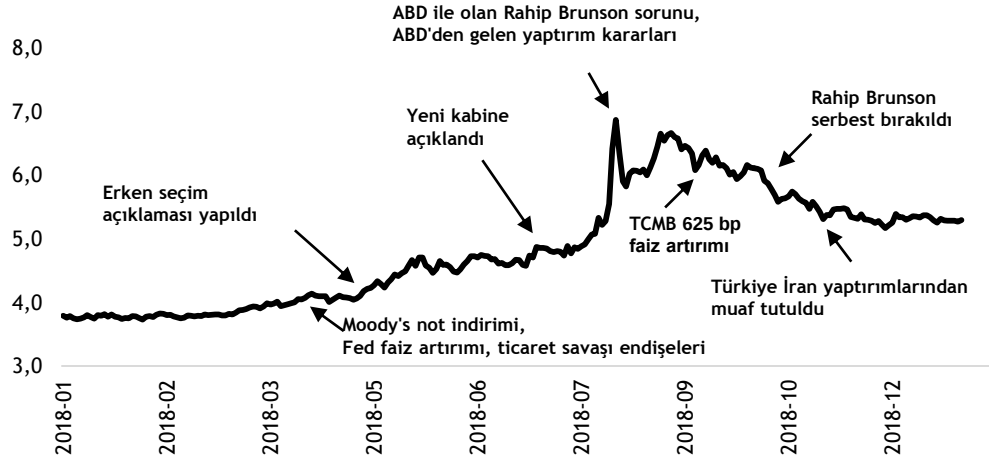


Kaynak: Matriks, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

TL'nin 2018 Serüveni - 4

- ❑ 2018'in ilk yarısında, Türkiye'nin yüksek cari açığı ve yüksek reel sektör borçluluğuna ek olarak gelişmekte olan ülke paraları üzerinde baskı kuran Fed faiz artırımları ve dolar endeksindeki yükseliş, Türk Lirası'nı da olumsuz etkiledi. Artan döviz ihtiyacı TL üzerinde baskı kurarken, Fed'in faiz artırımları finansman maliyetlerini artırarak reel sektöre yönelik riskleri artırdı. Azalan küresel risk iştahı sonucunda finansal piyasalardan yüklü miktarda sermaye çıkışı yaşandı.
- ❑ Yılın ilk yarısında küresel konjonktüre paralel olarak değer kaybeden TL, yılın ikinci yarısında ABD ile ikili ilişkilerde yaşanan gerginlikler ile olumsuz ayrılarak sert bir dalgalanmaya maruz kaldı. TL'deki sert değer kaybı, hali hazırda bozulmakta olan beklentileri olumsuz etkilerken enflasyon oranının da sert bir şekilde yükselmesinde etkili oldu.

TL'nin 2018 serüveni

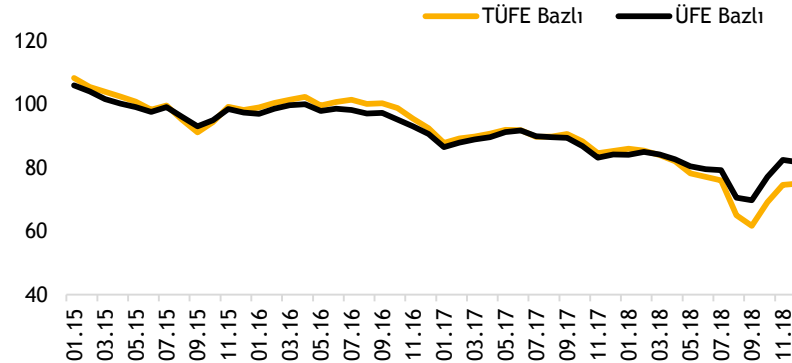


Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

TL'nin 2018 Serüveni - 4

- ❑ TL'deki değer kaybına karşılık TCMB ve BDDK piyasadaki TL likidite yönetimi konusunda adımlar attı. TCMB bankaların zorunlu karşılık oranlarında ve rezerv opsiyon mekanizmasında değişiklikler yaparken, Merkez Bankası bünyesinde döviz karşılığı TL swap piyasası açıldı. TCMB'nin TL'deki değer kaybı ile yükselen enflasyona karşı aldığı önlemler de TL'yi destekleyici etkide bulundu. 2017 Ocak ayından itibaren fonlamasını geç likidite penceresinden gerçekleştiren TCMB'nin sadeleşme sürecini tamamlayarak 1 hafta vadeli repo faizine dönmesi ve eylül ayında yapılan 625 baz puan faiz artırımı TL'nin güçlenmesine yardımcı oldu. BDDK ise, bankaların yurtdışı yerleşiklerle yaptıkları TL para swap ve vadesinde TL alım yönünde swap dışı türev işlemlerinin (forward, opsiyon, vb) toplamının bankaların en son hesapladıkları yasal öz kaynakların %25'ini (önceki oran %50) aşamayacağı yönünde karar aldı.
- ❑ Ağustos ayındaki değer kaybının ardından, ekim ayında ABD'nin İran'a yönelik ekonomik yaptırımlarından Türkiye'yi muaf tutması ve iki ülke ilişkilerindeki düzelleme, TCMB'nin sıkı para politikasının gecikmeli etkileri, ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya bağlı olarak cari dengedeki iyileşme ve petrol fiyatlarındaki gerileme TL'yi destekledi. 2018'in son çeyreğinde TL kayıplarının bir kısmını geri alarak, görece daha dengeli bir görünüm sergiledi.

Reel Efektif Döviz Kuru

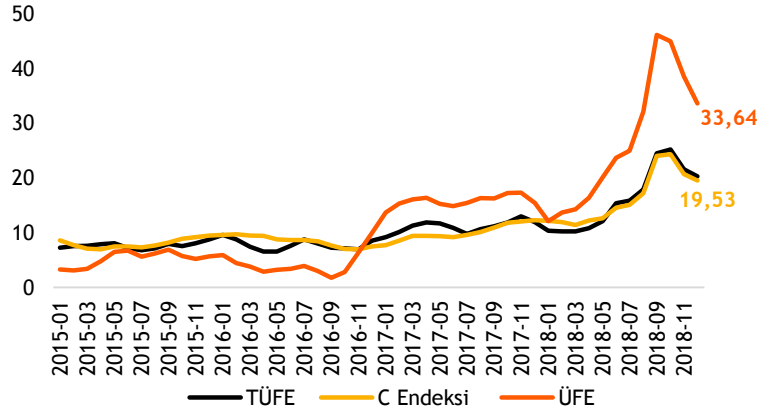


Kaynak: TCMB EVDS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Enflasyon hem talep hem maliyet yönlü baskılar altında kaldı

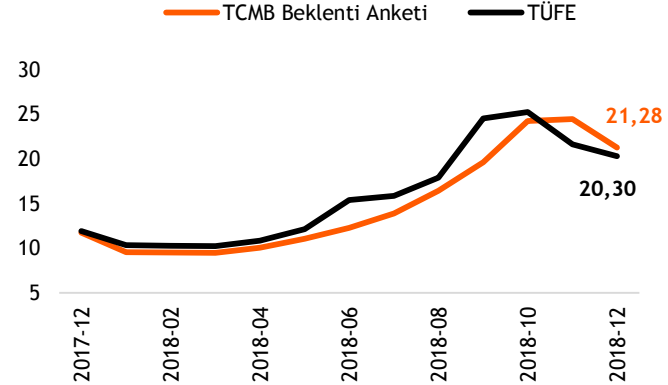
- ❑ Enflasyon oranı potansiyelin üzerinde büyüme ve canlı talep koşulları ile 2018'e çift haneli seviyelerde başladı. Yılın başında talep yönlü baskılarla artan olan tüketici fiyatları, başta TL'deki birikimli değer kaybı ve sıkılaştan finansal koşullar nedeniyle yılın devamında artan maliyetlerin etkisinde kaldı. Tüketici fiyatlarında nisan ayında başlayan hızlı yükseliş, ağustos ayındaki kur şokunun da etkisiyle ekim ayında %25,24 ile 2003'ten bu yana en yüksek seviyesine ulaştı.
- ❑ TL'deki birikimli değer kaybı yıl boyunca tüketici fiyatlarını yukarı yönde etkilerken, üretici maliyetlerini de artırarak üretici ve tüketici fiyatları arasındaki makasın tarihi yüksek seviyelerde açılmasına neden oldu. Maliyetlerin enflasyona gecikmeli de olsa yansıtılacağı beklentisi, enflasyondaki katılığı besledi. Çekirdek enflasyon göstergeleri de yıl boyunca yüksek seviyelerde kaldı.

Enflasyonda sert yükseliş yaşandı



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tüketici fiyatlarındaki artış beklentilerden ayrıştı

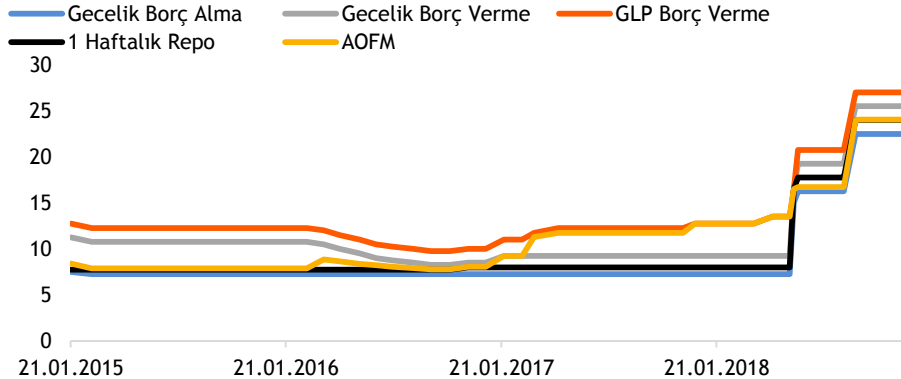


Kaynak: TCMB EVDS, TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Yüksek enflasyona karşı atılan adımlar yılın son 2 ayında etkisini gösterdi

- ❑ Merkez Bankası, enflasyondaki hızlı yükselişe karşılık yılın ikinci yarısından itibaren yüklü faiz artırımını gerçekleştirdi. TL'nin eylül ayından itibaren kayıplarını geri almaya başlaması, petrol fiyatlarındaki gerileme, faiz artırımlarının gecikmeli etkileri, Enflasyonla Mücadele Programı ve yılın son aylarında uygulamaya koyulan vergi indirimleri ile enflasyon oranı kasım ve aralık aylarında gerileyerek yılı %20,30 seviyesinde tamamladı.
- ❑ 2018'in son aylarında açıklanan vergi indirimlerinin 2019'un ilk 3 ayında da uygulamada kalacağından açıklanması ardından enflasyon beklentilerimizde güncelleme yaptık. Her ne kadar birikimli maliyet etkileri, asgari ücretteki %26 artış ve olumsuz baz etkisi nedeniyle enflasyonda ilk çeyrekte yukarı yönlü riskler mevcut olsa da, petrol fiyatlarındaki gerilemenin devamı, vergi indirimleri ile doğalgaz ve elektrik indirimlerinin yukarı yönlü riskleri sınırlandırabileceğini düşünüyoruz. Enflasyonda düşüşün yılın ikinci yarısından itibaren belirginleşmesini ve **2019 yıl sonunda enflasyon oranının %15 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.**

TCMB yıl içinde 1.125 baz puan faiz artırarak 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını %24'e yükseltti.



2018 Faiz Karnesi

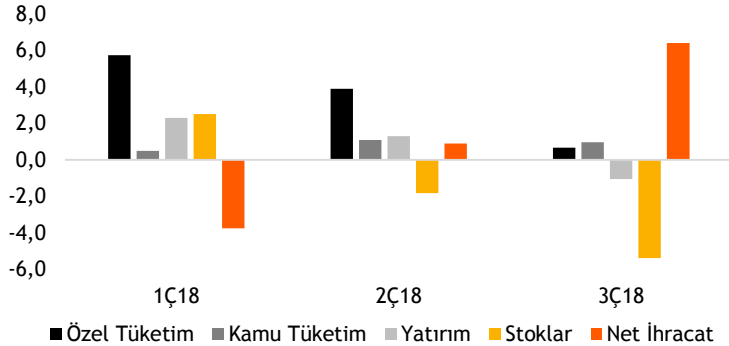
- Nisan 2018: GLP'de 75 baz puan artırım yapıldı.
- Mayıs 2018: GLP'de 300 baz puan artırım yapıldı.
- Haziran 2018: 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı 125 baz puan artırıldı.
- Eylül 2018: 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı 625 baz puan artırıldı.

Kaynak: TCMB EVDS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

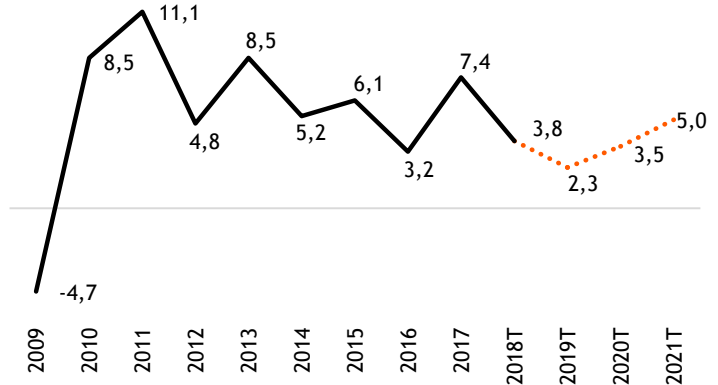
Büyümede iç talebin desteği zayıflarken ihracat ön plana çıktı - 1

- ❑ 2018'in ilk yarısında iç tüketim ve yatırım harcamalarının katkısıyla %6,2 büyüyen ekonomide, öncü göstergeler yılın ikinci yarısından itibaren büyümenin ivme kaybettiğine işaret etti. TL'deki değer kaybı ve enflasyondaki hızlı artışa paralel zayıflayan iç talep koşulları ve beklentilerdeki bozulma ile gerileyen yatırım harcamaları 3Ç18'de ekonomik aktivitedeki yavaşlamayı belirginleştirdi. Dış talebin gücünü koruması ve TL'deki zayıflık ihracatı desteklerken ithalattaki yavaşlama ile net ihracatın büyümeye katkısı arttı. Net ihracattan gelen olumlu katkı ile 3Ç18'de yıllık bazda %1,6 büyüyen ekonomide, çeyreklik bazda ise daralmanın başladığını gördük.
- ❑ 2018'in dördüncü çeyreğinde kredi büyümesindeki gerilemenin belirginleşmesi, sanayi üretimi ve yatırımlardaki gerileme ile beklentilerdeki zayıflama ekonomideki zorlu koşulların belirginleşeceğine işaret ediyor. Öncü veriler ışığında, 4Ç18'de ekonominin %0,9 daralmasını ve 2018 yılı büyümesinin %3,3 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Harcama Yöntemiyle GSYH'ye Katkılar (% Puan)



Harcama Yöntemiyle GSYH Büyümesi (%)



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

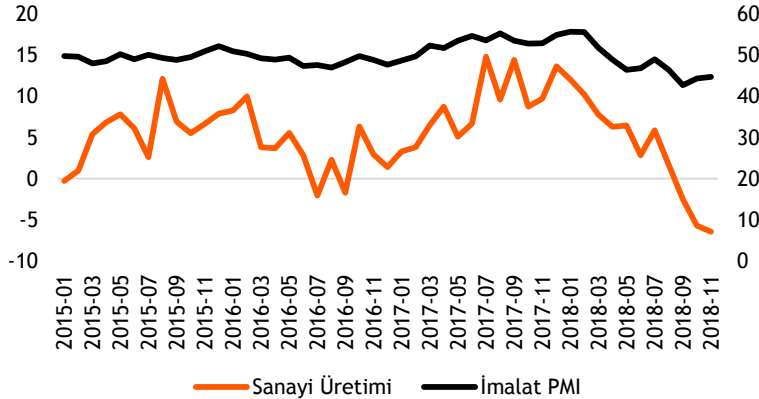
* 2018 ve sonrası YEP tahminleridir.

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Büyümede iç talebin desteği zayıflarken ihracat ön plana çıktı - 2

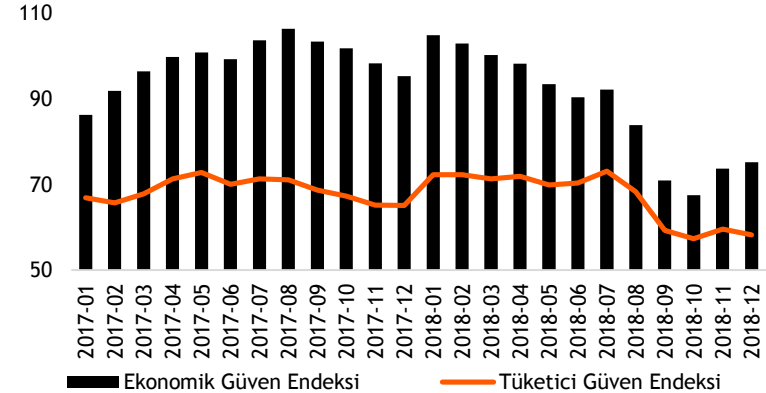
- ❑ Sanayi üretiminde sert düşüş devam ederken nisan ayından itibaren 50 olan iyimserlik seviyesinin altında gerçekleşen PMI verileri imalat sektöründeki zorlu koşulları ortaya koyuyor. 3Ç18'de stoklardaki sert gerileme sonucunda önümüzdeki dönemde üretim artışı için ara malı ithalatına olan ihtiyacın yükselmesini bekliyoruz. Ağırlıklı olarak ithal ara malına dayalı üretim koşulları, ekonomide toparlanma sürecinde net ihracattan gelen katkının azalmasına neden olabilir.
- ❑ Finansal koşullardaki sıkılık iç talebi baskılamaya devam ederken, yüksek enflasyon ve üretime ilişkin verilerdeki gerileme ile 2019'un ilk yarısında ekonomideki zayıflamanın devam etmesini ve ikinci yarından itibaren başlayacak toparlanma ile ekonominin 2019 yılında yıllık bazda %1,5 büyümesini bekliyoruz.

Sanayi üretimi ve PMI



Kaynak: TÜİK, Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Güven endekslerinde sert gerileme görüldü

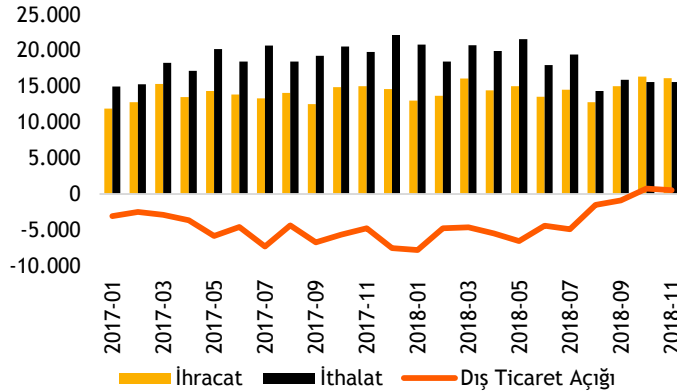


Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Cari denge ağustos ayından itibaren aylık bazda fazla vermeye başladı - 1

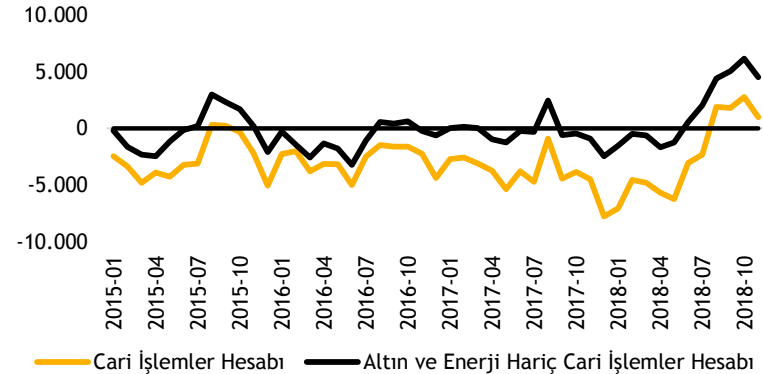
- ❑ 2018'in ilk yarısında güçlü büyüme performansı ve altın ithalatındaki yüksek seyrin etkisiyle genişleyen cari açık, ağustos ayından itibaren ekonomik aktivitede başlayan yavaşlama ile daralmaya başladı.
- ❑ Enflasyondaki artış ve satın alma gücündeki düşüş ile zayıflayan iç talep, tüketim malları ithalatında sert gerilemeye neden oldu. Üretimdeki daralma ile yatırım ve sermaye malları ithalatında da düşüş yaşandı. Buna karşılık güçlü seyreden dış talep ve TL'deki değer kaybının pozitif etkisi ile ihracatta artış görüldü. Böylece dış ticaret açığı haziran ayından itibaren gerilemeye başladı. Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan öncü verilere göre 2018 yılında ihracat yıllık bazda %7,1 artarken ithalat %4,6 azaldı. Böylece dış ticaret açığı yıllık bazda %28,4 azalarak 54,9 mn \$'a geriledi.
- ❑ Dış ticaret açığındaki gerilemenin olumlu katkısı yanında turizm gelirlerindeki artış ve petrol fiyatlarındaki gerileme de cari açığındaki düşüşü destekledi. 2018 Ocak ayında 51,7 mlr \$ olan yıllıklandırılmış cari açık kasım ayında 33,9 mlr \$'a geriledi.

Dış Ticaret Dengesindeki İyileşme Belirginleşiyor



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

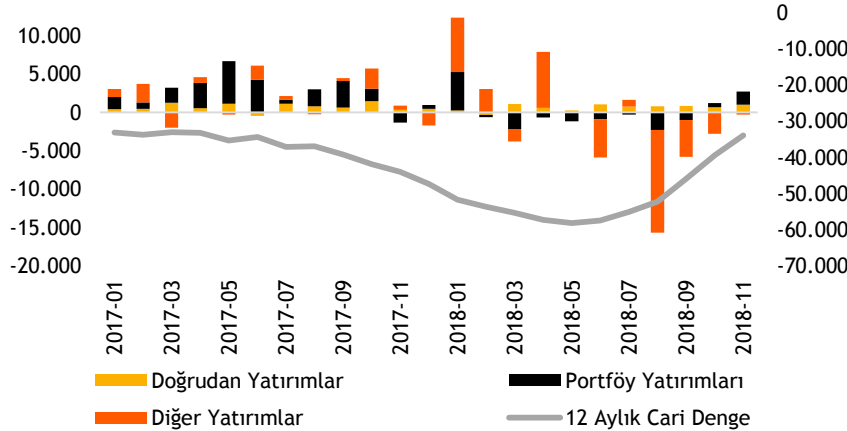
Cari denge aylık bazda fazla veriyor



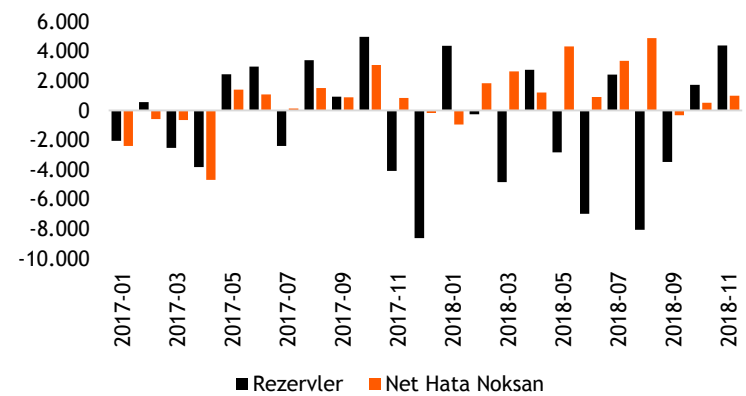
Kaynak: TUIK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Cari denge ağustos ayından itibaren aylık bazda fazla vermeye başladı - 2

- ❑ Cari işlemler hesabındaki gerilemenin devamını beklemekle birlikte finansman tarafına dikkat çekmek istiyoruz. 2018 yılının ilk 11 ayında, net doğrudan yatırımlarda 7 mlr \$ giriş kaydedilirken, net portföy yatırımlarında 1,4 mlr \$ çıkış oldu. 2017 yılında cari dengenin finansmanında önemli rol oynayan ve 24,5 mlr \$ giriş görülen portföy yatırımlarında 2018 genelinde çıkış yaşandı. 2018’de doğrudan yatırımlar da zayıftı.. Ocak - Kasım döneminde yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye’ye doğrudan yatırımlarının %57’sinin gayrimenkul yatırımlarından oluşması ise yatırımların verimliliğini düşürdü. Sermaye girişlerinin zayıf seyri yıl içinde cari açığın finansmanında TCMB rezervlerinin ve net hata noksan kaleminin katkısını ön plana çıkardı.
- ❑ 2019 yılının ilk yarısında, ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın devamı ve petrol fiyatlarındaki ılımlı görünüm nedeniyle cari açığtaki gerilemenin devam etmesini bekliyoruz.



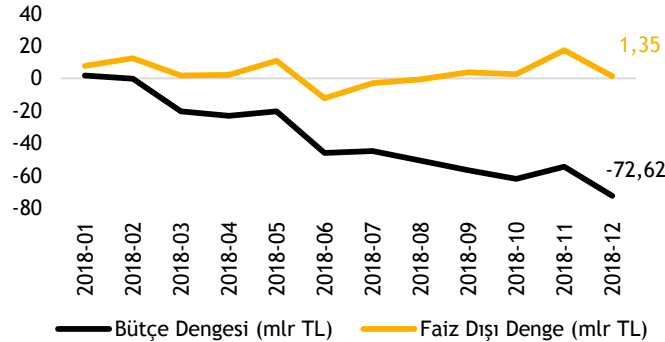
Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji



Kaynak: TCMB EVDS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Bütçe açığı tahminlere yakın gerçekleşti

- ❑ 2018'in ilk yarısında ekonomik büyümeyi destekleyici teşvikler ile artan harcamalar ve cari transferlerdeki yükseliş bütçe açığının artmasına neden oldu. Ek olarak artan faizler nedeniyle faiz giderlerindeki yükseliş de bütçeyi olumsuz etkiledi. Yılın ikinci yarısından itibaren bozulan makroekonomik dengelere karşılık sıkı para politikasının maliye politikası ile desteklenmesi kritik önem taşıdı.
- ❑ 2018 yılında Merkezi Yönetim bütçe açığı YEP hedefleri ile uyumlu olarak 72,6 milyar TL olarak gerçekleşti. Akaryakıtta uygulanan eşel mobil sistemi, KDV ve ÖTV indirimleri ile ekonomideki yavaşlamaya paralel olarak vergi gelirlerinde yıllık bazda gerileme yaşandı. Vergi afları ve imar barışı gibi uygulamalar gelirlerdeki düşüşü sınırlarken, faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle faiz giderlerinde artış görüldü. 2018'de Eylül ayında açıklanan YEP, tasarrufları artırmaya ve harcamaları azaltmaya odaklanırken, maliye politikasının enflasyonla mücadelede sıkı para politikasına destek olacağına üzerinde duruldu. 2019'un ilk çeyreğinde vergi indirimlerinin devam etmesi ve yerel seçimler nedeniyle bütçenin baskı altında kalabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ Hazine nakit dengesi ise 2018 yılında 70,3 milyar TL açık verdi. Hazine 2018 yılında 52,7 mlr TL net dış borçlanma gerçekleştiren, 47,9 mlr TL net iç borçlanma gerçekleştirdi. 1Ç19 için açıklanan programda Hazine'nin 42,3 mlr TL iç borçlanma yapacağı belirtildi.



Kaynak: BUMKO, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

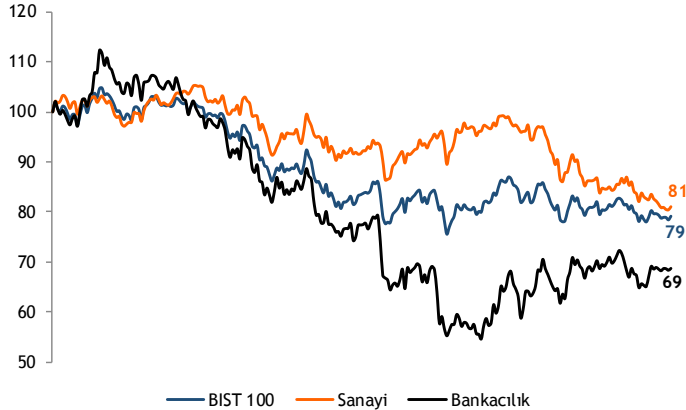
HİSSE STRATEJİ

- 2018 yılını hisse senedi piyasaları negatif kapattı
- Hisse piyasalarımızı etkileyebilecek önemli dış gündem maddeleri
- Hisse piyasalarımızı etkileyebilecek önemli iç gündem maddeleri
- Türk bankaları MSCI benzerlerine göre %48 iskontolu işlem görüyor
- Sanayi şirketlerinin MSCI GOP'a göre iskontosu %40 seviyesinde
- 2019 yılı kar değişimleri
- Endeks baz senaryomuz
- Model portföyümüz

Hisse senedi piyasaları 2018 yılını değer kayıplarıyla tamamladı

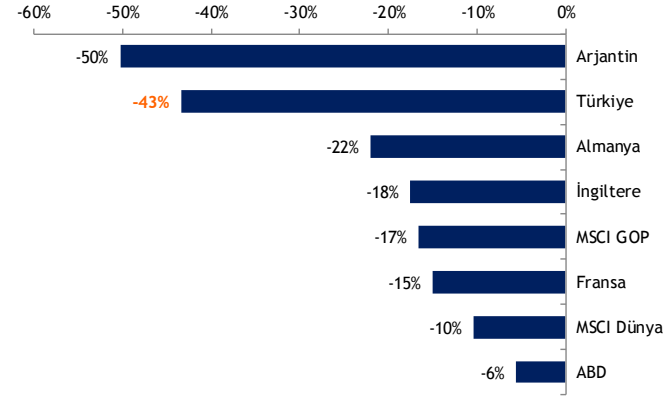
- ❑ **2018 yılında hisse senetleri piyasalarında negatif getirilerin yılı oldu** - Global hisse senedi piyasaları 2018 yılında birçok zorlukla karşılaştı. Özellikle Mart 2018’de başlayan ve ABD ile Çin’in karşılıklı olarak gümrük vergisi artırımları ardından tırmanan gerginlik, küresel piyasalarda gelecekteki büyüme beklentilerine yönelik endişelerle birleşince, hisse senedi endeksleri yıl içindeki getirilerini geri verdi.
- ❑ **BIST, 2018 yılında %21 geriledi** - Yurt dışında süregelen ticaret savaşı gerginliğine ek olarak ABD ile ilişkilerde yaşanan gerginlik, Ağustos ayındaki kur atağı, faiz ve enflasyonda zirve seviyelere ulaşılması ile birlikte, Borsa İstanbul tarafında da sert gerilemeler izledik. Endeks, yılı %21 değer kaybıyla tamamlarken, sanayi endeksi %19 bankacılık endeksi ise %31 düşüş kaydetti.

BIST 100, BIST Sanayi ve Bankacılık Endeksi Getirileri (2018)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Hisse Piyasaları Getirileri (2018 Dolar Bazlı)

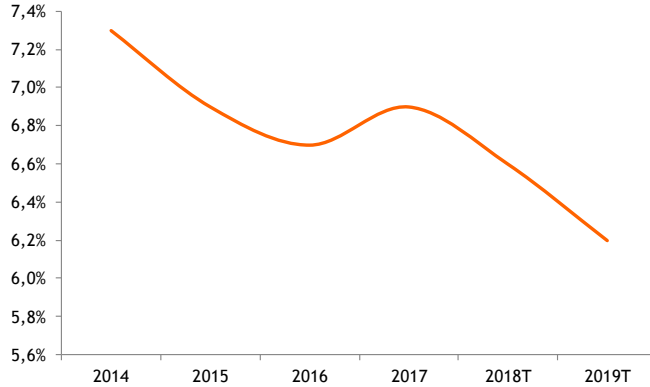


Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Hisse piyasalarımızı etkileyebilecek önemli dış gündem maddeleri

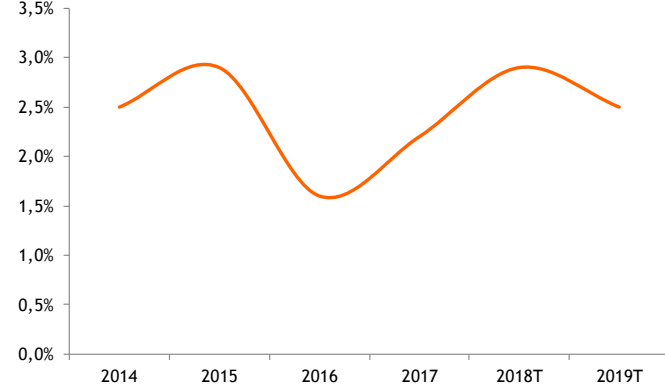
- ❑ **Ticaret savaşı müzakereleri**, global piyasaların yönü açısından kritik önemde ABD Başkanı Trump'ın, ABD'nin Çin'e karşı verdiği ticaret açığını sıfırlama adına, 2018 Mart ayında çelik ve alüminyum ithalatına gümrük vergisi konulmasıyla başlayan ticaret savaşlarının, tam 1 yıl sonra yine Mart ayında sonuca bağlandığını görebiliriz. Savaşın sona erdirilmesi için müzakereler sürüyor. ABD ile Çin arasındaki görüşmede açıklamalar olumlu ancak, henüz sonuç net değil. Net olan tek konu, görüşmeler olumlu sonuçlanmazsa ABD'nin Çin'den ithal ettiği yaklaşık 200 mlr \$ değerindeki ürünlerde %10'luk tarife %25'e yükselecek. Bu durumda Çin tarafı da ABD ürünlerine ek vergiler koyarak ticaret savaşlarının devam ettirmeye yönelik adım atabilir. Düşük olasılık versek de müzakerelerde olası anlaşma olmaması halinde küresel piyasalarda aşağı yönlü sert fiyatlamalar görebiliriz. Ancak, hem Çin hem de ABD'de önümüzdeki dönemlerde büyümeye ilişkin endişelerin gündemde olması, anlaşma potansiyelinin yüksek olduğunu bize düşündürüyor. Anlaşma durumunda ise risk iştahında artışla birlikte hisse endekslerinde bir ralli yaşayabiliriz görüşüdeyiz.

Çin Büyüme Verileri



Kaynak: IMF, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

ABD Büyüme Verileri



Kaynak: IMF, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Hisse piyasalarımızı etkileyebilecek önemli dış gündem maddeleri

- ❑ Fed'in piyasalarla iletişimi bu yıl daha fazla önem kazanacak - 2018 yılını 4 faiz artırımı ile tamamlayan Fed'in 2019 yılında ise 2 kere daha faiz artırımına gitmesi beklenmektedir. Ancak, piyasalardaki mevcut fiyatlamalar Fed'in 2019 yılında faiz artırımına gitmeyeceğine işaret ediyor. Ayrıca, önceki yıllarda Fed kararları ardından yılda 4 kez basın toplantısı düzenlenirken, 2019 yılında 8 kez toplantı yapacak Fed'in her faiz kararı ardından basın toplantısı gerçekleştireceği göz ardı edilmemeli. Dolayısıyla piyasa fiyatlamalarında olmayan olası faiz artırımları, küresel piyasalarda sert fiyat hareketleri görmemize neden olacaktır. Geçmiş yıllarda Fed'in atacağı adımlar öncesinde piyasaların yara almamasını sağlayan iletişim becerisinin bu kez daha önemli olduğu görüşündeyiz. Önce Fed toplantı tutanaklarında dillendirilen son dönemde de Fed Başkanı Powell'in yaptığı açıklamalarda belirttiği faiz artırımları ile ilgili olarak sabırlı olunabileceğine mesajları ile birlikte Fed'den olası faiz artırımlarının ötelenmesine ilişkin aynı tonda gelecek açıklamalar, küresel risk iştahını desteklemeye devam edecektir.

Fed Faiz Artırım Olasılığı (Ocak 2019)

Toplantı Tarihi	Artırım olasılığı	2,25-2,5	2,5-2,75
30.Oca	0,0%	98,5%	0,0%
20.Mar	2,8%	95,7%	2,8%
1.May	10,7%	87,9%	10,5%
19.Haz	19,4%	79,3%	18,2%
31.Tem	19,0%	78,0%	17,8%
18.Eyl	19,1%	77,9%	17,9%
30.Eki	18,0%	74,2%	16,8%
11.Ara	16,5%	68,9%	15,4%

Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

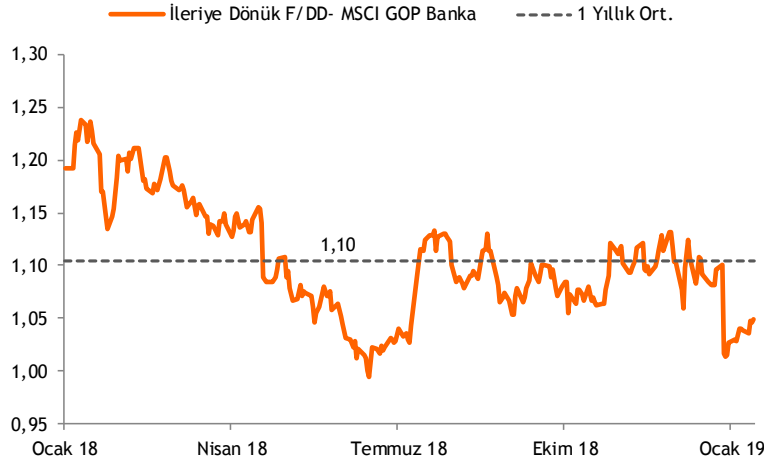
Hisse piyasalarımızı etkileyebilecek önemli iç gündem maddeleri

- ❑ **Ekonomideki dengelenme süreci fırsata dönüştürülebilir** - Yeni Ekonomi Programı'nda dengelenme süreci olarak ifade edilen 2018-2020 döneminde, enflasyonda düşüş, kamu maliyesinde disiplin, cari açıkta gerileme ile birlikte ekonomik büyümenin de daha dengeli bir tempoya girmesi öngörülmektedir. Programda yıllar itibariyle öngörülen hedeflerin, gerçekleşmelerle örtüşmesi, 2018 yılında global piyasalardan negatif ayrıışan hisse senedi piyasaları için önemli bir yukarı potansiyelin ortaya çıkmasını sağlayacaktır. Türkiye ekonomisinin dengelenme sürecini başarılı yönetmesinin getirileri ise orta ve uzun vadede TL varlıklarda pozitif ayrıışma yanı sıra piyasalarda da daha güçlü bir yukarı ivmeyi de beraberinde getireceğı göz ardı edilmemelidir.
- ❑ **Yerel seçimler ardından 2023 yılına kadar seçimsiz bir dönem bizi bekliyor** - 31 Mart tarihinde yapılacak yerel seçimlerin ardından Cumhurbaşkanı ve milletvekili seçimlerinin bir arada yapılacağı 2023 yılına kadar Türkiye'nin ajandasında yeni bir seçim yok. Yabancı yatırımcılar tarafında yatırım kararı alınırken, ortaya çıkabilecek potansiyel belirsizlikler nedeniyle seçim dönemlerine bir risk unsuru olarak bakılmaktadır. Önümüzdeki seçim her ne kadar yerel seçim de olsa, seçim ardından bir risk unsuru daha geride kalacak, uzun bir süre de fiyatlamalara dahil edilmeyecektir. Ayrıca, seçim olmadan geçirilecek sürede Yeni Ekonomi Programı'nda belirtilen hedeflerin kademeli olarak gerçekleştirilmesi adına atılacak her adım, ülke risk priminde aşağı, TL varlık fiyatlamalarında ise pozitif değerlendirmeleri beraberinde getirecektir.
- ❑ **Suriye ile ilgili atılacak adımlar yakından izlenecek** - Suriye'de Türkiye sınırı boyunca, kontrolü Türkiye'de olan bir güvenlik bölgesi oluşturulmasına ilişkin ABD ile en üst düzeyde temaslar devam ediyor. Güvenli bölge uygulamasının oluşumunun nasıl hayata geçirileceğı, konunun askeri ve istihbarati boyutunun nasıl şekilleneceğı ise ülkeler arasında görüşmeler sonucunda belirlenecek. Suriye ile Türkiye arasındaki sınır hattında gündeme gelen güvenli bölge oluşumuna ilişkin haber akışları ise, Türkiye açısından, orta ve uzun vadede Suriye kaynaklı olarak piyasa fiyatlamalarına dahil edilen jeopolitik risk algısında düşüşe neden olacağı görüşündeyiz. Risk algısındaki bu azalma ise TL varlık fiyatlarında pozitif fiyatlamaları beraberinde getirerek değerlemeleri destekleyecektir.

Türk bankaları MSCI benzerlerine göre %48 iskontolu işlem görüyor

- ❑ BIST banka endeksi 0,55x ileriye dönük F/DD çarpanları ile işlem görmekte olup, gelişmekte olan ülke bankalarına göre Türk bankalarının gelişmekte olan ülke bankalarından olumsuz ayrıştığı görülmektedir.
- ❑ Türk bankaları gelişmekte olan ülke bankaları ile kıyaslandığında, ileriye dönük F/DD'ye göre ise %48 iskontolu işlem gördüğünü hesaplıyoruz. Son 1 yılda görülen en yüksek iskonto seviyesi %63 düzeyindedir.

İleriye Dönük F/DD Karşılaştırması (MSCI GOP)



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

İleriye Dönük F/DD Bankacılık Endeksi Karşılaştırması

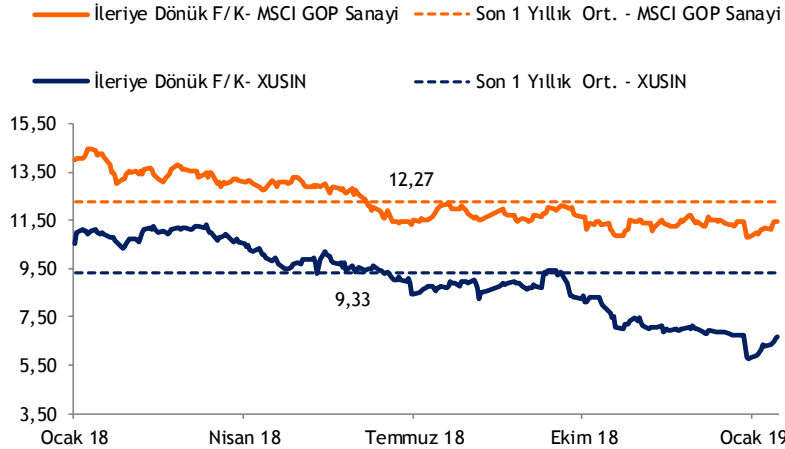


Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Sanayi endeksinin MSCI GOP'a göre iskontosı %40 seviyesinde

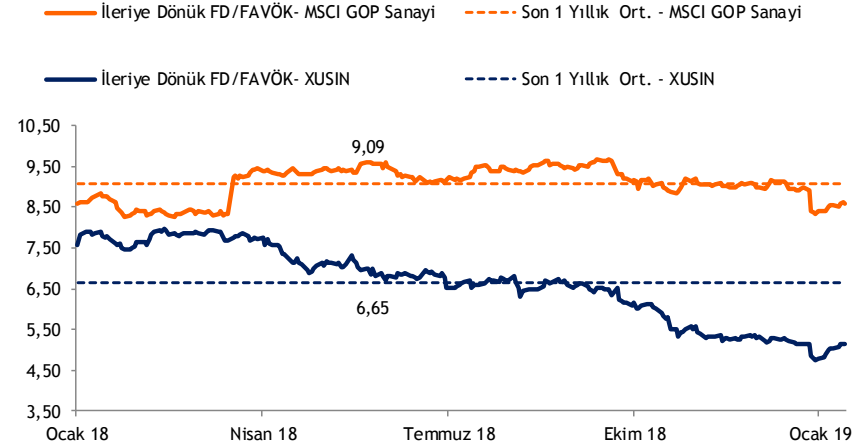
- ❑ BIST sanayi endeksinin ileriye dönük FD/FAVÖK ile kıyaslandığında 2Ç18'den bu yana MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar sanayi endeksine göre iskontosunun artış eğiliminde olduğu dikkat çekmektedir.
- ❑ BIST'te işlem gören sanayi şirketlerinin gelişmekte olan ülke şirketleri ile kıyaslandığında, ileriye dönük FD/FAVÖK'e göre %40 iskontoya sahip olduğunu hesaplıyoruz.

İleriye Dönük F/K Karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

İleriye Dönük FD/FAVÖK Karşılaştırması

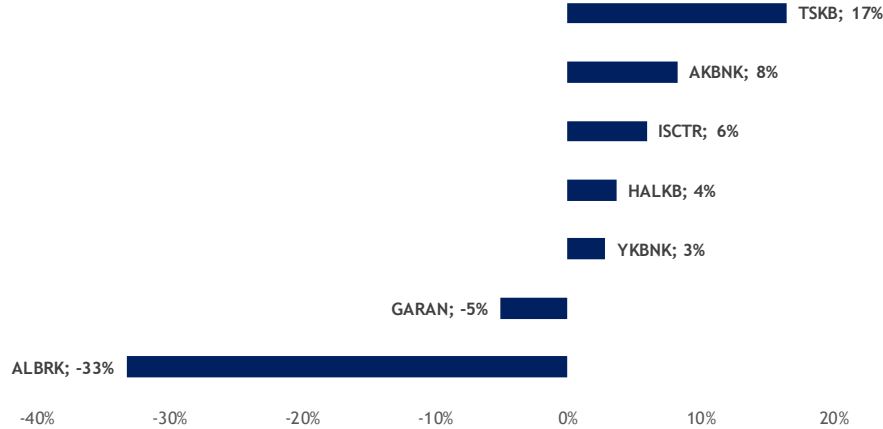


Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Bankalarda %2,6 net kar büyümesi, banka dışı şirketlerde %1,7 daralma bekliyoruz

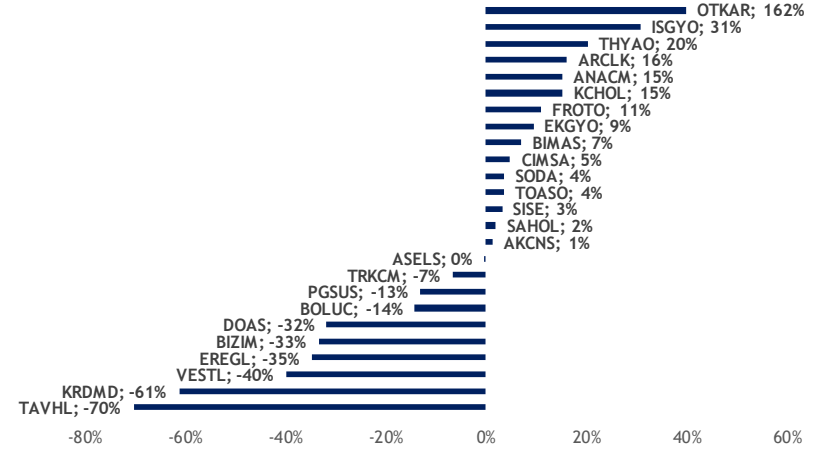
- ❑ Takip listemizde yer alan bankaların 2019 yılında toplam net karının yıllık %2,6 artarak 26,9 mlr TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2019'da bankalarda en yüksek kar artışının yıllık %16,5 ile TSKB'de, en yüksek gerilemenin de %33 ile ALBRK'da olmasını bekliyoruz.
- ❑ Takip listemizde yer alan banka dışı şirketlerin 2019 yılında toplam net karının yıllık %1,7 daralarak 38 mlr TL seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2019'da en yüksek kar artışının yıllık %162 ile OTKAR'da, en yüksek gerilemenin de %70 ile TAVHL'de olacağını öngörmekteyiz.

Banka Net Kar Değişimleri (2019)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Banka Dışı Şirketler Net Kar Değişimleri (2019)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Endeks baz senaryomuz

- ❑ **Büyüme Beklentimiz %1,5 seviyesindedir** - Yurtiçindeki finansal koşullardaki sıkışıklık talebi baskılamaya devam ediyor. Yüksek enflasyon ve üretime ilişkin verilerdeki zayıf seyrin devamıyla yılın ilk yarısında ekonomideki zayıflamanın süreceğini düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında ise toparlanma eğiliminin ön plana çıkacağını bekliyoruz.
- ❑ **Enflasyon Beklentimiz %15 seviyesindedir** - Yılın ilk çeyreğinde enflasyonda yukarı yönlü sürpriz olasılığı görsek de devam eden vergi, doğalgaz ve elektrik indirimleri nedeniyle yukarı yönlü riskler sınırlı kacaktır. Özellikle yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonda düşüş eğiliminin belirginleşmesini bekliyoruz.
- ❑ **Politika faizinde 400 baz puan indirim bekliyoruz** - Yılın ikinci yarısında enflasyonda görmeyi beklediğimiz iyileşmeye paralel TCMB'den kademeli olarak 400 baz puanlık faiz indirimi görebileceğimizi bekliyoruz. Yılsonu politika faizi beklentimiz %20 seviyesindedir.
- ❑ **12 Aylık Endeks Hedefimizi 124.000 olarak hesaplıyoruz** - i) Ticaret savaşına ilişkin belirsizliğin Mart ayı başında sağlanacak anlaşma ile birlikte ortadan kalkacağını, ii) Fed'in son dönemde yumuşattığı tavrı nedeniyle yılın en azından ilk çeyreğinde bir faiz artırımına gitmeyeceğini, iii) Enflasyon ve faizler tarafında, zirve seviyelerden yaşanmaya başlayan gerilemenin sürerek, yeniden piyasaların rahatsız olacağı bir trende dönülmeyeceğini, iv) Banka ve banka dışı şirketlerin MSCI GOP benzerlerine göre bulunduğu cazip seviyelerden arayı kapatacağını öngörüyoruz. Mevcut değerlemelerle 12 Aylık endeks hedefimiz 124.000 seviyesidir. Araştırma kapsamımızda bulunan şirketler için TL bazlı değerlemelerde ortalama %14 risksiz faiz oranı ve %6,0 hisse senedi risk primi kullandık. Bu hedefimize göre endeksin yükseliş potansiyelini %26 olarak hesaplıyoruz. Bu getiri potansiyeline de bağlı olarak, 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını öneriyoruz.

Hisse Portföy Önerimiz

- ❑ Mevcut durumda 9 hisseden oluşan Model Portföyümüzde iki banka hissesi bulunmakta ve Portföyümüzde banka ağırlığını %30 ile yüksek tutmaya devam ediyoruz (BIST 100’de banka ağırlığı %25). Model Portföyümüzün betası ise 1,1.
- ❑ Piyasalara dönük risk algısının iyileşmesi ile bankacılık endeksinin sanayi endeksine göre daha iyi performans göstereceğini düşünüyoruz, bankacılık sektörü hisselerinde son dönemde yaşadığımız yükselişin devam etmesini bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde, benzerlerine göre sermaye yeterliliği ve özkaynak karlılığı yüksek bankaları tercih ediyoruz.
- ❑ Banka hisseleri dışında ise, sektöründe konumu güçlü, büyüme potansiyeli taşıyan, döviz riskinden uzak, borçluluğu düşük, yerli girdiye dayalı üretim yapan, güçlü ihracat gelirleri ile korunaklı, turizmde olumlu etkilenen ve cari açığa olumlu etkisi olan şirketleri önermeye devam ediyoruz.

Vakıf Yatırım Hisse Portföy Önerisi

	Piyasa değeri (mn TL)	Ort. gün. işl. hacmi (mn TL)	BIST-100 ağırlık	Model Portföy ağırlık	12A Hedef fiyat (TL)	Mevcut fiyat (TL)	12Aylık Potansiyel	Beta
AKBNK	34.060	281	8,1%	16,0%	7,60	6,55	16%	1,51
GARAN	38.430	787	8,4%	14,0%	10,00	9,15	9%	1,53
ASELS	27.542	351	3,2%	11,0%	35,70	24,16	48%	0,89
THYAO	19.927	783	4,4%	11,0%	25,40	14,44	76%	0,92
TAVHL	9.024	42	1,7%	10,0%	38,00	24,84	53%	0,61
SODA	7.250	39	1,3%	10,0%	10,38	7,25	43%	0,46
MGROS	2.736	20	0,4%	10,0%	32,10	15,11	112%	1,27
OTKAR	2.450	7	0,3%	10,0%	110,00	102,10	8%	1,16
KCHOL	41.132	55	3,9%	8,0%	19,30	16,22	19%	0,89

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Model Portföyde Önerdiğimiz Hisseler

- ❑ **Akbank (AKBNK):** Yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip olmasının yanı sıra planlanan sermaye artırımı ile sermaye yeterliliği daha da güçleneceği için beğeniyoruz.
- ❑ **Garanti Bankası (GARAN):** Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, diğer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü, ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle beğeniyoruz.
- ❑ **Aselsan (ASELS):** Operasyonel olarak kur riskine karşı doğal koruma sunan iş yapısı, hem savunma hem de savunma dışı alanlarda güçlü büyüme potansiyeli, hükümetin savunma sanayiini destekleyici politikalarına devam etmesi, güçlü nakit pozisyonu ile sağlam finansal yapısı nedeniyle tercih ediyoruz.
- ❑ **THY (THYAO):** Yolcu kompozisyonundaki iyileşme, coğrafi olarak dengeli gelir yapısına sahip olması, İstanbul Havalimanı ile uzun dönemli büyüme potansiyeli ve düşük akaryakıt fiyatlarının operasyonel kârlılığa destekleyeceği beklentisiyle beğeniyoruz.
- ❑ **TAV Havalimanları Holding (TAVHL):** Büyüme potansiyeli yüksek gelişen pazarlara odaklı havalimanı portföyü, hizmet şirketlerinin grup dışı büyüme hikâyesi ve ana ortak ADP ile küresel ölçekte artan sinerjinin desteğiyle orta-uzun vadede güçlü büyüme potansiyeli sunduğu için beğeniyoruz.
- ❑ **Soda Sanayi (SODA):** Yabancı para cinsinden satış gelirleri, tam kapasite üretim ve güçlü talep, yurtiçi pazara hassasiyetinin düşük olması, cam elyaf yatırımının devreye girmesiyle 2019 başından itibaren marjlarda iyileşme beklentisi nedeniyle beğeniyoruz.
- ❑ **Migros (MGROS):** Kipa birleşmesi sonrası artan sinerji ile verimlilik artışı, kira sözleşmelerinin TL'ye geçişinden olumlu etkilenmesi, € cinsi borç riskinden fazlasıyla olumsuz etkilenen hissenin TL'deki güçlenmeden olumlu etkileneceği beklentisi ile tercih ediyoruz.
- ❑ **Otokar (OTKAR):** 4Ç18'de başlayan BAE ve Bükreş sipariş teslimatları, bakiye siparişlerinde artan öngörülebilirlik, ihracatın payının artmasıyla daha dengeli gelir yapısına kavuşması nedeniyle beğeniyoruz.
- ❑ **Koç Holding (KCHOL):** Dengeli portföy yapısı, iştiraklerinde döviz riskinin olmaması, yüksek temettü geliri ile güçlü nakit pozisyonu nedeniyle tercih ediyoruz.

Model Portföy Performansı

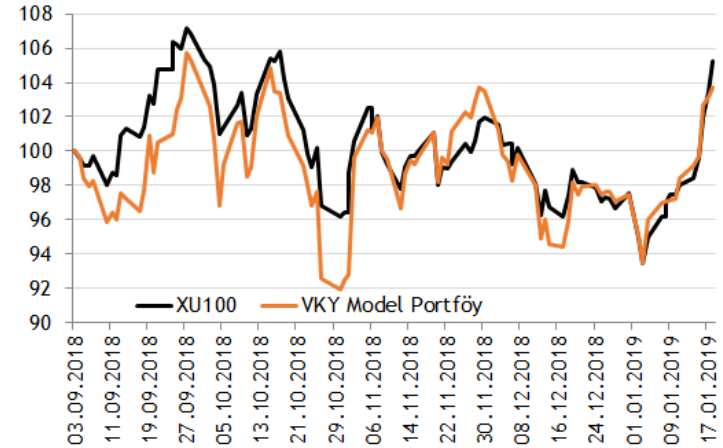
- Hisse Model Portföyümüz, ilk yayınladığımız 4 Eylül 2018'den yılın sonuna kadar endekse paralel %2,5 düşüş gösterdi. 2019 yılıbaşından bu yana ise Model Portföyümüz %6,5 getiri sağlarken BİST100 endeksi bankacılık hisseleri öncülüğünde %7,9 yükseldi. 4 Eylül 2018'den itibaren ise Model Portföyümüz %3,8 getiri sağlayarak endeksin %1,4 gerisinde kalmıştır.

Vakıf Yatırım Hisse Portföy Önerisi (21.01.2019 itibarıyla)

	Ağırlık (%)	Getiri (%)	BİST100 göreceli performans (%)	Son Fiyat	Giriş tarihi	Giriş fiyatı
AKBNK	16,0%	17,6%	18,9%	6,55	24.09.2018	5,57
GARAN	14,0%	49,9%	41,9%	9,15	04.09.2018	6,11
ASELS	11,0%	-8,1%	-13,0%	24,16	04.09.2018	26,31
THYAO	11,0%	-22,2%	-21,3%	14,44	24.09.2018	18,55
TAVHL	10,0%	7,3%	-1,2%	24,84	08.01.2019	23,16
SODA	10,0%	0,8%	-4,9%	7,25	06.12.2018	7,19
MGROS	10,0%	1,1%	-5,2%	15,11	01.11.2018	14,95
OTKAR	10,0%	34,0%	28,9%	102,10	06.11.2018	76,20
KCHOL	8,0%	8,4%	2,2%	16,22	06.12.2018	14,97
MODEL PORTFÖY		3,8%	-1,4%			
XU100		5,2%		98455		

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

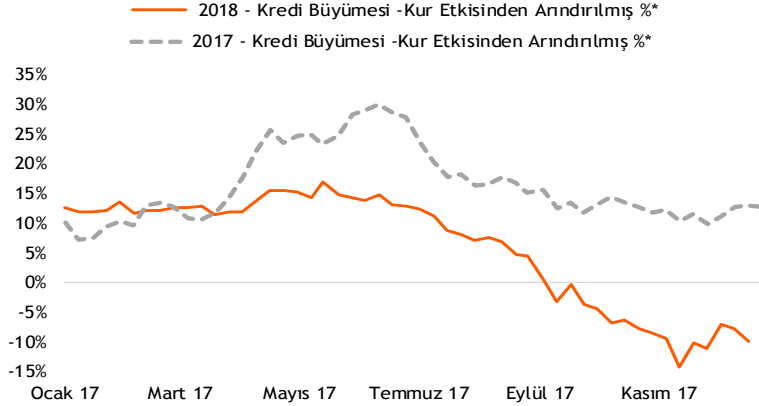
Vakıf Yatırım Hisse Portföy Performansı



Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Bankacılık: 2019'da YP kredilerde daralma devam edecek

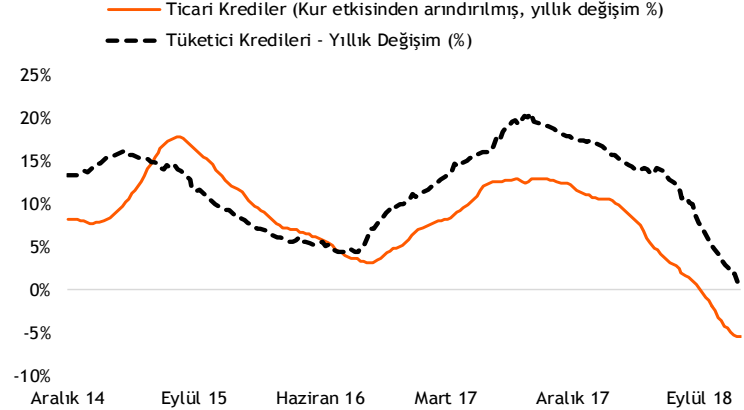
Kredi Büyümesi (%)



Kaynak: BDDK

*13 haftalık hareketli ortalama ve yıllıklandırılmış veriler üzerinden hesaplanmıştır

Tüketici ve Ticari Krediler (%)



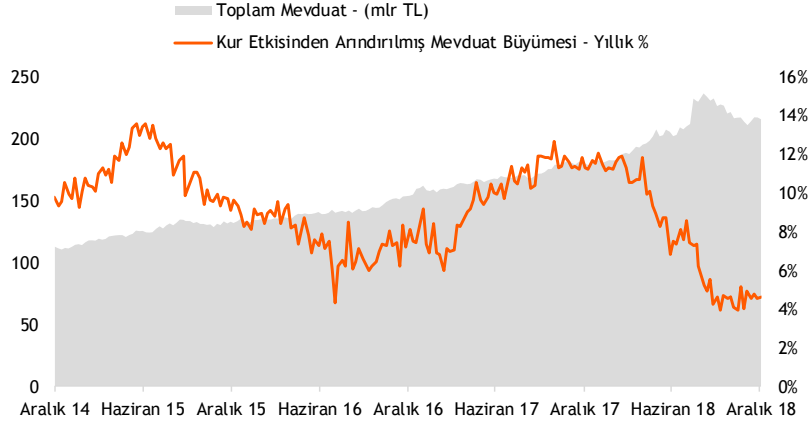
Kaynak: BDDK

❑ **2018'de kredi büyümesi yavaşladı** - 2018 yılında toplam kredi hacmi bir önceki yıla göre %15,3 (kur etkisinden arındırılmış olarak +%2,6) artış gösterdi. Aynı dönemde TL krediler %2,8 (tüketici kredileri: +%0,6) artarken, YP krediler ise dolar bazında %1,2 oranında yükseldi.

❑ **2Ç19'dan itibaren büyümede toparlanma görülebilir** - 2019 2Ç'den itibaren faiz oranlarında gerileme yaşanması durumunda, tüketici kredilerinde talep artışının TL kredi hacmini olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz. Ancak yatırım iştahının düşük olması nedeniyle YP kredilerde zayıf talebin devam etmesini öngörüyoruz. 2019 yılında toplam kredi büyüme beklentimizi %14'den %10 düzeyine revize ediyoruz. 2019 yılında KOBİ segmentinin yanı sıra daha hızlı yeniden fiyatlandırmaların yapılabildiği ihtiyaç kredilerinin cazip olmaya devam etmesini bekliyoruz.

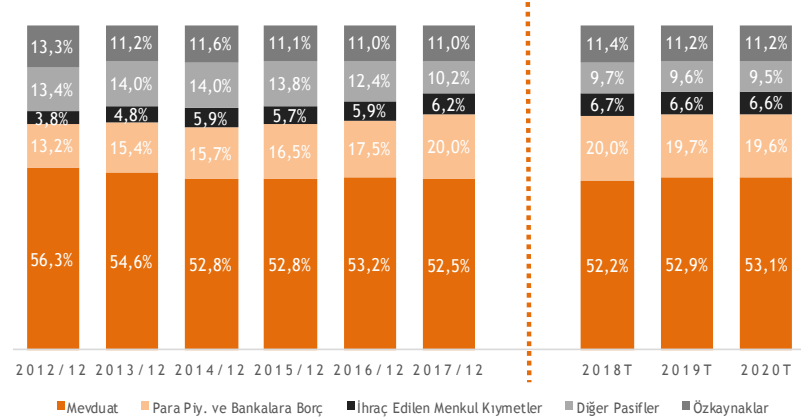
Bankacılık: 2019'da kredi-mevduat oranında iyileşme süreci

Mevduat Büyümesi (%)



Kaynak: BDDK

Pasif Yapısı (%)

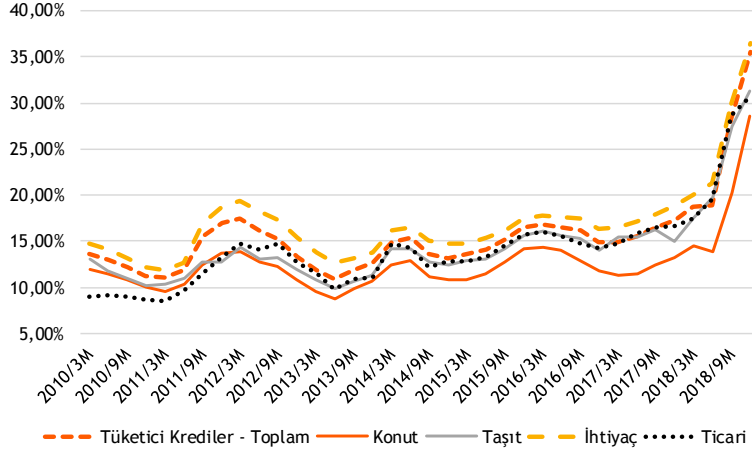


Kaynak: BDDK

- ❑ **2019 mevduat büyüme beklentimiz %12** - 2018 yılında bankaların toplam mevduat büyüklüğü bir önceki yıla göre %19,9 (kur etkisinden arındırılmış olarak +%4,7) artış gösterdi. Aynı dönemde TL mevduat hacmi %11,7 artarken, YP mevduat büyüklüğü ise dolar bazında %13,7 daralmıştır. 2019 yılında toplam mevduat büyümesinin %11,9 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- ❑ **Kredi- mevduat oranı iyileşecek** - 2019 yılında bankacılık sektöründe fonlama kompozisyonunda önemli derecede değişiklik beklemiyoruz. Ancak yüksek faiz oranları nedeniyle mevduat büyümesinin kredi büyümesinin bir miktar üzerinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bu da sektörün kredi-mevduat oranına iyileşme getirecektir. YP fonlamada ise fazla likidite nedeniyle bankaların sendikasyon kredilerinin çevrim oranlarında gerileme görülebileceğini öngörüyoruz.

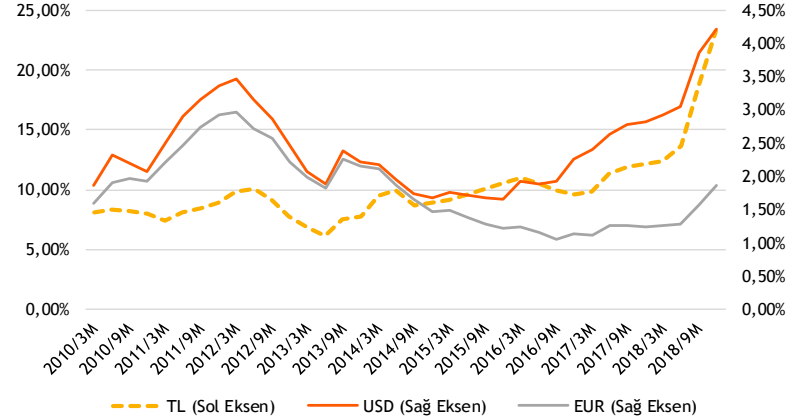
Bankacılık: 2019'da TÜFEX gelirleri gerileyecek

Kredi Faiz Oranları (%)



Kaynak: TCMB

Mevduat oranları (%)

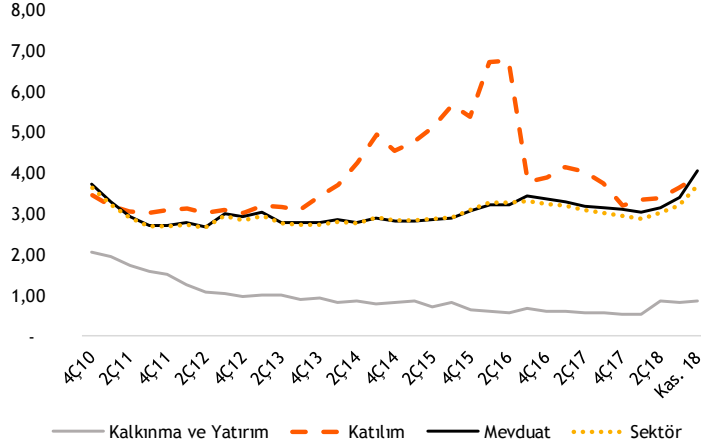


Kaynak: TCMB

- ❑ **Güçlü çekirdek gelirler karlılığı destekledi** - 2018 yılı son çeyreğinde mevduat maliyetlerindeki artışın kredi-mevduat makasını aşağı yönlü baskılaması dikkat çekerken, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerindeki artış kısmen bu baskıyı azaltmıştır. Böylece yıl genelinde olumlu seyreden çekirdek gelirler, artan karşılık giderlerinin karlılık üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamıştır.
- ❑ **Gerileyen enflasyon TÜFEX gelirlerini etkileyecek** - 2019 yılı ikinci çeyreğinden itibaren bankaların kredi-mevduat makasında iyileşmenin başlayacağını tahmin ediyoruz. Ancak gerilemesini beklediğimiz enflasyonla birlikte düşüş gösterecek TÜFEX gelirleri nedeniyle 2019 yılı genelinde 2018'e göre bankaların net faiz marjlarında ortalama olarak 20 bp düşüş bekliyoruz.

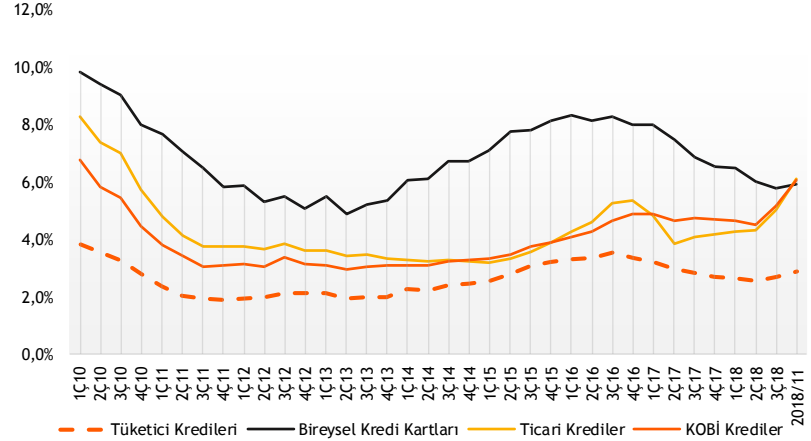
Bankacılık: Aktif kalitesinde bozulmanın devamını öngörüyoruz

Takipteki Krediler Oranı (Banka Bazında) (%)



Kaynak: BDDK

Takipteki Krediler Oranı (Kredi Türü Bazında) (%)

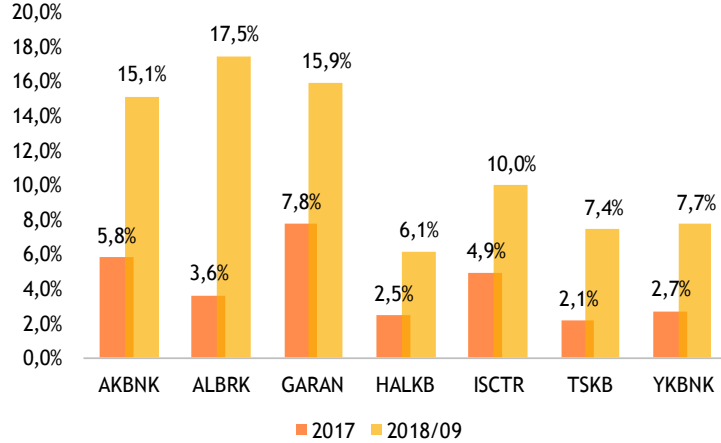


Kaynak: BDDK

- ❑ **Aktif kalitesi bozulmaya devam edecek** - 2017 sonunda %2,95 düzeyinde olan sektörün takipteki krediler oranı (TKO) 2018 yılı Kasım ayı itibariyle %3,71 düzeyine yükselmiştir. 2018 yılsonunda %3,8 düzeyine ulaşacağını öngördüğümüz TKO'nun 2019 yılında %5,0-5,5 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Tüketici kredileri TKO'ya artış getirebilir** - 2018 yılında temel olarak büyük ölçekli firmaların kredilerinin takibe alınması sonucunda bankaların TKO'ları yükseliş göstermişti. 2019 yılında da bu eğilimin yavaşlayarak devam edeceğini ve makro göstergelerde görülebilecek bozulmalar neticesinde tüketici tarafında intikallerde yaşanabilecek artışın bankaların aktif kalitesini olumsuz etkileyebileceğini değerlendiriyoruz.

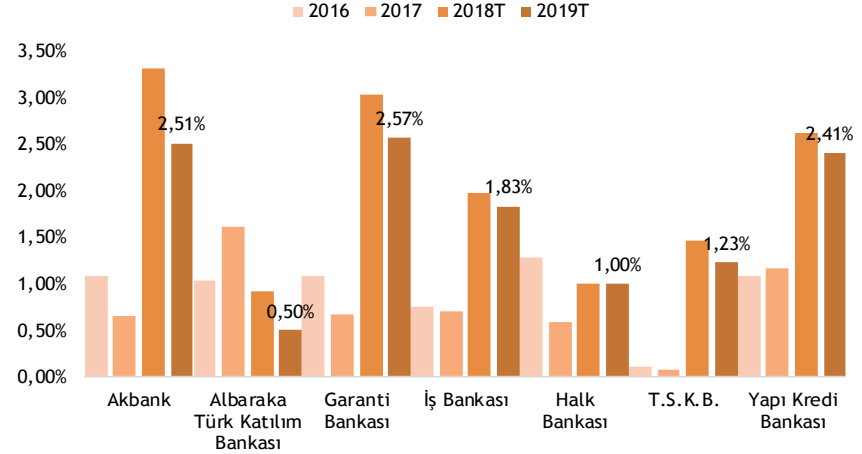
Bankacılık: Bankalar 2019 yılında temkinli kalmaya devam edecekler

Yakın İzlemedeki Krediler Oranı (%)



Kaynak: Banka finansalları

Banka Bazında Net Risk Maliyeti (%)



Kaynak: Banka finansalları, VKY Araştırma & Strateji

- ❑ **Grup 2 krediler oranı yükseldi** - İzleme listemizde bulunan bankaların yakın izlemedeki kredilerinin, toplam kredilere oranı 2017 yılındaki %4,7'den 2018 3Ç sonunda %12,1 seviyesine çıktığı görülmektedir. Bu dönemde TFRS 9 standardına geçiş ve Otaş'ın yanı sıra bazı büyük firmaların yapılandırma talepleri bankaların grup 2 (yakın izlemedeki krediler) oranlarının artmasına neden oldu.
- ❑ **2019 net risk maliyeti beklentimiz 200-250 bp aralığı** - 2019 yılında bankaların yakın izlemedeki kredilerinde önemli derecede artış beklememekle birlikte, net risk maliyetlerinin ortalama olarak 200-250 bp düzeyinde olacağını tahmin ediyoruz.

Bankacılık: Basel III Uygulama Takvimi - Min. SYR kriteri yükselecek

Basel III Uygulama Takvimi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Asgari Çekirdek Sermaye Oranı	3,50%	4,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Sermaye Koruma Tamponu				0,63%	1,25%	1,88%	2,50%
Asgari Çekirdek Sermaye Oranı + Sermaye Koruma Tamponu	3,50%	4,00%	4,50%	5,13%	5,75%	6,38%	7,00%
Çekirdek Sermayeden Düşülen Değerler		20,00%	40,00%	60,00%	80,00%	100,00%	100,00%
Asgari Birinci Kuşak Sermaye Oranı	4,50%	5,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Asgari Sermaye Yeterliliği Oranı	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Asgari Sermaye Yeterliliği artı Koruma Tamponu	8,00%	8,00%	8,00%	8,63%	9,25%	9,88%	10,50%

Grup	Sistemik Önemli Banka Tamponu Oranları (%)			
	2016	2017	2018	2019
4 (Boş)	0,75	1,5	2,25	3,00
3	0,5	1,0	1,50	2,00
2	0,375	0,75	1,125	1,50
1	0,25	0,5	0,75	1,00

- ❑ **Minimum SYR kriteri yükselecek** - Basel III uygulama takvimine göre, bankaların 2019 yılında sermaye koruma tamponu %1,875'den %2,50 düzeyine çıkacak. Böylece bankaların koruma tamponu dahil asgari sermaye yeterlilik oranı %9,88'den %10,5'e yükselecek.
- ❑ Ayrıca 2019 yılında bankaların grup bazında değişmek üzere sistemik önemli banka tamponu oranları da artış gösterecek.

Kaynak: BDDK

Bankacılık: Bankaların 2019 Yılı Minimum Sermaye Yeterlilik Oranları - Basel III

	AKBNK		GARAN		ISCTR		YKBNK		HALKB		TSKB		ALBRK	
Asgari Sermaye Yeterliliği Oranı (%) - Basel III	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Sermaye koruma tamponu oranı	1,88	2,5	1,875	2,5	1,875	2,5	1,875	2,5	1,875	2,5	1,875	2,5	1,875	2,5
Bankaya özgü döngüsel sermaye tamponu oranı	0,05	0,05	0,09	0,09	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,01	0,01		
Sistemik önemli banka tampon oranı	1,5	2,0	1,5	2,0	1,125	1,5	1,125	1,5	0,75	1,0				
Toplam ilave çekirdek sermaye gereksinim oranı	3,43	4,55	3,47	4,59	3,04	4,04	3,04	4,04	2,68	3,55	1,89	2,51	1,88	2,50
Asgari Sermaye Yeterliliği Oranı	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Asgari Birinci Kuşak Sermaye Oranı	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Asgari Çekirdek Sermaye Oranı	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Asgari Çekirdek Sermaye Oranı + İlave Çekirdek Sermaye Gereksinim Oranı	7,9	9,1	8,0	9,1	7,5	8,5	7,5	8,5	7,2	8,1	6,4	7,0	6,4	7,0
Asgari Birinci Kuşak Sermaye Oranı + İlave Çekirdek Sermaye Gereksinim	9,4	10,6	9,5	10,6	9,0	10,0	9,0	10,0	8,7	9,6	7,9	8,5	7,9	8,5
Asgari Sermaye Yeterliliği Oranı + İlave Çekirdek Sermaye Gereksinim Oranı	11,4	12,6	11,5	12,6	11,0	12,0	11,0	12,0	10,7	11,6	9,9	10,5	9,9	10,5
9A18 Konsolide SYR	17,2		17,0		16,2		16,1		14,3		17,3		18,1	
9A18 Konsolide Birinci Kuşak SYR	14,6		14,5		12,7		12,1		11,0		11,2		12,4	
9A18 Konsolide Çekirdek SYR	14,6		14,5		12,5		12,1		11,0		11,2		9,6	
9A18 Konsolide SYR (BDDK Geçici Düzenlemeleri Hariç)	14,20		14,70		13,4		13,3		12,5		13,7		15,4	

Kaynak: BDDK, Bankaların Mali Tablo Dipnotları, VKY Araştırma & Strateji Hesaplamaları

Not: Bankaya özgü döngüsel sermaye tampon oranının bir önceki yıla göre değişim göstermeyeceği varsayılmıştır.

- ❑ **Grup 3 bankaların asgari SYR kriteri %12,6 olacak-** 2019 yılında hem sermaye koruma hem de sistemik önemli banka tamponunun artması sonucunda bankaların asgari SYR kriterleri yükselecek. Buna göre, grup 3'de bulunan bankaların asgari sermaye yeterliliği %12,6 düzeyine çıkarken, grup 2'de yer alan bankalarda bu oran %12 olacak.

Akbank - AKBNK

Piyasa değeri (mn TL)	34.060
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	281
Hisse fiyatı (TL)	6,55
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	4,67 - 9,11
Halka açıklık oranı	52,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	14,6%	6,2%	-21,5%
BIST-100'e göreceli performans	6,1%	5,1%	-6,9%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	14.125	19.373	19.128	21.035
Net faiz geliri	10.545	15.213	15.847	17.114
Net kar	6.039	5.697	6.172	7.455

Mevduat	184.904	193.274	209.535	226.964
Defter Değeri	40.425	44.246	52.564	57.821
Toplam Aktifler	316.031	360.002	401.540	445.371

Net faiz marjı (%)	3,6	4,4	4,4	4,4
Kredi/Mevduat oranı (%)	103	96	96	96
Takipteki kredi oranı (%)	2,3	4,3	5,2	6,1
Sermaye yeterlilik (%)	17,0	18,8	17,9	17,0

F/K (x)	6,5	6,0	5,5	4,6
PD/DD (x)	1,0	0,8	0,6	0,6
Özsermaye karlılığı	14,9%	13,5%	12,8%	13,5%
Temettü verimi	2,4%	4,7%	0,0%	6,4%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Akbank (HF: 7,60 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Sermaye daha da güçlenecek** - Sürecin tamamlanmak üzere olduğu 3 mlr TL'lik bedelli sermaye artırımını sonrasında bankanın sermaye yeterliliğinin daha da (VKY Tahmin: +105 bp) güçleneceğini ve bunun da hem finansallara hem de hisse performansına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Otaş ile ilgili belirsizlikler ortadan kalktı** - Önümüzdeki yıllarda Türk Telekom'un satışına ilişkin olası gelişmelerin banka hissesi için katalizör olabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **2019'da özkaynak karlılığı gerileyecek** - Banka'nın 2018 yılsonu için özsermaye karlılığının %13,5 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Banka yönetimi 2019 yılında %12 düzeyinde ya da daha yukarıda özkaynak karlılığı (VKY Tahmin: %12,9) hedeflerken, 2020 ve sonrası için %15-17 aralığında özsermaye karlılığı beklemektedir.
- ❑ **TKO'da artış bekliyoruz** - Akbank'ın 2018 sonunda %4,3 düzeyine çıkmasını beklediğimiz Takipteki Krediler Oranı'nın 2019 sonunda %5,2'ye yükseleceğini öngörüyoruz.
- ❑ **Akbank'ı beğeniyoruz** - Yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip Akbank cazip bulduğumuz bankalar arasındadır. Akbank için hedef fiyatımızı 7,13 TL'den 7,60 TL'ye revize ediyoruz. Önerimizi ise 'AL' olarak koruyoruz.

Albaraka Türk Katılım Bankası (ALBRK)

Albaraka Türk Katılım Bankası - ALBRK				
Piyasa değeri (milyon TL)	1.161			
Günlük ort. işlem hacmi (milyon TL)	3			
Hisse fiyatı (TL)	1,29			
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	1,16 - 1,68			
Halka açıklık oranı	21,0%			
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	3,2%	-5,8%	-11,3%	
BIST-100'e göreceli performans	-4,5%	-6,8%	5,2%	
milyon TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	1.584	2.102	1.782	1.890
Net faiz geliri	1.268	1.254	1.354	1.434
Net kar	237	386	257	261
Mevduat	25.310	28.347	30.369	34.053
Defter Değeri	2.482	3.514	3.831	4.087
Toplam Aktifler	36.229	41.947	45.728	50.917
Net faiz marjı (%)	3,8	3,1	3,0	3,0
Kredi/Mevduat oranı (%)	100	99	100	100
Takipteki kredi oranı (%)	4,8	6,7	7,2	7,1
Sermaye yeterlilik (%)	17,1	17,5	17,0	16,8
F/K (x)	5,9	3,0	4,5	4,4
PD/DD (x)	0,6	0,3	0,3	0,3
Özsermaye karlılığı	9,6%	11,0%	7,0%	6,6%
Temettü verimi	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Albaraka Türk (HF: 1,58 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **Aktif kalitesi izlenecek** - Banka'nın önümüzdeki yıllarda aktif kalitesinde bozulmanın sektördeki genel trende paralel olarak devam etmesini bekliyoruz. Banka'nın 2018 sonunda %6,6 düzeyine çıkmasını beklediğimiz Takipteki Kredi Oranı (TKO)'nın 2019 yılsonunda %7,1 düzeyinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- ❑ **2019'da net kar gerileyecek** - 4Ç'de bankanın TL'deki değer artışı nedeniyle kur farkı gideri kaydetmesinin ve intikaller sonucu artan karşılık giderleri nedeniyle karlılığında baskının artmasını beklerken, 2018 net kar tahminimizi 386 milyon TL olarak revize ediyoruz. (Önceki tahminimiz: 420 milyon TL) Banka için 2019 yılı net kar tahminimiz ise 257 milyon TL'dir.
- ❑ **Temettü dağıtımı beklemiyoruz** - Bankanın 2019 yılında sermaye yeterlilik oranları yakından izleyeceğimiz konular arasındadır. 2018 3Ç sonu itibariyle çekirdek sermaye yeterlilik oranı %9,35 düzeyindedir. (Basel III 2019 minimum seviye: %7,0) Dolayısıyla, bankanın 2018 yılı net dönem karından temettü dağıtmasını beklemiyoruz.
- ❑ **İnşaat sektörü ağırlığı yüksek** - Banka'nın 2017 yılsonu itibariyle toplam inşaat sektörüne sağlanan kredilerde pazar payı %3,0 olmasına karşın, kendi kredi portföy ağırlığı içerisinde payı %18,3 seviyesindedir. İnşaat sektörüne yönelik artabilecek risklerin bankanın finansallarını olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz.

Garanti Bankası (GARAN)

Garanti Bankası - GARAN

Piyasa değeri (mn TL)	38.430
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	787
Hisse fiyatı (TL)	9,15
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	5,72 - 11,85
Halka açıklık oranı	48,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	14,2%	19,9%	-14,5%
BIST-100'e göreceli performans	5,7%	18,7%	1,4%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	17.214	25.118	23.747	26.863
Net faiz geliri	14.468	19.022	18.820	20.993
Net kar	6.344	6.616	6.278	7.546

Mevduat	181.116	216.718	236.826	260.380
Defter Değeri	41.331	47.513	52.916	58.516
Toplam Aktifler	325.232	363.380	408.044	455.732

Net faiz marjı (%)	4,8	5,4	5,1	5,0
Kredi/Mevduat oranı (%)	116	104	105	106
Takipteki kredi oranı (%)	2,5	5,2	6,4	7,7
Sermaye yeterlilik (%)	18,7	19,0	18,4	17,9

F/K (x)	7,1	5,8	6,1	5,1
PD/DD (x)	1,1	0,8	0,7	0,7
Özsermaye karlılığı	15,3%	14,9%	12,5%	13,5%
Temettü verimi	3,1%	4,0%	0,0%	5,1%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Garanti Bankası (HF: 10,0 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Garanti Bankası'nı beğenmeye devam ediyoruz** - Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, diğer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü, ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle Garanti Bankası en çok beğendiğimiz bankalar arasındadır.
- ❑ **Otaş kredisi ile ilgili belirsizlikler ortadan kalktı** - Önümüzdeki yıllarda Türk Telekom'un satışına ilişkin olası gelişmeler banka hissesi için katalizör olabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **TKO artmaya devam edecek** - 2018 yılsonundan %5,2 düzeyinde gerçekleşmesini beklediğimiz TKO'nun 2019 yılında %6,4 düzeyine çıkacağını tahmin ediyoruz. (Banka yönetimi %7'nin altında hedefliyor)
- ❑ **Temettü dağıtımı beklemiyoruz** - Çekirdek SYR olarak en güçlü konumda olan Garanti Bankası'nın 2019 yılında da güçlü sermaye tabanını koruyacağını ve sektöre paralel ihtiyatlı davranarak 2018 yılı net dönem karından temettü dağıtımı yapmayacağını öngörüyoruz.
- ❑ **Karlılığın gerilemesini bekliyoruz** - Bankanın 2018 yılsonunda %17,5 özkaynak karlılığı (serbest karşılık gideri hariç) elde edeceğini öngörüyoruz. Bu oranının 2019 yılında ise %12,5 düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Banka yönetimi 2019 yılsonu için öngördüğü %10-13 düzeyindeki özkaynak karlılığını orta vadede %15-20 aralığında hedeflemektedir. Banka için hedef fiyatımızı 9,30 TL'den 10,0 TL'ye revize ediyoruz.

Halk Bankası (HALKB)

Halk Bankası - HALKB				
Piyasa değeri (mn TL)				9.850
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				329
Hisse fiyatı (TL)				7,88
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				5,78 - 10,21
Halka açıklık oranı				49,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	16,6%	9,4%	-20,9%	
BIST-100'e göreceli performans	7,8%	8,3%	-6,1%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	10.464	10.596	11.951	13.735
Net faiz geliri	7.801	8.007	8.926	10.359
Net kar	3.725	2.504	2.596	2.960
Mevduat	193.227	237.387	267.729	302.931
Defter Değeri	25.377	28.593	31.064	33.712
Toplam Aktifler	305.351	363.398	415.676	473.250
Net faiz marjı (%)	2,9	2,3	2,4	2,4
Kredi/Mevduat oranı (%)	105	105	104	103
Takipteki kredi oranı (%)	2,9	3,1	3,9	4,5
Sermaye yeterlilik (%)	14,2	15,0	14,2	13,7
F/K (x)	3,6	3,9	3,8	3,3
PD/DD (x)	0,5	0,3	0,3	0,3
Özsermaye karlılığı	14,7%	9,3%	8,7%	9,1%
Temettü verimi	1,7%	1,4%	0,0%	5,7%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Halk Bankası (HF: 9,40 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: AL)

- ❑ **Kredi büyümesi yavaşlayacak** - KOBİ segmentinde lider olan Halk Bankası'nın 2018 yılında TL kredi büyümesi sektör ortalamasının (%2,8) oldukça üzerinde %18,0 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2019 yılında da bankanın TL kredilerde büyüme hızının sektöre paralel %10,2 düzeyine bekliyoruz.
- ❑ **TÜFEX gelirleri azalacak** - 1Ç'de (kasım, aralık, ocak) negatif enflasyon gerçekleşme olasılığını yüksek bulduğumuz için bankanın TÜFEX gelirlerinin olumsuz etkilenebileceğini düşünüyoruz. TÜFEX gelirlerini gerçekleştiren enflasyona göre muhasebeleştiren Halk Bankası'nın gelirlerde dalgalanmayı azaltmak için beklenti ile muhasebeleştirme yöntemine geçebileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **TKO sektör ortalamasının altında** - Halk Bankası'nın 3Ç'de %2,65 düzeyinde olan Takipteki Krediler Oranı'nın 2018 sonunda %3,1 düzeyine ulaşmasını bekliyoruz (sektör ortalaması: %3,8). 2019 yılında ise bu oranın sektördeki genel görünüme paralel %4,0 düzeyine çıkmasını öngörüyoruz.
- ❑ **2019'da özkaynak karlılığını koruyacak** - Bankanın 2018 yılsonunda %9,0 oranında öngördüğümüz özkaynak karlılığının 2019'da aynı düzeyde kalacağını tahmin ediyoruz. Bankanın 2019 yılında operasyonel giderlerinde enflasyonun (VKY Tahmin: %15,0) bir miktar üzerinde artış (%19,2) olacağını öngörüyoruz.

İş Bankası (ISCTR)

İş Bankası (C) - ISCTR

Piyasa değeri (mn TL)	22.950
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	153
Hisse fiyatı (TL)	5,10
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	3,82 - 7,88
Halka açıklık oranı	31,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	20,6%	19,2%	-25,8%
BIST-100'e göreceli performans	11,5%	17,9%	-11,9%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	15.859	19.034	21.210	23.293
Net faiz geliri	13.208	16.816	17.903	19.306
Net kar	5.308	5.826	6.178	6.466

Mevduat	203.751	233.216	263.384	295.938
Defter Değeri	42.984	47.844	53.372	56.466
Toplam Aktifler	362.241	411.703	461.346	514.295

Net faiz marjı (%)	4,0	4,4	4,5	4,2
Kredi/Mevduat oranı (%)	118	113	112	110
Takipteki kredi oranı (%)	2,2	4,3	5,5	6,9
Sermaye yeterlilik (%)	16,7	16,0	15,6	15,3

F/K (x)	5,9	3,9	3,7	3,5
PD/DD (x)	0,7	0,5	0,4	0,4
Özsermaye karlılığı	12,3%	12,8%	12,2%	11,8%
Temettü verimi	3,8%	5,7%	0,0%	6,8%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

İş Bankası (HF: 6,78 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: AL)

- ❑ **Kredi-mevduat oranı iyileşecek** - İş Bankası'nın 2019 yılında toplam kredi büyümesinin %12, mevduat büyümesinin ise %13 düzeyinde gerçekleşeceğini bekliyoruz. Böylece 2019'da bankanın kredi-mevduat oranında sınırlı iyileşme öngörüyoruz. Banka yönetimi 2019 yılında mevduat tarafında TL olarak %17-18, dolar cinsinden YP %3-4 büyüme öngörmekle beraber TL kredi - mevduat oranını %120 olarak tahmin etmektedir.
- ❑ **TKO %5,5'e ulaşacak** - İş Bankası 2019 yılında 150 baz puan altında kredi risk maliyeti hedeflerken, Takipteki Krediler Oranı(TKO)'nın %6,0 düzeyine ulaşmasını beklediğini açıkladı. Banka için 2019 yılında %2,1 risk maliyeti ile %5,5 TKO tahmin ediyoruz.
- ❑ **İştirak gelirleri güçlü kalacak** - Banka'nın 2019 yılında iştiraklerden elde ettiği gelirlerin 2018 yılına paralel gerçekleşeceğini ve %12 düzeyinde özkaynak karlılığı elde edeceğini öngörüyoruz. Banka'nın 2018 yılı tamamı için 2,5 mlr TL iştiraklerden gelir kaydetmesini bekliyoruz.
- ❑ **Şube sayısı azaltılacak** - Banka yönetimi 2019 yılında yaklaşık 80 şubeyi kapatmayı öngörmektedir. Bu kararın orta vadede bankanın gider/gelir oranına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. 2019 yılında bankanın faaliyetlerinde %18,8 düzeyinde artış görüyoruz. (Banka yönetimi %20 civarında artış öngörüyor)

T.S.K.B. - TSKB

Piyasa değeri (mn TL)	2.212
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	29
Hisse fiyatı (TL)	0,79
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	0,71 - 1,41
Halka açıklık oranı	39,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	9,7%	-1,3%	-35,7%
BIST-100'e göreceli performans	1,5%	-2,3%	-23,7%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	1.043	1.575	1.598	1.749
Net faiz geliri	1.039	1.554	1.621	1.773
Net kar	596	662	772	900

Mevduat	0	0	0	0
Defter Değeri	3.535	4.076	4.848	5.748
Toplam Aktifler	28.910	36.817	44.214	51.736

Net faiz marjı (%)	3,9	4,2	3,8	3,6
Kredi/Mevduat oranı (%)	0	0	0	0
Takipteki kredi oranı (%)	0,2	2,3	3,4	4,0
Sermaye yeterlilik (%)	17,1	16,0	16,5	16,3

F/K (x)	5,8	3,3	2,9	2,5
PD/DD (x)	1,0	0,5	0,5	0,4
Özsermaye karlılığı	16,9%	17,4%	17,3%	17,0%
Temettü verimi	2,5%	6,5%	0,0%	7,7%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

TSKB (HF: 1,17 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Likidite fazlası avantajlı** - Bilanço yapısı ile mevduat bankalarına kıyasla daha az risklere maruz kaldığı için defansif bulduğumuz TSKB, önümüzdeki yıllarda yatırım iştahının tekrar artması ile sahip olduğu likidite fazlasından avantaj sağlayabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **TKO'da artış devam edebilir** - Banka'nın 2017 sonunda %0,2 düzeyinde olan Takipteki Krediler Oranı (TKO) 2018'de büyük bir firmanın kredilerinin takibe alması sonucunda %2,0'ye çıkmıştı. TSKB'nin TKO'sunun 2019 yılında %3,4'e ulaşacağını öngörüyoruz. Banka yönetimi 2019'da %4,0'ün altında TKO hedeflemektedir.
- ❑ **Enerji portföy ağırlığı yüksek** - Banka'nın kredi portföyünde enerji sektörünün ağırlığının (~%33) yüksek olması nedeniyle, enerji sektöründe oluşabilecek olası riskler bankanın aktif kalitesi için kırılganlıklara işaret etmektedir.
- ❑ **2019'da özkaynak karlılığı artacak** - Banka'nın 2018 yılında net dönem karının yıllık bazda %11 artarak 662 mn TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Banka için 2018 özkaynak karlılık oranı tahminimiz %17,2 iken, 2019 yılında bu oranının %17,1 olacağını öngörüyoruz.
- ❑ **Önerimizi koruyoruz** - Banka için 1,30 TL olan hedef fiyatımızı 1,17 TL'ye revize ederken, uzun vadede 'AL' önerimizi koruyoruz.

Yapı Kredi Bankası (YKBNK)

Yapı Ve Kredi Bankası - YKBNK

Piyasa değeri (mn TL)	15.205
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	145
Hisse fiyatı (TL)	1,80
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	1,53 - 3,13
Halka açıklık oranı	18,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	13,9%	1,7%	-36,4%
BIST-100'e göreceli performans	5,4%	0,7%	-24,5%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	12.670	18.341	18.846	19.718
Net faiz geliri	9.211	13.847	14.246	15.111
Net kar	3.614	4.494	4.623	5.060

Mevduat	169.347	197.592	217.329	243.556
Defter Değeri	30.098	41.210	45.871	50.887
Toplam Aktifler	297.810	346.824	392.542	442.862

Net faiz marjı (%)	3,5	4,1	4,0	3,7
Kredi/Mevduat oranı (%)	115	110	109	109
Takipteki kredi oranı (%)	4,5	5,1	5,7	6,8
Sermaye yeterlilik (%)	14,5	16,2	16,1	15,8

F/K (x)	5,2	3,4	3,3	3,0
PD/DD (x)	0,6	0,4	0,3	0,3
Özsermaye karlılığı	12,0%	12,6%	10,6%	10,5%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%

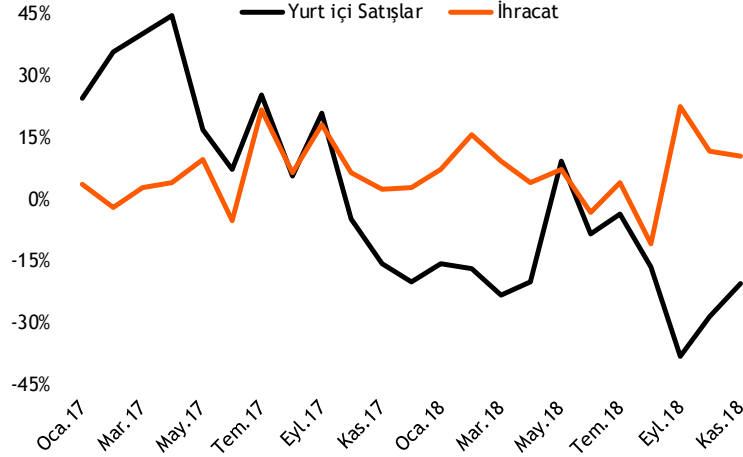
Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Yapı Kredi Bankası (HF: 2,51 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **AT1 ihracı SYR'yi güçlendirecek** - 2018 yılının ilk yarısında 4,1 mlr TL'lik bedelli sermaye artırımını ile sermayesini güçlendiren Yapı Kredi Bankası Ocak 2019'da 650 mn \$'lık AT1 ihracı gerçekleştirdi. Bu ihracın bankanın ana sermaye yeterlilik rasyosunu ilk çeyrekte itibaren yaklaşık 120 bp olumlu etkilemesini bekliyoruz.
- ❑ **SYR kur dalgalanmalarından daha az etkilenecek** - AT1 ihracı ile kur kaynaklı dalgalanmalardan sermaye yeterlilik rasyosunun daha az etkileneceğini düşünüyoruz. Bankanın 3Ç18 itibarıyla çekirdek sermaye yeterliliği %13,1 düzeyindedir. 2019 yılında bankanın 2018 net dönem karından temettü dağıtımını yapmasını beklemiyoruz.
- ❑ **Sorunlu portföy satışı devam edecek** - 2019 yılında da bankanın takipteki alacak portföy satışını sürdürmesini bekliyoruz. 2018 yılsonunda %5,1'e ulaşmasını öngördüğümüz TKO'nun 2019 yılında %5,7 seviyesinde çıkacağını tahmin ediyoruz. 2019 yılı için net risk maliyeti tahminimiz %2,4'dür. (2018T:%2,6)
- ❑ **TL kredi büyüme tahminimiz %7,0** - 2019 yılında bankanın toplam kredi büyümesinin %9,5 düzeyinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Banka'nın TL kredilerinde %7,0 büyüme, YP kredilerde (\$) ise %6,6 düzeyinde daralma öngörüyoruz.

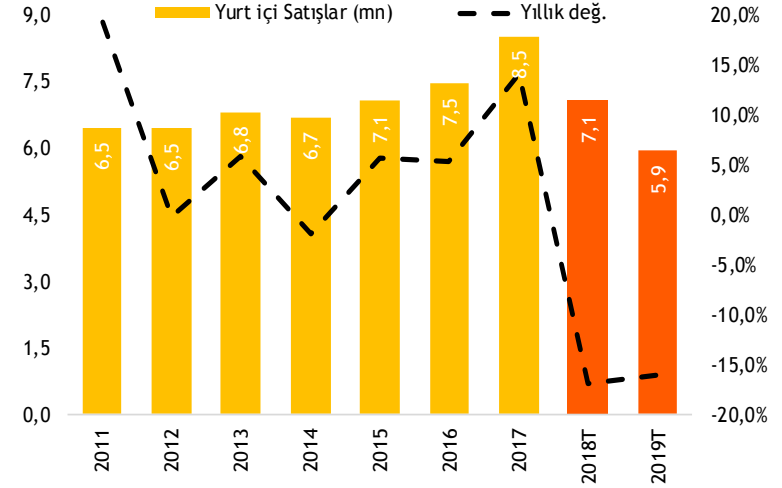
Beyaz Eşya Sektörü

Beyaz Eşya Pazarı (adet, yıllık değ.)



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı

Beyaz Eşya Pazarı (adet)



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Beyaz eşya sektöründe 2017 yılında uygulanan ÖTV teşvikinin desteğiyle yıllık bazda %14,2 ile çift haneli büyüme kaydeden yurt içi satış hacmi, 2018 yılında ise öne çekilen talep, kur ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların etkisiyle yıllık bazda %17 düşüş gösterdi.
- 1 Kasım 2018’de başlayan ÖTV teşvikinin 2018 sonundan Mart/2019 sonuna kadar uzatılmasının yurt içi talebe olumlu yansımaları bekliyoruz. Ancak, teşvik nedeniyle öne çekilen talebin yılın geri kalanında zayıflamaya neden olabileceğini, bu nedenle 2019 yılında beyaz eşya yurt içi satış hacminin yıllık bazda %16 düşüş göstereceğini tahmin ediyoruz.

Arçelik (ARCLK)

Arçelik - ARCLK				
Piyasa değeri (mn TL)				12.177
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				43
Hisse fiyatı (TL)				18,02
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				11,83 - 19,71
Halka açıklık oranı				25,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	18,2%	27,3%	-8,2%	
BIST-100'e göreceli performans	9,3%	26,0%	8,9%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	20.841	27.090	33.126	38.964
FAVÖK	1.920	2.568	3.118	3.641
Net kar	843	851	989	1.140
FAVÖK marjı (%)	9,2	9,5	9,4	9,3
Net kar marjı (%)	4,0	3,1	3,0	2,9
Net borç / (nakit)	4.794	8.365	9.393	10.860
Defter Değeri	6.915	10.802	12.422	14.285
Toplam Aktifler	20.436	36.586	42.074	48.385
F/K (x)	17,3	14,3	12,3	10,7
PD/DD (x)	2,1	1,1	1,0	0,9
FD/FAVÖK (x)	10,1	8,0	6,9	6,3
FD/Satışlar (x)	0,9	0,8	0,7	0,6
Özsermaye karlılığı	12,3%	9,6%	8,5%	8,5%
Temettü verimi	2,8%	3,5%	4,1%	4,7%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Arçelik (HF: 18,90 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **2018 yılına ilişkin Şirket beklentileri ulaşılabilir** - Arçelik, 2018 yılının Ocak-Eylül döneminde yurt içi talepteki zayıflığa karşın, yurt dışı operasyonlardaki organik büyüme ve kur kaynaklı olumlu etkiyle yıllık bazda %29 ile güçlü ciro büyümesi kaydetmiş; ana pazarlardaki fiyat artışlarının ve hammadde fiyatlarındaki (plastik ve metal) yatay seyrin de etkisiyle FAVÖK'ü yıllık bazda %24 büyümüştür. Şirketin 4Ç18'de azalan kur kaynaklı destekleyici etkiye rağmen, 2018 yılının tamamına ilişkin beklentilerini karşılayacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **2019'da iç talepte öngördüğümüz daralmadan olumsuz etkilenecek** - Beyaz eşya ürünlerindeki %6,7'lik ÖTV'nin 1 Kasım 2018'den itibaren geçici süreliğine kaldırılması uygulamasının 2018 sonundan Mart/2019 sonuna kadar uzatılmasının Şirketin yurt içi satışlarını desteklemesini, ancak öne çekilen talep nedeniyle yılın geri kalanında zayıflamaya neden olacağını tahmin ediyoruz. İhracat tarafında ise, Avrupa'da pazar payı kazanımının devamını beklerken, G.Afrika ve Pakistan'da zayıf seyrin devam edeceğini öngörüyoruz.
- ❑ **Maliyet tarafı destekleyici, ancak işletme sermayesinde zayıflık risk yaratıyor** - Hammadde fiyatlarındaki aşağı yönlü seyrin operasyonel kârlılığına olumlu katkıda bulunmasını bekliyoruz. Ancak ÖTV teşvikinin, işletme sermayesi ihtiyacında artışın devamına neden olacağını tahmin ediyoruz.

Vestel Elektronik (VESTL)

Vestel - VESTL				
Piyasa değeri (mn TL)				1.983
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				44
Hisse fiyatı (TL)				5,91
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				5,27 - 12,23
Halka açıklık oranı				22,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	3,3%	-23,1%	-39,7%	
BIST-100'e göreceli performans	-4,4%	-23,9%	-28,4%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	12.101	14.935	17.964	20.771
FAVÖK	867	2.116	2.345	2.505
Net kar	55	153	92	106
FAVÖK marjı (%)	7,2	14,2	13,1	12,1
Net kar marjı (%)	0,5	1,0	0,5	0,5
Net borç / (nakit)	2.508	5.585	6.271	7.251
Defter Değeri	2.278	3.593	4.132	4.751
Toplam Aktifler	13.846	23.252	26.740	30.751
F/K (x)	46,1	13,0	21,6	18,7
PD/DD (x)	1,2	0,6	0,5	0,4
FD/FAVÖK (x)	5,8	3,6	3,5	3,7
FD/Satışlar (x)	0,4	0,5	0,5	0,4
Özsermaye karlılığı	2,5%	5,2%	2,4%	2,4%
Temettü verimi	0,0%	0,4%	0,2%	0,3%

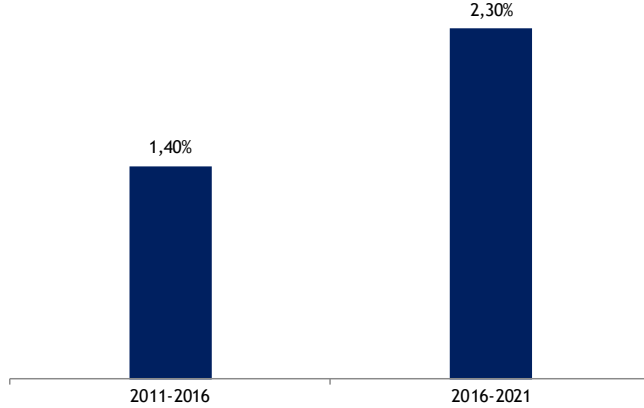
Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Vestel Elektronik (HF: 7,00 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **2019'da ihracat ön planda olmaya devam edecek** - 2019 yılında, beyaz eşya segmentinde iç talebin ÖTV teşvikinden olumlu yönde etkilenmesini bekliyor, ancak öne çekilen talebin yılın geri kalanında zayıflığı beraberinde getireceğini tahmin ediyoruz. Beyaz eşya ihracatında ise, yüksek baz etkisine rağmen yeni ODM anlaşmaları ve kur kaynaklı destekleyici etkiyle olumlu performansın devamını bekliyoruz.
- ❑ **Taksit sayısında artış TV satışlarını destekleyecek** - Tüketici elektroniği segmentinde, yurt içinde kredi kartları ile gerçekleştirilecek fiyatı 3 bin TL'ye kadar olan TV alımlarında 3 ay olan taksit sınırının 9 aya çıkarılmasının, Vestel'in 2019 yılı satışlarına olumlu yansımaları bekliyoruz.
- ❑ **Hammadde fiyatları destekleyici görünüm sunuyor** - Hem beyaz eşya (metal ve plastik) hem de TV tarafında (panel) hammadde fiyatlarındaki düşüş eğiliminin, operasyonel kâr marjlarını destekleyeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Yüksek döviz borcu risk yaratıyor** - Şirketin 3Ç18 sonu itibarıyla ihracata ilişkin stoklarla düzeltilmiş 567 mn \$ açık pozisyonu bulunmakta olup, \$/TL'de olası yükselişler net kâr üzerinde aşağı yönlü risk yaratmaktadır.

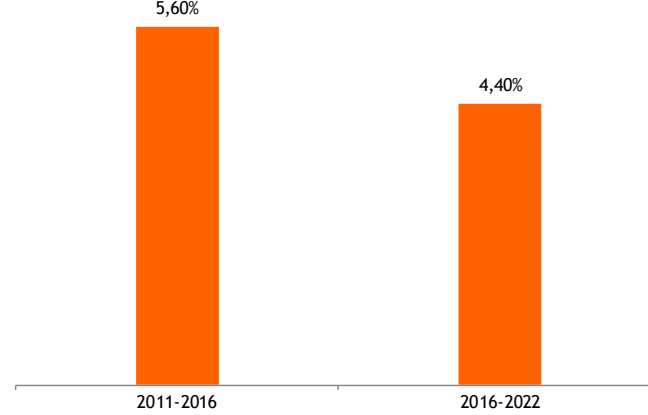
Cam: İç piyasadaki dengelenme ortamında ihracata yönelim sürececek

Soda Külü Talep Artışı Beklentisi (Küresel)



Kaynak: Şişe Cam, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Soda Külü Talep Artışı Beklentisi (Türkiye)



Kaynak: Şişe Cam, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

- ❑ **Cam sektörü birçok sektöre girdi veriyor** - Ürünleriyle otomotiv, inşaat, beyaz eşya, gıda, meşrubat, ilaç, kozmetik, turizm gibi birçok sektöre girdi vermektedir. Sektörün en önemli hammaddesi ise soda külüdür.
- ❑ **Soda külü fiyatlarında 2019 yılında dolar bazında %8 artış bekliyoruz** - Artan talep ve Çin'deki kapasite azalışlarına bağlı 2019 yılında dolar bazında %8 büyüme beklentimiz sürüyor. Sektörün düzcam tarafında, içeride talep daralmalarına bağlı olarak ihracat tarafına ağırlık verdiğini görebiliriz. Cam ambalaj tarafı ise gıda, içecek ve ecza sektörü gibi daha defansif sektörlerle girdi verdiği için nispeten daha korunaklı görünmektedir.

Anadolu Cam (ANACM)

Anadolu Cam - ANACM				
Piyasa değeri (mn TL)	2.040			
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	7			
Hisse fiyatı (TL)	2,72			
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	2,46 - 3,64			
Halka açıklık oranı	20,0%			
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	9,2%	-9,6%	-13,0%	
BIST-100'e göreceli performans	1,0%	-10,6%	3,3%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	2.411	3.190	3.910	4.446
FAVÖK	542	763	900	1.000
Net kar	181	431	497	620
FAVÖK marjı (%)	22,5	23,9	23,0	22,5
Net kar marjı (%)	7,5	13,5	12,7	13,9
Net borç / (nakit)	1.219	2.079	2.025	2.077
Defter Değeri	1.892	2.162	2.518	3.014
F/K (x)	10,9	4,7	4,1	3,3
PD/DD (x)	1,0	0,9	0,8	0,7
FD/FAVÖK (x)	5,9	5,4	4,5	4,1
FD/Satışlar (x)	1,3	1,3	1,0	0,9
Özsermaye karlılığı	9,6%	21,3%	21,2%	22,4%
Temettü verimi	3,1%	2,9%	2,9%	2,9%

Anadolu Cam (HF: 4,29 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Gıda, içecek ve eczacılık gibi daha defansif sayılabilecek sektörlere girdi veriyor** - Cam ambalaj faaliyet alanında daha defansif gördüğümüz sektörlere girdi veren şirketin, ekonomide dengelenme sürecinde, maliyet artışlarını fiyatlara yansıtabilme gücünü, iç talepteki olası daralmaları ihracat ile aşabilme kabiliyeti olmasını ve Rusya'da pazar payı kazanmasını değerli buluyoruz.
- ❑ **2018-2023 döneminde yurtiçi cam ambalaj pazarının ortalama yıllık %4 seviyesinde büyümesini bekliyoruz** - Yurtiçi pazarda önceki yıllara kıyasla (son 10 yıl ortalama talep büyümesi %9) daha yavaş bir büyüme beklenmesi nedeniyle şirket ihracat pazarlarına da odaklanmaktadır. Şirketin yurtiçi cam ambalaj pazarında gıda ve içecek sektörü ağırlıklı satış portföyü bulunmaktadır.
- ❑ **Rusya'da pazar kazanımları sürecektir** - Anadolu Cam, Türkiye yanı sıra Rusya ve Gürcistan pazarında da pazar lideri konumundadır. Rusya'da ağırlıklı olarak içecek sektörüne satış yapan şirketin, talebin büyümediği Rusya pazarında önümüzdeki yıllarda da pazar payı kazanımlarını sürdüreceğini öngörüyoruz.
- ❑ **Anadolu Cam için hedef fiyatımız 4,29 TL seviyesindedir** - Kısa vadede Endeks Üzeri Getiri performansı sergilemesini beklediğimiz hissede uzun vadeli önerimiz ise AL olarak yer almaktadır.

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Soda Sanayi (SODA)

Soda Sanayii - SODA				
Piyasa değeri (mn TL)	7.250			
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	39			
Hisse fiyatı (TL)	7,25			
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	4,13 - 8,1			
Halka açıklık oranı	39,0%			
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	-2,0%	11,7%	68,9%	
BIST-100'e göreceli performans	-9,4%	10,6%	100,5%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	2.451	3.353	4.442	4.938
FAVÖK	616	1.110	1.303	1.442
Net kar	661	1.744	1.810	1.965
FAVÖK marjı (%)	25,1	33,1	29,3	29,2
Net kar marjı (%)	27,0	52,0	40,7	39,8
Net borç / (nakit)	-469	-880	-1.198	-1.850
Defter Değeri	3.188	4.899	6.427	7.939
F/K (x)	6,9	4,2	4,0	3,7
PD/DD (x)	1,4	1,5	1,1	0,9
FD/FAVÖK (x)	6,6	5,7	4,6	3,7
FD/Satışlar (x)	1,6	1,9	1,4	1,1
Özsermaye karlılığı	20,7%	43,1%	32,0%	27,4%
Temettü verimi	4,3%	3,1%	3,1%	3,1%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Soda Sanayi (HF: 10,38 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Gelirlerinin önemli bölümü yabancı para bazında** - Cam sektörünün hammaddelerinden olan soda külü üretimi yanı sıra krom kimyasalları konusunda dünyanın önemli üreticilerinden olan şirketin, satış gelirlerinin %86'sı yabancı para bazındadır.
- ❑ **İç pazar hassasiyeti düşük** - Gelirlerinin yaklaşık %80'ini yurtdışı satışlarından elde ettiği için şirketin yurtiçi pazardaki gelişmelere hassasiyeti düşüktür. Şirket faaliyetlerinden güçlü nakit akışı sağlamakta, hem operasyonel olarak hem de bilanço pozisyonu olarak şirket zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir.
- ❑ **Soda külü fiyatlarındaki artış bekliyoruz** - 2019 yılında soda külü fiyatlarında dolar bazında %8 artış beklemekteyiz. Şirketin ağırlıklı olarak € bazlı yaptığı soda külü satışları cirosunun yaklaşık üçte ikisini oluşturmaktadır.
- ❑ **Cam elyaf yatırımı marjları destekleyecek** - Alt yapı, yenilenebilir enerji, inşaat ve otomotiv sektörlerinin kullandığı cam elyafa ilişkin olarak 70 bin ton/yıl kapasiteli yatırımın 2019 yılından itibaren kullanıma alacak olması, şirketin kar marjlarını destekleyecektir.
- ❑ **Hisse için hedef fiyatımız 10,38 TL seviyesindedir** - Şirkete yönelik pozitif beklentilerimize bağlı olarak kısa vadede Endeks Üzeri Getiri performansı beklediğimiz Soda için uzun vadede önerimiz ise alım yönündedir.

Trakya Cam (TRKCM)

Trakya Cam - TRKCM				
Piyasa değeri (mn TL)	4.050			
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	17			
Hisse fiyatı (TL)	3,24			
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	2,82 - 4,77			
Halka açıklık oranı	28,0%			
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	8,0%	-17,3%	-24,1%	
BIST-100'e göreceli performans	-0,1%	-18,2%	-9,9%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	4.331	5.944	6.694	7.603
FAVÖK	891	1.145	1.276	1.437
Net kar	616	1.059	990	1.120
FAVÖK marjı (%)	20,6	19,3	19,1	18,9
Net kar marjı (%)	14,2	17,8	14,8	14,7
Net borç / (nakit)	1.201	2.503	2.777	2.747
Defter Değeri	4.010	5.003	5.768	6.659
F/K (x)	8,5	3,8	4,1	3,6
PD/DD (x)	1,3	0,8	0,7	0,6
FD/FAVÖK (x)	7,2	5,7	5,4	4,7
FD/Satışlar (x)	1,5	1,1	1,0	0,9
Özsermaye karlılığı	15,4%	23,5%	18,4%	18,0%
Temettü verimi	2,8%	4,2%	4,2%	4,2%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Trakya Cam (HF: 4,09 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **Türkiye ve Avrupa'da lider düzcam üreticisi** - Gelirlerinin %64'ünü düzcam satışlarından, %36'sını ise otocam ve enkapsüle camları satışlarından elde eden Trakya Cam, yurtiçinde %69, Avrupa'da ise %5 pazar payı ile düzcam pazarında liderdir. Şirket dünyada ise %4 pazar payı ile kapasite bazında 5. büyük oyuncudur.
- ❑ **Ekonomideki dengelenme sürecinde karlılığın korunmasını bekliyoruz** - Trakya Cam'ın yurtiçinde fiyatlama yeteneğini ve Avrupa tarafında büyüyen otomotiv pazarının varlığını, katma değerli cam satışlarının artmasını ve konsolide gelirlerinin yarısından fazlasının yurtdışı gelirlerinden oluşmasını beğeniyoruz.
- ❑ **İtalya ve Hindistan satın almaları ihracat gelirlerini desteklemeye devam edecek** - Şirketin İtalya'da aldığı ve diğer hatla beraber 2019 yılı ikinci yarısına kadar soğuk tamirde olacak olan tesis ile birlikte hem İtalya'daki mevcut müşteri pazarına hem de potansiyel diğer Avrupa pazarlarına yönelmeyi planlamaktadır. Diğer yandan, büyüyen pazarlardan Hindistan'da %50 ortak olduğu HNG'de diğer hisseleri de almasıyla birlikte bunun Trakya Cam'ın yurtdışı gelirlerindeki artışı desteklemesini bekliyoruz.
- ❑ **Kısa vadede Endekse Paralel Getiri önerimiz bulunmaktadır** - Hisse başı fiyatımızı 4,09 olarak hesapladığımız Trakya Cam için, uzun vadeli önerimiz ise TUT seviyesindedir.

Şişe Cam (SİSE)

Şişe Cam - SİSE

Piyasa değeri (mn TL)	12.938
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	42
Hisse fiyatı (TL)	5,75
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	3,92 - 6,3
Halka açıklık oranı	34,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	9,9%	7,1%	20,0%
BIST-100'e göreceli performans	1,7%	6,0%	42,4%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	11.318	15.440	18.529	20.827
FAVÖK	2.446	3.338	3.855	4.292
Net kar	1.225	2.597	2.681	3.000

FAVÖK marjı (%)	21,6	21,6	20,8	20,6
Net kar marjı (%)	10,8	16,8	14,5	14,4

Net borç / (nakit)	5.896	9.757	11.345	12.739
Defter Değeri	9.837	12.412	14.927	17.555

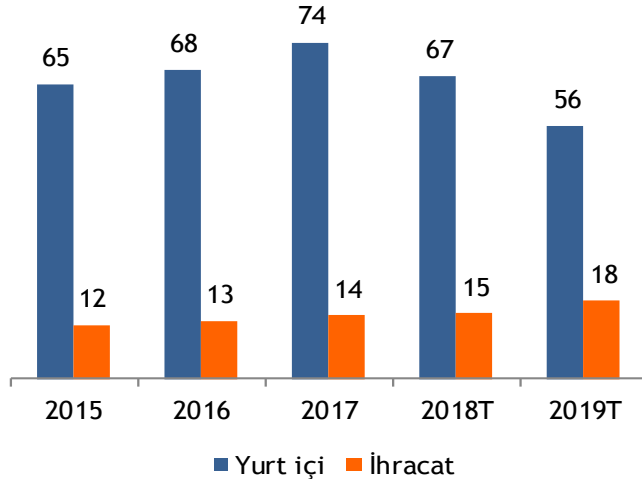
F/K (x)	8,6	5,0	4,8	4,3
PD/DD (x)	1,1	1,0	0,9	0,7
FD/FAVÖK (x)	5,3	6,8	6,3	6,0
FD/Satışlar (x)	1,1	1,5	1,3	1,2
Özsermaye karlılığı	12,5%	23,3%	19,6%	18,5%
Temettü verimi	2,7%	2,3%	2,3%	2,3%

Şişe Cam (HF: 6,35 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **Küresel Cam sektörünün en büyük oyuncularını arasında** - Şişe Cam, cam sektörünün Cam Ambalaj, Düzcamlar, Kimyasallar ve Cam Ev Eşyası faaliyet alanlarında lider şirketleri olan Anadolu Cam, Trakya Cam, Soda Sanayi ve Paşabahçe'yi konsolide etmektedir.
- ❑ **Güçlü nakit akışı, güçlü sermaye ve düşen borçluluk oranları hisseyi cazip kılıyor** - Ayrıca, şirketin yurtiçi talepte görülmesi beklenen durgunluğu, yurtdışı faaliyetlere odaklanarak ve yeni satın alma fırsatlarını değerlendirerek fırsata dönüştürebileceği görüşüdeyiz.
- ❑ **Uluslararası gelirler, iç piyasadaki olası daralmalarda şirkete avantaj sağlıyor** - Şirketin gelirlerinin yaklaşık %39'u yurtiçinden elde edilirken geri kalan kısım ihracat ve yurtdışı faaliyetlerden elde edilmektedir. Mevcut durumda şirket gelirlerinin %25'ini Avrupa'dan elde etmektedir. Şişecam, iç piyasada olası daralmalarda ihracat pazarlarına yönelebilmekte, bu da karlılık üzerindeki olumsuz etkiyi sınırlamaktadır.
- ❑ **Şişe Cam için hedef fiyatımız 6,35 TL seviyesindedir** - Kısa vadede Endekse Paralel Getiri performansı öngördüğümüz hisse için uzun vadeli önerimiz ise TUT seviyesindedir.

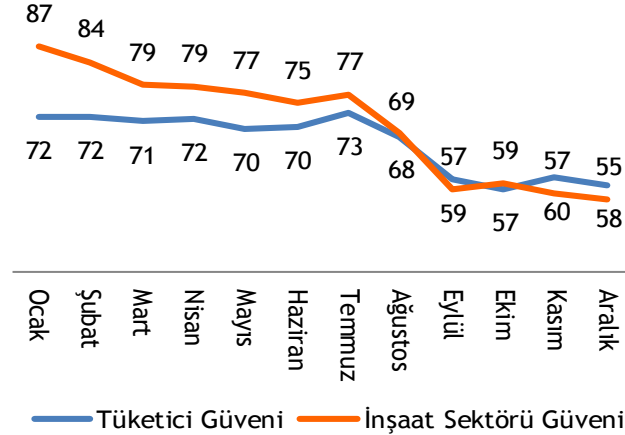
Çimento: Sektörde iç talep daralırken, ihracat hacminde büyüme göreceğiz

Sektörün Satış Gelişimi (mn ton)



Kaynak: Akçansa, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Güven Endeksleri (2018)



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

- ❑ **2019 yılında sektörde %16 daralma bekliyoruz** - 2018 yılını yıllık bazda %10 daralma ile 67 mn ton satışla kapamasını beklediğimiz sektörün, 2019 yılını ise 56 mn ton seviyelerinde tamamlayacağını ve 2018'e göre %16 daralacağını öngörüyoruz. 2018 yılında yaklaşık 14-15 mn ton seviyelerinde öngörülen ihracat hacminde ise 2019 yılında %20 büyüme görebileceğimizi düşünüyoruz.
- ❑ **Maliyet artışları fiyatlara yansıtılmaya çalışılacak** - Ortalama 180 TL/ton seviyesindeki yurt içi çimento fiyatlarında, şirketlerin maliyet tarafında 2018 yılında gözlenen yükselişleri yansıtmaya çalışmalarıyla birlikte yukarı yönlü bir seyir izleneceğini öngörüyoruz. İç pazardaki daralmayı aşmak için birçok şirketin ihracata yönelmesi, 40 \$/ton seviyelerindeki ihracat fiyatlarında gerilemeler görmemizi beraberinde getirebilir.

Akçansa Çimento (AKCNS)

Akçansa - AKCNS

Piyasa değeri (mn TL)	1.512
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	2
Hisse fiyatı (TL)	7,90
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	6,66 - 10,75
Halka açıklık oranı	19,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	10,3%	1,7%	-25,8%
BIST-100'e göreceli performans	2,1%	0,6%	-11,9%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	1.519	1.765	2.063	2.272
FAVÖK	308	388	429	441
Net kar	149	190	193	254

FAVÖK marjı (%)	20,3	22,0	20,8	19,4
Net kar marjı (%)	9,8	10,8	9,4	11,2

Net borç / (nakit)	333	327	357	301
Defter Değeri	1.109	1.220	1.296	1.457
Toplam Aktifler	1.916	2.152	2.327	2.555

F/K (x)	14,0	7,9	7,8	6,0
PD/DD (x)	1,9	1,2	1,2	1,0
FD/FAVÖK (x)	7,8	4,7	4,4	4,1
FD/Satışlar (x)	1,6	1,0	0,9	0,8
Özsermaye karlılığı	13,6%	16,3%	15,3%	18,5%
Temettü verimi	10,1%	8,5%	10,8%	11,0%

Akçansa Çimento (HF: 9,10 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **İhracat gelirlerinde artış bekliyoruz** - 2018 yılını 1,77 mlr TL ciro ile tamamlamasını beklediğimiz Akçansa'nın, 2019 yılını ise %17 satış geliri büyümesiyle 2,06 mlr TL ciro ile tamamlamasını öngörüyoruz. Hem ihracat miktarında yaşanmasını beklediğimiz artış hem de iç pazarda sene içinde göreceğimiz fiyat artışları, ciro büyümesini destekleyecektir.
- ❑ **Afrika ve ABD yine ana ihrac pazarları konumunda** - İhracat yeteneği bulunan ve 2019 yılında bunu en iyi şekilde kullanmaya çalışmasını beklediğimiz Akçansa'nın, Afrika ve ABD'ye olan ihracatında bu yıl önemli oranda artış görebiliriz.
- ❑ **Yakıt ve enerji maliyetlerinin seyri önemli olacak** - 2019 yılında kur tarafıyla birlikte yakıt maliyetleri de yine yakından izlenmeye devam edilecek. Elektrik fiyatlarının seyri de kar marjları açısından yakından takip edilecek bir diğer etken olacaktır.
- ❑ **Hedef fiyatımızı aşağı yönlü revize ediyoruz** - Akçansa için hedef fiyatımızı 10,02 TL seviyesinden 9,10 TL seviyesine revize ediyoruz. Şirket için kısa vadede Endekse Paralel Getiri önerimizi sürdürürken, uzun vadede AL önerimizi TUT olarak revize ediyoruz.

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Çimsa Çimento (CİMSA)

Çimsa - CİMSA

Piyasa değeri (mn TL)	1.050
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	3
Hisse fiyatı (TL)	7,77
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	7,16 - 13,74
Halka açıklık oranı	40,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	7,3%	-4,2%	-43,2%
BIST-100'e göreceli performans	-0,7%	-5,2%	-32,6%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	1.491	1.760	2.024	2.171
FAVÖK	384	460	455	489
Net kar	228	256	268	301

FAVÖK marjı (%)	25,8	26,1	22,5	22,5
Net kar marjı (%)	15,3	14,5	13,3	13,9

Net borç / (nakit)	1.172	1.170	1.116	1.274
Defter Değeri	1.422	1.686	2.000	2.120
Toplam Aktifler	3.242	3.496	3.802	4.221

F/K (x)	8,1	4,1	3,9	3,5
PD/DD (x)	1,4	0,6	0,5	0,5
FD/FAVÖK (x)	7,9	4,8	4,8	4,8
FD/Satışlar (x)	2,0	1,3	1,1	1,1
Özsermaye karlılığı	17,6%	16,5%	14,6%	14,6%
Temettü verimi	9,4%	6,4%	7,6%	8,9%

Çimsa Çimento (HF: 9,03 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **İç talepteki yavaşlama ihracat ile aşılmaya çalışılacak** İç piyasa tarafında sektörde görülmesini beklediğimiz daralma döneminde, ihracat kabiliyetiyle Çimsa'nın da ihracat hacmini önemli oranda artırma çabası içine gireceğini düşünüyoruz.
- ❑ **2019 yılında Çimsa için %15 satış geliri büyümesi öngörüyoruz** - 2018 yılını 1,76 mlr TL satış geliri ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, yıl içinde sektörde görülmesini beklediğimiz fiyat artışları ile birlikte satış gelirlerini 2019 yılında 2,02 mlr TL seviyesine yükseltmesini bekliyoruz.
- ❑ **Net karlılık tarafında sınırlı bir artış görebiliriz** - 2018 yılında 256 mn TL net kara ulaşmasını beklediğimiz Çimsa'nın 2019 yılını ise %5 gibi sınırlı bir net kar büyümesi ile tamamlayacağını öngörüyoruz.
- ❑ **Çimsa için hedef fiyatımızı aşağı yönlü revize ediyoruz** - Mevcut 9,89 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 9,03 TL seviyesine revize ederken, kısa vadede Endekse Paralel Getiri önerimizi değiştirmiyor, Uzun vadede AL önerimizi TUT olarak revize ediyoruz.

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Bolu Çimento (BOLUC)

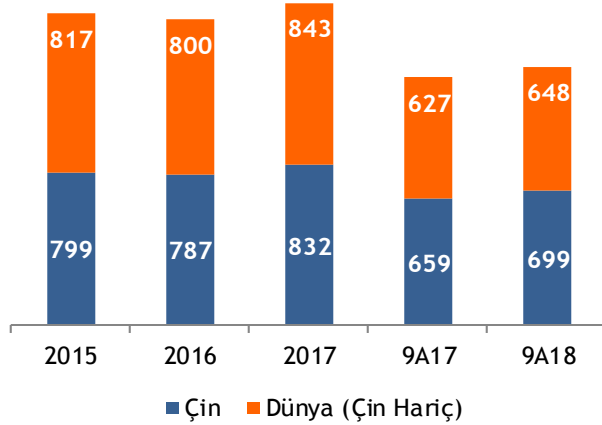
Bolu Çimento - BOLUC				
Piyasa değeri (mn TL)				491
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				1
Hisse fiyatı (TL)				3,43
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				3,33 - 6,17
Halka açıklık oranı				26,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	3,0%	-21,1%	-33,4%	
BIST-100'e göreceli performans	-4,7%	-22,0%	-21,0%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	537	560	602	631
FAVÖK	175	157	142	148
Net kar	117	81	69	72
FAVÖK marjı (%)	32,6	28,0	23,6	23,5
Net kar marjı (%)	21,8	14,4	11,5	11,4
Net borç / (nakit)	131	215	187	188
Defter Değeri	448	391	387	338
Toplam Aktifler	777	726	700	687
F/K (x)	6,6	6,1	7,1	6,8
PD/DD (x)	1,7	1,3	1,3	1,5
FD/FAVÖK (x)	5,2	4,5	4,8	4,6
FD/Satışlar (x)	1,7	1,3	1,1	1,1
Özsermaye karlılığı	26,1%	19,2%	17,8%	19,8%
Temettü verimi	11,3%	21,8%	14,8%	12,7%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Bolu Çimento (HF: 4,30 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

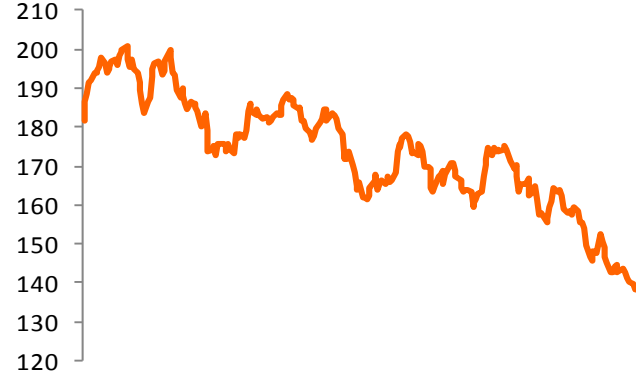
- ❑ **Yurt içi pazarda beklenen daralmadan negatif etkilenecektir** - 10 farklı çeşit çimento ve öğütülmüş yüksek fırın cürufuyla ve 2,5 mn ton/yıl klinker kapasitesiyle faaliyetlerini sürdüren şirketin, ihracat kabiliyeti sınırlıdır. Dolayısıyla da iç pazar bağımlılığı, inşaat sektöründe gözlenen daralmadan şirketin negatif etkilenmesini de beraberinde getirmektedir. Özellikle 2019 yılında iç pazarda görülmesini beklediğimiz %16 seviyesindeki daralmanın şirket gelir ve karlılığı üzerinde baskı unsuru olacağı görüşündeyiz.
- ❑ **2019 yılında şirketin cirosunda yıllık %7,5 düzeyinde bir büyüme öngörmekteyiz** - Yurt içi pazara odaklı olmasına bağlı olarak yıl içinde sektörde görülmesini beklediğimiz fiyat artışlarına bağlı olarak şirketin 2019 yılını 602 mn TL satış geliri ile tamamlayacağını öngörüyoruz.
- ❑ **Bolu Çimento için hedef fiyatımızı aşağı yönlü revize ediyoruz** - Şirket için mevcut 5,78 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 4,30 TL seviyesine aşağı yönlü revize ediyoruz. Kısa vadede Endekse Paralel Getiri önerimizi değiştirmiyor, uzun vadede AL önerimizi TUT olarak revize ediyoruz.

Dünya Ham Çelik Üretimi (mn ton)



Kaynak: Kardemir, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Bloomberg Steel Index (2018)



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

- ❑ Dünyanın en büyük çelik üreticisi ve tüketicisi konumundaki Çin'in büyümesine ilişkin endişeler küresel çelik sektörünü direkt etkilemektedir. Kur ve ürün fiyatlarının seyri ise yerli şirketlerin karlılıkları üzerinde oldukça belirleyici konumdadır.
- ❑ 2018 yılında ürün fiyatlarında yaşanan gerilemelerin, 2019 yılında da devam edeceğini bekliyoruz. Ticaret savaşına ilişkin gelişmeler, çelik üreticilerinin ihracat kabiliyetleri üzerinde önemli rol oynayacak en önemli etken konumundadır. Cevher ve kömür maliyetlerinde ise 2019 yılında sakin bir seyir bekleniyor. Üretici şirketlerin bu yıl ihracat tarafına ağırlık vereceğini öngörüyoruz.

Ereğli Demir Çelik - EREGL

Piyasa değeri (mn TL)	27.615
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	151
Hisse fiyatı (TL)	7,89
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	7 - 12,21
Halka açıklık oranı	48,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	5,5%	-23,4%	-15,8%
BIST-100'e göreceli performans	-2,4%	-24,2%	0,0%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	18.644	26.403	29.396	32.362
FAVÖK	5.383	8.630	6.343	6.969
Net kar	3.754	5.490	3.580	3.786

FAVÖK marjı (%)	28,9	32,7	21,6	21,5
Net kar marjı (%)	20,1	20,8	12,2	11,7

Net borç / (nakit)	-2.545	-2.136	-2.534	-2.437
Defter Değeri	19.228	34.725	37.197	37.781
Toplam Aktifler	28.376	47.209	52.081	53.842

F/K (x)	9,3	5,0	7,7	7,3
PD/DD (x)	1,9	0,8	0,7	0,7
FD/FAVÖK (x)	6,0	3,0	4,0	3,6
FD/Satışlar (x)	1,7	1,0	0,9	0,8
Özsermaye karlılığı	20,1%	20,3%	10,0%	10,1%
Temettü verimi	5,7%	10,6%	15,5%	10,1%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Ereğli Demir Çelik (HF: 10,18 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **İhracat satış gelirlerini destekleyecek** - 2018 yılını 8,3 mn ton satış hacmi ve 26,4 mlr TL satış geliri ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, 2019 yılında ise ihracatı bir miktar daha artırmasıyla birlikte satış gelirlerini %11 artırarak 29 mlr TL satış gelirine ulaşacağını öngörüyoruz.
- ❑ **Kar marjlarında gerileme göreceğiz** - Ürün fiyatlarında küresel talepte yaşanması beklenen düşüşe paralel düşüş eğilimi, cevher ve kömür fiyatlarında öngörülen stabil hareketlerle, kar marjlarında gerilemelere neden olabilir. Ancak, marjlar açısından kur tarafındaki gelişmeler de yakından izlenmeye devam edilecek. 2018 yılını yaklaşık 5,5 mlr TL net kar ile kapatmasını beklediğimiz Erdemir'in, 2019 yılında ise 3,6 mlr TL net kar açıklayacağını öngörmekteyiz.
- ❑ **Güçlü temettü verimi bekliyoruz** - Şirketin 2019 yılında 4,3 mlr TL temettü dağıtacağını (1,2 TL/hisse) öngörüyoruz. Bu ise hisse başına yaklaşık %16 temettü verimine işaret etmektedir.
- ❑ **Hedef fiyatımızı aşağı yönlü revize ediyoruz** - Erdemir için hisse başı fiyat hedefimizi 11,00 TL seviyesinden 10,18 TL seviyesine revize ederken, kısa vadeli önerimizi Endeks Üzeri Getiri olarak devam ettiriyoruz. Uzun vadeli TUT önerimizi ise AL olarak revize ediyoruz.

Kardemir (KRDM)

Kardemir (D) - KRDM				
Piyasa değeri (mn TL)				1.857
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				268
Hisse fiyatı (TL)				2,38
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				2,09 - 5,16
Halka açıklık oranı				89,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	8,7%	-38,2%	-28,1%	
BIST-100'e göreceli performans	0,5%	-38,8%	-14,7%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	3.973	5.379	6.055	6.878
FAVÖK	734	1.779	1.115	1.329
Net kar	252	866	336	454
FAVÖK marjı (%)	18,5	33,1	18,4	19,3
Net kar marjı (%)	6,3	16,1	5,6	6,6
Net borç / (nakit)	921	202	253	142
Defter Değeri	2.447	3.443	3.933	4.528
Toplam Aktifler	6.928	8.286	9.818	10.966
F/K (x)	14,5	2,1	5,5	4,1
PD/DD (x)	1,5	0,5	0,5	0,4
FD/FAVÖK (x)	6,2	1,2	1,9	1,5
FD/Satışlar (x)	1,2	0,4	0,3	0,3
Özsermaye karlılığı	10,3%	29,4%	9,1%	10,7%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

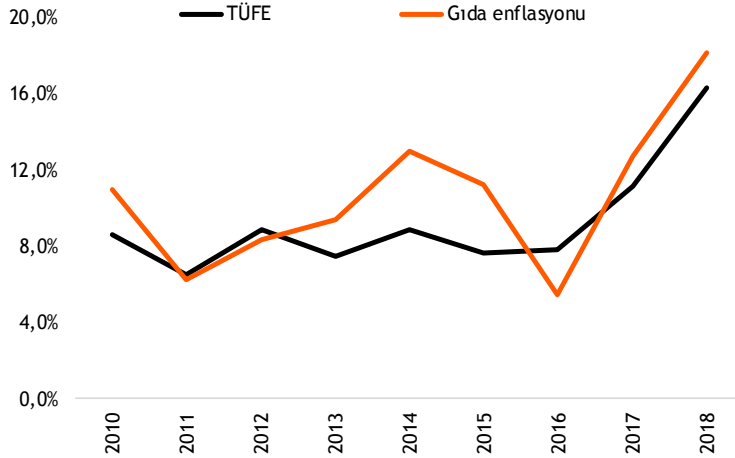
Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Kardemir (HF: 3,25 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: AL)

- ❑ **2019 yılında satış gelirlerinde artış, net karlılık da ise gerileme görebiliriz** - Kardemir'in 2018 yılının 5,4 mlr TL net satış gelirin'e ulaşarak tamamlamasını, 2019 yılında ise %13'e yakın artışla 6,06 mlr TL'lik satış gelirin'e ulaşılacağını öngörüyoruz. 2018 yılını 866 mn TL net kar ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, 2019 yılında ise net karının 336 mn TL'ye gerilemesini bekliyoruz.
- ❑ **FAVÖK marjını 1Y19'da %15 altında görebiliriz** - Ürün fiyatlarında yaşanmasını beklediğimiz gerilemeler nedeniyle, 2018 yılında %32'ler üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz FAVÖK marjının, 2019 yılının toplamında %15-20 bandına gerilemesini bekliyoruz. Ancak, FAVÖK marjında yılın ilk yarısında %15 seviyesinin de altında gerçekleşmeler görebileceğimizi düşünüyoruz.
- ❑ **Hedef fiyatımızı aşağı yönlü revize ediyoruz** - Kardemir için hisse başı fiyat hedefimizi 5,00 TL seviyesinden 3,25 TL seviyesine, kısa vadeli önerimizi de Endeks Üzeri Getiri'den Endekse Paralel Getiri olarak revize ediyoruz Uzun vadeli önerimiz ise AL olarak devam ediyor.

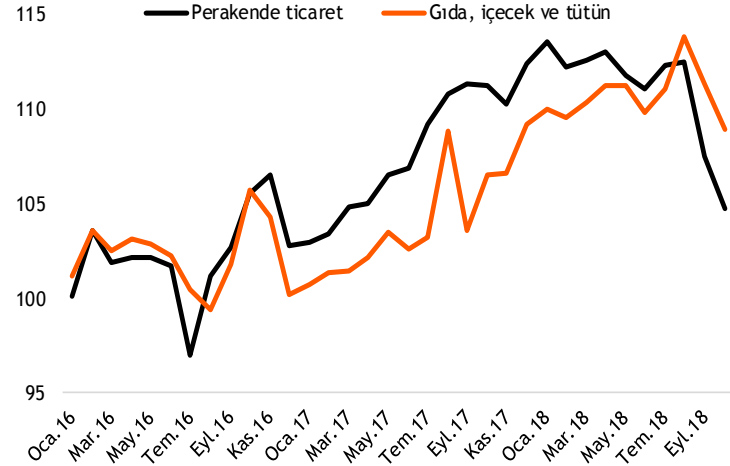
Gıda Perakendeciliği Sektörü

Türkiye Enflasyon (12A ort. göre yıllık değ.)



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Perakende Satış Hacim Endeksi



Kaynak: TÜİK (Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış, Sabit fiyatlarla)

- ❑ 2018 yılında gıda enflasyonunda yaşanan yüksek seyir, organize gıda perakendecilerinin ciro ve operasyonel kâr marjlarına olumlu yansımıştır. TÜİK verilerine göre, 2018 yılında 12 aylık ortalamalara göre TÜFE'de %16,3 (2017: %11,1), gıda enflasyonunda ise %18,2 artış (2017: %12,7) yaşanmıştır.
- ❑ Ekonominin üzerinde büyüme performansı ve işletme sermayesi fazlasıyla defansif sektörler arasında yer alan gıda perakendeciliği sektörünü orta-uzun vadeli büyüme hikayesiyle beğenirken, 2019 yılında enflasyonun personel ve kira maliyetlerinde yaratacağı yukarı yönlü baskı ve yıllık gıda enflasyonu artış hızında öngördüğümüz düşüşle birlikte ciro ve marjlarda normalleşme bekliyoruz.

Bim (BIMAS)

Bim Birleşik Mağazalar - BIMAS

Piyasa değeri (mn TL)	28.356
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	87
Hisse fiyatı (TL)	93,40
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	63,06 - 93,4
Halka açıklık oranı	60,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	6,9%	19,7%	24,1%
BIST-100'e göreceli performans	-1,1%	18,5%	47,3%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	24.779	32.003	37.735	45.233
FAVÖK	1.296	1.824	1.882	2.298
Net kar	863	1.207	1.292	1.592

FAVÖK marjı (%)	5,2	5,7	5,0	5,1
Net kar marjı (%)	3,5	3,8	3,4	3,5

Net borç / (nakit)	-980	-955	-975	-1.440
Defter Değeri	2.958	3.575	4.182	4.930
Toplam Aktifler	7.026	8.276	9.571	11.296

F/K (x)	27,5	23,5	21,9	17,8
PD/DD (x)	8,0	7,9	6,8	5,8
FD/FAVÖK (x)	17,5	15,0	14,5	11,7
FD/Satışlar (x)	0,9	0,9	0,7	0,6
Özsermaye karlılığı	29,2%	37,0%	33,3%	34,9%
Temettü verimi	2,3%	2,2%	2,4%	3,0%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Bim (HF: 98,20 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **Güçlü finansal yapı ve büyüme potansiyeli** - Bim'i, düzenli nakit akışı, borçsuz ve kur & faiz riskine karşı dirençli bilanço yapısıyla beğeniyor, önümüzdeki dönemde sektörün üzerindeki büyüme performansını sürdürmesini bekliyoruz.
- ❑ **FİLE'nin büyüme hikayesine destekleyici etkisi** - Şirketin, daha geniş satış alanında daha fazla stok kalemi ile Bim mağazalarından ayrışmakla birlikte, indirimli satış stratejisi ile diğer zincir süpermarketlerden de farklılaşan "FİLE" formatının, indirimli segmentte yaşanan yoğun rekabet ortamında Şirkete önemli bir büyüme yolu açtığına inanıyoruz.
- ❑ **2019 yılında marjlar normalleşecek** - 2018 yılında gıda enflasyonundaki yüksek seyrin olumlu katkıda bulunduğu Şirket operasyonel kârlılığı açısından 2019 yılında ise, gıda enflasyonunda öngördüğümüz yavaşlamayla birlikte personel ve kira maliyetlerindeki artışın etkisiyle normalleşme yaşanmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, Şirketin 2019 yılında ciro, FAVÖK ve net kârda sırasıyla yıllık bazda %18 (2018T: +%29), %3 (2018T: +%41) ve %7 (2018T: +%40) artış beklerken, FAVÖK marjının %5'e (2018T: y/y +0,5 yp ile %5,7) gerileyeceğini öngörüyoruz.

Migros - MGROS

Piyasa değeri (mn TL)	2.736
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	20
Hisse fiyatı (TL)	15,11
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	13,01 - 27,91
Halka açıklık oranı	36,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	3,2%	-3,8%	-43,8%
BIST-100'e göreceli performans	-4,5%	-4,7%	-33,3%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	15.344	18.775	21.892	24.728
FAVÖK	798	1.049	1.183	1.370
Net kar	513	-801	7	268

FAVÖK marjı (%)	5,2	5,6	5,4	5,5
Net kar marjı (%)	3,3	a.d.	0,0	1,1

Net borç / (nakit)	2.295	3.329	3.281	3.143
Defter Değeri	1.527	611	619	887
Toplam Aktifler	10.303	10.779	11.287	12.098

F/K (x)	9,6	a.d.	364,8	10,2
PD/DD (x)	3,3	4,5	4,4	3,1
FD/FAVÖK (x)	9,0	5,8	5,1	4,3
FD/Satışlar (x)	0,5	0,3	0,3	0,2
Özsermaye karlılığı	34,9%	a.d.	1,2%	35,6%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Migros (HF: 32,10 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

❑ **Kipa ile artan sinerji** - Migros, Mart/2017'de Kipa'yı satın alarak pazardaki konumunu güçlendirmiştir. Kipa ile yasal birleşme sürecini Eylül/2018'de tamamlayan Şirketin, artan sinerjinin de desteğiyle operasyonel verimlilikte iyileşme kaydetmeye devam etmesini bekliyoruz. Şirketin, 2019 yılında kira ve personel maliyetlerindeki artışın operasyonel kârlılığı üzerinde baskı oluşturmasını, ancak bu baskının Kipa mağazalarındaki optimizasyon sürecinin katkısıyla sınırlı kalmasını bekliyoruz.

❑ **Gayrimenkul portföyünde olası satışlar önemli bir katalist olacaktır** - Şirketin, borçluluğu azaltma hedefi doğrultusunda Kipa satın almasıyla elde ettiği gayrimenkul portföyünde önümüzdeki dönemde gerçekleştireceği olası satışlar, hisse fiyatı üzerinde olumlu etkiye bulunabilir. Haziran/2018 sonu itibariyle Kipa'nın gayrimenkul portföyünün net defter değeri 1,6 mlr TL seviyesindedir.

❑ **Yüksek € cinsi borçluluk kârlılığı baskılıyor** - Şirketin, € cinsi yüksek finansal borçları, operasyonel kârlılıkta beklediğimiz iyileşmenin tam olarak net kâra yansımaları üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Şirketin 3Ç18 sonu itibariyle 5,2 mlr TL seviyesinde olan toplam finansal borcunun %83 ile ağırlıklı kısmı € cinsi borçlardan (615 mn €) oluşmakta olup, bu borcun %89 ile ağırlıklı kısmı uzun vadeli.

Bizim Toptan (BİZİM)

Bizim Toptan Satış Mağazaları - BİZİM

Piyasa değeri (mn TL)	370
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	2
Hisse fiyatı (TL)	6,16
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	5 - 8,81
Halka açıklık oranı	46,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	-5,5%	-11,0%	-19,6%
BIST-100'e göreceli performans	-12,6%	-11,9%	-4,6%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	2.896	3.692	4.129	4.507
FAVÖK	42	133	125	138
Net kar	-30	19	13	22

FAVÖK marjı (%)	1,4	3,6	3,0	3,1
Net kar marjı (%)	a.d.	0,5	0,3	0,5

Net borç / (nakit)	-202	-254	-210	-171
Defter Değeri	106	113	121	134
Toplam Aktifler	709	810	861	877

F/K (x)	-15,2	19,5	29,1	17,1
PD/DD (x)	4,4	3,3	3,1	2,8
FD/FAVÖK (x)	6,2	0,9	1,3	1,4
FD/Satışlar (x)	0,1	0,0	0,0	0,0
Özsermaye karlılığı	-28,7%	17,4%	10,9%	17,0%
Temettü verimi	0,0%	1,7%	1,4%	2,3%

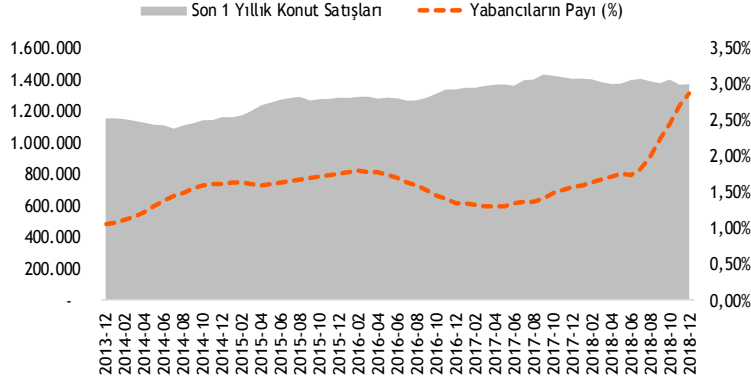
Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Bizim Toptan (HF: 9,00 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Satış stratejindeki değişim meyvelerini vermeye başladı** - Bizim Toptan'ı, i) çok kanallı satış stratejisinin desteğiyle artan müşteri sayısı ve riski dağıtan iş modeli, ii) kârlı segmentler lehine iyileşen müşteri ve ürün çeşitliliği, iii) iş ortaklığı mal tedarik sisteminin (SEÇ marketler) konsolide finansallara artan katkısı ve iv) kur riskine karşı dirençli mali yapısı ile beğeniyoruz.
- ❑ **İş ortaklı mal tedarik sisteminin artan katkısı** - Şirketin, market kanalındaki penetrasyonunu artırmak amacıyla 2014 yılında 196 mağaza ile başladığı iş ortaklığı mal tedarik sistemi olan SEÇ marketler, 9A18 sonu itibarıyla 479 mağazaya ulaşmıştır. Sistemin yarattığı satış gelirinin toplam ciro içerisindeki payı 2015 yılında %4,7 iken, 2017 yılında %6,3'e ve 9A18'de de %7,3'e yükselmiştir. Sisteme dâhil olan market sayısının ve tedarik oranının artış eğilimini sürdürerek, gerek ciro gerekse de kârlılık göstergelerine olumlu katkısının devamını bekliyoruz.
- ❑ **2019'da operasyonel kâr marjları normalleşecek** - 9A18'de yüksek enflasyon, müşteri kazanımı (y/y +%33) ve kârlı segmentler lehine gelişen müşteri ve ürün çeşitliliğinin desteğiyle ciro, operasyonel kârlılık ve net kâr göstergelerinde güçlü büyüme kaydeden Şirketin, 2019 yılında ise yüksek baz etkisine ek olarak yıllık enflasyonda öngördüğümüz yavaşlama ve personel ve kira maliyetlerindeki artışın etkisiyle operasyonel kâr marjlarında normalleşme öngörüyoruz.

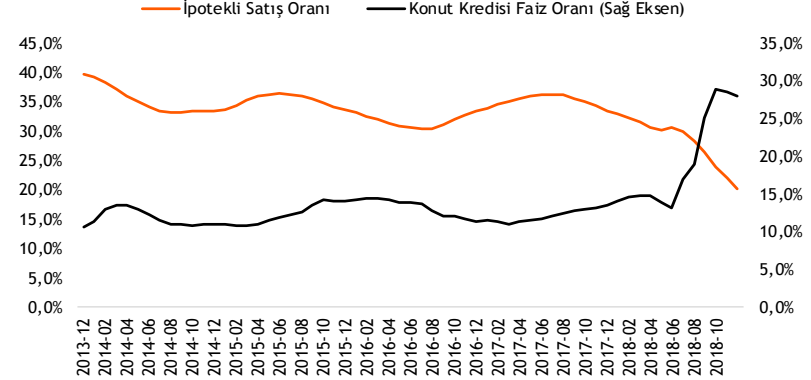
GYO: Konut sektörü stok eritmeye odaklanacak

Konut Satışları (adet) ve Yabancı Payı (%)



Kaynak: TCMB

Konut Kredi Faiz Oranları ve İpotekli Konut Satış Oranı (%)



Kaynak: TCMB

- ❑ **2019'da yeni konut arzı beklemiyoruz** - Borçlanma maliyetlerinin oldukça yükseldiği ve talebin zayıfladığı bu dönemde proje ertelemelerinin devam edeceğini düşünüyoruz. 2019 yılında konut tarafında yatırım iştahının azalması sonucunda yeni arzın olmayacağını ve stok eritmeye odaklanılacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Kampanyalar sektör için olumlu** - 2018 yılının son çeyreğinde özellikle kamu bankaları öncülüğünde açıklanan %0,98 faiz oranı ile başlatılan kampanyalar talep tarafında bir miktar iyileşme getirebileceğini düşünüyoruz. Ek olarak 2019 yılı genelinde gerilemesi öngörülen enflasyonla birlikte faiz oranlarında düşüş yaşanmasının, konut sektörüne hareketlilik getirebileceğini değerlendiriyoruz.
- ❑ **Yabancı ilgisi devam edecek** - 2018'de yabancılara konut satışı yıllık bazda %78,4 arttı. Vatandaşlık kanununda yapılan değişikliğin ardından 2018'de yabancıya satışın toplam içerisindeki payı %3'e çıktı. 2019'da da Türkiye'deki gayrimenkullere yabancı ilgisinin devam etmesini bekliyoruz.

Emlak Konut GYO (EKGYO)

Emlak G.M.Y.O. - EKGYO

Piyasa değeri (mn TL)	5.776
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	52
Hisse fiyatı (TL)	1,52
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	1,41 - 2,54
Halka açıklık oranı	51,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	-0,7%	-16,5%	-38,6%
BIST-100'e göreceli performans	-8,1%	-17,3%	-27,2%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	3.901	4.246	3.527	4.737
FAVÖK	1.861	1.744	1.844	2.633
Net kar	1.756	1.519	1.663	2.387

FAVÖK marjı (%)	47,7	41,1	52,3	55,6
Net kar marjı (%)	45,0	35,8	47,2	50,4

Net borç / (nakit)	1.516	1.880	1.839	1.280
Defter Değeri	12.466	10.608	10.787	12.441
Toplam Aktifler	20.624	21.403	21.946	23.520

F/K (x)	6,1	3,8	3,5	2,4
PD/DD (x)	0,9	0,5	0,5	0,5
FD/FAVÖK (x)	6,5	4,4	4,1	2,7
FD/Satışlar (x)	3,1	1,8	2,2	1,5
Özsermaye karlılığı	14,1%	13,2%	15,5%	20,6%
Temettü verimi	0,0%	10,8%	11,8%	11,9%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Emlak Konut GYO (HF: 2,87 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **GPM önemli kar potansiyeli sunuyor** - Gelir Paylaşım (GPM), Anahtar Teslim ve Proje Yönetim olmak üzere farklı şekillerde nakit akışı sağlayabilen Şirket'in özellikle GPM ile önemli bir kar potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in 2019-2023 dönemi için 14,1 mlr TL şirket payı geliri ve 7,0 mlr TL toplam kar ihalelerle garanti edilmiş durumdadır. 2019 yılında tamamlanması beklenen projelerden 3,5 mlr TL gelir ve 1,85 mlr TL karın şirketin gelir tablosuna yansımaları beklenmektedir.
- ❑ **Arnavutköy arsaları bu yıl ihale edilecek** - Bölgede yer alan arsa stoku sayesinde Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı projesine yönelik gelişmelerin de hisseyi olumlu etkileyeceği görüşündeyiz. 2Ç18'de Şirket, İstanbul yeni havalimanı personeli için 15 bin konutluk proje çalışmaları kapsamında, Arnavutköy, Dursunköy'de bulunan arsasının %50 hissesini THY'ye satmıştı. Arnavutköy arsalarının ihalelerinin 2Ç19'de yapılması planlanıyor.
- ❑ **Yabancı payını arttırmayı hedefliyor** - 2019 yılında yaklaşık 859 bin m2 toplam satış alanı ve 7,3 mlr TL satış değeri tahmin eden şirket aynı dönem için 1,2 mlr TL net kar öngörmektedir. Şirket 2019 yılında kira gelirlerini ve toplam satış içerisindeki yabancı payını arttırmayı hedeflemektedir.
- ❑ **Önerimizi koruyoruz** - Şirket için 3,34 TL olan hedef fiyatımızı 2,87 TL'ye revize ederken, uzun vadede önerimizi 'AL' olarak koruyoruz.

İş GYO (ISGYO)

İş G.M.Y.O. - ISGYO

Piyasa değeri (mn TL)	978
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	7
Hisse fiyatı (TL)	1,02
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	0,86 - 1,31
Halka açıklık oranı	48,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	1,0%	14,6%	-19,0%
BIST-100'e göreceli performans	-6,6%	13,4%	-3,9%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	440	1.070	552	602
FAVÖK	144	231	241	267
Net kar	180	232	304	342

FAVÖK marjı (%)	32,7	21,6	43,6	44,4
Net kar marjı (%)	40,9	21,7	55,1	56,8

Net borç / (nakit)	1.103	1.117	1.339	936
Defter Değeri	3.281	3.242	4.207	4.053
Toplam Aktifler	5.312	5.131	6.387	6.321

F/K (x)	6,9	4,2	3,2	2,9
PD/DD (x)	0,4	0,3	0,2	0,2
FD/FAVÖK (x)	16,3	9,1	9,6	7,2
FD/Satışlar (x)	5,3	2,0	4,2	3,2
Özsermaye karlılığı	5,5%	7,1%	8,2%	8,3%
Temettü verimi	5,0%	0,0%	7,4%	7,5%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

İş GYO (HF: 1,06 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **Karma portföy yapısı** - Çeşitlendirilmiş portföy yapısı benzerlerine göre daha avantajlı bulduğumuz İş GYO'nun 3Ç sonu itibarıyla net aktif değeri 3,3 mlr TL düzeyindedir.
- ❑ **Kule 3'te doluluk oranı artabilir** - Şirket'in ofis yatırımlarından Kule 3'te doluluk oranı %36 düzeyinde olup, Kule 3 için 2019'da olası kiralama anlaşmaları şirket hisseleri için katalizör olabilir. Bu yıl Kule 3'te doluluk oranının %50 düzeyine ulaşmasını bekliyoruz. 2019 yılında Şirket'in Manzara Adalar ve %98 satış oranına sahip olan Topkapı projelerinden elde edilen gelirlerin gelir tablosuna olumlu etkisinin görüleceğini bekliyoruz.
- ❑ **Tuzla projesi ertelendi** - İş GYO, geliştirmeyi planladığı Tuzla Konut Projesini, uygun yatırım koşulları oluşuncaya kadar ertelediğini açıklamıştı. Tahmini maliyeti 691 mn TL olarak hesaplanan projenin ertelenmesini orta vadede Şirket'in yüksek seyreden net borç pozisyonu açısından olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- ❑ **Karlılık iyileşebilir** - 2019 yılında faiz oranlarındaki olası aşağı yönlü seyrin borçlanma maliyetleri açısından Şirket'in karlılığını olumlu yönde etkileyebileceğini düşünüyoruz.

Torunlar GYO (TRGYO)

Torunlar G.M.Y.O. - TRGYO

Piyasa değeri (mn TL)	1.720
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	1
Hisse fiyatı (TL)	1,72
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	1,49 - 3,34
Halka açıklık oranı	21,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	14,7%	6,2%	-46,9%
BIST-100'e göreceli performans	6,1%	5,1%	-37,0%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	780	1.912	1.657	1.662
FAVÖK	454	1.009	920	979
Net kar	455	-182	973	1.071

FAVÖK marjı (%)	58,2	52,8	55,5	58,9
Net kar marjı (%)	58,3	a.d.	58,7	64,4

Net borç / (nakit)	3.004	4.395	2.340	1.469
Defter Değeri	6.379	6.098	6.995	7.901
Toplam Aktifler	11.336	12.387	11.170	11.401

F/K (x)	7,3	a.d.	1,8	1,6
PD/DD (x)	0,5	0,3	0,2	0,2
FD/FAVÖK (x)	14,0	6,1	4,4	3,3
FD/Satışlar (x)	8,1	3,2	2,5	1,9
Özsermaye karlılığı	7,1%	a.d.	14,9%	14,4%
Temettü verimi	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%

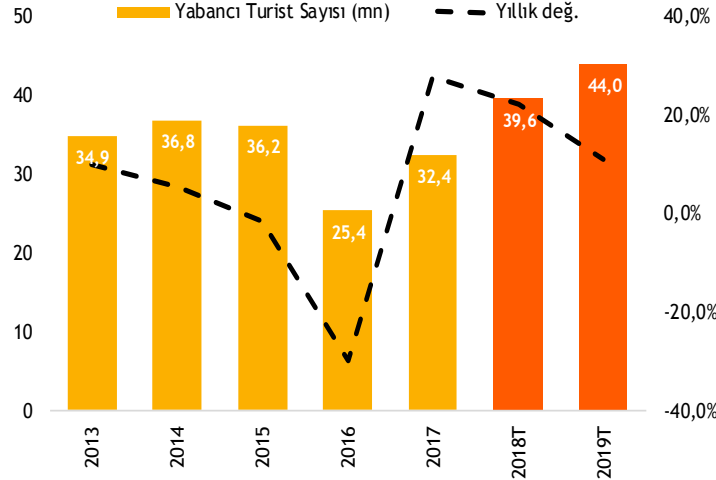
Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Torunlar GYO (HF: 2,35 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Kur farkı gideri net karı olumsuz etkiledi** - Torunlar GYO için 2018 yıl sonu 1,9 mlr TL net satış ve 1,0 mlr TL FAVÖK tahminimiz bulunmaktadır. 3Ç18'de kaydedilen kur farkı giderinin son çeyrekte bir miktar telafi edilmesi sonucunda şirketin yıl sonunda 182 mn TL net zarar açıklayacağını öngörüyoruz.
- ❑ **Projelere yabancı ilgisi sürecektir** - Yabancı ilgisinin devam etmesi Torun Center gibi projelerin satışlarını destekleyebileceğini düşünüyoruz. Turist sayısındaki olumlu gelişmelerin Şirket'in AVM yatırımlarında ziyaretçi sayısına katkıda bulunmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Özellikle Mall of Antalya ve Mall of İstanbul bundan faydalanabilecek yatırımlar arasında.
- ❑ **Paşabahçe projesi katalizör ancak** - Zayıf yatırım iştahı nedeniyle ruhsatı alınan Paşabahçe projesinin tahmini bitiş tarihinin (2020) bir miktar ötelenebileceğini düşünüyoruz. Şirket'in 2019 yılında yatırım harcamalarında azalma bekliyoruz.
- ❑ **2019'da 973 mn TL net kar bekliyoruz** - Şirket'in 2019 yılında 1,65 mlr TL net satış geliri, 973 mn TL net kar elde etmesini öngörüyoruz. 2019 yılında kira gelirlerinin yanı sıra 5. Levent ve Torun Center projelerinden satış geliri kaydetmesini bekliyoruz.

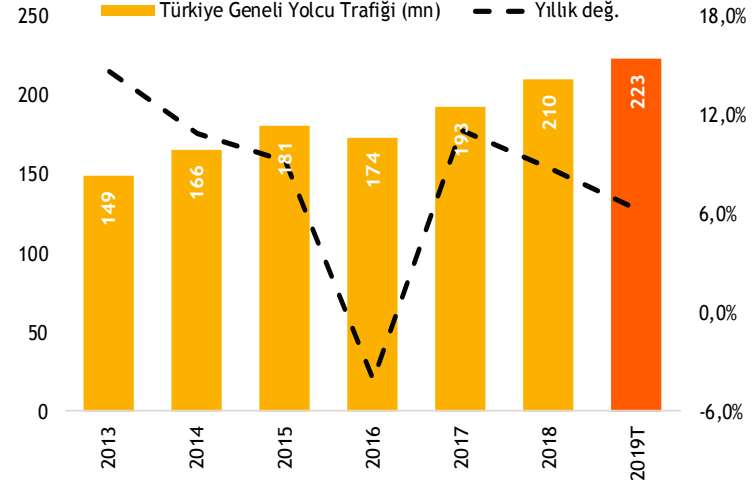
Havacılık Sektörü

Yabancı Turist Sayısı



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Türkiye Geneli Yolcu Trafiki



Kaynak: DHM , Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Türkiye havacılık sektöründe olumsuz geçen 2016 yılı sonrasında 2017 yılında başlayan toparlanma 2018 yılında ivmelenerek devam etmiştir. Türkiye'yi ziyaret eden yabancı ziyaretçi sayısı Avrupa ve Rusya kaynaklı güçlü talebin desteğiyle Ocak-Kasım 2018 döneminde yıllık bazda yaklaşık %22 artış göstermiştir.
- 2018 yılında 39,6 mn ile (y/y +%22) rekor seviyeye ulaşmasını beklediğimiz yabancı turist sayısının, 2019 yılında yıllık bazda %11 artışla 44 mn ile yeni rekor seviyeye ulaşacağını; turizm sektöründeki olumlu seyrin desteğiyle Türkiye geneli toplam yolcu trafiğinin 2019 yılında yıllık bazda yaklaşık %6 artış (dış hat +%10,4, iç hat +%2,8) göstereceğini tahmin ediyoruz.

Pegasus (PGSUS)

Pegasus Hava Taşımacılığı - PGSUS

Piyasa değeri (mn TL)	2.500
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	39
Hisse fiyatı (TL)	24,44
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	20,04 - 37,34
Halka açıklık oranı	36,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	9,4%	7,2%	-27,7%
BIST-100'e göreceli performans	1,2%	6,1%	-14,2%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	5.349	8.189	9.695	12.290
FAVÖK	735	1.048	1.247	1.576
Net kar	502	473	410	595

FAVÖK marjı (%)	13,7	12,8	12,9	12,8
Net kar marjı (%)	9,4	5,8	4,2	4,8

Net borç / (nakit)	1.620	3.298	3.830	5.058
Defter Değeri	2.485	3.619	4.538	5.481
Toplam Aktifler	8.088	13.276	16.568	19.653

F/K (x)	6,9	5,3	6,1	4,2
PD/DD (x)	1,4	0,7	0,6	0,5
FD/FAVÖK (x)	6,9	5,5	5,1	4,8
FD/Satışlar (x)	0,9	0,7	0,7	0,6
Özsermaye karlılığı	20,0%	15,5%	10,1%	11,9%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Pegasus (HF: 33,40 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **3C programı operasyonel kârlılığı desteklemeye devam edecek** - PGS'nin, "3C programı" kapsamında birim giderler, nakit yönetimi ve kapasiteyi iyileştirme odaklı aldığı aksiyonların ve yan gelirlerin payında yaşanan artışın, operasyonel kârlılığını desteklemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Tek tip filoya dönüşüm operasyonel verimliliği destekleyecek** - Önümüzdeki dönemde filosunu tamamen Airbus'a dönüştürmeyi hedefleyen Şirketin, tek tip uçak filosuna dönüşüm ile operasyonel verimlilikte iyileşme kaydetmesini bekliyoruz. Bu noktada en önemli katkının ise bu yıldan itibaren filoya dâhil olmaya başlayacak A321neo tipi uçaklarla sağlanacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Sabiha Gökçen Havalimanı'nın artan cazibesinden olumlu etkilenecek** - Şehir merkezine yakınlığı nedeniyle Sabiha Gökçen Havalimanı'nın önümüzdeki dönemde artmasını beklediğimiz cazibesinin PGS'ye olumlu katkıda bulunacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **İç talep hassasiyeti yüksek** - Şirketin, iç talebe olan yüksek hassasiyeti faaliyetlerine yönelik önemli bir risk unsurudur. PGS'nin 2018 yılı Ocak-Eylül dönemi verilerine göre, iç hat tarifeli gelirlerin toplam net satış gelirleri içindeki payı yaklaşık %23 seviyesindedir.

TAV Havalimanları Holding (TAVHL)

Tav Havalimanları - TAVHL

Piyasa değeri (mn TL)	9.024
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	42
Hisse fiyatı (TL)	24,84
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	20,16 - 32,96
Halka açıklık oranı	40,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	11,6%	-12,8%	14,9%
BIST-100'e göreceli performans	3,2%	-13,7%	36,4%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	4.662	6.692	4.794	4.945
FAVÖK	2.092	3.338	1.999	1.896
Net kar	719	1.333	396	242

FAVÖK marjı (%)	44,9	49,9	41,7	38,3
Net kar marjı (%)	15,4	19,9	8,3	4,9

Net borç / (nakit)	2.647	4.079	4.308	4.830
Defter Değeri	4.016	6.039	7.216	7.960
Toplam Aktifler	13.557	20.716	22.417	22.822

F/K (x)	11,4	6,8	22,8	37,2
PD/DD (x)	2,0	1,5	1,3	1,1
FD/FAVÖK (x)	4,0	3,9	6,7	7,3
FD/Satışlar (x)	2,3	2,0	2,8	2,8
Özsermaye karlılığı	17,8%	26,5%	6,0%	3,2%
Temettü verimi	3,8%	7,4%	2,2%	1,3%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

TAV Havalimanları (HF: 38,00 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

❑ **Turizmdeki olumlu seyirden beslenmeye devam edecek** - TAV Havalimanları Holding'in, Türkiye'nin en önemli turizm bölgelerinde işlettiği havalimanları ile turizm sektöründe güçlenerek sürmesini beklediğimiz büyümeden fayda sağlamaya devam edeceğini öngörüyoruz.

❑ **Gelişen pazarlara odaklı büyüme stratejisi** - Türkiye'nin yanı sıra, Gürcistan, Makedonya, S.Arabistan ve Tunus gibi gelişen pazarları kapsayan havalimanı portföyünün, Şirketin orta-uzun vadeli organik büyüme hikâyesinin en önemli unsuru olacağını düşünüyoruz. Şirketin, havalimanı işletmeciliği ve hizmet şirketlerini kapsayan entegre iş modelinin yardımıyla, havacılık sektörünün tüm segmentleri itibarıyla sunduğu büyüme fırsatlarından azami ölçüde fayda sağlayacağını tahmin ediyoruz.

❑ **Döviz bazlı iş modeli** - Döviz bazlı iş modeli sayesinde Şirket operasyonel performansı, TL'nin yabancı para birimlerine karşı değer kaybettiği dönemlerde olumlu etkilenmekte olup, bu destekleyici etkinin 2019 yılında da devamını bekliyoruz. 3 Mart 2019'dan itibaren ticari yolcu trafiğine kapatılacak olan Atatürk Havalimanı'ndaki imtiyaz hakkının sona ereceği 2 Ocak 2021 tarihine kadar olan süre için Şirkete ödenecek tazminatın netleşmesi ile hisse üzerindeki baskının ortadan kalkarak daha sağlıklı fiyat hareketlerinin oluşacağını düşünüyoruz.

Türk Hava Yolları (THYAO)

Türk Hava Yolları - THYAO

Piyasa değeri (mn TL)	19.927
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	783
Hisse fiyatı (TL)	14,44
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	12,52 - 19,77
Halka açıklık oranı	50,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	-6,3%	-12,7%	-6,0%
BIST-100'e göreceli performans	-13,3%	-13,6%	11,6%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	39.982	62.212	85.021	96.791
FAVÖK	6.787	11.109	15.057	16.713
Net kar	814	4.559	5.491	4.669

FAVÖK marjı (%)	17,0	17,9	17,7	17,3
Net kar marjı (%)	2,0	7,3	6,5	4,8

Net borç / (nakit)	27.066	41.744	58.898	72.069
Defter Değeri	20.171	34.634	49.452	57.204
Toplam Aktifler	68.647	116.805	158.375	182.951

F/K (x)	33,9	4,4	3,6	4,3
PD/DD (x)	1,1	0,6	0,4	0,3
FD/FAVÖK (x)	7,3	5,6	5,2	5,5
FD/Satışlar (x)	1,2	1,0	0,9	1,0
Özsermaye karlılığı	3,2%	16,6%	13,1%	8,8%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Türk Hava Yolları (HF: 25,40 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **İstanbul Havalimanı'na taşınma 3 Mart 2019'da tamamlanacak** - THY'nin, yeni merkez üssü olacak ve tamamlandığında dünyanın en önemli havacılık merkezlerinden biri olacağına inandığımız İstanbul Havalimanı'na taşınması 3 Mart 2019'da tamamlanacak. İstanbul Havalimanı'nın THY'nin i) kârlı destinasyonlarda yeni slot hakkı elde edebilmesine, ii) daha fazla trafik aksına uçuş planlayabilmesine, iii) yabancı havayolu şirketleri ile ikili anlaşmalar yoluyla dış hatta daha rekabetçi hale gelebilmesine, iv) kargo kapasitesini artırarak bu pazardaki büyüme potansiyelinden faydalanabilmesine ve v) hizmet kalitesini iyileştirmesine imkân sağlayacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Taşınmanın sorunsuz tamamlanmasıyla hisse üzerindeki baskının ortadan kalkmasını bekliyoruz** - THY'nin İstanbul Havalimanı'na taşınması sırasında yaşanabilecek olası aksaklıklar nedeniyle hisse üzerinde oluşan baskının, taşınmanın sorunsuz bir şekilde tamamlanmasıyla ortadan kalkmasını bekliyoruz.
- ❑ **İyileşen yolcu kompozisyonu, operasyonel kârlılığını olumlu yönde etkilemeye devam edecek** - Şirketin, 2018 yılında belirginleşen yolcu kompozisyonundaki iyileşmenin, aktif kapasite ve maliyet yönetimi ile akaryakıt fiyatlarındaki düşük seyrin desteğiyle operasyonel kârlılığını olumlu yönde etkilemesini bekliyoruz.

Koç Holding - KCHOL				
Piyasa değeri (mn TL)				41.132
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				55
Hisse fiyatı (TL)				16,22
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				12,59 - 18,53
Halka açıklık oranı				22,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	13,3%	-0,8%	-10,9%	
BIST-100'e göreceli performans	4,8%	-1,8%	5,8%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	98.273	135.092	163.168	167.791
FAVÖK	9.046	10.573	12.048	13.276
Net kar	4.909	5.817	6.705	7.506
FAVÖK marjı (%)	9,2	7,8	7,4	7,9
Net kar marjı (%)	5,0	4,3	4,1	4,5
Net borç / (nakit)	15.530	11.607	14.349	11.071
Defter Değeri	42.931	47.287	52.424	58.114
Toplam Aktifler	104.064	114.090	127.526	133.849
F/K (x)	9,5	7,1	6,1	5,5
PD/DD (x)	1,6	0,9	0,8	0,7
FD/FAVÖK (x)	6,9	5,0	4,6	3,9
FD/Satışlar (x)	0,6	0,4	0,3	0,3
Özsermaye karlılığı	16,4%	12,9%	13,4%	13,6%
Temettü verimi	2,0%	2,5%	2,7%	2,9%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Koç Holding (HF: 19,30 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: AL)

- ❑ **Dengeli portföy yapısı** - Koç Holding'in dengeli portföy yapısı sektörlerle bağımlılığı azaltırken, toplam gelirler içerisinde ihracatın payının ve dövizle endeksli gelirlerinin (~%55) yüksek olması ve iştiraklerinin bilançolarında döviz riskinin olmaması, finansallarda dalgalanmaları azaltarak sürdürülebilir karlılığı desteklemektedir.
- ❑ **Net nakit pozisyonu** - Koç Holding'in 2018 3Ç itibarıyla solo 330 mn \$ net nakit pozisyonu ve artan temettü gelirleri sayesinde cazip satın-alma fırsatlarını değerlendirebileceğini veya temettü dağıtma oranını artırabileceğini düşünüyoruz. Holding'in 2019 yılında 1,0 mlr seviyesinde temettü dağıtacağını (%2,7 temettü verimi) tahmin ediyoruz.
- ❑ **Temettü gelirleri artacak** - Son 5 yılda 35 mlr TL'nin üzerinde özellikle enerji ve otomotiv tarafında ağırlıklı olmak üzere grup şirketlerindeki yatırım dönemlerinin tamamlanmasının ardından Holding'in elde ettiği temettü gelirlerinin 2019'da 2,7 mlr TL, 2020'de ise 3,1 mlr TL düzeyinden gerçekleşmesini bekliyoruz.
- ❑ **EYAŞ sermaye azaltımı nakit girişi sağlayacak** - 1Ç'de Yapı Kredi Bankası'nın AT1 ihracı nedeniyle yaklaşık 200 mn \$'lık nakit çıkışı gerçekleşeceğini ancak Enerji Yatırımları A.Ş.'nin (EYAŞ) planlanan sermaye azaltımı Holding'e yaklaşık 770 mn TL nakit girişi sağlayacağını ve AT1 ihracından kaynaklanan nakit çıkışının etkisini sınırlayacağını düşünüyoruz.

Sabancı Holding - SAHOL

Piyasa değeri (mn TL)	17.241
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	64
Hisse fiyatı (TL)	8,45
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	6,85 - 11,14
Halka açıklık oranı	44,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	12,2%	8,9%	-22,9%
BIST-100'e göreceli performans	3,8%	7,8%	-8,5%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	41.136	50.904	55.555	59.217
FAVÖK	9.162	10.644	12.992	14.414
Net kar	3.481	4.296	4.381	4.980

FAVÖK marjı (%)	22,3	20,9	23,4	24,3
Net kar marjı (%)	8,5	8,4	7,9	8,4

Net borç / (nakit)	40.739	21.099	24.319	23.930
Defter Değeri	51.998	57.565	63.630	70.304
Toplam Aktifler	354.135	420.189	451.990	476.990

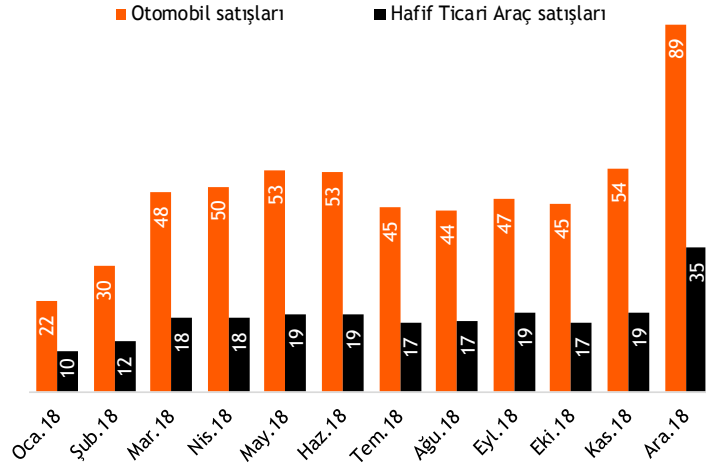
F/K (x)	6,5	4,0	3,9	3,5
PD/DD (x)	0,9	0,3	0,3	0,2
FD/FAVÖK (x)	30,9	3,6	3,2	2,9
FD/Satışlar (x)	20,4	0,8	0,7	0,7
Özsermaye karlılığı	13,1%	7,8%	7,2%	7,4%
Temettü verimi	1,9%	2,6%	3,0%	3,4%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Sabancı Holding (HF: 10,30 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: AL)

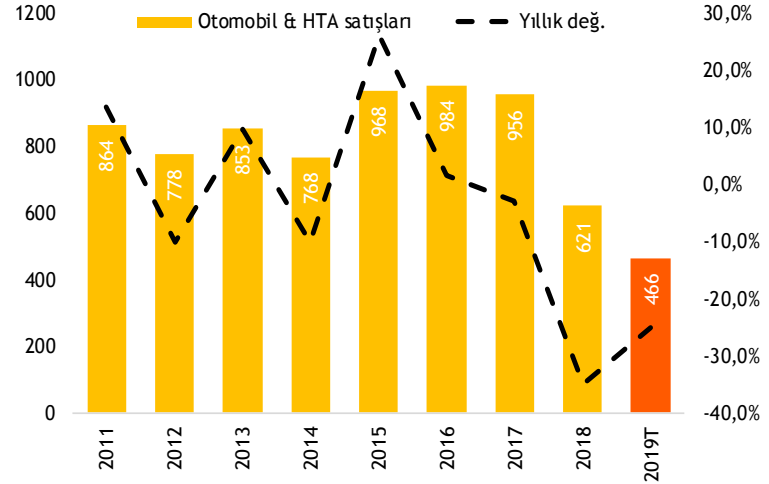
- ❑ **Portföy'de finans ağırlığı azalabilir** - Sabancı Holding'in toplam net aktif değerinin, %44,0'ü finans sektörü (%40,4'ü Akbank), %18,2'si sanayi sektörü, %16,7'si enerji sektörü, %9,9'unu ise Holding'in sahip olduğu net nakit oluşturmaktadır. Holding'in orta-uzun vadede yeni stratejik adımlar atarak portföyde ve net karda finans sektörünün ağırlığını kademeli olarak azaltmasını bekliyoruz.
- ❑ **Enerjisa Üretim'in halka arzı gündemde** - 2020 yılında Enerjisa Üretim'in halka arza hazır hale getirilmesi hedeflenmektedir. Bu halka arzdan elde edilebilecek olası nakdin şirketin net borç pozisyonuna iyileşme getirebileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Nakit çıkışı görülecek** - Akbank'ta 2019 yılı Ocak ayının sonunda tamamlanması planlanan bedelli sermaye artırımını (%30 oranında) Holding'den en az 1,2 mlr TL'lik nakit çıkışına neden olacak. (9A18: solo 2,7 mlr TL net nakit)
- ❑ **Temettü dağıtım oranı gerileyebilir** - Genel trende paralel önümüzdeki dönemde bankacılıkta artan riskler nedeniyle Holding'in elde ettiği temettü gelirin olumsuz etkilenebileceğini, dolayısıyla hissedarlara dağıtacağı temettü miktarının da bundan olumsuz etkilenebileceğini düşünüyoruz. Ne var ki, enerji segmentinden 2018 yılında elde edilmeye başlanan temettü gelirin artarak devam etmesi kısmen bu etkiyi telafi edebilir.

Otomobil & HTA Yurt içi Pazar (10 yıllık ort. bin adet)



Kaynak: ODD

Otomobil & HTA Yurt içi Pazar (bin adet)



Kaynak: ODD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- ❑ 2018 yılında kur ve faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar nedeniyle olumsuz etkilenen yurt içi otomobil ve hafif ticari araç (HTA) pazarında satışlar yıllık bazda %35 düşüşle yaklaşık 621 bin adet seviyesine geriledi (otomobil y/y -%32,7, HTA -%42,3).
- ❑ 1 Kasım'da başlayan ÖTV ve KDV teşvikinin Aralık/2018 sonundan Mart/2019 sonuna kadar uzatılmasının sektöre nefes aldıracağını, ancak iç pazardaki daralmanın önüne geçmede yeterli olamayacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2019 yılında yurt içi otomobil ve HTA satışlarının yıllık bazda %25 düşüşle yaklaşık 466 bin adet seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz (otomobil y/y -%26,3, HTA -%20,3).

Doğuş Otomotiv - DOAS

Piyasa değeri (mn TL)	990
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	2
Hisse fiyatı (TL)	4,50
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	4,09 - 8,42
Halka açıklık oranı	15,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	9,5%	-8,0%	-43,1%
BIST-100'e göreceli performans	1,3%	-8,9%	-32,5%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	13.220	10.460	8.925	9.818
FAVÖK	535	537	455	496
Net kar	183	118	81	88

FAVÖK marjı (%)	4,0	5,1	5,1	5,1
Net kar marjı (%)	1,4	1,1	0,9	0,9

Net borç / (nakit)	2.868	2.325	2.611	3.019
Defter Değeri	1.327	1.589	1.828	2.102
Toplam Aktifler	5.167	7.782	8.949	10.291

F/K (x)	9,9	8,4	12,3	11,3
PD/DD (x)	1,4	0,6	0,5	0,5
FD/FAVÖK (x)	8,7	6,2	7,9	8,1
FD/Satışlar (x)	0,4	0,3	0,4	0,4
Özsermaye karlılığı	13,9%	8,1%	4,7%	4,5%
Temettü verimi	0,0%	6,0%	4,1%	4,4%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Doğuş Otomotiv (HF: 5,00 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

❑ **İç talep ve kur hassasiyeti risk yaratmaya devam edecek** - Türkiye'de, Volkswagen Grubu bünyesinde yer alan markaların satışını gerçekleştiren Doğuş Otomotiv'in, iç talebe ve ithalata dayalı iş modeli nedeniyle kur dalgalanmalarına hassasiyeti yüksektir. Şirketin 9A18'de kredi faizlerindeki yüksek seyir ve TL'nin €'ya karşı değer kaybetmesiyle artan araç fiyatlarının etkisiyle toptan satış hacmi yıllık bazda %35 gerilemiştir.

❑ **Kârlılık odaklı strateji marjları destekliyor** - Şirketin, 9A18'de daralan satış hacmine rağmen, kârlılık odaklı fiyatlama stratejisinin desteğiyle operasyonel kârlılığında ise iyileşme yaşanmıştır. 4Ç18'de ise satış hacminde daralmanın devamıyla ciroda yıllık bazda yaklaşık %43 gerileme beklerken, FAVÖK marjının %3,7 ile yatay kalacağını tahmin ediyoruz. 2019 yılında ise, iç pazarda beklediğimiz daralmaya paralel Şirketin satış hacminde yıllık bazda %25, satış gelirlerinde ise %15 düşüş öngörüyoruz.

❑ **Yüksek faiz oranlarının devamı kârlılıkta baskı yaratır** - Şirketin, 3Ç18 sonu itibarıyla ağırlıklı kısmı %16,8 - %41,48 aralığında değişen faizli ve tamamı kısa vadeli TL kredilerinden oluşan toplam 2,26 mlr TL finansal borcu bulunmaktadır (2,1 mlr TL net borç pozisyonu olup, net borç/FAVÖK'ü 3,44x). Bu nedenle, faiz oranlarında yüksek seyrin devamı, Şirketin net kâr performansına yönelik önemli bir aşağı yönlü risk unsurudur.

Ford Otosan (FROTO)

Ford Otosan - FROTO				
Piyasa değeri (mn TL)				20.055
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)				21
Hisse fiyatı (TL)				57,15
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)				48,14 - 68,26
Halka açıklık oranı				18,0%
	1 ay	3 ay	1 yıl	
Hisse performansı	11,8%	-9,0%	-0,6%	
BIST-100'e göreceli performans	3,5%	-10,0%	17,9%	
mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	25.341	32.598	36.601	42.320
FAVÖK	2.000	2.692	3.020	3.489
Net kar	1.490	1.788	1.988	2.275
FAVÖK marjı (%)	7,9	8,3	8,3	8,2
Net kar marjı (%)	5,9	5,5	5,4	5,4
Net borç / (nakit)	1.798	4.632	5.201	6.014
Defter Değeri	3.696	4.105	4.720	5.428
Toplam Aktifler	12.012	16.441	18.907	21.743
F/K (x)	14,2	11,2	10,1	8,8
PD/DD (x)	5,7	4,9	4,2	3,7
FD/FAVÖK (x)	11,5	9,2	8,4	7,5
FD/Satışlar (x)	0,9	0,8	0,7	0,6
Özsermaye karlılığı	40,3%	45,8%	45,0%	44,8%
Temettü verimi	5,1%	4,5%	5,0%	5,7%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Ford Otosan (HF: 62,50 TL, KVÖ: EPG, UVÖ: TUT)

- ❑ **4Ç18'de marjlarda çeyrekse bazda düşüş öngörüyoruz** - Ford Otosan, 9A18'de daralan yurt içi pazara rağmen kârlılığa odaklı stratejisi ve gerek hacim gerekse de kur kaynaklı olumlu katkıyla desteklenen güçlü ihracat gelirlerinin ağırlıklı etkisiyle olumlu operasyonel performans kaydetmiştir. 4Ç18'de ise kur kaynaklı destekleyici etkinin azalmasıyla operasyonel kâr marjlarında bir önceki çeyreğe göre gerileme öngörüyoruz.
- ❑ **Kârlılık odaklı strateji 2019'da da marjları desteklemeye devam edecek** - 2019 yılında Şirketin yurt içi satış hacminde düşüş beklerken (y/y -%20), kâr odaklı stratejinin devamı ile hacimdeki daralmanın aynı ölçüde gelirlere yansımayacağını tahmin ediyoruz. Gelirlerinin ağırlıklı kısmını ihracattan elde eden Şirketin (9A18: %81), ihracat satış hacminin 2018'e benzer gerçekleşmesini, ancak €/TL'deki yükselişten olumlu etkilenmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, operasyonel kâr marjlarının 2018'e benzer gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Brexit süreci önemli bir risk unsuru** - İngiltere pazarı, Ford Otosan'ın ihracat satış hacminin ağırlıklı kısmını (9A18: %30) oluşturmaktadır. İngiltere ile AB arasında devam eden Brexit müzakerelerinin nasıl sonuçlanacağı Şirketin ihracat performansı açısından önemli olup, olası bir zayıflama Şirket finansalları üzerinde olumsuz etkilere neden olabilir.

Tofaş (TOASO)

Tofaş Otomobil Fab. - TOASO

Piyasa değeri (mn TL)	9.015
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	36
Hisse fiyatı (TL)	18,03
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	15,43 - 31,58
Halka açıklık oranı	24,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	8,9%	-15,7%	-42,9%
BIST-100'e göreceli performans	0,7%	-16,5%	-32,2%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	17.468	18.889	19.792	22.885
FAVÖK	2.001	2.437	2.536	2.912
Net kar	1.283	1.280	1.328	1.520

FAVÖK marjı (%)	11,5	12,9	12,8	12,7
Net kar marjı (%)	7,3	6,8	6,7	6,6

Net borç / (nakit)	3.185	5.594	6.281	7.263
Defter Değeri	3.583	3.535	4.066	4.676
Toplam Aktifler	13.875	17.824	20.498	23.573

F/K (x)	12,9	7,0	6,8	5,9
PD/DD (x)	4,6	2,5	2,2	1,9
FD/FAVÖK (x)	9,5	6,0	6,0	5,6
FD/Satışlar (x)	1,1	0,8	0,8	0,7
Özsermaye karlılığı	35,8%	36,0%	34,9%	34,8%
Temettü verimi	2,4%	5,0%	5,2%	5,9%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

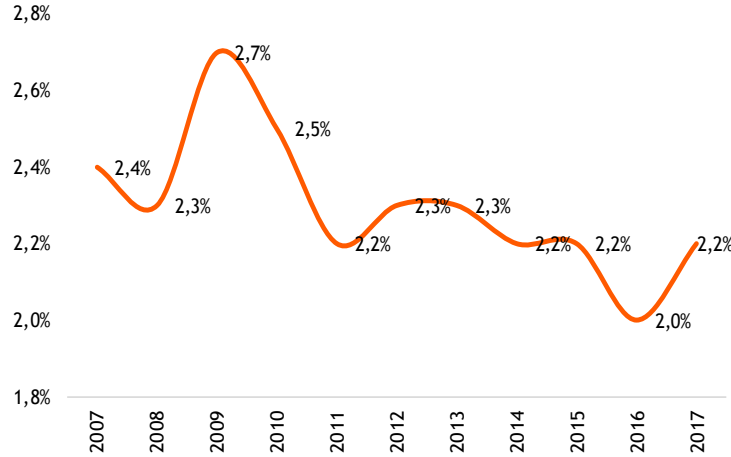
Tofaş (HF: 25,55 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

❑ **4Ç18'de operasyonel kâr marjlarında düşüş bekliyoruz** - Tofaş'ın, 2018 yılının Ocak-Eylül döneminde iç pazarda yaşanan daralmanın ağırlıklı etkisiyle toplam satış hacmi yıllık bazda %16,6 gerilemiştir (yurt içi y/y -%42, ihracat -%6,6). Daralan satış hacmine karşın, €/TL'deki yükselişin etkisiyle net satış gelirleri ise yıllık bazda %11,5 yükselirken, gerek kur gerekse de maliyet azaltıcı tedbirlerin desteğiyle operasyonel kârlılıkta güçlü iyileşme yaşanmıştır. 4Ç18'de ise iç talepte devam eden zayıflık, kur kaynaklı azalan olumlu katkının ve artan maliyet baskısının etkisiyle operasyonel kâr marjlarında gerileme bekliyoruz.

❑ **Yurt içi satışlarda zayıflığın devamını bekliyoruz** - ÖTV ve KDV teşvikinin sektöre paralel Tofaş'ın iç satışlarına olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz. Ancak, öne çekilen talebin de etkisiyle yılın geri kalanında kredi faizleri ve kur tarafında önemli bir iyileşme olmaması halinde Şirket iç satışlarının zayıf seyretmeye devam etmesini bekliyoruz. Öte yandan, yüksek faiz ve TL'de değer kaybının devamı halinde yerli ürünlere yönelik talebin öne çıkarak Tofaş'ın sektörde defansif tarafta kalmasına yardımcı olabileceğini düşünüyoruz.

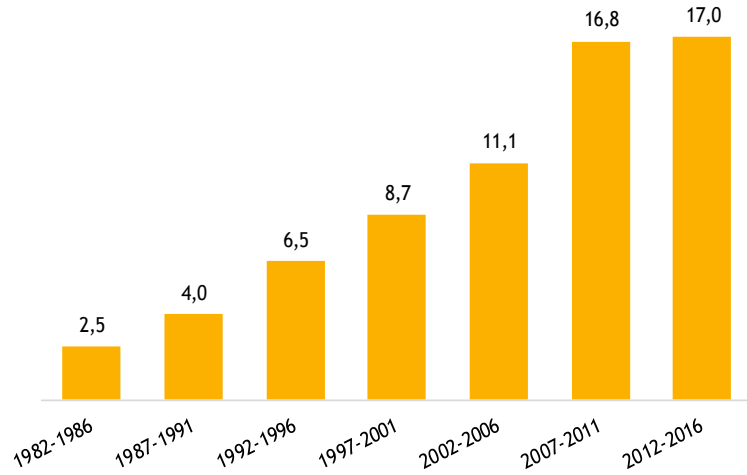
❑ **ihracatın olumlu katkısında azalma bekliyoruz** - İç talepteki belirsizliğe ek olarak, 'al ya da öde' anlaşmaları kapsamında 2019 yılında azalacak satış hacminin ihracat performansını olumsuz etkileyeceğini tahmin ediyoruz.

Türkiye’de Askeri Harcamaların GSYH’deki Payı



Kaynak: Aselsan

Türkiye Savunma Harcamaları (5 yıllık ort., mlr \$)*



Kaynak: Aselsan, *Cari fiyatlarla

- ❑ Yıllık askeri harcamaların GSYH’ye oranı ortalama %2’ler seviyesinde olan Türkiye’nin 5 yıllık ortalamalar itibariyle 2003-2007 döneminde 14 mlr \$’a yakın seviyede gerçekleşen savunma harcamaları, 2013-2017 döneminde 16 mlr \$’ın üzerine çıkmıştır.
- ❑ Hükümetin savunma sanayiinde yerli tedarik oranını artırma hedefi doğrultusunda uygulanan teşviklerin ve destekleyici yasal çerçevenin etkisiyle, savunma sanayiinin güçlü büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. 2019 yılında Türkiye’nin savunma harcamalarının 20 mlr \$’ı aşacağını tahmin ediyoruz.

Aselsan - ASELS

Piyasa değeri (mn TL)	27.542
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	351
Hisse fiyatı (TL)	24,16
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	19,49 - 34,09
Halka açıklık oranı	26,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	3,0%	-11,7%	-24,4%
BIST-100'e göreceli performans	-4,7%	-12,6%	-10,2%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	5.360	8.039	9.987	12.070
FAVÖK	1.048	1.690	1.957	2.352
Net kar	1.388	2.263	2.256	2.701
FAVÖK marjı (%)	19,6	21,0	19,6	19,5
Net kar marjı (%)	25,9	28,1	22,6	22,4
Net borç / (nakit)	-729	-3.509	-4.134	-5.114
Defter Değeri	4.768	8.822	11.055	13.709
Toplam Aktifler	11.639	16.814	21.519	26.356
F/K (x)	22,9	12,2	12,2	10,2
PD/DD (x)	6,7	3,1	2,5	2,0
FD/FAVÖK (x)	29,6	14,2	12,0	9,5
FD/Satışlar (x)	5,8	3,0	2,3	1,9
Özsermaye karlılığı	29,1%	33,3%	22,7%	21,8%
Temettü verimi	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Aselsan (HF: 35,70 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

- ❑ **Güçlü büyüme potansiyeli** - Türk savunma sanayiinin lider oyuncusu olan Aselsan'ı, i) güçlü büyüme hikâyesi, ii) döviz bazlı ve kendi kendini finanse eden iş modeli, iii) ihracat pazarlarında ve ulaşım, güvenlik, enerji ve sağlık gibi savunma dışı alanlardaki büyüme potansiyeli ve iv) konjonktürel bir hisse olmaması ile beğeniyoruz.
- ❑ **Savunma sanayiindeki büyümeden fayda sağlamaya devam edecek** - Hükümetin savunma sanayiinde yerli tedarik oranını artırma hedefi doğrultusunda sağlanan teşviklerin ve destekleyici yasal çerçevenin, Aselsan'ın büyüme hikayesinde önemli bir destekleyici unsur olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Rekor bakiye siparişler** - Şirketin, 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %25,8 artarak 6,8 mlr \$'a yükselen bakiye siparişleri, 3Ç18 sonu itibarıyla 8,6 mlr \$ ile rekor seviyeye ulaşırken, yıllıklandırılmış bazda yeni siparişlerin ciroya oranı 2,7x'ye yükselmiştir (2015-2017 ortalaması 1,7x). Şirketin, kâr marjı yüksek proje teslimatlarının, genellikle mevsimsel olarak güçlü seyreden 4. çeyreğe kaymasının da etkisiyle 2018 yılının operasyonel kârlılık tarafında Şirket beklentileriyle uyumlu sonuçlarla tamamlanmasını bekliyoruz. 2019 yılında ise, ciro ve FAVÖK'te yıllık bazda sırasıyla yaklaşık %24 ve %16 büyüme öngörüyoruz.

Otokar - OTKAR

Piyasa değeri (mn TL)	2.450
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	7
Hisse fiyatı (TL)	102,10
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	62,45 - 126,56
Halka açıklık oranı	27,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	23,1%	31,6%	-12,0%
BIST-100'e göreceli performans	13,9%	30,2%	4,4%

mn TL	2017	2018 T	2019 T	2020 T
Ciro	1.785	1.602	2.595	2.949
FAVÖK	186	214	332	363
Net kar	99	101	265	249

FAVÖK marjı (%)	10,4	13,3	12,8	12,3
Net kar marjı (%)	5,6	6,3	10,2	8,4

Net borç / (nakit)	475	622	673	644
Defter Değeri	284	324	429	528
Toplam Aktifler	2.010	2.500	3.345	3.717

F/K (x)	29,9	24,2	9,2	9,8
PD/DD (x)	10,5	7,6	5,7	4,6
FD/FAVÖK (x)	18,5	14,4	9,4	8,5
FD/Satışlar (x)	1,9	1,9	1,2	1,0
Özsermaye karlılığı	35,1%	33,3%	70,5%	52,1%
Temettü verimi	2,0%	2,5%	6,5%	6,1%

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma & Strateji

Otokar (HF: 110,00 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

❑ **Orta-uzun vadeli güçlü ihracat potansiyeli** - Otokar'ın, i) son yıllarda Ortadoğu, Afrika ve Avrupa'da aldığı siparişlerle küresel olarak artan bilinirliği, ii) rakiplerine göre sahip olduğu maliyet avantajı, iii) askeri ve ticari segmentlerde sunduğu geniş ürün portföyü ve iv) Altay Tankı geliştirme projesinin mühendislik kabiliyetinde yarattığı katma değer sayesinde, yurt dışı pazarlarda büyüme potansiyelinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.

❑ **BAE ve Bükreş siparişleri kapsamında teslimatlar 2019 yılında artacak** - Şirketin, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) ve Bükreş siparişleri kapsamında 2019 yılında gerçekleşmesini beklediğimiz yüklü teslimatların, operasyonel kârlılığını olumlu yönde etkileyeceğini tahmin ediyoruz. Otokar'ın 2017 yılında BAE'de kurduğu ortak girişim şirketi Al-Jasoor, BAE Silahlı Kuvvetleri'ne 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık toplam 661 mn \$ tutarında bir sözleşme imzalamıştı. Ayrıca Şirket, 2018 yılında Bükreş Belediyesi'nden 400 adetlik otobüs siparişi almıştı.

❑ **2019'da kârlılıktaki güçlü büyüme bekliyoruz** - Şirketin 2018 yılının Ocak-Eylül döneminde ciro, operasyonel kârlılık ve net kârında yaşanan kötüleşmenin yılın son çeyreğinde telafi edileceğini tahmin ediyoruz. 2019 yılında ise ciro, FAVÖK ve net kârda yıllık bazda sırasıyla yaklaşık %62, %55 ve %162 oranlarında güçlü artış yaşanmasını bekliyoruz.

EKLER

- Finansal raporların son ilan tarihleri
- 2019 önemli tarihler
- Döviz kurlarındaki değişimin BIST şirketlerine etkisi - 1
- Döviz kurlarındaki değişimin BIST şirketlerine etkisi - 2
- Temettü veriminde dikkat çekebilecek şirketler - 2019
- 2019'da yabancıların banka hisselerine ilgisi artabilir
- Takip listesi fiyat revizyonları
- Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. öneri metodolojisi
- Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
- Çekince

Finansal raporların son ilan tarihleri

BIST Şirketlerinin 2018 Yılı Finansal Raporlarının Son İlan Tarihleri

Şirket Tipi	Dönem Bilgisi	Konsolide Olmayan	Konsolide
Borsa Şirketleri		01 Mart 2019	11 Mart 2019
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2018- 12 Aylık	01 Mart 2019	11 Mart 2019
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		01 Mart 2019	11 Mart 2019

BIST Şirketlerinin 2019 Yılı Finansal Raporlarının Son İlan Tarihleri

Şirket Tipi	Dönem Bilgisi	Konsolide Olmayan	Konsolide
Borsa Şirketleri		30 Nisan 2019	10 Mayıs 2019
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 3 Aylık	10 Mayıs 2019	20 Mayıs 2019
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		30 Nisan 2019	10 Mayıs 2019

Borsa Şirketleri		09 Ağustos 2019	19 Ağustos 2019
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 6 Aylık	09 Ağustos 2019	19 Ağustos 2019
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		09 Ağustos 2019	19 Ağustos 2019

Borsa Şirketleri		30 Ekim 2019	11 Kasım 2019
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 9 Aylık	11 Kasım 2019	19 Kasım 2019
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		30 Ekim 2019	11 Kasım 2019

Borsa Şirketleri		02 Mart 2020	10 Mart 2020
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 12 Aylık	02 Mart 2020	10 Mart 2020
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		02 Mart 2020	10 Mart 2020

Kaynak: kap.gov.tr

2019 önemli tarihler

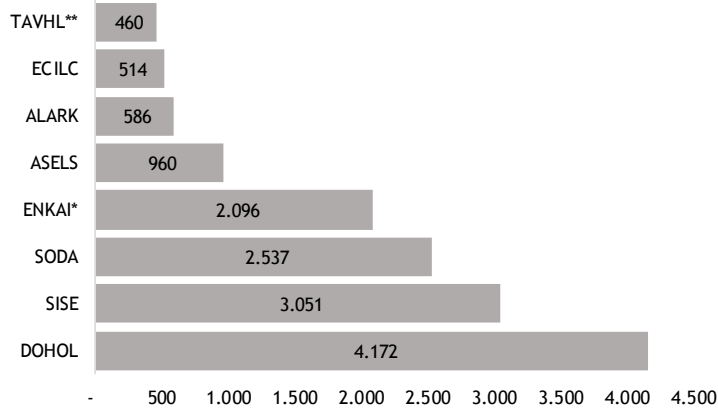
2019	Merkez Bankaları Toplantı Tarihleri					Derecelendirme Kuruluşları		
	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	Moody's*	Fitch	S&P
Ocak	16	30	24	23				
Şubat					7			15
Mart	6	20	07	15	21	15		
Nisan	25		10	25				
Mayıs		01			2		3	
Haziran	12	19	06	20	20			
Temmuz	25	31	25	30				
Ağustos					1			2
Eylül	12	18	12	19	19	6		
Ekim	24	30	24	31				
Kasım					7		1	
Aralık	12	11	12	19	19			

Kaynak: Bloomberg, TCMB

* Moody's'in 2017 yılı yayın takviminde Türkiye yer almadı, ilgili tarihler İstanbul ve İzmir için belirlenen tarihlerdir.

Döviz kurlarındaki değişimin BIST şirketlerine etkisi - 1

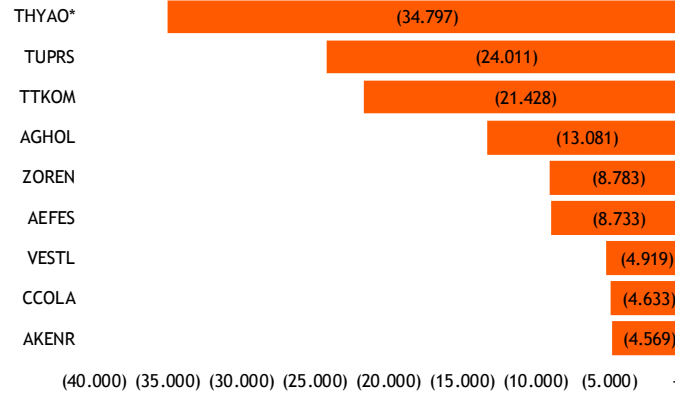
Döviz fazlası olan şirketler (mn TL)



Kaynak: Şirket Mali Tablo Dipnotları

** Fonksiyonel para birimi Avro

Döviz açığı olan şirketler (mn TL)



Kaynak: Şirket Mali Tablo Dipnotları

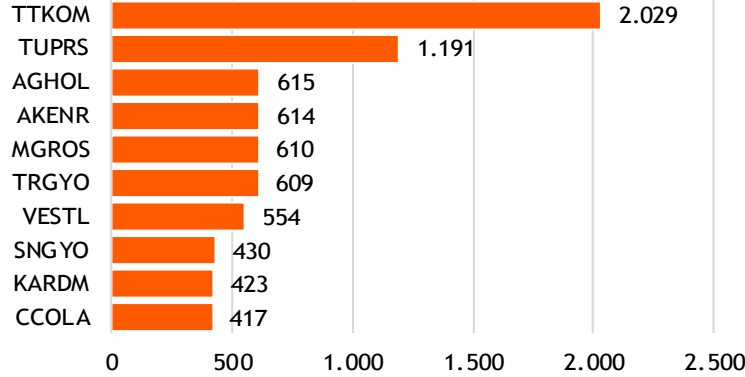
* Fonksiyonel para birimi dolar

- ❑ **4Ç18'de TL değer kazandı** - 2018 yılı 4. çeyrekte TL karşısında bir önceki çeyreğe göre ABD doları %13,4, Avro ise %15,3 değer kaybetmiştir. Üçüncü çeyrek ortalama kurlar ile kıyasladığımızda ise son üç ayda TL karşısında ABD dolarının %1,7, Avro'nun ise %3,5 değer kaybettiğini görüyoruz. Böylece 4Ç'de döviz fazlası olan şirketler kambiyo gideri kaydetmesini ve döviz açık pozisyonuna sahip şirketlerin kambiyo geliri elde etmesini bekliyoruz.

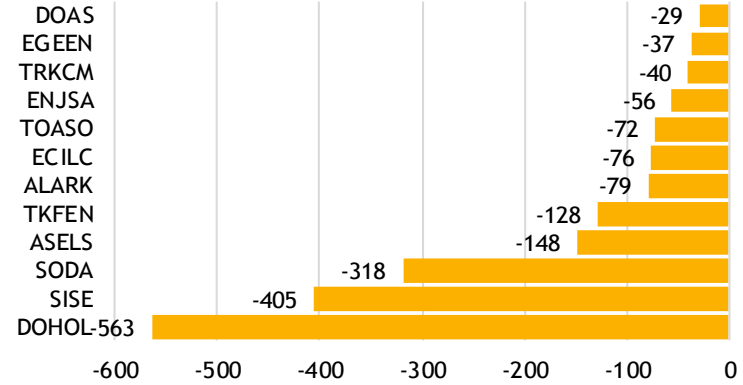
- ❑ 30.09.2018 itibariyle fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları (THYAO) en yüksek açık döviz pozisyonuna sahipken, bu şirketi Tüpraş (TUPRS) izlemektedir. Aynı tarih itibariyle Doğan Holding (DOHOL) ve Şişecam (SISE) ise en yüksek döviz fazlası olan şirketlerdir.

Döviz kurlarındaki değişimin BIST şirketlerine etkisi - 2

4Ç'de kur farkı geliri yazması olası şirketler, mn TL



4Ç'de kur farkı gideri yazması olası şirketler, mn TL



Kaynak: Şirket Mali Tablo Dipnotları, VKY Araştırma & Strateji Tahminleri

Kaynak: Şirket Mali Tablo Dipnotları, VKY Araştırma & Strateji Tahminleri

- ❑ **TL'nin değer kazanması en çok Türk Telekom'u etkileyecek** - 2018/09 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre; Doğan Holding (DOHOL) 563 mn TL, Şişecam (SISE) 405 mn TL ve Soda Sanayi (SODA) 318 mn TL ile 4Ç'de döviz kurlarından karlılık açısından en olumsuz etkilenebilecek şirketler olurken, Türk Telekom (TTKOM) 2,0 mlr TL, Tüpraş (TUPRS) 1,2 mlr TL, Anadolu Grubu Holding (AGHOL) 615 mn TL ile en olumlu etkilenebilecek şirketler olarak öngörüyoruz.
- ❑ **Türk Hava Yolları'nın kambiyo karı yazmasını bekliyoruz** - Fonksiyonel para birimi USD veya EUR olan şirketleri için ayrı bir değerlendirme yapmak gerekiyor. 2018/09 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre, fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları (THYAO)'nın Avro döviz açık pozisyonu nedeniyle bu para birimlerinin Dolar karşısında değer kaybetmesi sonucu dördüncü çeyrekte yaklaşık 631 mn TL kur farkı kaynaklı gelir yazabileceğini öngörüyoruz.

Temettü veriminde dikkat çekebilecek şirketler - 2019

Hisse	2018T Temettü Tutarı (mn TL)	2018T Hisse Başına Temettü (TL)	2018T Temettü Verimi (%)	Tahmini Dağıtım Tarihi*
TTRAK	305	5,7	16,5%	
EREGL	4282	1,2	16,4%	28.05.2019
ADANA	86	1,0	15,9%	
BOLUC	73	0,5	14,9%	
AYGAZ	513	1,7	14,6%	
TUPRS	3879	15,5	12,3%	03.04.2019
EKGYO	623	0,2	11,1%	21.05.2019
AKCNS	164	0,9	10,9%	27.03.2019
ENJSA	638	0,5	10,8%	
CIMSA	79	0,6	7,7%	27.03.2019
PETKM	653	0,4	7,6%	02.05.2019
DOAS	59	0,3	6,1%	24.05.2019
TAVHL	557	1,5	6,0%	27.03.2019
TCELL	1824	0,8	6,0%	17.06.2019
TATGD	31	0,2	5,5%	
ENKAI	1160	0,2	5,1%	15.04.2019
TOASO	448	0,9	5,0%	01.04.2019
CLEBI	68	2,8	4,7%	

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Bloomberg Konsensüs Beklentiler

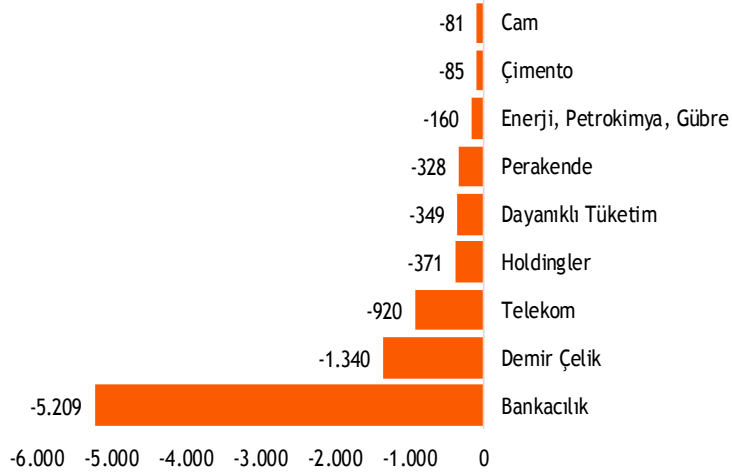
* Bloomberg tarafından sağlanan tahmini tarihi göstermektedir.

Hisse	2018T Temettü Tutarı (mn TL)	2018T Hisse Başına Temettü (TL)	2018T Temettü Verimi (%)	Tahmini Dağıtım Tarihi*
FROTO	894	2,5	4,6%	02.04.2019
TRKCM	170	0,1	4,3%	
TKFEN	350	0,9	4,2%	
ARCLK	426	0,6	3,6%	01.04.2019
SELEC	68	0,1	3,5%	
ULKER	183	0,5	3,4%	10.04.2019
CCOLA	263	1,0	3,2%	20.05.2019
AEFES	361	0,6	3,1%	27.05.2019
SODA	225	0,2	3,0%	
ANACM	60	0,1	3,0%	
SAHOL	445	0,2	2,6%	08.04.2019
KCHOL	1010	0,4	2,5%	01.04.2019
OTKAR	61	2,5	2,5%	
SISE	300	0,1	2,4%	31.05.2019
BIMAS	627	2,1	2,2%	12.06.2019
ASELS	113	0,1	0,4%	
VESTL	8	0,0	0,4%	

- ❑ **Bankaların temettü dağıtmasını beklemiyoruz** - 2019 yılından bankaların ihtiyatlı davranarak risklere karşı sermayelerini güçlü tutmak isteyeceklerini ve 2018 yılı net dönem karlarından temettü ödemesi yapmayacaklarını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Temettü verimliliğinde sanayi sektörü cazip** - Finans dışı bakıldığında, 2019 yılında temettü verimliliğinde Türk Traktör (%16,5), Ereğli Demir Çelik (%16,4) ve Adana Çimento (%15,9) ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.

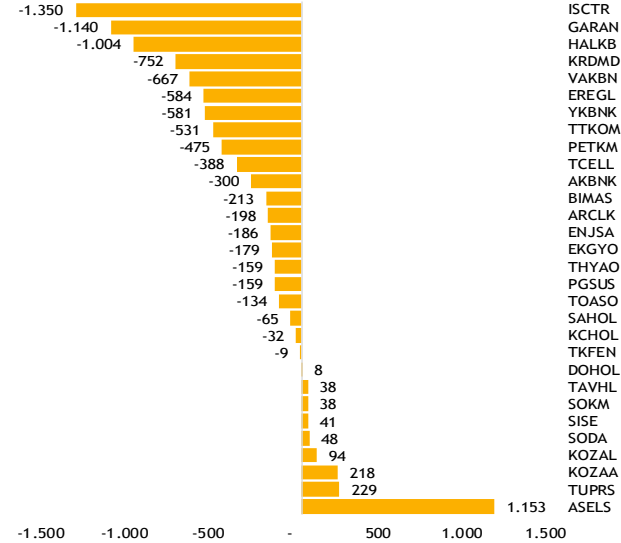
2019'da yabancıların banka hisselerine ilgisi artabilir

Sektör Bazında Yabancıların Net Satımları 2018, mn TL



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet

BIST 30 Yabancıların Net Alım/Satımları 2018, mn TL



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet

- ❑ **Yabancılar 2018'de en çok bankaları sattı** - Yabancı yatırımcılar 2018 yılından en çok satımı bankacılık (5,21 mlr TL), demir çelik (1,34 mlr TL) ve telekom (920 mn TL) sektörlerinde gerçekleştirmiştir. 2019 yılında yabancı yatırımcı iştahının artması durumunda cazip değerlemelere sahip olan bankacılıkta yabancı payının artabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Aselsan'da 1,15 mlr TL'lik net alım** - BIST 30 kapsamında, yabancı yatırımcılar 2018'de en çok Aselsan (1,15 mlr TL) ve Tüpraş (229 mn TL) net alımı gerçekleştirirken, en çok net satım ise İş Bankası (1,35 mlr TL) ve Garanti Bankası (1,14 mlr TL) tarafında gerçekleşmiştir.

Takip listesi fiyat revizyonları

	Eski Uzun Vade Öneri	Yeni Uzun Vade Öneri	Eski Kısa Vade Öneri	Yeni Kısa Vade Öneri	Eski Hedef Fiyat	Yeni Hedef Fiyat	Değişim
Bankacılık							
AKBNK	AL	AL	EÜG	EÜG	7,13	7,60	7%
GARAN	AL	AL	EÜG	EÜG	9,30	10,00	8%
TSKB	AL	AL	EÜG	EÜG	1,30	1,17	-10%

	Eski Uzun Vade Öneri	Yeni Uzun Vade Öneri	Eski Kısa Vade Öneri	Yeni Kısa Vade Öneri	Eski Hedef Fiyat	Yeni Hedef Fiyat	Değişim
Çimento							
CIMSA	AL	TUT	EPG	EPG	9,89	9,03	-9%
AKCNS	AL	TUT	EPG	EPG	10,02	9,10	-9%
BOLUC	AL	TUT	EPG	EPG	5,78	4,30	-26%
Dayanıklı Tüketim							
ARCLK	AL	TUT	EPG	EPG	16,04	18,90	18%
VESTL	TUT	TUT	EPG	EPG	11,16	7,00	-37%
Demir-Çelik							
EREGL	TUT	AL	EÜG	EÜG	11,00	10,18	-7%
KRDMD	AL	AL	EÜG	EPG	5,00	3,25	-35%
Gayrimenkul							
EKGYO	AL	AL	EÜG	EÜG	3,34	2,87	-14%
Havacılık							
THYAO	AL	AL	EÜG	EÜG	26,60	25,40	-5%
PGSUS	AL	AL	EÜG	EÜG	41,10	33,40	-19%
Savunma							
ASELS	AL	AL	EÜG	EÜG	42,10	35,70	-15%
OTKAR	AL	AL	EÜG	EÜG	96,80	110,00	14%
Otomotiv							
FROTO	TUT	TUT	EÜG	EPG	64,58	62,50	-3%
TOASO	AL	AL	EÜG	EÜG	37,35	25,55	-32%
DOAS	AL	TUT	EÜG	EPG	11,00	5,00	-55%
Perakende							
BIZIM	AL	AL	EÜG	EÜG	11,00	9,00	-18%
MGROS	AL	AL	EÜG	EÜG	36,80	32,10	-13%

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi - 1

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Vakıf Yatırım”) araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için “**Gelecek 12 aya yönelik**” ve “**Kısa Vadeli Öneri**” olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

Gelecek 12 aya yönelik öneri: Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir. Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

TUT (T) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” kadar (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.

AL (A) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi

SAT (S) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirtilen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi - 2

Kısa Vadeli Öneri: Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

Endekse Paralel Getiri (EPG) : Kısa vadede endekse veya sektör endeksinde paralel getiri beklentisi
Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG): Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
Endeksin Altında Getiri (EAG) : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi
Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

Kapsam Dışı (KD) - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.

Öneri Yok (OY) - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.

Revize Ediliyor (RE) - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

OLUMLU - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi

OLUMSUZ - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi

NÖTR - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

AĞIRLIĞI ARTIR - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder

AĞIRLIĞI AZALT - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder

NÖTR - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACİFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT, CİFE

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik,
Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBİ

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek,
Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji,
Telekomünikasyon

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Umut Deniz PAK

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.