

Selim Kunter	+90 212 348 9078
	Selim.Kunter@denizinvest.com
Sadrettin Bağcı	+90 212 348 9088
	Sadrettin.Bagci@denizinvest.com
Kıvanç Dündar	+90 212 348 9076
	Kivancd@denizinvest.com
Orkun Gödek	+90 212 348 5160
	Orkun.Godek@denizbank.com

## Aylık Strateji

### Nisan 2018

**Mart süresince dış fiyatlamaya koşullarında oluşan sendeleme ortamının yerel varlıklar üzerindeki yansımaları emsallerimize göre negatif yönde ayrışma şeklinde gerçekleşti.** Kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından Türkiye'nin kredi notunda yapılan aşağı yönlü güncellenmenin ardından Türk lirası cinsinden değerlendirilen varlıklarda risk algısının zayıflama gösterdiği gerçeğe karşılaştık. Mart ayındaki %3'lük geri çekilme ile birlikte BIST 100 ilk iki ayda elde ettiği getiriye silerken, ay içerisinde %7.8 düşüş gösteren bankacılık endeksi, sene başından beri %1.5 değer kaybetmiş oldu.

**TL'nin emsallerine göre negatif ayrışmasının geldiği noktada bir miktar düzeltmenin olabileceğini düşünüyoruz.** Nisan'da ABD'de takip edilecek olan Hakan Atilla davası öncesi ve sonrasında piyasada artması muhtemel stres ile USD/TRY'de 4.00 seviyesi üzerine isteğin olabileceğini ancak harekete yurt içi yerleşiklerin katılmadığı her durumda ivmenin düşük kalacağını düşünüyoruz. Ay içerisinde 3.95'li seviyelerde dengelenme ve 3.90 bölgesine doğru çekilme bize göre uzak bir ihtimal değil. TL'deki olası toparlamanın hisse senedi piyasası için de olumlu yansımaları olabileceğini düşünüyoruz.

**Sene başından bu yana MSCI GOÜ bankalarına göre Türk bankacılık sektörünün USD bazında %11 gerisinde kaldı.** Türk bankaları MSCI GOÜ bankalarına kıyasla %45 F/K iskontosu (son 5 yıl ortalaması %24) ve %39 F/DD iskontosu (son 5 yıl ortalaması %18) ile işlem görmektedirler. GOÜ-Türkiye faiz oranlarının arasındaki farkın GOÜ'ler lehine açılması ile oluşan bu iskontonun bir kısmının Türkiye'de enflasyonun sene sonuna doğru yumuşayacağı beklentisi ile kapanabileceğini düşünüyoruz. Bu da halihazırda iyi karlılığa rağmen düşük değerlendirme oranları işlem gören Türk bankalarına yatırım için iyi bir giriş seviyesi sunmaktadır.

**Nisan'da yatırımcılar neleri takip edecek?** Global tarafta veri trafiğinin yoğun olmadığı Nisan ayında, yatırımcıların 3 Nisan'da açıklanacak Mart ayı enflasyon verisi, 25 Nisan'daki PPK toplantısı ile bir süredir beklenen yatırım teşvik paketi ile ilgili haber akışını takip etmesini bekliyoruz. 1Ç18 finansal performansları ile ilgili beklentilerin ayın ikinci yarısından itibaren şekillenmeye başlayacağını ve bunun hisse senedi fiyatlamalarına yansiyebileceğini düşünüyoruz.

**Bankalar arasından aktif kalitesi yüksek olanları, banka dışı hisseler arasından ise zayıf TL'den faydalanan, defansif karakterli ve uzun vadeli görünümünde iyileşme beklediğimiz şirketleri öneriyoruz.** Tavsiye listemizde bankalar arasından **Albaraka Turk (ALBRK)**, **Vakıfbank (VAKBN)** ve **Yapı Kredi Bankası**'ını (YKBNK) tutmaya devam ediyoruz. Bankacılık hisselerinde bir değişiklik yapmamış olmakla beraber, finans dışı önerilerimize **Coca Cola İçecek (COLLA)**, **Şişe Cam (SISE)**, **Tekfen Holding (TKFEN)** ve **Tofaş (TOASO)**'yu dahil ederken, Ereğli Demir Çelik (EREGL), Net Holding (NTHOL), Sabancı Holding (SAHOL) ve Soda Sanayi'yi (SODA) model portföyümüzden çıkarıyoruz. **AvivaSA (AVISA)**, **Enerjisa (ENJSA)** ve **Torunlar GYO**'daki (TRGYO) olumlu görüşümüzü koruduğumuz için tavsiye listemizde tutmaya devam ediyoruz.

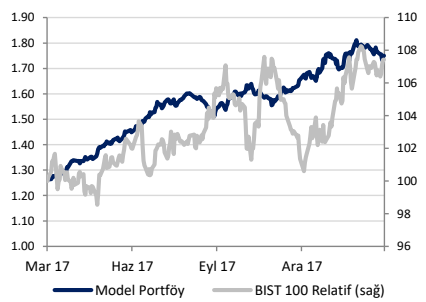
#### Deniz Yatırım Model Portföyü

Tavsiye listesi	Değişiklik	Portföy Ağırlığı
AVISA		%5.0
VAKBN		%10.4
YKBNK		%11.3
NTHOL	←	%0.0
SODA	←	%0.0
EREGL	←	%0.0
SAHOL	←	%0.0
ALBRK		%8.6
TRGYO		%7.9
ENJSA		%11.2
COLLA	→	%8.6
SISE	→	%5.8
TOASO	→	%8.6
TKFEN	→	%8.6
Nakit		%13.9

#### Model Portföy Performansı

	Nominal	BIST 100 Relatif
2016	%22.8	%12.7
2017	%46.8	-%0.6
12 aylık	%38.3	%7.4
Seni başından	%5.6	%6.0

#### Model Portföy Performansı, TRY



Source: Deniz Yatırım Araştırma

**Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.** Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece yer alan bilgilere burada dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## Global piyasalar

Kasım 2016'dan bu yana görülen “**düşük oynaklık-yüksek risk iştahı**” temasının devamı ile başlanan 2018 yılı, 26 Ocak tarihinden bu yana farklı bir patikada ilerliyor.

**ABD’de yılın ilk yarısında artması beklenen enflasyona dair risklerin Fed’in 3x25bp senaryosundan saparak 4x25bp şeklinde ilerleyebileceği ihtimali ile bir araya gelmesinin ardından yatırımcı algısında bozulma süreci başladı.** ABD Başkanı Trump’ın göreve geldiği günden bu yana politika sahnesinde istediği şekilde tek söz sahibi olamaması, ekibine hakimiyette sorun yaşaması, 2016 seçimlerine dair devam etmekte olan Rusya soruşturmasına ait haber akışının etkileri ve son olarak artan korumacı ekonomi politikalarını içerir risklerin fiyatlandığı ayrı bir faza geçtiğimizi belirtmek gerekiyor.

**Ana senaryomuzda Fed’in 3x25 bp şeklinde faiz artışlarına devam edeceği düşüncesine yer vermeye devam ediyoruz.** Yatırımcı kesiminin yaşadığı “**sendeleme**” sürecinde bir takım sorun başlıklarını “**şimdilik**” geride bıraktığımız yeni bir ay başlangıcında bulunuyoruz. Bize göre, yılın ilk yarısından önce bu yönde bir değişikliği piyasalar nezdinde tekrar tartışmayacağız. Mali harcama ve vergi reformu paketlerinin ekonomi üzerinde etkilerinin gelecek 3 yıl içerisinde GSYH katkısı olarak ek 0.5 puana ulaşabileceği düşünülse de ek iyimserliğin oluşması için daha fazla makro verinin takip edilmesi gerektiğine inanıyoruz.

**2018 için ek 25 bp faiz artışı ile ilgili tartışmalarının yılın ikinci yarısında başlamasını daha olası görüyoruz.** FOMC katılımcılarının 2019-20 dönemleri için para politikasındaki normalleşme sürecine hız vereceklerini işaret ettikleri Mart ayı toplantısının ardından 2018 için ek 25 bp manevra alanını tam anlamı ile göz ardı etmiyoruz. Ancak, tartışılması için yılın ikinci yarısını daha olası görüyoruz. Mart ayı FOMC toplantısı için kapsamlı raporumuza [FOMC, Mart 2018](#) başlığı altından ulaşabilirsiniz.

**ECB’nin para politikası kaynaklı euro desteklemesi senaryosunun zayıfladığını düşünüyoruz.** ABD cephesinde para politikasının sürpriz etkisi yaratmadığı ortama değinmişken, yaşlı kıta Avrupa’dan da söz etmeden geçmek olmaz. Mart ayı ECB toplantısı öncesinde oluşan para politikası ayarlaması beklentisi minimal düzeyde gerçekleşen ifade değişikliğine rağmen Başkan Draghi’nin düzenlediği basın toplantısında takındığı “**güvercin**” tavırla birlikte bertaraf edildi. Bölge açısından 2017’de karşılaşılan büyüme performansının banka yöneticilerini “**temkinli**” duruşta kalmaya mecbur bıraktığını düşünüyoruz. Hedeflenen enflasyondan manşet ve çekirdekte uzak kalınmasının da yardımıyla kısa vade için “**para politikası kaynaklı euro desteklenmesi**” senaryosunun zayıfladığını düşünüyoruz. Mart ayı ECB toplantısı için kapsamlı raporumuza [ECB, Mart 2018](#) başlığı altından ulaşabilirsiniz.

## Yurt içi piyasalar

**Dış fiyatlama koşullarında oluşan sendeleme ortamının yerel varlıklar üzerindeki yansımaları bir kez daha emsallerimiz olarak tanımladığımız gruptan negatif yönde ayrışma şeklinde gerçekleşti.** Kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından Türkiye'nin kredi notunda yapılan aşağı yönlü güncellenmenin ardından Türk lirası cinsinden değerlendirilen varlıklarda risk algısının zayıflama gösterdiği gerçeğe karşılaştık.

**Riskin fiyatlaması temelde Türk lirası çaprazları ve tahvil faizlerinde gerçekleşirken, BİST 100 süreci nispeten daha az hasar ile atlatma çabasında oldu.** 2012 yılından bu yana ortalama sepet kur performansı yıllık değişimde sürekli artışa işaret ederken, 2012-2017 ortalaması %12 artış şeklinde gerçekleşti. 2018'in ilk çeyreğinde ise söz konusu değişim 27 Mart itibarıyla %9 seviyesine ulaşmış durumda. Gerek kısa vadede 2017'den, uzun vadede ise 2013'ten bu yana süregelen yerel para birimi zayıflamasını, gerekse içerisinde bulunduğumuz yılda yaşanan hızlı yükselişi dikkate alacak olursak, enflasyon cephesindeki sınırlı iyimserliğin bir miktar törpülediğini görebiliriz.

**Ana senaryomuzda yılı %9.2 ile tek hanede sonlandırma fikrimizde şu an için değişiklik yok. Ancak, kısa süre içerisinde yaşanan para birimi zayıflamasının ikincil etkilerinin yıl içerisinde görülebileceğini ve olası enflasyon düşüşünü sınırlayabileceğini göz ardı etmiyoruz.**

**Bir süredir paylaştığımız getiri eğrisinin uzun vadeli kıymetlerinde aşağı yönde gelişim olabileceğine dair beklentimizde getiri kısmı Mart ayında sergilenen zayıf performans ile birlikte oldukça sınırlanmış durumda.** Evet, gerek 5 yıl vadeli, gerekse 10y vadeli tahvil faizlerinde geline seviyeleri emsallerimize kıyasla avantajlı buluyor olsak da, yılın genelinde yüzde 10'lu seviyelerde yataylaşması muhtemel TÜFE ve TL'deki zayıflamanın ardından çekirdek göstergelerdeki olası inatlaşma ile birlikte manevra alanının oldukça sınırlandığını düşünmeye başlıyoruz. Öte yandan, getiri eğrisinin kısa tarafında ise TCMB'den yürürlükte tuttuğu para politikasından gevşeme yönlü beklenti içerisinde olmadığımız için beklentimiz yok denecek kadar az.

**2017 yılında genele yayılır bir şekilde gerçekleşen ve kapasite kullanım oranındaki artış ve ivmelenen PMI rakamları ile desteklenen global büyüme ortamının finansal piyasalarda yaşanan son sendelemeden kalıcı-negatif etkilenme yaşadığı düşüncesinde değiliz.** Öncü göstergeler olarak nitelendirilen PMI rakamlarının son dönemlerin zirve değerlerinden kısmi ölçekte de olsa gerilemesine rağmen büyümeyi terse çevirecek noktada olduğunu değerlendirmiyoruz. Artan ticaret hacmi öncelikle gelişmiş ülkelerdeki talebi, akabinde ise gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarına destek vermeye devam edecek.

**Fed ve ECB'ye dair beklentilerin kısa vade için tahvil faizleri yükselişi kaynaklı baskılanma durumunu ötelediği düşüncesindeyiz.** Hali hazırda takip edilen fiyatlama ortamında hisse senedi endeksleri kaynaklı yaşanan dalgalanmada tahvil piyasalarından çıkış olmamasını yatırımcılar açısından "tampon etkisi" olarak değerlendiriyoruz. Risk iştahı açısından gösterge araçlar arasında takip edilen Amerikan 10 yıllık tahvil faizinde işlem yoğunlaşmasının bir süre daha %2.8-2.9 aralığında olacağı kanaatindeyiz. Hatta süreç içerisinde bandın alt kısmına yönelik test edilme durumunun süresi uzayabilir. Yıl genelinde %3 seviyesinin üzerine ise deneme yapılacağını ancak muhtemel aksiyonun kısa vadede ağır bastığını değerlendirmiyoruz.

## Strateji

**Bir süredir paylaştığımız fiyatlama düşüncelerimizde majör değişiklikler olmuş değil.** S&P 500 endeksinde kritik olarak gördüğümüz 2800 puan seviyesi üzerinde kapanış olmadıkça global fiyatlamaların “iki ileri bir geri” şeklinde devam ettiğini görebiliriz. Keza benzer şekilde Dow Jones sanayi endeksi için de 25,400 puan seviyesinin kritik olduğunu düşüncesindeyiz. **Bahse konu seviyelerin aşılmadığı tüm fiyatlama senaryolarında öncelikle sıkışma, devamında ise aşağı yönde baskılanma durumu gündeme gelebilir.** Buradan hareketle, sıkışmanın öne çıktığı durumda BİST 100 endeksi için de 120,000 puan seviyesinin aşılması güçleşecektir. 113,000-116,000 aralığındaki sıkışmanın kırılımı 110,000 veya 120,000 seviyeleri üzerindeki yeni dönemin kapanışını açabilir.

**ECB beklentilerinin ötelendiğine inandığımız ortamda “zayıf USD” temasının geçerliliğine dair politik adımlar –korumacı yaklaşımlar gibi- ya da Başkan Trump’ın siyasi geleceğini belirsizleştirme potansiyeline sahip Mueller soruşturması gibi başlıklar EUR’un değerlendirilmesine imkan tanıyabilir.** Mevcutta takip ettiğimiz EUR/USD yükselişinin önemli trend desteği 1.1800 bölgesinden geçtiği için söz konusu seviye aşağı yönde aşılmadıkça parite fiyatlamasında kırılma beklentisinde değiliz. Öte yandan 1.2600 üzeri oluşum için de ek başlıkların gündeme gelmesi gerektiğine inanıyoruz.

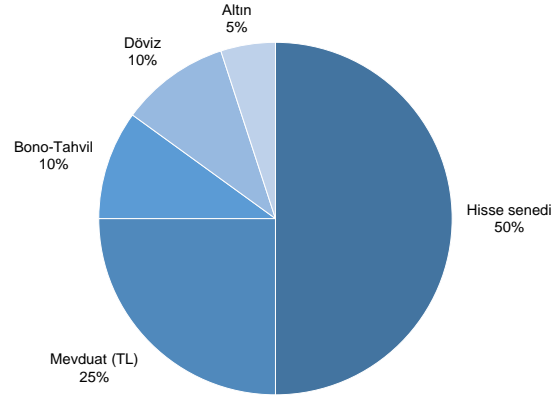
**Bize göre, EUR/USD için geniş bant aralığı olarak 1.2170-1.2600 yoğunlaşmasını bir süre daha konuşmaya devam edeceğiz.** Süreç içerisinde yükselişlerin konjonktür gelişmelerine paralel USD’ye geçiş için değerlendirildiğini görebiliriz.

**Dolar endeksinin 89.00 bölgesi etrafında taban arayışı mücadelesini sürdüreceğine inanıyoruz.** Kısa vade için ek Fed beklentisi olmasa da –iyimser senaryoda Haziran FOMC toplantısına dek- yılın geri kalanı da düşünüldüğünde arayış korunacaktır. Değerlenme kısmında ise 92.00 seviyesi aşılmadıkça ivmelenmenin cılız kaldığını ve 91.50-91.70 bölgelerinden dönüş olduğunu görebiliriz.

**Böylesi ortamda Türk lirasının sergilediği son dönem zayıf performansa rağmen genel yaklaşımın aksine kötümser tarafta yer almıyoruz.** Mart ayı başlangıcında paylaştığımız “hareketli geçmesi muhtemel aylık işlemler nedeniyle riskin hedge edilmesi amacıyla portföylerde seviye gözetilmeksizin yatırımcı risk algısına paralel döviz bulundurulabileceği” şeklindeki düşüncemizi küresel fiyatlama ortamındaki dengesizlikler nedeniyle koruyoruz.

**Ancak, TL’nin emsallerine göre negatif ayrışmasının geldiği noktada bir miktar düzeltmenin olabileceğini de düşünüyoruz.**

Nisan ayında ABD’de takip edilecek olan Hakan Atilla davası öncesi ve sonrasında piyasa işlemcilerinde artması muhtemel stres ile birlikte USD/TRY kurunda 4.0000 seviyesi üzerine isteğin olabileceğini ancak harekete yurt içi yerleşiklerin katılmadığı her durumda ivmenin düşük kalacağını değerlendiriyoruz. Ay içerisinde 3.9500’li seviyelerde dengelenme ve 3.9000 bölgesine doğru çekilme bize göre uzak bir ihtimal değil. Kaldı ki 25 Nisan’da gerçekleştirilecek olan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gereken durumda TCMB’nin hamle yapabileceği de göz ardı edilmemeli.

**Aylık portföy dağılımı önerisi\***

Kaynak: Denizbank Yatırım Hizmetleri Grubu

\* Yatırımcıların risk profiline uygun olacak şekilde dağılım oranlarında değişikliğe gidilmesi önerilir

## Hisse senedi piyasası

**Şahin FED açıklamalarıyla Mart ayına satış baskısı ile başlayan BIST 100, Moody's'in Türkiye'nin kredi notunu indirmesi nedeniyle emsallerinin gerisinde kaldı.** Mart ayına girerken, FED'in yıl içerisinde 4x25 bp faiz artışına gidebileceği yönündeki söylemlerle global piyasalardaki satış baskısı nedeniyle aya düşüşle başlayan BIST-100 endeksi, Moody's'in 7 Mart'ta Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi sonrası TL'deki değer kaybı ve tahvil faizlerindeki yükselişle beraber bankacılık ve GYO hisseleri önderliğinde Mart ayını %3.4 kayıp ile kapattı. TL'deki değer kaybının da etkisiyle, MSCI Turkey endeksi, MSCI EM (MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar) ve MSCI EE (MSCI Doğu Avrupa) endekslerinin sırasıyla %7 ve %5 gerisinde kaldı. Mart ayındaki geri çekilme ile birlikte BIST 100 ilk iki ayda elde ettiği getiriye silerken, ay içerisinde %7.8 düşüş gösteren bankacılık endeksi, sene başından beri %1.5 değer kaybetmiş oldu.

Karşılaştırmalı endeks performansları					
	30 Mart 2018	28 Şubat 2018	1 ay	29 Aralık 2017	Sene başından
BIST 100, TRY	114,930	118,951	-3.4%	115,333	-0.3%
BIST Banks, TRY	168,723	183,041	-7.8%	171,378	-1.5%
USD/TRY	3.95	3.80	3.9%	3.77	4.7%
EUR/TRY	4.87	4.64	4.8%	4.52	7.8%
MSCI TURKEY, USD	392,161	429,689	-8.7%	417,682	-6.1%
MSCI EM, USD	1,171	1,195	-2.0%	1,158	1.1%
MSCI EE, USD	172	179	-3.9%	166	4.0%

Source: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

**Mart ayında Türk sanayi şirketlerinin çarpanları bir miktar gerileme gösterirken GOÜ'lere olan iskontosunda bir değişiklik olmadı.** MSCI Türkiye Sanayi Endeksi'nin Mart sonu itibarıyla Şubat sonu 7.05 olan FD/FAVÖK'ü Mart ayındaki geri çekilme ile birlikte 6.90'a, F/K'sı ise 10.09'dan 9.95'e indi. Bu dönemde FD/FAVÖK ve F/K oranlarının MSCI GOÜ Sanayi Endeksi'ne göre olan %15 ve %21 olan iskintolarında bir değişiklik olmadı. Son 10 yıllık ortalama iskonto oranlarına göre Türk Sanayi şirketlerinin sırasıyla %14 ve %10 primli işlem gördüğünü göz önünde bulundurduğumuzda, bankacılık dışı hisse tercihlerinde seçici olunmaya devam edileceğini düşünüyoruz.

**Bankacılık sektöründe makul bir hızda seyreden kredi büyüme oranının (sene başından bu yana kurdan arındırılmış %2.6) mevduattaki faiz fiyatlaması rekabetini sınırlaması ve yükselen kredi faizleri sayesinde ilk yarıyıl kredi/mevduat faiz makasının karlılığa önemli katkı sağlamasını bekliyoruz.** TÜFE'ye endekli bonoların getirilerinin gerilemesi ile net faiz marjının tüm yıl için 1Ç18'de hafif daralmasını tüm yıl için ise yatay bir seyir göstermesini bekliyoruz. Aktif kalitesinde ise oldukça başarılı geçen bir yılın ardından kredi büyümesindeki normalleşmeye paralel olarak kredi risk maliyetinde kısmi bir artış öngörüyoruz. Ocak-Şubat döneminde 108 baz puan olarak gerçekleşen kredi risk maliyeti 2017 tüm yıla göre 8 baz puan artış göstermişti. 2018'in geri kalan kısmında bir miktar daha artış öngörerek kredi risk maliyetinin 115 baz puan seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Faiz dışı net gelirlerde ise ilk iki ayda yakalanan dengenin tüm yıla yayılmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda operasyonel giderlerin %12-14 aralığında komisyon gelirlerinin ise %14-16 aralığında artmasını öngörüyoruz. Bu beklentilerimiz doğrultusunda tüm yıl kar rakamının sektör ortalamasında %11.4 oranında artış göstermesini öngörüyoruz.

**Bu beklentilerimiz doğrultusunda bankalar %14.5 özsermaye karlılığı ile 12 ay ileriye dönük 5.10 F/K ve 0.70 F/DD çarpanları ile işlem görmektedir.** Kar veriminin %20 seviyesine yaklaştığını ve bunun da 10 yıllık bono faizinin 712 baz puan üzerinde olduğunu görüyoruz. Son 5 yıllık dönemde kar veriminin ortalamada 10 yıllık bono faizinin 608 baz puan üzerinde olduğu dikkate alınır bankacılık sektörünün mevcut seviyelerde cazip olduğu görüşündeyiz. Genel olarak tüm banka hisseleri için

olumlu olmakla birlikte VAKBN, YKBNK ve ALBRK'nin sırası ile 3.85, 4.28 ve 4.47 F/K oranları ile daha cazip olduklarını düşünüyor ve bu nedenle bu bankaları model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

**Sene başından bu yana MSCI GOÜ bankalarına göre Türk bankacılık sektörünün USD bazında %11.2 kadar altında bir performans gösterdi.** Mevcut durumda, Türk bankaları MSCI GOÜ bankalarına kıyasla %45 F/K iskontosu (son 5 yıl ortalaması %24) ve %39 F/DD iskontosu (son 5 yıl ortalaması %18) ile işlem görmektedirler. GOÜ faizleri ile Türkiye'deki faiz oranlarının arasındaki farkın GOÜ'ler lehine açılması ile oluşan bu farkın bir kısmının Türkiye'de enflasyonun sene sonuna doğru bir miktar yumuşayacağı beklentisi ile kapanabileceğini düşünüyoruz. Bu da halihazırda iyi karlılığa rağmen düşük değerlendirme oranları işlem gören Türk bankalarına yatırım için iyi bir giriş seviyesi sunmaktadır.

**Nisan ayı boyunca yatırım teşviği beklentisi olan hisse senetleri ön planda olabilir.** Hükümet, yakalanan büyüme trendini destekleyecek, cari açığın düşürülmesine katkıda bulunacak ve istihdamın artırılmasını sağlayacak projelere, çeşitli yayın organlarına göre 100-130 mlr TL arasında bir büyüklüğe sahip bir yatırım teşvik paketi açıklama hazırlığında. Daha önce 29 Mart'ta açıklanması beklenen teşvik kapsamı, program değişikliğinden dolayı Nisan ayına ötelenmiş oldu. Enerji, haberleşme, savunma sanayi, otomotiv, petrokimya, sağlık, madencilik ve tarım teknolojileri sektörlerini kapsamaması beklenen yatırım teşvikleri, bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketleri Nisan ayında ön plana çıkarabilir.

**Yatırımcıların izleyeceği bir diğer konu da Doğan Holding'in medya varlıklarının satışı ile ilgili olan gelişmeler.** Hatırlanacağı gibi, geçtiğimiz haftalarda Doğan Holding, Hürriyet Gazete (HURGZ) ve Doğan Gazete (DGZTE) dahil olmak üzere toplam 8 medya şirketini 890 mln \$ hisse değeri üzerinden (1.1 mlr \$ firma değeri) satmak üzere Vatan ve Milliyet Gazeteleri'nin de sahibi olan Demirören Holding ile görüşmelere başladığını duyurdu. Olası anlaşma ile ilgili gelişmeler ve detaylar, özellikle halka açık olan Hürriyet ve Doğan Gazete için oluşacak değerlendirme, piyasa katılımcılarının yakından takip edeceği önemli konulardan biri olacaktır.

**Ayın ikinci yarısından itibaren 1Ç18 sonuçları ile ilgili beklentiler şekillenmeye başlayacaktır.** Yılın ilk çeyreğini geride bıraktık. Bankaların konsolide olmayan 1Ç18 finansal sonuçlarını son açıklama tarihi 5 Mayıs, banka dışı şirketler için ise konsolide olmayan finansallar 30 Nisan, konsolide olanlar için ise son açıklama tarihi 10 Mayıs olarak belirlendi. 1Ç18 finansal performansları ile ilgili beklentilerin ayın ikinci yarısından itibaren şekillenmeye başlayacağını ve bunun hisse senedi fiyatlamalarına yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda hala düşük baz etkisinden olumlu yararlanan ve hızlı yolcu büyümesinin devam ettiği havacılık hisseleri (THYAO, PGSUS, TAVHL, CLEBI) yıllık bazda güçlü operasyonel iyileşme beklentisi ile ay genelinde olumlu trendi koruyabilir.

## Model Portföy

Bankalar arasından aktif kalitesi yüksek olanları, banka dışı hisseler arasından ise zayıf TL'den faydalanan, defansif karakterli ve uzun vadeli görünümünde iyileşme beklediğimiz şirketleri öneriyoruz. Tavsiye listemizde bankalar arasından **Albaraka Turk** (ALBRK), **Vakıfbank** (VAKBN) ve **Yapı Kredi Bankası**'ını (YKBNK) tutmaya devam ediyoruz. Bankacılık hisselerinde bir değişiklik yapmamış olmakla beraber, finans dışı önerilerimize **Coca Cola İçecek** (CCOLA), **Şişe Cam** (SISE), **Tekfen Holding** (TKFEN) ve **Tofaş** (TOASO)'yu dahil ederken, Ereğli Demir Çelik (EREGL), Net Holding (NTHOL), Sabancı Holding (SAHOL) ve Soda Sanayi'yi (SODA) model portföyümüzden çıkarıyoruz. **Avivasa** (AVISA), **Enerjisa** (ENJSA) ve **Torunlar GYO**'daki (TRGYO) olumlu görüşümüzü koruduğumuz için tavsiye listemizde tutmaya devam ediyoruz.

### Model portföy değişiklikleri

Tavsiye listesi	Değişiklik	Portföy Ağırlığı
AVISA		%5.0
VAKBN		%10.4
YKBNK		%11.3
NTHOL	←	%0.0
SODA	←	%0.0
EREGL	←	%0.0
SAHOL	←	%0.0
ALBRK		%8.6
TRGYO		%7.9
ENJSA		%11.2
CCOLA	→	%8.6
SISE	→	%5.8
TOASO	→	%8.6
TKFEN	→	%8.6
Nakit		%13.9

Kaynak: Denizbank Yatırım Araştırma

### Deniz Yatırım Model Portföyü

Şirket	Hisse Kodu	Portföy Ağırlığı	Tavsiye	Hedef Fiyat	Son Fiyat	Yukarı potansiyeli
Avivasa Emeklilik	AVISA	%5	AL	23.30	17.81	%31
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	%10	AL	8.68	6.51	%33
Yapı Ve Kredi Bankası	YKBNK	%11	AL	5.87	4.44	%32
Albaraka Türk Katılım Bankası	ALBRK	%9	AL	1.95	1.57	%24
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO	%8	-	n.a	2.90	n.a
Enerjisa Enerji	ENJSA	%11	-	8.90	7.10	%25
Coca Cola İçecek	CCOLA	%9	AL	42.80	35.88	%19
Şişe Cam	SISE	%6	TUT	5.76	5.16	%12
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	%9	AL	38.40	27.04	%42
Tekfen Holding	TKFEN	%9	AL	19.00	17.05	%11
Nakit		%14				

Source: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

### Deniz Yatırım Model Portföy performansı

Performans	Son kapanış*	Bir önceki ay	2017 sene sonu	1 ay	Sene başından
Deniz Model Portföy (DMP)	1.75	1.81	1.66	-3%	6%
BIST 100	114,930	118,951	115,333	-3%	0%
MSCI Turkey	1,551,036	1,631,872	1,581,847	-5%	-2%
<b>DMP / BIST 100</b>				0%	6%
<b>DMP / MSCI Turkey</b>				2%	8%

Source: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

\*30 Mart 2018 kapanışı itibarıyla



## Model Portföy tavsiye açıklamaları

- **Albaraka Türk:** Albaraka Türk geçmiş dönem kredi getirisini kar payı olarak dağıttığı için faiz marjı normal bankalara kıyasla daha iyi olabilir. Bunun yanısıra faiz dışı net gelirlerde de belirgin bir toparlanma öngörüyoruz. %19.3 ile %46.7 seviyesindeki sektör ortalamasının oldukça altında seyreden komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerini karşılama oranının orta-uzun vadede iyileşmesini ve karlılığa olumlu katkıda bulunmasını bekliyoruz. Basel III kriterlerine uyumlu 205 mln \$ tutarında sukuk ihracı sermaye yeterlilik oranlarını yükselterek büyüme dinamiğine olumlu katkı sağlayacaktır. Bu borçlanmayı ve önceki beklentimize göre daha iyi bir aktif kalitesi performansını beklentimizi modelimize dahil etmemizin ardından Albaraka Türk için hedef fiyatımızı 1.95 TL'ye yükseltiyoruz (önceki: 1.65 TL). Diğer bankalara kıyasla daha düşük çarpanlarla işlem gören Albaraka Türk'ün iyileşme eğiliminde olan özsermaye karlılığı sayesinde bu farkı kısmen kapatacağını düşünüyoruz.
- **Vakıfbank:** Düşük TL kredi/mevduat oranı, sabit getirili TL cinsi bonoların toplam bono portföyü içerisinde görece düşük ağırlığı ve güçlü aktif kalitesi ile ön plana çıkmaktadır. İştirakleri ile yaratacağı sinerji ile komisyon gelirlerinde yüksek büyüme trendini sürdürmesini bekliyoruz. Operasyonel gider artışında sektörün hafif üzerinde bir artış oranı bekliyor olmamıza rağmen Vakıfbank'ın güçlü özsermaye karlılığı performansını korumasını bekliyoruz ve sektör ortalaması ile kıyaslandığında özsermaye karlılığı farkının Vakıfbank lehine açılmaya devam etmesini öngörüyoruz. Buna rağmen hissenin diğer bankalara göre oldukça cazip değerlendirme oranları ile işlem görmesinden dolayı öneriyoruz.
- **Yapı Kredi Bankası:** Aktif kalitesindeki olumlu görünümün Yapı Kredi Bankası'ndaki en önemli ayrışma nedeni olabileceğini düşünüyoruz. Banka geçen yıl rakiplerine kıyasla daha yüksek bir kredi risk maliyetine katlanmıştı. Bu sene takibe dönüşüm hızında belirgin bir yavaşlama olabileceğini beklediğimiz için kredi risk maliyetinin normalleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte istikrarlı maliyet kontrolü ve TÜFE'ye endekli tahvillere diğer rakiplerine kıyasla daha az bağımlı gelir yapısı da düşen enflasyon ortamında bankayı defansif kılacağı için Yapı Kredi Bankası'nı beğenmeye devam ediyoruz. Bu olumlu kar dinamiğine bağlı olarak sektöre kıyasla özsermaye getiri oranı farkını 140 baz puan geliştirmesini beklediğimiz hisse diğer bankalara göre oldukça cazip çarpanlar ile işlem görmektedir.
- **AvivaSA:** 2018 yılında %30 net kar büyümesi ve %44 özsermaye getiri oranı ile oldukça cazip bir karlılık performansı gösterebilir. Otomatik katılım nedeniyle şahsi bireysel emeklilik işindeki büyüme yavaşlama eğiliminde olmasına rağmen mevcut müşteri tabanının korunuyor olması ve yatırım enstrümanlarındaki yüksek getiri oranı sayesinde fon hacminin organik büyüme hızını korumasını bekliyoruz. Bununla birlikte otomatik katılımın bu sene içerisinde daha küçük çaptaki şirketlere de zorunlu hale geleceğiyle birlikte AvivaSa'nın saha satış gücüyle rekabette avantaj sağlayacağı fikrindeyiz. Bu toplu katılımlar sayesinde birim sözleşme satış maliyeti düşeceği için şirketin faaliyet giderlerine de olumlu yansımaları bekliyoruz.
- **Coca Cola İçecek:** Şirket 2018 yılı için daha önce toplam satış hacminde %2-4, yurt dışı operasyonlarında ise %8-10 aralığında bir büyüme hedeflediğini açıklamıştı. Ancak, Şirket'in düzenlediği analist toplantısında, yurt içinde ılımlı hava şartları sayesinde 1Ç18 satışlarının öngörülerinin bir miktar üzerinde geçtiği izlenimini almakla beraber, yüksek kar marjlı ürün satışlarının artan ağırlığı ve Pakistan'daki Faysalabad tesisinin yılın ilk yarısında devreye girmesiyle yurt dışı satışlarının da olumlu destekleneceğini düşünerek Coca Cola İçecek'in 2018 yılında sağlıklı bir büyüme göstermesini bekliyoruz.
- **Enerjisa:** Öngörülebilir gelir ve karlılık modeli, EPDK'nın son dönemde iyileştirdiği tarifelerle güçlü kar büyüme potansiyeli, TL bazlı borçluluk sayesinde dövizdeki oynaklıklardan etkilenmeyen bilançosu, yüksek nakit akımı potansiyeline rağmen iskontolu değerlendirme çarpanları ve temettü dağıtma potansiyelinden dolayı da 6.25 TL/hisse fiyattan 8 Şubat'ta

halka arz edilen Enerjisa hisselerinin de gelecek dönemde pozitif bir momentumla hareket etmesini bekliyoruz. Enerjisa Araştırma kapsamında olmamakla birlikte, Sabancı Holding için yaptığımız net aktif değerlememizde, Enerjisa için 10.5 mlr TL (8.90 TL/hisse) makul değer hesaplamaktayız. 8.90 TL/hisse'ye denk gelen değerlememiz bulunmaktadır.

- **Torunlar GYO:** Torunlar GYO'nun 2018 yılı finansal performansı 2017'nin belirgin bir şekilde üzerine çıkabilir düşüncesindeyiz. Şirket yönetimi FAVÖK'ün yıllık bazda %100'ün üzerinde artış göstermesini ve özellikle döviz cinsinden borç rakamının yılsonunda 2017'nin altına gerilemesi beklentisine paralel olarak net aktif değerinin 2017 sonundaki 6.4 milyar TL'den 8.1 milyar TL düzeyine ulaşmasını bekliyor. AVM ve ofis kira gelirlerinin şirketin önemli gelir kaynağı olması nedeniyle (oturma amaçlı konut alanına bağımlılığının az olması) şirketin hedeflerine ulaşabileceği düşüncesindeyiz. Mevcut fiyat seviyesinde 2017 net aktif değerine göre %54 iskontolu işlem gören hisselerin, iskonto seviyesi aynı kalsa bile, ileriye dönük olarak %27 gibi bir yükselme potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısında kısmen de olsa gerilemesini beklediğimiz faiz oranları ile iskontonun da bir miktar azalması mümkün olabilir.
- **Şişe Cam:** Paşabahçe'nin 2Ç16'da bozulan operasyonel karlılığı Şişe Cam hissesi üzerinde baskı yaratmış, bu dönemde Şişe Cam'ın halka açık olan diğer şirketlerin (Anadolu Cam, Trakya Cam ve Soda Sanayi) toplam değerine göre olan %30'luk primi geçmiş yıllar ortalaması olan 53%'ün oldukça gerisinde kalmış bulunmaktadır. Ancak, son dönemde Paşabahçe'nin operasyonel performansının iyileştiğini ve Şişe Cam'ın sahibi olduğu Anadolu Cam ve Trakya Cam hisselerinde gerçekleşen pozitif trendin gerisinde kaldığını göz önünde bulundurarak, açılan bu makasın Şişe Cam hissesi lehine kapanmasını bekliyoruz.
- **Tekfen Holding:** Beklentilerin üzerinde gelen 4Ç17 sonuçlarına ve güçlü 2018 beklentilerine rağmen piyasanın gerisinde kalan Tekfen Holding'in cazip çarpanları, döviz bazlı gelir modeli ve sağlam bilanço yapısı sayesinde beğenmeye devam ediyoruz. 2018 yılında 1.5-2.0 mlr \$ arasında yeni inşaat projesi eklemeyi hedefleyen şirket'in, bu yönde atacağı somut adımların da hisse performansını olumlu yönde etkileyeceğini öngörüyoruz.
- **Tofaş:** 2017 yılında rekor operasyonel karlılığa ve net kara ulaşmasına rağmen, ihracat hacimlerinde piyasa beklentisinin altında kalan 2018 hedefleri nedeniyle sene başından beri %13 değer kaybeden Tofaş hissesi, piyasanın %13, Ford Otosan'ın ise %16 gerisinde kaldı. İhracat hacminde önümüzdeki dönem toparlama beklediğimiz Tofaş'ın 2018T FD/FAVÖK bazında Ford Otosan'a göre %27, gelişmekte olan ülkelerdeki benzerlerine göre ise %23 iskontolu çarpanını, güçlü euro'dan olumlu etkilenmesini ve maliyet artı kar bazlı "al ya da öde" kontratlarının sağladığı defansif yapısını göz önünde bulundurarak öneriyoruz.

#### Deniz Yatırım Model Portföy değerlendirme rasyoları

	Son kapanış TL/hisse	Hedef fiyat TL/hisse	Piyasa Değeri mln TL	Gün. Ort. Hacim mln TL	Öneri	F/K			Hisse Başına Kar Büyümesi			F/DD		
						2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T
Vakıf Bank	6.51	8.68	16,275	74	AL	4.4	4.1	3.5	38%	7%	17%	0.7	0.6	0.5
Yapı Kredi Bank	4.44	5.87	19,301	100	AL	5.3	4.5	3.7	23%	18%	22%	0.6	0.6	0.5
Albaraka Turk	1.57	1.95	1,413	18	AL	6.0	4.0	3.5	9%	48%	14%	0.6	0.5	0.4
AvivaSA	17.81	23.30	2,102	2	AL	20.7	19.8	14.0	61%	4%	41%	8.0	7.3	6.0
	Son kapanış TL/hisse	Hedef fiyat TL/hisse	Piyasa Değeri mln TL	Gün. Ort. Hacim mln TL	Öneri	F/K			Hisse Başına Kar Büyümesi			FD/FAVÖK		
						2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T
Tekfen Holding	17.05	19.00	6,309	30	AL	8.2	7.1	7.4	138%	15%	-4%	6.5	4.3	4.1
Coca Cola	35.88	42.80	9,127	19	AL	38.4	22.3	16.0	n.m	73%	39%	8.3	7.1	5.9
Sise Cam	5.16	5.76	11,610	25	TUT	9.5	9.0	8.1	65%	5%	11%	6.3	5.7	5.1
Tofaş	27.04	38.40	13,520	28	AL	10.5	10.4	10.7	32%	1%	-3%	8.0	6.7	6.0
Torunlar REIT	2.90	n.a.	2,900	3	-	6.4	n.a.	n.a.	-61%	n.a.	n.a.	13.1	n.a.	n.a.
Enerjisa	7.10	8.90	8,386	148	-	8.5	9.4	8.6	162%	-10%	10%	6.4	6.3	6.2

Source: Deniz Yatırım Araştırma

\*30 Mart 2018 kapanış fiyatları

## Nisan 2018 takvimi

Ekonomik takvim			
Tarih	Saat	Açıklama	Dönem
03.04.2018	10:00	Türkiye ÜFE	Mart
03.04.2018	10:00	Türkiye TÜFE	Mart
04.04.2018	12:00	Euro Bölgesi İşsizlik Oranı	Şubat
05.04.2018	12:00	Euro Bölgesi ÜFE	Şubat
05.04.2018	15:30	ABD Haftalık İşsizlik Rakamları	1 Mart
06.04.2018	15:30	ABD Aylık İşsizlik Rakamları	Mart
11.04.2018	15:30	ABD TÜFE	Mart
12.04.2018	15:30	ABD İthalat Fiyatları	Mart
13.04.2018	09:00	Almanya TÜFE	Mart
13.04.2018	17:00	ABD Michigan Tüketici Güveni	Nisan
16.04.2018	10:00	Türkiye Aylık İşsizlik	Ocak
16.04.2018	10:00	Türkiye Sanayi Üretimi	Şubat
17.04.2018	11:30	Birleşik Krallık Aylık İşsizlik	Şubat
17.04.2018	15:30	ABD Konut Başlangıçları	Mart
18.04.2018	11:30	Birleşik Krallık ÜFE Girdileri	Mart
18.04.2018	11:30	Birleşik Krallık ÜFE Çıktıları	Mart
18.04.2018	11:30	Birleşik Krallık TÜFE	Mart
18.04.2018	12:00	Euro Bölgesi TÜFE	Mart
20.04.2018	09:00	Almanya ÜFE	Mart
20.04.2018	17:00	Euro Bölgesi Tüketici Güveni	Nisan
20.04.2018	10:00	Türkiye Tüketici Güveni	Nisan
23.04.2018	17:00	ABD İkinci El Konut Satışları	Mart
24.04.2018	17:00	ABD Conf Board Tüketici Güveni	Nisan
24.04.2018	17:00	ABD Yeni Konut Satışları	Mart
25.04.2018	14:00	TCMB Repo Oranları	25 Nisan
26.04.2018	14:45	ECB Faiz Açıklaması	26 Nisan
27.04.2018	11:30	Birleşik Krallık GSYİH	1Ç18
27.04.2018	15:30	ABD Yıllıklandırılmış GYSİH	1Ç18
27.04.2018	10:55	Almanya İşsizlik	Nisan
30.04.2018	17:00	ABD Bekleyen Konut Satışları	Mart

Source: Bloomberg, Deniz Yatırım Araştırma

**Temettü takvimi**

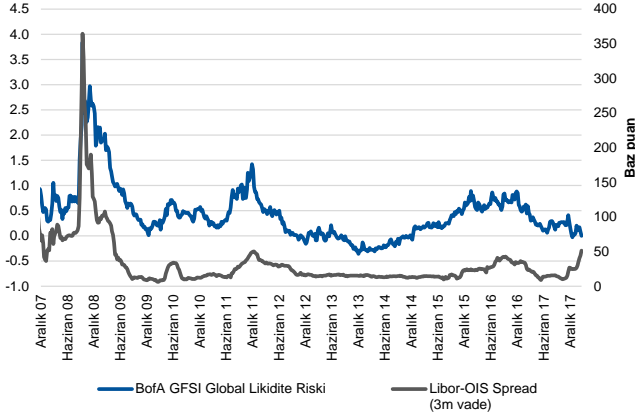
Tarih	Şirket	Hisse	Temettü/Hisse	Temettü Verimi*
02.04.2018	Ford Otosan	FROTO	2.28	3.7%
02.04.2018	Koç Holding	KCHOL	0.35	2.1%
02.04.2018	Kartonsan	KARTN	5.06	1.8%
02.04.2018	Kordsa Teknik Tekstil	KORDS	0.34	4.3%
03.04.2018	Enerjisa Enerji	ENJSA	0.30	4.2%
03.04.2018	Sabancı Holding	SAHOL	0.30	2.9%
03.04.2018	İş Bankası (C)	ISCTR	0.29	4.1%
04.04.2018	Tekfen Holding	TKFEN	0.63	3.7%
04.04.2018	Bosch Fren Sistemleri	BFREN	10.19	5.4%
04.04.2018	Aksa	AKSA	1.12	6.8%
11.04.2018	Selcuk Ecza Deposu	SELEC	0.10	2.7%
11.04.2018	F-M Izmit Piston	FMIZP	1.29	6.7%
12.04.2018	Yeni Gimat G.M.Y.O	YGGYO	1.07	8.0%
13.04.2018	Albaraka Turk Katilim Bankasi	ALBRK	0.05	3.2%
16.04.2018	Vakko Tekstil	VAKKO	0.19	4.2%
17.04.2018	Kustur Kusadasi Turizm	KSTUR	0.59	5.0%
17.04.2018	Enka Insaat	ENKAI	0.12	2.2%
18.04.2018	Ditas Dogan	DITAS	0.08	1.1%
18.04.2018	Turk Prysmian Kablo	PRKAB	0.03	1.4%
20.04.2018	Hedef Girişim Srmly. Y.O.	HDFGS	0.02	0.7%
20.04.2018	Ege Endüstri	EGEEN	26.00	6.8%
24.04.2018	Garanti Bankasi	GARAN	0.42	3.8%
25.04.2018	Alkim Kagit	ALKA	0.45	9.5%
25.04.2018	Jantsa Jant	JANTS	1.50	4.6%
30.04.2018	Celik Halat	CELHA	0.35	4.4%
30.04.2018	Dogan Gazetecilik	DGZTE	0.29	7.9%

Source: KAP, Deniz Yatırım Araştırma

\* 30 Mart 2018 kapanışı fiyatı baz alınarak hesaplanmıştır

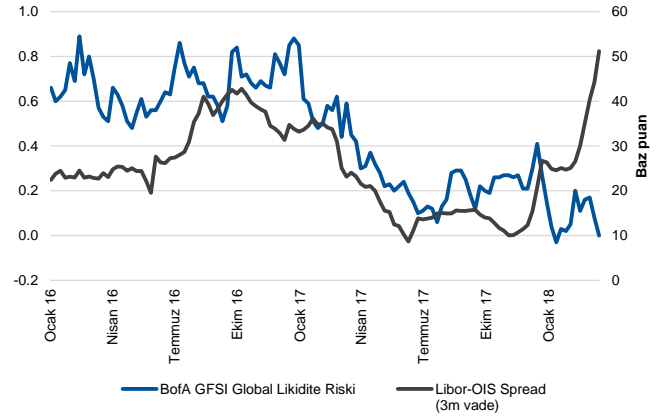
## Ekler

### Finansal stres – geçmiş yıllar



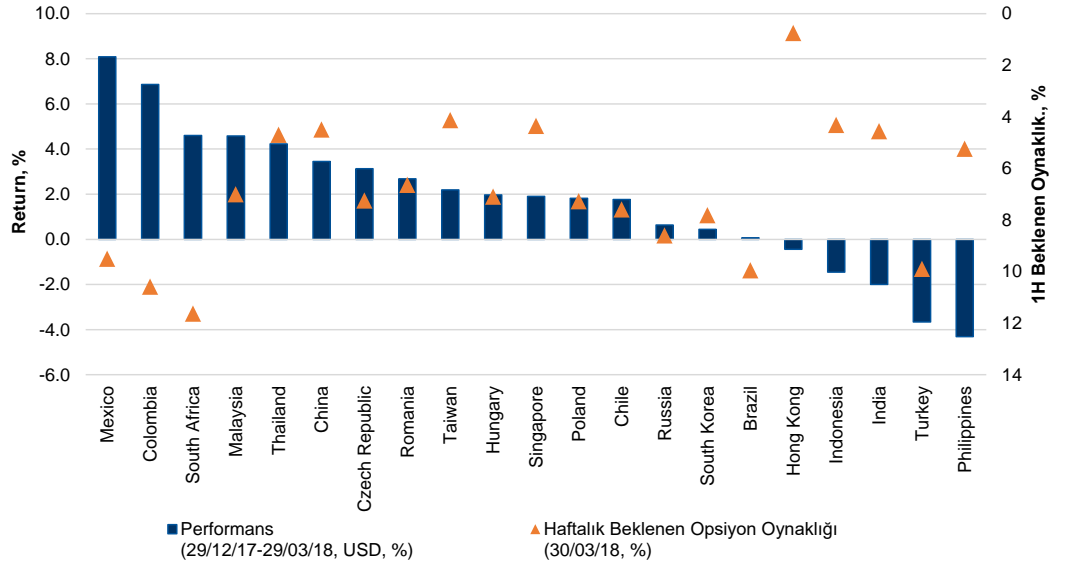
Kaynak: DenizBank Yatırım Hizmetleri Grubu Hesaplamaları, Bloomberg

### Finansal stres – yakın dönem



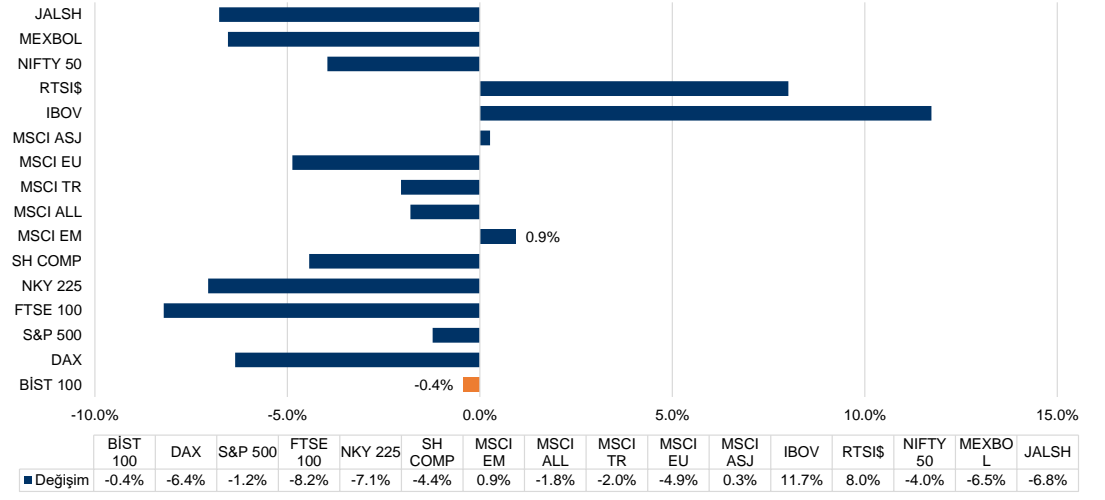
Kaynak: DenizBank Yatırım Hizmetleri Grubu Hesaplamaları, Bloomberg

### Gelişmekte olan ülkeler performansı ve haftalık beklenen opsiyon oynaklığı, sene başından



Kaynak: DenizBank Yatırım Hizmetleri Grubu Hesaplamaları, Bloomberg Beklenen Oynaklık Değeri ters çevrilmiştir

## Global endeks performansları, sene başından, kendi para birimi cinsinden



Kaynak: DenizBank Yatırım Hizmetleri Grubu Hesaplamaları, Bloomberg

## Yasal Uyarı

---

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu içerikteki yorumlar DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu dokümanda sunulan materyal sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Ancak Şirketimiz buradaki yorumların içeriği sonucu üçüncü şahıslara karşı doğabilecek sonuçlara karşı hiç bir sorumluluk kabul etmez. Buradaki içeriğin hiç bir bölümü DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'NİN yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiç bir şekilde ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.