

2015 STRATEJİ RAPORU

4 Aralık 2014

Piyasalar petrol ile enerji buluyor!

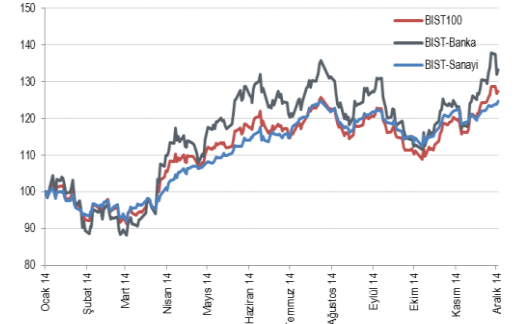
Hisse senetleri için 2014 güçlü kapanıyor...Son iki ayda Türk hisse senetleri petrol fiyatlarındaki düşüş, enflasyon ve cari açık tarafındaki daha ılımlı makro görünüm (bununla birlikte faiz indirimi beklentileri) sayesinde gelişmekte olan ülkelerdeki emsallerinin oldukça üstünde getiri sağladı (MSCI TR endeksindeki %17'lik artışa karşılık GOÜ'lerde %1 düşüş oldu). Daha sakin geçen yerel politik ortamın yanı sıra jeopolitik sorunların da ılımlılaşması BİST'teki yukarı yönlü ayrışmayı destekleyici oldu. Petrol fiyatlarındaki düşüşten diğer GOÜ'lere görece daha çok fayda sağlayan Türk piyasaları (Brent ham petroldeki 20 dolarlık düşüş enflasyonu yaklaşık %0,6, cari açığı %20 azaltıyor), 2014'te GOÜ'ler içinde en iyi performans gösteren ülkelere biri oldu (MSCI Türkiye endeksinin %22'lik getirisine karşılık MSCI GOÜ endeksi %2 değer kaybetti).

Hisse senedi piyasaları için 2015'in ilk yarısında daha güçlü bir makro ortam bekliyoruz...Emtia fiyatlarındaki süregelen düşüş, daha düşük gıda enflasyonu (bu seneki kuraklığın tekrarlanma olasılığı düşük görüyoruz) ve kur geçişkenliğinin negatif etkisinin kaybolmasıyla birlikte enflasyonun bu sene sonu %9,2 olan beklentimizden 2015 yılsonunda %7'ye düşmesini bekliyoruz. Enflasyondaki bu düşüş beklentisi son dönemde gösterge kağıtların faiz oranlarına da yansımış ve faiz oranları 235 baz puanlık düşüşle %7,6 seviyesine gerilemiştir. Diğer taraftan, GSYH büyümesi 2. çeyrekte %2,1 ile en düşük seviyesini kaydettikten sonra, yılın ikinci yarısında büyümede iç talep destekli toparlanmayı da görmeye başladık. İç talep destekli büyüme trendinin özellikle 2015'in ortasındaki seçim öncesi dönemde güçlenerek devam etmesini bekliyoruz. Daha düşük faiz oranları, düşen enflasyon ve enerji fiyatlarının olumlu etkisiyle birlikte şartların iç talep lehine daha da ılımlı bir ortama işaret ettiğini söylemek mümkün. GSYİH büyümesinin 50 baz puanlık artışla 2015'te %3,7'ye yükselmesini beklerken, özel yatırımların ve özel tüketimin her birinin büyümeye katkısını 1'er puan arttıracığını öngörüyoruz. Daha elverişli makro görünüm iş ve tüketici güvenini de arttırarak şirketlerin karlılıkları için görece daha olumlu bir ortam yaratacaktır. 2015'te bankaların karlılıklarında %13 artış beklerken, sanayilerde yüksek baz etkisi nedeniyle %6 kar artışı öngörüyoruz.

Güçlü performans FED korkuları geri dönene kadar sürecektir...Daha güçlü dolar ve daha yüksek Amerikan faizlerine geçiş süreci 2015'te GOÜ'lerin karşılaşacağı ana zorluk olarak ortaya çıkarken, Türkiye ekonomisi bu sürecin olumsuz etkilerine karşı kırılgan durumda. Cari açığın finansmanında portföy akımlarına bağımlılığın oldukça yüksek olduğu düşünüldüğünde (cari açığın %43'ünü portföy akımları finanse ediyor), Türk ekonomisi riskten kaçış sürecinde diğer GOÜ'lere göre daha fazla dalgalanmaya maruz kalacaktır. Avrupa ve Japonya merkez bankalarının parasal genişleme hamleleri Türk piyasalarını olumlu etkileyecek olsa da, bunların FED'in sıkılaştırma süreci sonrası yeniden fiyatlama ortamında Türkiye'ye tam bir dayanıklılık sağlayacağını söyleyemeyiz. Bu sürecin başlangıcı için piyasada hakim beklenti 2015'in ortası iken, yılın ikinci yarısında MB'nın kısa vadeli faizleri yukarı çekme yönünde baskı altında kalacağını düşünüyoruz. Böyle bir durumda Banka'nın 2014 Mayıs sonrası yaptığı faiz indirimlerinin büyük bir kısmı 2015'in ikinci yarısında geri alınacaktır. FED'in sıkılaştırma adımlarının zamanlaması ve seyrine bağlı olarak, yılın ikinci yarısında ekonomik göstergelerde ve Türk hisse senedi piyasalarında daha dalgalı bir seyir görebiliriz.

Endeks hedef değerimizi 96,000'e yükseltiyoruz...Revize edilmiş makroekonomik tahminlerimizi ve daha düşük özsermaye maliyetini de göz önünde bulundurarak 12 aylık **BİST 100 Endeks** hedef değerimizi **86,000'den 96,000'e yükseltiyoruz**. Yeni endeks hedefimiz **%13** yükselme potansiyeli sunuyor. Bankacılık sektörünün son dönemdeki yüksek endeks üzeri getiri performansından sonra, bankacılık ve sanayilerde dengeli bir portföy tercih ediyoruz. Favori hisselerimiz ise **HALKB, VAKBN, AKCNS, FROTO, TCELL, TKFEN, TRGYO ve TRKCM**'dir.

BİST Performansı



Kaynak: BIST

YF Model Portföy

Hisse	P.Değeri (mn TL)	Hedef Fiyat (TL/hisse)	Potansiyel	F/K 2015T
HALKB	18,688	18.20	22%	7.4
VAKBN	12,675	6.00	18%	7.2
AKCNS	2,881	18.51	23%	9.6
FROTO	10,790	35.50	15%	15.0
TKFEN	2,194	8.00	35%	7.0
TRGYO	1,730	5.19	50%	5.6
TRKCM	2,409	4.00	23%	12.2
TCELL	32,120	17.00	16%	13.3

03.12.2014 1. Seans kapanış fiyatlarıyla.

Makroekonomik Tahminler

	2013	2014T	2015T
GSYİH (TRY mlyr)	1561.5	1747.4	1957.4
GSYİH (USD mlyr)	820.0	796.5	807.7
GSYİH Büyüme	4.0%	3.2%	3.7%
TÜFE (yıllık; yılsonu)	7.4%	9.2%	7.0%
ÜFE (yıllık; yılsonu)	7.0%	9.5%	7.5%
Faiz (Gösterge, yılsonu)	10.03%	8.20%	10.00%
Faizi (Politika faizi, yılsonu)	7.10%	8.45%	9.75%
USD/TRY (yılsonu)	2.1304	2.3015	2.4280
USD/TRY (ortalama)	1.9036	2.1950	2.3950
Faiz Dışı Fazla*	0.9%	0.4%	0.7%
Bütçe Dengesi (GSYİH oranı)	-1.2%	-1.6%	-1.3%
İhracat (USD mlyr)	151.8	159.4	164.2
İthalat (USD mlyr)	251.7	242.3	249.3
Dış Ticaret Dengesi (USD mlyr)	-99.9	-82.9	-85.1
Cari Denge (USD mlyr)	-65.0	-46.4	-49.7

*IMF tanımlı GSYİH'ye oranı

Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma
 (+90 - 212) 334 9835

Hisse senetleri için 2014 güçlü kapanıyor...

Son iki ayda Türk hisse senetleri petrol fiyatlarındaki düşüş, enflasyon ve cari açık tarafındaki daha ılımlı makro görünüm (bununla birlikte faiz indirimi beklentileri) sayesinde gelişmekte olan ülkelerdeki emsallerinin oldukça üstünde getiri sağladı (Türk hisse senetlerindeki %17 artışa karşılık GOÜ'lerde %1 düşüş oldu). Daha sakin yerel politik ortamın yanı sıra jeopolitik sorunların da ılımlılaşması BİST'teki yukarı yönlü ayrışmayı destekledi.

Grafik 1: MSCI Türkiye vs GOÜ Perf. (2.1.2013=100)



Tablo 1: Piyasa Özeti*

Piyasa Özeti*	Kapanış	ABB**	3 Aylık	YBB**
BIST-100	85,410	-0.88%	5.06%	25.97%
BIST-Sanayi	77,217	1.21%	2.34%	23.85%
BIST-Finansal	115,324	-2.40%	4.20%	27.43%
MSCI GOÜ	984	-2.01%	-2.07%	-1.82%
MSCI EMEA	294	-2.22%	-2.82%	-10.33%
MSCI EM Avrupa	344	-2.58%	-8.09%	-21.36%
MSCI Türkiye	554	-2.15%	16.11%	21.53%

*3.12.2014 1. seans kapanışlarıyla, MSCI 2.12.2014 kapanışlarıyla

**ABB: aybaşı bugün, yılbaşı bugün

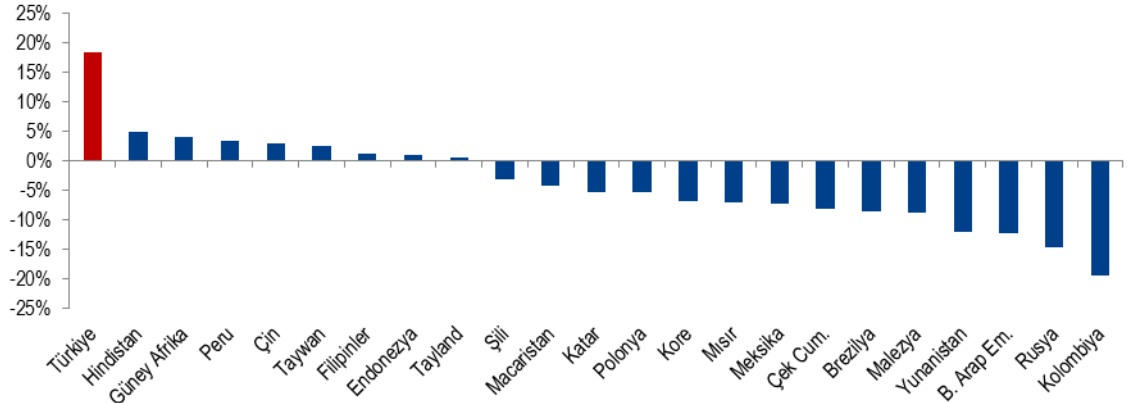
Kaynak: MSCI Barra, BIST

Petrol fiyatlarındaki düşüşten diğer GOÜ'lere görece daha çok fayda sağlayan Türk piyasaları (Brent ham petroldeki 20 dolarlık düşüş enflasyonu yaklaşık %0,6, cari açığı %20 azaltıyor) 2014'te GOÜ piyasaları arasında en iyi performans gösteren ülkelerinden biri oldu (MSCI Türkiye endeksinin %22'lik getirisine karşılık MSCI GOÜ endeksi %2 değer kaybetti).

Gelişmekte olan ülkeler piyasaları 2014'ün son çeyreğinde hızla düşen petrol fiyatlarının etkileri bakımından oldukça farklılık gösterdi. 30 Eylül 2014'ten (petrol fiyatlarındaki düşüşün belirginleştiği tarih) itibaren petrol ihracatçısı olan Brezilya, Rusya, Kolombiya, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri gibi ülkeler en kötü performans sergileyenler arasında yer alırken, Türkiye ve Hindistan gibi net ithalatçılar GOÜ ortalamalarının üzerinde performans gösterdi.

2015'te GOÜ'lerin karşılaştacağı ana belirsizlik düşük petrol fiyatlarının sürdürülebilirliği ve FED'in faiz arttırımı zamanlaması olacaktır.

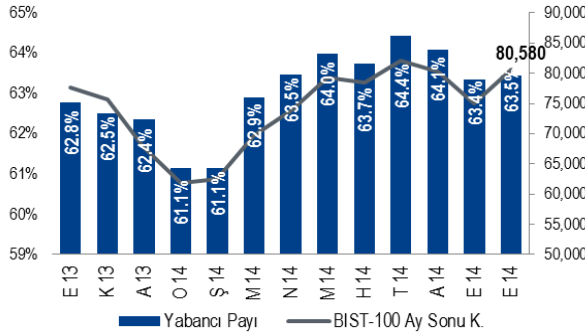
Grafik 2: GOÜ Eylül Sonrası Performans (Dolar bazlı)



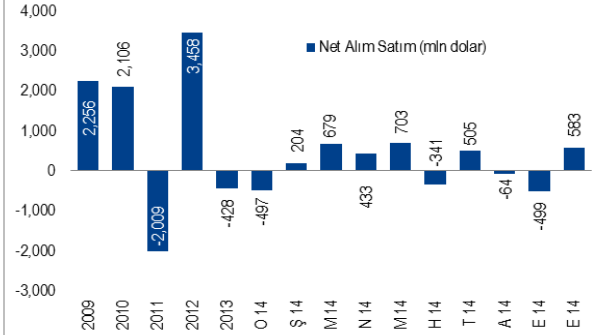
Kaynak: MSCI Barra

Hisse senedi piyasalarında 2013 yılındaki 428 milyon dolarlık net yabancı çıkışı sonrası 2014' ün ilk 10 ayında piyasaya 1,7 milyar dolar yabancı girişi oldu. Aynı zamanda sene başında %61 düzeyinde olan yabancı takas oranı aralık ayı itibarıyla %64,3'e yükselmiş durumda.

Grafik 3: Yabancı Takas Oranı ve BİST



Grafik 4: Net Yabancı Alım-Satım



Kaynak: BİST

Hisse senetleri için 2015'in ilk yarısında daha güçlü makro görünüm hakim...

Emtia fiyatlarındaki süregelen düşüş, daha düşük gıda enflasyonu (bu seneki kuraklığın tekrarlanma olasılığı düşük görüyoruz) ve kur geçişkenliğinin negatif etkisinin kaybolmasıyla enflasyonun bu sene sonu %9,2 olan beklentimizin aksine 2015 yılsonunda %7'ye düşmesini bekliyoruz. Gösterge faizin 235 baz puanlık düşüşle %7,6 seviyesine gerilemesiyle, düşük enflasyon beklentisinin faizler üzerindeki olumlu etkisini halihazırda görmüş olduk.

Bu hızlı dezenflasyon sürecinde düşen faizlerle 2015'in ilk yarısının bankalar için destekleyici olacağını düşünüyoruz. Faizler 3. çeyrekte beri 235 baz puan düşüş gösterse de, bu durumun MB'nın takip ettiği sıkı duruş, bankaların dönem sonu ayarlamaları ve yüksek TL kredi-mevduat rasyosu nedeniyle mevduat fiyatlamalarına yansımadığını gözlemliyoruz. 2015 1. çeyrekte bankaların hacimden ziyade marjlara odaklanmasıyla mevduat faizlerinin gerileyebileceğini düşünüyoruz. 2015'in ilk yarısında kredi-mevduat makasında gelişme görmeyi bekliyoruz, fakat enflasyona endeksli kağıtların katkısı daha düşük olacaktır.

Düşen enflasyonun (gıda ve enerji fiyatları) hanehalkının harcanabilir gelirinde iyileşmeye neden olacağını düşünüyoruz. Gıda ve ulaştırma toplam hanehalkı bütçe harcamalarının yaklaşık %37'sini oluştururken, önümüzdeki dönemde bu segmentlerdeki daha düşük enflasyon hanehalkının diğer segmentlerdeki harcamalarını arttıracaktır.

Tablo 2: Toplam hanehalkı tüketim harcamasının türlerine göre dağılımı

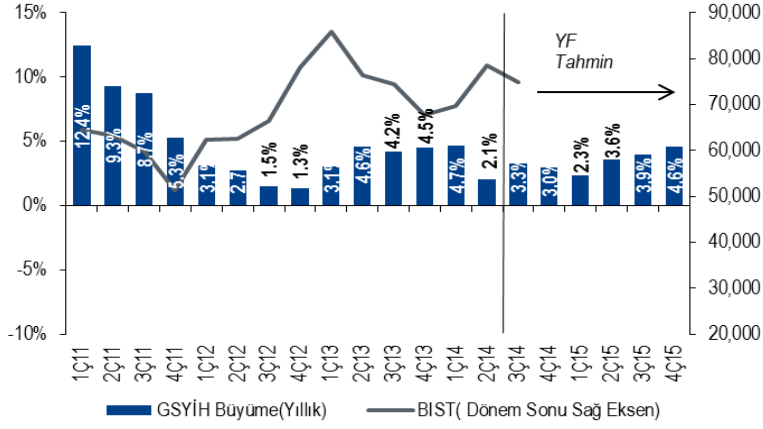
Tüketim harcaması türleri (toplamın yüzdesi olarak)							
	Hanehalkı sayısı	Gıda ve alkolsüz içecekler	Konut ve kira	Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	Ulaştırma	Haberleşme	Lokanta ve oteller
2010	18 808 172	21.9	27.1	6.3	15.1	4.1	5.4
2011	19 311 637	20.7	25.8	6.4	17.2	4.0	5.7
2012	20 051 454	19.6	25.8	6.7	17.2	3.9	5.8
2013	20 476 409	19.9	25.0	6.6	17.4	4.0	5.9

Kaynak: TÜİK

Aynı zamanda, GSYİH büyümesi 2. çeyrekte en düşük seviyesini kaydettikten sonra, yılın ikinci yarısında büyümede iç talep destekli toparlanmayı görmeye başladık. İç talep destekli büyüme trendinin özellikle 2015'in ortasındaki seçim öncesi dönemde güçlenerek devam etmesini bekliyoruz. Daha düşük faiz oranları, düşen enflasyon ve enerji fiyatlarının olumlu etkisiyle birlikte şartların iç talep lehine daha da ılımlı bir ortama işaret ettiğini söylemek mümkün. GSYİH büyümesinin 50 baz

puanlık artışla 2015'te %3,7'ye yükselmesini beklerken, özel yatırımların ve özel tüketimin her birinin büyümeye katkısını 1'er puan arttırmasını öngörüyoruz.

Grafik 5: GSYİH Büyümesi ve BİST 100



Kaynak: BİST, TÜİK, YF Tahmin

Beyaz eşya ve otomotiv segmentlerinde zayıf geçen yıl sonrası, yükselen iç tüketim ile birlikte bu segmentlerin satışlarında toparlanma bekliyoruz. 2013'teki %6 büyümeden sonra beyaz eşya satışları yılın ilk 10 ayında %3 geriledi. Fakat, hacimler 2. çeyrekte sonradan ılımlı hava koşulları ve tüketici algısındaki düzelmenin satışlara belirli bir gecikmeyle yansımaları sonucu toparlanma kaydetti. İç satışlar (ithalat hariç) ilk 10 ayda %1'lik büyüme kaydederken, önümüzdeki sene toplam beyaz eşya satışlarının %3 büyümesini bekliyoruz. Benzer şekilde, Türkiye hafif araç satışları yılın ilk 11 ayında %14'lük düşüş kaydetti fakat talep yılın ikinci yarısından itibaren özellikle hafif ticari araçlar tarafının desteğiyle toparlanmaya geçti. 2015 yılı için görünümün daha olumlu olduğunu düşünüyoruz ve otomotiv talebinin 2015'te yıllık %8 artış kaydederek 795,000'e ulaşmasını bekliyoruz.

Daha olumlu makro ortamın şirketler ve tüketici güveninde de iyileşme sağlayacağını ve bu durumun şirketler için daha iyi bir karlılık ortamına işaret ettiğini düşünüyoruz.

2015'te FED'in sıfır faiz politikasını terketmesiyle daha zorlu finansal koşullar beklesek de, bu sıkı koşulların Türk ekonomisi üzerinde yıkıcı bir etki göstermesini beklemiyoruz. Özel sektör yüksek dış borç çevirme oranına sahip olsa da, özel sektörün finansal kriz döneminde bile borç yenilemede ciddi bir zorlukla karşılaşmadığını görüyoruz. Dış borçta ihracat yapan şirketlerin payını da göz önünde bulundurarak (bu şirketler gelirleri döviz olduğundan kura karşı dayanıklı olacaklardır), şirketlerin çoğunun 2015'in ikinci yarısında olası yüksek kur oynaklığı durumunda bile döviz borçlarını ödeme ve yenilemede ciddi bir sorunla karşılaşmayacağını düşünüyoruz. Ek olarak, geçmişteki deneyimlerden ders çıkaran şirketlerin finansmanlarında daha fazla hedging kullandığını görüyoruz.

Tablo 3: Kalan Vadeye Göre Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (*)

(Milyar Dolar)	Ara-11	Ara-12	Ara-13	Mar-14	Haz-14	Eyl-14
Merkez Bankası	4,931	3,777	2,639	2,458	2,207	1,567
Genel Yönetim (**)	6,295	4,589	4,877	5,156	5,422	4,923
Bankalar	60,163	75,298	98,507	99,374	104,655	106,114
Krediler	31,860	36,161	51,578	53,826	57,192	58,651
Döviz Tevdiat Hesabı	7,230	8,901	11,503	11,461	12,072	12,587
Banka Mevduatı	12,681	18,588	25,386	23,982	22,933	21,998
TL Cinsinden Mevduat	8,392	11,648	10,040	10,105	12,458	12,878
Diğer Sektörler	58,876	60,528	60,656	58,203	56,088	53,725
Ticari Krediler	25,539	26,616	32,540	30,213	31,518	31,561
İthalat Borçları	20,299	22,312	28,043	25,675	27,090	27,252
Pref.&Peşin İhracat	5,240	4,304	4,497	4,538	4,428	4,309
Diğer Krediler	33,337	33,912	28,116	27,990	24,570	22,164
Kamu	147	175	232	229	225	217
Özel	33,190	33,737	27,884	27,761	24,345	21,947
TOPLAM	130,265	144,192	166,679	165,191	168,372	166,329

(*) Orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine bir yıl ve daha kısa kalan dış borçları göstermektedir.

(**) Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtdışında ihraç edilen borçlanma senetlerinden (eurobond) itfasına bir yıl ve daha kısa vade kalanlar için yapılacak ödemeleri kapsamaktadır (yurtiçi yerleşik kişilerce satın alınanlar hariç).

Kaynak: TCMB

FED korkuları geri dönene kadar güçlü performans sürecektir

Daha güçlü dolar ve yüksek Amerikan faizlerine geçiş süreci gelişmekte olan ülkelerin 2015'te karşılaşacağı ana zorluk olarak karşımıza çıkarken, Türkiye bu yeni sürecin negatif etkilerine karşı zayıf durumda. Cari açığın finansmanında portföy akımlarına bağımlılığın oldukça yüksek olduğu düşünüldüğünde (cari açığın %43'ünü portföy akımları finanse ediyor), Türk ekonomisi riskten kaçış sürecinde diğer GOÜ'lere göre daha fazla dalgalanmaya maruz kalacaktır.

Avrupa ve Japonya merkez bankalarının parasal genişleme hamleleri Türkiye piyasalarını olumlu etkileyecek olsa da, bunların FED'in sıkılaştırma süreci sonrası yeniden fiyatlama ortamında Türkiye'ye tam bir dayanıklılık sağlayacağını söyleyemeyiz. Bu sürecin başlangıcı için piyasada hakim beklenti 2015'in ortası iken, yılın ikinci yarısında MB'nin kısa vadeli faizleri yukarı çekme yönünde baskı altında kalacağını düşünüyoruz. Böyle bir durumda Banka'nın 2014'te yaptığı faiz indirimlerinin büyük bir kısmı 2015'in ikinci yarısında geri alınacaktır.

FED'in sıkılaştırma adımlarının zamanlaması ve seyrine bağlı olarak, yılın ikinci yarısında ekonomik göstergelerde ve Türk hisse senedi piyasalarında daha dalgalı bir seyir görebiliriz. Bankaların marjlarının yılın ilk yarısında düşen faizlerle ve vade uyumsuzluğuyla birlikte daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında FED'in çıkış stratejisiyle birlikte yükselen faizlerin banka marjlarında düşüşe neden olacağını tahmin ediyoruz. Böyle bir durumda bile faizlerdeki artışın kademeli olacağını düşünüyor ve bankalar üzerindeki etkinin çok sert olmasını beklemiyoruz.

Finansal olmayan sektörlerdeki karlılık performansı, yüksek döviz borçluluğu düşünüldüğünde kurun seyrine oldukça bağlı olacaktır. Kur tarafında ani bir yeniden fiyatlama ya da dalgalanma beklemiyoruz. 2015'te sepet kurda kademeli ve ılımlı %3,7'lik yükseliş olacağını tahmin ediyoruz.

Düşük girdi fiyatları finansal olmayan şirketlerin marjlarını destekleyecek

Yıl başında makro tarafta yaşanan dalgalanmalar ve karlılık açısından kötüleşen görünüme rağmen, Türk ekonomisi ve şirketleri 2014 yılında güçlü bir performans sergilemeyi başardılar. Bankaların kar tahminlerini iyileşen algı sayesinde yıl boyunca (özellikle 2. yarıda) yukarı yönlü güncelledik.

Yurtiçi talep koşullarının düşük faiz oranları, enflasyon ve enerji fiyatları ile birlikte önümüzdeki yıl düzeleceğini ve olumlu seyredeceğini düşünüyoruz. Düşük faiz oranları 2015'in ilk yarısında bankaların net karlarını destekleyecektir, fakat bu pozitif görünüm yılın geri kalanında bozulabilir. Mevcut seviyelerini koruması durumunda, emtia fiyatlarının finansal olmayan şirketlerin kar marjları lehinde çalışmasını bekliyoruz. Hükümetin 2015'in 2. yarısına kadar (Haziran'da gerçekleşecek seçimlerin de etkisiyle) doğalgaz ve elektrik fiyatlarına ilave artış yapmayacağını ve bunun şirketlere maliyet anlamında rahatlatma sağlayabileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki yıl finansal olmayan şirketlerin FAVÖK marjlarının 20 baz puan artışla %16.6'ya yükselmesini bekliyoruz.

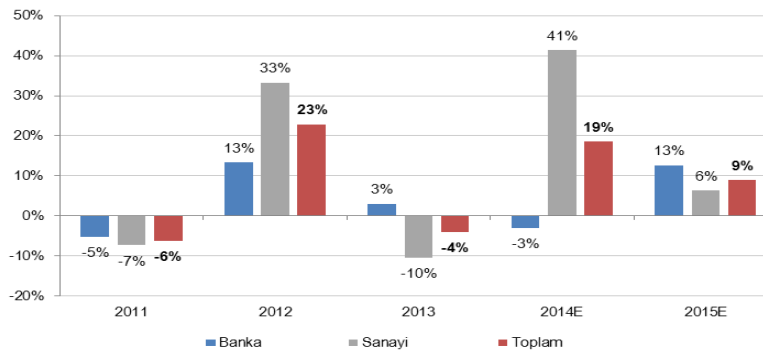
Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin net karlarının %18 büyüyeceğini, 2015 yılında ise %9 oranında artacağını öngörüyoruz. 2014'te net faiz marjındaki daralmaya bağlı olarak bankaların net karlarının %5 gerilemesini, bununla birlikte finansal olmayan şirketlerin ise daha düşük kur farkı gideri sayesinde %41 büyümesini bekliyoruz. Hatırlamak gerekirse, Türk Lirası kur sepeti karşısında 2013 yılında %23, 9AY14'te ise sadece %1.7 değer kaybetti. Kur değişimlerinden bağımsız olarak, vergi teşvikleri (Ford, Tüpraş vb) ve varlık satışlarından elde edilen tek seferlik gelirler (özellikle Şişecam Grubu'nda) sanayi tarafının net karlılıklarını 2014'te geçici olacak şekilde pozitif etkiledi.

Tablo 4: Finansal Olmayan Şirketler için YF Tahminleri

	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri (mn TL)	120,950	134,421	153,467	173,710	189,650
Büyüme (%)	23%	11%	14%	13%	9%
FAVÖK (mn TL)	21,582	21,644	24,773	28,526	31,400
FAVÖK Marjı (%)	17.8%	16.1%	16.1%	16.4%	16.6%
Büyüme (%)	17%	0%	14%	15%	10%
Net Kar (mn TL)	9,928	13,229	11,854	16,757	17,809
Büyüme (%)	-7%	33%	-10%	41%	6%

2015'te %15 kredi büyümesi ve yatay net faiz marjı ile net faiz gelirlerinde yaşanacak artış sayesinde bankaların net karının %13 yükseleceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, finansal olmayan şirketlerin gelirlerinde %9.4 artış; ithal edilen hammadde maliyetlerindeki normalleşme ve gerileyen yakıt giderlerine (özellikle havayolu şirketleri için) bağlı olarak iyileşecek kar marjları sayesinde ise FAVÖK'te %10.3 büyüme bekliyoruz. Yüksek baz ve kaydedilen tek-seferlik gelirler nedeniyle, net kardaki yükselişin ise 2015 yılında faaliyet performansının bir miktar gerisinde kalacağını öngörüyoruz.

Grafik 6: Kapsamımızdaki Hisselerin Karlılık Artışı



Kaynak: BIST, YF Tahminleri

Değerlemeler

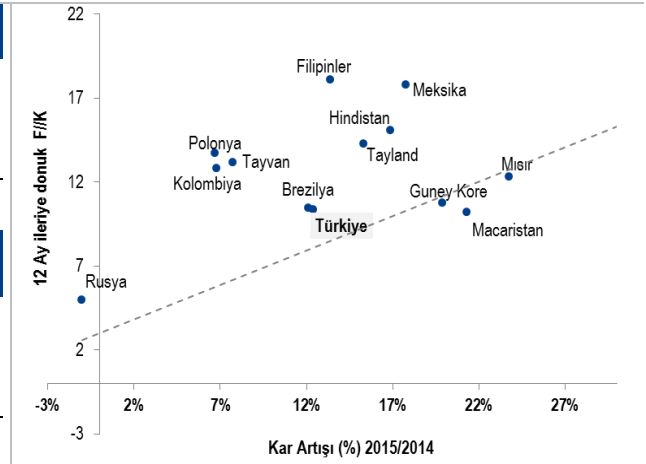
BİST'in şu anki seviyeleri göz önünde bulundurulduğunda, değerlemeler genel anlamda endeksin tarihi ortalamaları ve GOÜ'lere göre tarihi iskontolarıyla da karşılaştırıldığında son dönemdeki kuvvetli performansa rağmen çok pahalı gözükmemektedir. Türk hisse senetleri şu anda 12 ay ileriye dönük 10.4 F/K ile işlem görürken, gelişmekte olan ülkelere göre %6,3 iskontoya işaret etmekte ve 3 yıllık ortalamalara göre bir miktar daha fazla iskonto sunmaktadır. Diğer yandan, BİST 100 10x olan son 3 senelik ortalama 12 ay ileriye dönük F/K'sına göre neredeyse değerinde işlem görmektedir. Fakat, Türkiye'nin düşen petrol fiyatlarından en çok faydalanacak ülkelerden biri olduğu ve görece düşük faiz ortamı düşünüldüğünde BİST'in tarihi ortalamalarına göre daha az iskontoyla işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Son dönemdeki güçlü performans sonrası bankacılık sektörünün çarpanları şu anda 1.1x fiyat/ defter oranıyla ve 8.5x F/K ile (son üç haftada bankalardaki %12 artışa karşılık, BİST %8 arttı) daha az cazip gözükmemektedir. Bu yüzden bankacılık sektöründeki yatırımlar için seçici olunması gerektiğine inanıyoruz.

Tablo 5: Gelişmekte olan Ülkeler F/K Karşılaştırması

	BIST 100	MSCI Dünya	MSCI GOÜ	GOÜ'ye İskonto/ Prim
02.12.2014	10.4	15.5	11.2	-6.9%
1-yıllık ort.	9.7	14.8	10.7	-9.7%
3-yıllık ort.	10.0	13.4	10.3	-5.8%

	XBANK	MSCI Dünya Bankalar	MSCI GOÜ Bankalar	GOÜ'ye İskonto/ Prim
02.12.2014	8.5	11.4	8.0	6.3%
1-yıllık ort.	7.9	11.5	7.9	0.2%
3-yıllık ort.	8.3	10.6	8.1	3.2%

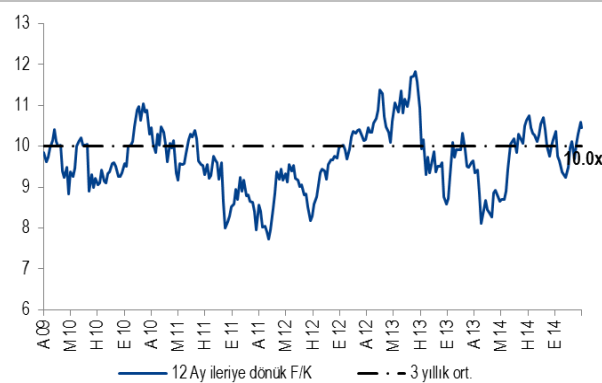
Grafik 7: Karlılık Artışı Karşılaştırması



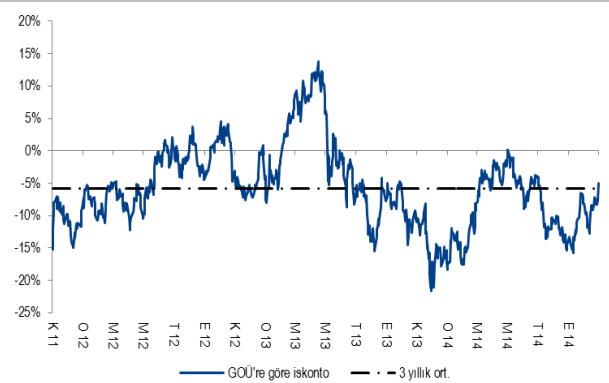
Kaynak: Bloomberg, YF Tahminleri

Revize edilmiş makroekonomik tahminlerimizi ve daha düşük özsermaye maliyetini de göz önünde bulundurarak 12 aylık **BİST 100 Endeks** hedef değerimizi **86,000**'den **96,000**'e yükseltiyoruz. Yeni endeks hedefimiz **%13** yükselme potansiyeli sunuyor.

Grafik 8: BİST-100 12 ay ileriye dönük F/K



Grafik 9: MSCI GOÜ'ye göre tarihi iskonto

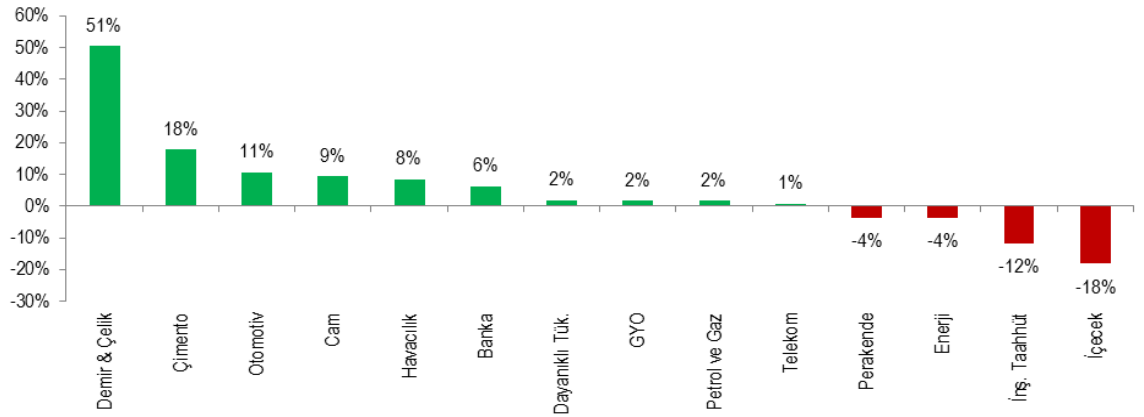


Kaynak: Bloomberg, YF Tahminleri

Tüketim ile ilgili sektörler ön plana çıkacak

Özellikle yılın ilk yarısında enflasyon ve faiz oranlarının kademeli düşmesini ve özel sektör harcamalarının GSYH büyümesine katkısının artmasını beklediğimiz yatırım temamız doğrultusunda, yurtiçi tüketim tarafına daha fazla ağırlığı olan ve daha yüksek temettü dağıtmasını öngördüğümüz sektörleri beğeniyoruz ve tercih ediyoruz. **Telekom, dayanıklı tüketim, otomotiv, havacılık, tüketici elektroniği ve taahhüt sektörlerinin** ön plana çıkacağını düşünüyoruz. Son zamanlarda gösterdiği güçlü performans sonrası **bankacılık** sektörü için kısa vadede nötr kalmayı tercih ediyoruz. Bankalar dışında, **cam, demir çelik, GYO ve enerji** sektörleri için de tavsiyemiz nötr iken şirket özelindeki hikayeleri öne çıkarıyoruz. Bununla birlikte, yoğun rekabet sebebi ile **perakende**, rafineri marjlarının önümüzdeki dönemdeki zayıf görünümü nedeniyle ise **petrokimya** sektörlerinin daha zayıf performans gösterebileceğini öngörüyoruz. Bu düşüncemiz doğrultusunda, **Model Portföy'ümüz HALKB, VAKBN, AKCNS, FROTO, TCELL, TKFEN, TRGYO ve TRKCM hisselerinden oluşmaktadır.**

Grafik 10: 2014 YBB BİST 100'e görece sektörel performanslar (kapsamımızdaki hisseler)



Kaynak: BIST, YF Tahminleri

Temettüler

2015'in ilk yarısında düşük seviyelerde seyretmesini beklediğimiz faiz oranları doğrultusunda temettülerin önümüzdeki dönemde tekrar önem kazanacağını düşünüyoruz. Tahvil oranları ve temettü verimleri arasındaki makas, temettü lehinde gözükmektedir. Hisse performansı olarak, yatırımcılarına özellikle %10'a varan temettü verimi sunan şirketlerin ön plana geçmesini bekliyoruz.

Turkcell'in uzun zamandır beklenen ödemesi nedeniyle telekom şirketlerinin temettü açısından öne çıkacağını öngörüyoruz. 5 yıllık dağıtılmamış karının %67 temettü oranı ile ödeneceği varsayımı altında Turkcell %20'ye yakın temettü verimi sunarken, nihai karar Yönetim Kurulu ve ardından Genel Kurul'un onayına bağlıdır. Bununla birlikte, geçen yıl entegrasyon için gerekli yatırımı nedeniyle yaşanan düşüşün ardından Türk Telekom'un dağıtım oranının tarihsel ortalamalarına yaklaşacağını ve şirketin 2014 yılı net karından %7.8 verime işaret edecek şekilde temettü dağıtacağını düşünüyoruz.

Ayrıca, çimento şirketleri sundukları cazip temettü verimleri ile ön planda kalmayı sürdürecektir. 2014 net karlarından dağıtılmak üzere Adana Çimento'nun %11.2, Çimsa ve Mardin'in %8.5 ve Akçansa'nın %8.2 temettü verimine sahip olmasını bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Adana ve Mardin Çimento 2013 yılı karlarından henüz temettü dağıtmadılar, temettü ödemesi Aralık ayında gerçekleşecek. 2014 yılı net kar ve dağıtım tahminlerimiz doğrultusunda, araştırma kapsamımızda yer alan ve temettü ödeyen şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır.

Tablo 6: Kapsamımızdaki Hisselerin Temettü Performansı

ŞİRKET KODU	NET KAR (mn TL)				TEMETTÜ TUTARI (mn TL)				DAĞITIM ORANI (%)				PİYASA DEĞERİ (mn TL)	TEMETTÜ VERİMİ (%, 2015T)
	2012	2013	2014T	2015T	2012	2013	2014T	2015T	2012	2013	2014	2015T		
BANKALAR														
ALBRK	192	241	253	255	0	0	32	33	0%	0%	13%	13%	1,557	2.1%
HALKB	2,595	2,751	2,272	2,514	307	461	275	364	15%	18%	10%	16%	18,688	1.9%
GARAN	3,077	3,006	3,235	3,657	600	597	425	647	20%	19%	14%	20%	39,732	1.6%
AKBNK	2,950	2,942	3,015	3,486	418	570	467	482	17%	19%	16%	16%	34,800	1.4%
YKBNK	1,913	3,203	1,820	2,050	0	300	388	291	0%	16%	12%	16%	22,865	1.3%
VAKBN	1,460	1,586	1,587	1,756	37	100	100	95	3%	7%	6%	6%	12,675	0.8%
SANAYİ ŞİRKETLERİ														
TCELL	2,083	2,330	2,214	2,415	0	0	0	6,406	0%	0%	0%	67%	32,120	19.9%
ADANA	48	37	72	69	34	26	0	55	82%	55%	93%	76%	489	11.2%
CIMSA	115	302	221	235	107	98	156	188	86%	85%	52%	85%	2,202	8.5%
MRDIN	37	52	54	55	75	34	0	52	89%	90%	96%	96%	610	8.5%
AKCNS	120	158	277	300	89	110	144	235	88%	92%	91%	85%	2,881	8.2%
DOAS	258	224	267	283	100	220	220	220	71%	85%	98%	82%	2,750	8.0%
TTKOM	2,637	1,303	2,102	2,443	1,897	2,413	912	1,923	92%	92%	70%	92%	24,920	7.7%
EREGL	452	920	1,468	1,405	300	525	820	1,027	30%	116%	89%	70%	15,645	6.6%
TTRAK	268	280	268	297	200	200	300	201	72%	75%	107%	75%	3,698	5.4%
TMSN	30	62	35	56	0	27	17	26	0%	91%	28%	75%	590	4.5%
TOASO	442	434	537	642	250	480	325	350	53%	109%	75%	65%	8,000	4.4%
EKGYO	523	1,061	980	1,045	119	200	468	441	52%	38%	44%	45%	10,184	4.3%
TAVHL	297	336	543	624	91	143	199	272	74%	48%	59%	50%	6,884	3.9%
TKFEN	299	-64	294	312	70	132	0	85	29%	44%	0%	29%	2,194	3.9%
FROTO	685	641	681	717	579	300	175	350	87%	44%	27%	51%	10,790	3.2%
ANACM	74	111	108	22	0	17	29	27	0%	23%	26%	25%	857	3.2%
ISGYO	65	116	75	44	30	30	32	23	45%	46%	27%	30%	919	2.5%
TRGYO	337	191	243	311	22	50	30	39	13%	15%	16%	16%	1,730	2.2%
THYAO	1,156	683	1,578	1,605	0	173	0	237	0%	15%	0%	15%	12,613	1.9%
ENKAI	1,130	1,248	1,500	1,774	290	224	544	375	34%	20%	44%	25%	20,700	1.8%
BIMAS	332	413	445	557	197	220	243	267	66%	66%	59%	60%	15,180	1.8%
SISE	305	432	759	519	52	71	71	100	8%	23%	16%	13%	5,984	1.7%
TRKCM	76	117	311	197	0	17	29	40	0%	22%	25%	13%	2,409	1.7%
ASELS	306	238	401	470	46	79	25	80	29%	26%	11%	20%	5,425	1.5%
BIZIM	26	40	19	30	14	12	13	9	47%	48%	32%	48%	796	1.2%
KCHOL	2,324	2,680	2,401	2,727	306	474	407	360	14%	20%	15%	15%	31,699	1.1%
SAHOL	1,858	1,731	1,954	2,390	204	204	204	234	11%	11%	12%	12%	21,628	1.1%

Kaynak: YF Tahminleri, BIST *Yönetim Kurulu kararı ve Genel Kurul onayına tabidir.

YATIRIM FINANSMAN MODEL PORTFÖY PERFORMANSI

Tablo 7: YF Model Portföy*

Hisseler			Fiyat		Piyasa Değeri		Getiri	
Şirket	Hisse	Cari	Hedef	Yükselme Pot.	mn	mn	BİST Rel.	Mutlak
Turkcell	TCELL	TL 14.60	TL 17.00	16%	TL 32,120	\$14,369	2.1%	28.6%
Tekfen Holding	TKFEN	TL 5.93	TL 8.00	35%	TL 2,194	\$982	10.8%	14.7%
Halk Bankası	HALKB	TL 14.95	TL 18.20	22%	TL 18,688	\$8,360	-8.5%	3.0%
T. Vakıflar Bankası	VAKBN	TL 5.07	TL 6.00	18%	TL 12,675	\$5,670	-7.5%	-0.4%
GİREN HİSSELER								
Akçansa	AKCNS	TL 15.05	TL 18.51	23%	TL 2,881	\$1,289	n.a.	n.a.
Ford Otosan	FROTO	TL 30.75	TL 35.50	15%	TL 10,790	\$4,827	n.a.	n.a.
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO	TL 3.46	TL 5.19	50%	TL 1,730	\$774	n.a.	n.a.
Trakya Cam	TRKCM	TL 3.26	TL 4.00	23%	TL 2,409	\$1,078	n.a.	n.a.
ÇIKAN HİSSELER								
Enka İnşaat	ENKAI	TL 5.75	TL 7.10	23%	TL 20,700	\$9,261	-12.3%	10.5%
Sabancı Holding	SAHOL	TL 10.60	TL 12.60	19%	TL 21,628	\$9,676	0.7%	27.7%
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	TL 16.00	TL 17.55	10%	TL 8,000	\$3,579	-0.1%	25.9%
Kardemir (D)	KRDMD	TL 2.11	TL 2.64	25%	TL 1,646	\$736	49.1%	103.6%
Portföy (2014 yılıbaşı-bugün)							14.7%	44.5%

*Portföydeki hisse değişimleri bugün ilk seans ağırlıklı ortalama fiyatlarıyla yapılacaktır.

Portföydeki Yeni Düzenlemeler:

SAHOL'ü Model Portföyümüzden Çıkıyoruz

Sabancı Holding'i kısa vadede hisse fiyatı üzerinde etki edecek çok önemli bir katalizör görmediğimiz için favori hisse listemizden çıkıyoruz. Şirket için revize ettiğimiz hedef değer sınırlı bir yukarı potansiyele işaret ederken Sabacı Holding şu an son 2 yıllık tarihsel Net Aktif Değer'ine göre daha sınırlı bir iskonto ile işlem görüyor. Şirket şeffaflık açısından son dönemde Avivasa'nın halka arzını gerçekleştirdi, bundan sonraki adım Enerjisa'nın halka arzı olacak ancak daha önceden de açıklandığı üzere Enerjisa halka arzı 2016'ya ertelendi.

ENKAI'i Model Portföyümüzden Çıkıyoruz

Enka İnşaat'ı değerlendirme olarak beğenmemize ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi sürdürmemize rağmen Rusya ve Irak'taki politik gelişmeler nedeniyle hisse performansının kısa vadede zayıf kalacağını öngörüyoruz ve favori hisse listemizden çıkıyoruz. Rusya ve Irak'taki gelişmelerin henüz finansallar üzerinde etkisi olmasa da yatırımcı algısını negatif yönde etkilemeye devam edeceğini düşünmekteyiz. Rusya'da AB ve ABD tarafından uygulanan yaptırımlar, düşük petrol fiyatları önümüzdeki dönemde varlık fiyatlarının düşmesine yol açabilir.

KRDMD'yi Model Portföyümüzden Çıkıyoruz

Portföyümüze koyduğumuz günden beri %104 getiri sağlayan Kardemir'de kar realizasyonu yapıyoruz. Kardemir'i sunduğu büyüme potansiyeli beğenmeye devam ediyoruz. Önemli bir bölümü 2014 yılının son çeyreğinde tamamlanan kapasite artırımı yatırımlarının önümüzdeki 4 yılda Şirket satış hacminde yıllık ortalama %10 ve FAVÖK rakamında ise yıllık ortalama %9 büyüme sağlamasını bekliyoruz. Nitekim üretime başlamak üzere hali hazırda ısıtılan 5. yüksek fırının ardından diğer yatırımların da 2015 yılında büyük ölçüde sona ermesiyle 2016 yılından itibaren nakit akımlarında güçlü gelişme bekleniyor. Diğer taraftan yıl başından bu yana BIST-100 endeksinin %71 üzerinde performans gösteren Kardemir'i (D tipi hisse), yeni kapasitenin zayıf fiyat ortamında devreye girmiş olması sebebiyle gördüğümüz kısa vadeli aşağı yönlü risklerden dolayı model portföyümüzden çıkıyoruz.

TOASO'yu Model Portföy'ümüzden Çıkıyoruz

Şirketin yurtiçi ve ihracat pazarlarında özellikle 2015'in 2. yarısından itibaren yeni binek araç modellerinin devreye alınmasıyla iyileşecek konumu, al ya da öde anlaşmalarıyla desteklenen

karlılığı ve açık döviz pozisyonu olmaması ve güçlü nakit ile sağlam bilanço yapısını beğeniyoruz. Fakat, yeni modellere ilişkin haber akışı sonrası pozitif beklentilerin büyük ölçüde hisse fiyatına yansındığını düşünüyoruz ve hisse için önerimizi **endekse paralel** olarak güncelliyoruz. Bununla birlikte, 1 milyar doları aşacak yatırım planı nedeniyle Tofaş'ın serbest nakit akımının 2016 yılı sonuna kadar negatif olacağını ve faaliyet karlılığının model geçiş dönemi süresince baskı altında kalabileceğini düşünüyoruz.

AKCNS'yi Model Portföyümüze Ekliyoruz

Akçansa'nın faaliyet gösterdiği Marmara bölgesindeki çok sayıdaki altyapı projesi ve kentsel dönüşüm programı tarafından desteklenen güçlü talep sayesinde güçlü fiyatlamaya ortamından en çok yararlanan şirketlerden biri olarak öne çıkmaya devam etmesini bekliyoruz. Seçim öncesi dönem ve düşük faiz ortamı da kısa vadede inşaat sektöründeki talebi destekleyecek ve Şirket bundan da olumlu etkilenebilecektir. Ek olarak, elektrik fiyatlarında Eylül sonundaki %9'luk zam sonrası 2015'in ikinci yarısına kadar artış beklemiyoruz ve petrokok fiyatlarındaki düşüş trendinde de herhangi bir tersine dönüş öngörmüyoruz. Bunlarla birlikte maliyet ortamındaki olumlu seyir 2015'te de sürecektir. Ayrıca Akçansa'nın yüksek temettü verimiyle de ön plana çıkabileceğini öngörüyoruz. Bu bağlamda, Akçansa için 2015'te %8,2'lik yüksek temettü verimi bekliyoruz. Şirket için değerlememiz 18,51TL'lik 12 aylık hedef değere ve %23 yükselme potansiyeline işaret etmektedir.

TRGYO'yu Model Portföyümüze Ekliyoruz

Torunlar GYO'nun yoğun yatırım döneminden sonra 2014'te tamamlanan Mall Of İstanbul AVM (Mol) ve Torun Tower'ın katkılarıyla 2014'te 149 milyon TL olan kira gelirlerinin 2015'te 357 milyon TL seviyesine yükselmesi bekleniyor. Ayrıca Şirket i) riski farklı segmentlere bölünmüş varlık portföyü ii) 2015 yılının ilk çeyreğinde başlaması beklenen ve inşaatın başlamasıyla birlikte değerlememize dahil edeceğimiz yaklaşık 580 milyon TL'lik değere sahip olmasını öngördüğümüz iki yeni karma projenin (Paşabahçe ve Kiptaş) sunduğu ek yukarı potansiyel sebebiyle beğeniyoruz ve favori hisselerimiz arasına dahil ediyoruz. Torunlar GYO, son açıklanan net aktif değerine göre yaklaşık %44 iskonto ile, tarihi ortalamasına paralel işlem görmektedir. Ancak 2014 yıl sonunda beklenen potansiyel yeniden değerlemeler (Mol, Torun Tower ve Torun Center başta olmak üzere) Şirket net aktif değeri arttırarak, iskonto oranının yeniden fiyatlanması etkili olabilir.

FROTO'yu Model Portföyümüze Dahil Ediyoruz

Ford Otosan'ın iyileşecek finansalları ile 2015 için daha iyi bir seçim olduğunu düşünüyor, Model Portföyümüze dahil ediyor ve hisse için önerimizi **endeks üzeri getiriye** yükseltiyoruz. Yeni modellerin yerleşmesi ile birlikte şirketin i) Türkiye pazarındaki konumunun iyileşeceğini, önümüzdeki 3 yılda pazar payının 1.1 puan ve satış hacminin ise yıllık ort. %10 artış göstereceğini, ii) ihracatının ciddi yükselme potansiyelinin olduğunu (2014-2017 yılları arasında %13 YBBO artış), iii) büyüyen satış gelirleri, artan KKO ve iyileşen fiyatlamaya gücü ile 2017 yılı sonuna kadar FAVÖK'ün ort. %26 ve FAVÖK marjının 1.5 puan artacağını düşünüyoruz. Aynı zamanda, yoğun yatırım harcamalarının tamamlanması ile serbest nakit akımının 2011'den beri ilk defa pozitif geçmesini bekliyoruz. Daha yüksek pazar payı, ihracatta daha güçlü toparlanma, karlılıkta daha çabuk toparlanma ve ilave temettü dağıtılması pozitif katalistler iken; yurtdışında artan rekabet ve Avrupa'daki talebin yavaşlaması önemli riskler olarak ön plana çıkıyor.

TRKCM'i Model Portföyümüze Dahil Ediyoruz

Trakya Cam'ı orta vadede sunduğu güçlü büyüme ve hala cazip değerlemesi ile beğenmeye devam ediyoruz ve Model Portföyümüze ekliyoruz. 2015 yılında i) ürün sağladığı sektörlerde sağlam kalacak (inşaat) veya iyileşecek talep (otomotiv ve beyaz eşya), ii) %40'lık kapasite artışının tüm yıl etkisinin finansallara yansıtılacak olması, iii) yüksek marjlı işlenmiş ürünlere daha fazla odaklanması ve grup içerisinde yaratılacak sinerjiler (Fritz Holding vb.) ile ürün karmasının ve maliyet avantajının gelişmesi, iv) 4. çeyrekte doğalgaza yapılan %9 zamma rağmen, güçlü fiyatlamaya ve yeni üretim tesislerinin geçiş sürecinin sona ermesi ile faaliyet karlılığının sağlam kalmaya devam etmesi ve v) yoğun yatırım planının tamamlanması ile serbest nakit akımının 2011'den beri ilk defa pozitif geçmesi sayesinde şirket ile ilgili olumlu beklentilerin süreceğini düşünüyoruz. 2017 yılına kadar FAVÖK'te %15 YBBO artış bekliyoruz; bununla birlikte hisse %23 yükselme potansiyeli sunuyor ve

benzer şirketlerin çarpanlarına göre ort. %20 iskontolu işlem görüyor. Ayrıca, Paşabahçe Cam ve Soda Sanayi hisse satışından elde edilecek 130 milyon TL'lik gelir 4Ç14'te net karı destekleyecek.

DEĞERLEME GÜNCELLEMELERİ

Revize edilmiş makroekonomik tahminlerimizi ve daha düşük özsermaye maliyetini (TL ve dolar özsermaye maliyetini 100 baz puan düşürerek sırasıyla %14,25 ve %11,25'e çektik) göz önünde bulundurarak 12 aylık **BİST 100 Endeks** hedef değerimizi **86,000**'den **96,000**'e yükseltiyoruz. Şirket özelinde değerlendirme güncellemelerimizi aşağıdaki tabloda bulabilirsiniz.

FINANSALLAR	TAVSİYE	HALKA AÇIKLIK (%)	PİYASA DEĞ. (mn TL)	ORT. İŞLEM (3 aylık, mn TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	YENİ HEDEF (TL/hisse)	ESKİ HEDEF (TL/hisse)	POT. (%)	F/K 2015T	F/D 2015T	BIST100'e RELATİF		
											1 AY	3 AY	12 AY
Bankalar													
AKBNK	Endekse Paralel	42%	34,800	160.6	8.70	9.30	8.50	7%	10.0	1.3	4%	0%	7%
ALBRK	Endeks Üzeri	21%	1,557	3.3	1.73	2.05	2.05	18%	6.1	0.8	3%	-4%	-13%
GARAN	Endekse Paralel	48%	39,732	731.8	9.46	9.50	8.80	0%	10.9	1.5	4%	4%	13%
YKBNK	Endekse Paralel	12%	22,865	59.3	5.26	5.50	5.10	5%	11.2	1.1	3%	3%	12%
VAKBN	Endeks Üzeri	25%	12,675	261.8	5.07	6.00	5.80	18%	7.2	0.9	0%	-5%	-1%
HALKB	Endeks Üzeri	49%	18,688	339.8	14.95	18.20	17.80	22%	7.4	1.0	-4%	-11%	-12%
FINANSAL OLMAYAN	TAVSİYE	HALKA AÇIKLIK (%)	PİYASA DEĞ. (mn TL)	ORT. İŞLEM (3 aylık, mn TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	YENİ HEDEF (TL/hisse)	ESKİ HEDEF (TL/hisse)	POT. (%)	F/K 2015T	FD/FAVÖK 2015T	BIST100'e RELATİF		
											1 AY	3 AY	12 AY
Havacılık													
TAVHL	Endekse Paralel	40%	6,884	23.5	18.95	19.50	18.50	3%	11.0	8.4	-4%	-1%	8%
THYAO	Endeks Üzeri	50%	12,613	250.9	9.14	10.60	8.75	16%	7.9	6.6	16%	23%	10%
Otomotiv / Tarım													
DOAS	Endekse Paralel	26%	2,750	7.3	12.50	12.40	10.50	-1%	9.7	10.0	24%	31%	54%
FROTO	Endeks Üzeri	18%	10,790	8.6	30.75	35.50	29.50	15%	15.0	10.7	6%	5%	8%
KATMR	Endeks Üzeri	36%	99	5.8	3.97	4.50	3.12	13%	14.1	10.9	0%	54%	8%
TOASO	Endekse Paralel	24%	8,000	16.2	16.00	17.55	14.75	10%	12.5	8.9	9%	14%	13%
TTRAK	Endekse Paralel	24%	3,698	3.1	69.30	72.25	71.60	4%	12.5	10.2	-7%	-11%	3%
TMSN	Endeks Üzeri	17%	590	6.9	5.13	6.25	6.60	22%	10.6	8.2	-6%	-9%	-18%
Çimento													
ADANA	Endekse Paralel	58%	489	0.8	5.55	6.10	5.27	10%	7.1	6.0	0%	7%	22%
AKCNS	Endeks Üzeri	19%	2,881	1.5	15.05	18.51	14.42	23%	9.6	6.6	-2%	7%	21%
BOLUC	Endeks Üzeri	26%	647	1.0	4.52	6.00	4.02	33%	5.8	5.0	-2%	4%	57%
CİMSA	Endeks Üzeri	25%	2,202	2.1	16.30	19.10	14.94	17%	9.4	6.5	-6%	-1%	20%
MRDİN	Endekse Paralel	33%	610	1.0	5.57	5.20	5.03	-7%	11.2	8.2	7%	3%	7%
Telekom													
TCELL	Endeks Üzeri	25%	32,120	84.8	14.60	17.00	15.50	16%	13.3	6.5	7%	7%	2%
TTKOM	Endeks Üzeri	13%	24,920	22.2	7.12	8.50	7.70	19%	10.2	6.0	4%	7%	-1%
Holdingler													
KCHOL	Endekse Paralel	22%	31,699	53.7	12.50	11.85	10.00	-5%	m.d.	m.d.	4%	8%	18%
POLHO	Endeks Üzeri	5%	1,014	0.6	2.74	3.60	3.45	31%	16.7	10.7	-9%	11%	10%
SAHOL	Endeks Üzeri	44%	21,628	58.3	10.60	12.60	11.60	19%	m.d.	m.d.	-1%	1%	5%
İnşaat Taahhüt													
ENKAI	Endeks Üzeri	12%	20,700	24.3	5.75	7.10	7.20	23%	11.7	7.9	1%	-1%	-14%
TKFEN	Endeks Üzeri	41%	2,194	24.5	5.93	8.00	7.40	35%	7.0	5.5	1%	2%	10%
Savunma Sanayi													
ASELS	Endeks Üzeri	14%	5,425	8.6	10.85	12.75	11.05	18%	11.5	10.3	-3%	4%	9%
Dayanıklı Tüketim													
ARCLK	Endekse Paralel	25%	10,136	19.2	15.00	16.70	14.90	11%	13.7	8.8	3%	7%	1%
Cam													
ANACM	Endekse Paralel	20%	857	2.1	1.93	2.25	2.07	17%	39.7	6.6	-5%	5%	-17%
SISE	Endekse Paralel	29%	5,984	14.4	3.52	3.70	2.95	5%	11.5	6.5	-1%	12%	27%
TRKCM	Endeks Üzeri	28%	2,409	9.0	3.26	4.00	2.96	23%	12.2	7.7	4%	15%	21%
GYO													
EKGYO	Endekse Paralel	51%	10,184	133.3	2.68	3.40	3.36	27%	9.7	8.3	-1%	-8%	-7%
HLGYO	Endeks Üzeri	23%	824	4.6	1.18	2.11	3.36	79%	15.4	10.0	-5%	-5%	-13%
ISGYO	Endeks Üzeri	48%	919	2.6	1.35	2.05	1.90	52%	20.7	10.6	-4%	-6%	-6%
TRGYO	Endeks Üzeri	14%	1,730	2.5	3.46	5.19	4.20	50%	5.6	9.4	0%	-7%	-14%
Perakende													
BIMAS	Endekse Paralel	60%	15,180	28.1	50.00	57.50	55.30	15%	27.3	18.2	-5%	-5%	-2%
BİZİM	Endeks Üzeri	46%	796	8.7	19.90	23.40	22.40	18%	26.5	9.6	2%	1%	-25%
MGROS	Endekse Paralel	19%	4,104	25.1	23.05	26.10	22.00	13%	31.5	10.5	5%	13%	14%
UYUM	Endeks Üzeri	25%	121	0.5	2.02	2.75	2.80	36%	29.9	8.2	-4%	2%	-3%
Demir & Çelik													
EREGL	Endekse Paralel	32%	15,645	54.9	4.47	4.74	3.30	6%	11.1	7.3	-10%	-2%	60%
KRDMD	Endeks Üzeri	89%	1,646	96.2	2.11	2.64	2.52	25%	9.4	5.5	-20%	-10%	52%

YF Tavsiye Değişiklikleri

Tavsiye Değişiklikleri				
Hisse	Yükselme Potansiyeli	Eski	Yeni	Yorum
AKCNS	23%	Endekse Paralel	Endeks Üzeri	Yüksek temettü verimi beklentisi ve faaliyet gösterdiği bölgede devam eden güçlü talep görünümü
CIMSA	17%	Endekse Paralel	Endeks Üzeri	Afyon Çimento'daki kapasite artırım yatırımı ek yükselme potansiyeli sunuyor
ADANA	10%	Endeks Üzeri	Endekse Paralel	Faaliyet gösterdiği bölgedeki kapasite sorunu nedeniyle sınırlı yükselme potansiyeli sunuyor
FROTO	15%	Endekse Paralel	Endeks Üzeri	İyileşen iş görünümü ve daha cazip değerlendirme
TOASO	11%	Endeks Üzeri	Endekse Paralel	Sınırlı yükselme potansiyeli
DOAS	0%	Endeks Üzeri	Endekse Paralel	Sınırlı yükselme potansiyeli

Halkbank

%22 getiri potansiyeli

Halkbank'ı yüksek özkaynak karlılığı, rakiplerine göre cazip çarpanları ve olası sigorta satışının pozitif etkileri nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz. Banka son dönemde takibe intikal eden 1 Milyar TL'lik kredi nedeniyle baskı altında kaldı.

Düşen faizlerden olumlu etkilenecek bankaların başında... Bankanın TL faiz maliyetli pasiflerinin oranı %54 seviyesinde iken takip ettiğimiz bankaların ortalaması %47 seviyesindedir. Bu da faizlerin düştüğü ortamda banka için olumlu yansımaktadır. Ayrıca bankanın düşük kredi/mevduat oranının da bankanın mevduat maliyetini kontrol etmesine yardımcı olacağını düşünüyoruz.

Sigorta satışı önemli bir katalizör... Halkbank sigorta iştiraklerini satmayı planlamaktadır. Bankanın yaygın şube ağı, (toplam 891 şube), ve sektörün büyüme potansiyeli nedeniyle fiyatlamaların toplamda 1,7 Milyar TL'yi bulabileceğini düşünüyoruz. Satışın bizim beklediğimiz tutarda olması durumunda, bu işlemin ana sermaye oranına (Tier-1) 57 baz puan olumlu etkisi olacaktır.

II. Grup kredilerin payı %1,4'e düştü... 1 Milyar TL'lik takip oluşumu sonrası, Bankanın II. Grup'ta izlediği kredilerin toplam krediler içerisindeki payı %2,4 seviyesinden %1,4 seviyesine geriledi. Banka yönetimi önümüzdeki dönemde takip tutarında önemli bir artış beklememektedir. II Grup kredilerin payının düşmesi, bizim de önümüzdeki dönemde bankanın aktif kalitesi için daha ılımlı olmamızı sağlamaktadır.

Ücret ve komisyonlarla ilgili düzenlemelere daha az duyarlı... 2015 yılında BDDK'nın ücret ve komisyonlar ilgili yaptığı düzenlemelerin, sektörün ücret ve komisyon gelirlerini kısa vadede olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz. Ücret ve komisyon gelirlerinin toplam gelirleri içerisindeki payı sektörde %22 seviyelerinde iken, Halkbank'da bu oran %14 seviyesindedir. Baz etkisi nedeniyle Halkbank'ın düzenlemeden daha sınırlı etkileneceğini düşünüyoruz.

Bu nedenlerle 12 aylık dönemde %22'lik getiri potansiyeli öngördüğümüz Halkbank için **"Endeks Üzeri Getiri"** tavsiyemizi koruyoruz.

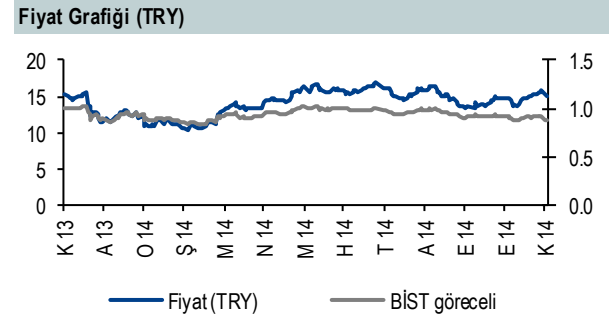
Endeks Üzeri Getiri

12 Aylık Hedef Fiyat: TL 18,20

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Bankacılık
Bloomberg	HALKB.TI
Reuters	HALKB.IS
Piy. Değ. (TLmn)	18,688
Halka açıklık (%)	49%
Sermaye (mn)	1,250
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	373.4
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	6.74	8.20
TL	14.95	18.20
12-aylık Getiri potansiyeli		22%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	14.65	16.05	14.61
Mutlak getiri (%)	2%	-7%	2%
BİST göreceli getiri (%)	-4%	-11%	-12%



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Kar (Milyon TL)	2.045	2.595	2.751	2.272	2.514
Net Kar Büyümesi	2%	27%	6%	-17%	11%
Net Faiz Marjı	4,67%	5,20%	4,79%	4,13%	4,11%
Temettü Verimi (%)	2,1%	1,7%	2,5%	1,5%	2,0%
F/K (x)	9,0	7,1	6,7	8,1	7,4
F/DD (x)	2,1	1,5	1,3	1,2	1,0
Özsermaye Karlılığı	25,4%	24,8%	20,8%	15,2%	14,9%

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Özkaynak karlılığında yükselme potansiyeli

Vakıfbank takip ettiğimiz bankalar içinde düşen TL faizleri ile beraber 3.çeyrekte net faiz marjını en çok artıran banka olmuştur. Düşen faizlerle beraber bankanın 2014 yılının son çeyreğinde ve 2015 yılının ilk yarısında da iyi bir finansal performans göstereceğini düşünüyoruz.

Güçlü son çeyrek beklentisi... Bankanın yılın son çeyreğinde net faiz marjını, düşen faizler ve enflasyona endeksli kağıtların etkisiyle 15 baz puan artırımını bekliyoruz. Bankanın düşen faizlerle beraber son çeyrekte yılın diğer çeyreklerine göre daha iyi bir performans göstereceğini düşünüyoruz. Banka yönetimi, %93,9 olan takipteki kredilere ayırdığı karşılık oranını, son çeyrekte %88 seviyelerine düşürebileceğini belirtmişti. Karşılık oranının düşürülmesinin bankaya 220 Milyon TL pozitif etkisi olmasını bekliyoruz. Ayrıca bankanın sahip olduğu Visa ve MasterCard hisselerinin satışından, 250 Milyon TL civarında gelir yazmasını bekliyoruz.

Yılın ilk yarısında güçlü marj görünümü... Takip ettiğimiz bankalar arasında TL fonlama yapısı en yoğun banka Vakıfbank olarak görülmektedir. Düşen faiz ortamında yoğun TL fonlama yapısı nedeniyle Vakıfbank'ın en çok fayda sağlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca Vakıfbank diğer bankaların aksine swap mekanizmasını kullanmamaktadır.

Aktif kalitesinde bir sorun görülmemektedir... Yıl başından bu yana sektördeki 17 baz puanlık takip oranı artışının aksine, Vakıfbank da takip oranı, aktif satışı ve aktiften silme olmamasına rağmen, 5 baz puan daralarak %3.86 olmuştur. Bankanın geçmiş yıllara ait takipteki alacak tahsilatı ise ilk dokuz aylık rakamlara göre yıllık %64 artış göstermiştir. Banka yönetimi güçlü takip tahsilatının devam etmesini beklemektedir.

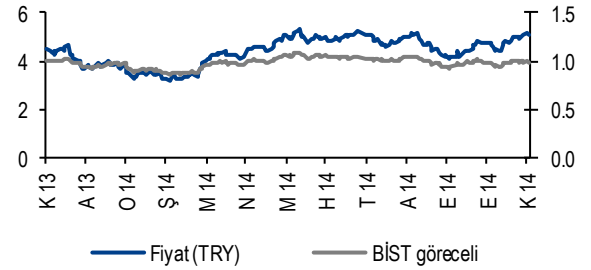
Yakın dönemde ikincil halka arz öngörmüyoruz... Vakıfbank hisselerinin Hazine'ye devredilmesi sonrasında banka ile ilgili halka arz beklentisi artabilir. Ancak biz mevcut çarpanların bir miktar daha yükselmesinin bekleneceğini tahmin ediyoruz.

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Bankacılık
Bloomberg	VAKBN.TI
Reuters	VAKBN.IS
Piy. Değ. (TLmn)	12,675
Halka açıklık (%)	25%
Sermaye (mn)	2,500
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	270.2
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	2.28	2.70
TL	5.07	6.00
12-aylık Getiri potansiyeli		18%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	4.73	5.07	4.38
Mutlak getiri (%)	7%	0%	16%
BİST göreceli getiri (%)	0%	-5%	-1%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Kar (Milyon TL)	1.227	1.460	1.586	1.587	1.756
Net Kar Büyümesi	6%	19%	9%	0%	11%
Net Faiz Marjı	4,0%	4,9%	4,8%	3,9%	4,1%
Temettü Verimi (%)	0,3%	0,3%	0,8%	0,8%	0,8%
F/K (x)	10,2	8,6	8,0	8,0	7,2
F/DD (x)	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9
Özsermaye Karlılığı	13,7%	13,8%	12,9%	12,4%	12,8%

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Akçansa

İstikrarlı performans ve yüksek temettü beklentisi

Güçlü fiyatlamaya ortamı devam ediyor... 2014 güçlü iç talep, ılımlı hava koşulları, devam eden altyapı projeleri ve seçim dönemi nedeniyle çimento fiyatlarının %20'ye yakın artış kaydettiği bir yıl oldu. Akçansa faaliyet gösterdiği Marmara bölgesindeki çok sayıdaki altyapı projesi ve kentsel dönüşüm programı tarafından desteklenen güçlü talep sayesinde bu güçlü fiyatlamaya ortamından en çok yararlanan şirketlerden biri olarak öne çıktı. Marmara bölgesindeki altyapı projeleri arasında Kanal İstanbul, iki tane yeni şehir, Avrasya tüneli, İstanbul'daki 3. havalimanı projesi, Kuzey Marmara otoyolu ve İzmit köprüsü yer alıyor. Bunların dışında Şirket kentsel dönüşüm programından da fayda sağlıyor. Devam eden projelerin 2015'te de güçlü fiyatlamaya ortamını korumaya yeterli olacağını düşünüyoruz. Marmara bölgesindeki talebin 2014 yılında Türkiye ortalaması olan %7'nin üstünde %11 olarak gerçekleşmesini beklerken, 2015 için Marmara tahminimiz %7 ve Türkiye tahminimiz %5 düzeyindedir. Şirket'in seçim öncesi dönem ve düşük faiz ortamından kısa vadede olumlu etkilenebilecek olan talep ve inşaat sektöründen de faydalanacağını düşünüyoruz.

Pozitif maliyet ortamının tersine dönmesini beklemiyoruz... Elektrik fiyatlarında Eylül sonundaki %9'luk zam sonrası 2015'in ikinci yarısına kadar artış beklemiyoruz ve petrokok fiyatlarındaki düşen trendde de herhangi bir tersine dönüş öngörmüyoruz. Bunlarla birlikte maliyet ortamındaki olumlu seyir 2015'te de sürecektir. Hatırlayacağınız üzere, Akçansa'nın FAVÖK marjı 2014 3. çeyrekte 2.4 puanlık artışla %30'a yükselirken, Şirket güçlü fiyat artışı ve ton başına daha düşük sabit maliyetlerle artan brüt karlılık sayesinde tarihi yüksek marjlarını sürdürmeyi başarmıştır.

Yüksek temettü verimi beklentisi... Şirket için tahmin ettiğimiz temettü ödeme oranı %8,2'lik temettü verimine işaret ederken, bu rakam kapsamımızdaki hisseler arasında en yükseklerden biri olarak öne çıkıyor. Akçansa'nın son 3 senelik temettü ödeme oranının %91 olduğu düşünülrse, Şirket'in yüksek temettü ödeyicisi olduğunu söylemek mümkün.

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar (mn TL)	1,010	1,056	1,202	1,444	1,573
FAVÖK (mn TL)	193	215	270	417	460
Net Kar (mn TL)	100	120	158	277	300
FAVÖK Marjı (%)	19.1%	20.4%	22.5%	28.9%	29.3%
Temettü Verimi (%)	1.4%	3.1%	3.8%	5.0%	8.5%
F/K (x)	28.7	24.0	18.2	10.4	9.6
FD/FAVÖK (x)	15.8	14.2	11.3	7.3	6.6
FD/Satışlar (x)	3.0	2.9	2.5	2.1	1.9

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

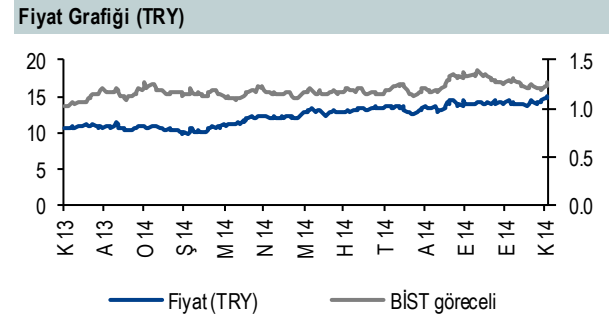
Endeks Üzeri Getiri

12 Aylık Hedef Fiyat: TL 18,51

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Çimento
Bloomberg	AKCNS.TI
Reuters	AKCNS.IS
FD (TLmn)	3,032
Piy. Değ. (TLmn)	2,881
Halka açıklık (%)	19%
Sermaye (mn)	191
Günlük ortalama hacim - 1 aylık (TLmn)	1.1
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	6.78	8.34
TL	15.05	18.51
12-aylık Getiri potansiyeli		23%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	14.45	13.45	10.60
Mutlak getiri (%)	4%	12%	42%
BİST göreceli getiri (%)	-2%	7%	21%



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Temettü Potansiyeli

Büyüme devam ederken daha rasyonel bir piyasa bekleniyor... 2013 yılında %3 olan abone büyümesi 2014 yılının ilk 9 ayında %4'e yükseldi ve piyasa oyuncuları marjlarda sınırlı miktarda genişleme elde etti; özellikle Avea ve Vodafone FAVÖK marjını genişletti. Mobil pazarda 2015 yılında da yeni abone kazanımları beklerken planlanan 4G lisans ihaleleri öncesinde işletmecilerin daha rasyonel bir fiyatlandırma politikası sürdürmelerini beklemekteyiz. Turkcell pazardaki güçlü konumu ve lider işletmeci olması itibarı ile iyileşmeden en fazla fayda sağlayacak şirketlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Turkcell'in güçlü data büyümesi ile cazip büyüme potansiyelinin yanı sıra 5.2 milyar TL'lik net nakit pozisyonu sayesinde defansif bir yapıya da sahip olması nedeniyle beğenmekteyiz.

Temettü ve hisse geri alımı... Çukurova Grubu Alfa Grubu'na olan borcunu (1,565mn USD) Temmuz 2014'de ödedi ve Turkcell'deki kontrol payını sağlamlaştırdı. Bu işlem uzun süredir devam eden ortaklar arasındaki anlaşmazlıkların çözümüne yönelik bir adım olarak görülürken 4 yıldır ödenemeyen temettülerin ödenmesi ve hisse geri alım programı başlatılması için olanak sağlayabilir. %67 temettü ödeme oranı ile Turkcell geçmiş 5 yılın net karından (2014 yılı da dahil) yaklaşık 6.4 milyar TL brüt temettü ödemesi yapabilir bu da %20 gibi bir temettü verimine denk gelmektedir. Ayrıca Turkcell için hisse geri alım programı da gündeme gelebilir.

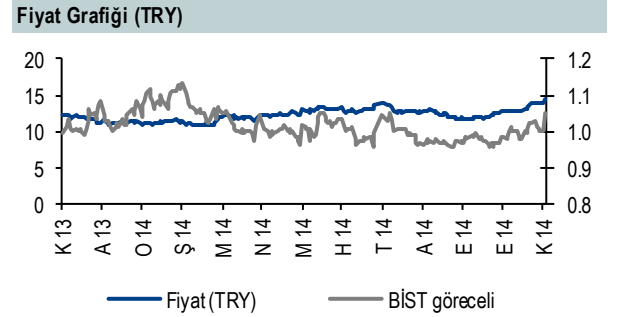
Uzun vadede cazip potansiyel... Son dönemde rekabet ortamının yüksek seyretmesi marjlarda çok önemli bir genişleme olmasını engelledi ancak abone penetrasyon oranının benzer ülkelere göre sınırlı olması daha da önemlisi akıllı telefon penetrasyonunun düşük olması uzun vadede büyüme ve karlılık açısından önemli bir potansiyele işaret etmektedir. Turkcell'in servis ağı ve hizmet kalitesi ve ayrıca katma değerli aboneleri göz önünde bulundurulduğunda bu potansiyelden en fazla kar elde edecek şirket olduğunu görmekteyiz.

Uluslararası iştiraklerin negatif etkisi sınırlı... Turkcellin finansalları Rusya ve Ukrayna krizi nedeniyle Asteli operasyonunda oluşan zararlardan olumsuz etkilendi. Ukrayna para biriminin USD karşısında yılbaşından bu yana %45 oranında değer kaybetmesi net kar üzerinde olumsuz etki etti. Ancak Ukrayna faaliyetleri Turkcell'in konsolide cirosunun ve FAVÖK rakamının sırası ile 6.6% ve %6.3'ünü oluşturmaktadır ve bu nedenle değerlendirme üzerindeki etkisi sınırlıdır.

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	İletişim
Bloomberg	TCELL TI
Reuters	TCELL.IS
FD (TLmn)	26,959
Piy.Değ. (TLmn)	32,120
Halka açıklık (%)	25%
Sermaye (mn)	2,200
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	95.9
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	6.58	7.66
TL	14.60	17.00
12-aylık Getiri potansiyeli		16%
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	12.75	12.95	12.30
Mutlak getiri (%)	15%	13%	19%
BİST göreceli getiri (%)	7%	7%	2%



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar (mn TL)	9,370	10,507	11,408	12,022	12,922
FAVÖK (mn TL)	2,918	3,247	3,549	3,761	4,072
Net Kar (mn TL)	1,183	2,083	2,330	2,214	2,415
FAVÖK Marjı (%)	31.1%	30.9%	31.1%	31.3%	31.5%
Temettü Verimi (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.9%
F/K (x)	27.1	15.4	13.8	14.5	13.3
FD/FAVÖK (x)	9.1	8.2	7.5	7.1	6.5
FD/Satışlar (x)	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Tekfen Holding

Endeks Üzeri Getiri

12 Aylık Hedef Fiyat: TL 8,00

Yeni proje alımları bekleniyor

%35 yukarı potansiyel... Net Aktif Değer' yaklaşımı ile Tekfen için yapmış olduğumuz değerleme şirket için 1 yıl vadede %35 yukarı potansiyele işaret etmektedir. Tarım, inşaat ve gayrimenkul segmentleri Tekfen'in NAD'nın sırasıyla %37, %28 ve %13'ünü oluşturmaktadır. Yapmış olduğumuz değerlemeye göre Tarım ve İnşaat segmentleri mevcut değerlerine göre 2015 FD/FAVÖK çarpanları açısından benzerlerine göre sırası ile %28 ve %20 iskontolu işlem görmektedir.

Güçlü finansal performans 2015 yılında da devam edecek... Tekfen 2014 yılının ilk 9 aylık döneminde güçlü bir finansal performans açıklarken gübre tarafında düşük maliyetli stok etkisi ve inşaat tarafında marjlardaki iyileşme buna etki etti. Tekfen 9 aylık sonuçların ardından yıl sonu net kar hedefini aşarken FAVÖK hedefinin %85'ini yakalamış oldu. İnşaat tarafında marjlardaki iyileşme karlı projelerin teslimatları nedeniyle (Shah Deniz 2 projelerininin daha yüksek teslimat yapılması, Katar projesinde kar yazılmaya başlanması) 2015 yılında da devam edecektir. Gübre tarafında ise marjların düşerek normalleşmesini bekliyoruz ancak 300mn USD'lik gübre yatırımı yılın ilk çeyreğinde faaliyete başlayacak ve ikinci çeyrekte finansallara katkı sağlayacak. Yatırım'ın FAVÖK karlılığı üzerinde 200-300 baz puan pozitif etkisi olması bekleniyor.

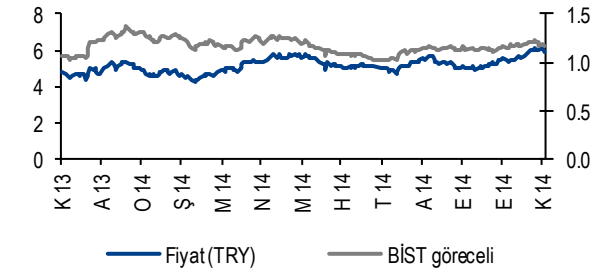
Yeni projeler bekleniyor... Tekfen'in 2014 yılında yeni proje alımları şu ana kadar yavaş seyretti. Ancak yıl sonuna doğru büyük ölçekli proje alımları olabilir; TANAP, SOCAR'ın rafineri projesi, Katar Otoyol projesinin genişlemesi görünürdeki olası projelerdir. TANAP projesinde inşaat süreci Mart 2015'te başlayacağından en yakın proje olarak ön plana çıkmaktadır. Toplam proje değeri 1.8-2 milyar dolar olarak hesaplanırken Tekfen 3 faz'dan en az birini almaya yakın görünüyor, bu da Tekfen'in mevcut iş yükünde %30 artışa denk gelmektedir. Diğer yandan olası SOCAR rafineri projesi bekleyen iş yükünde 500 milyon USD'ye kadar artışa yol açabilir. 600 milyon USD değerindeki mevcut Katar Otoyol projesi konusunda görüşmeler sürüyor, projede %35-40 oranında genişleme olabilir bu da bekleyen iş yükünde %9-10 oranından artışa yol açacaktır.

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Holding
Bloomberg	TKFEN.TI
Reuters	TKFEN.IS
FD (TLmn)	2,262
Piy.Değ. (TLmn)	2,194
Halka açıklık (%)	41%
Sermaye (mn)	370
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	36.2
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	2.67	3.60
TL	5.93	8.00
12-aylık Getiri potansiyeli		35%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	5.49	5.52	4.60
Mutlak getiri (%)	8%	7%	29%
BİST göreceli getiri (%)	1%	2%	10%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar (mn TL)	3,211	3,949	3,846	4,238	4,589
FAVÖK (mn TL)	390	281	10	412	420
Net Kar (mn TL)	242	299	-64	294	312
FAVÖK Marjı (%)	12.1%	7.1%	0.3%	9.7%	9.2%
Temettü Verimi (%)	2.4%	3.2%	6.0%	0.0%	3.9%
F/K (x)	9.1	7.3	-34.1	7.5	7.0
FD/FAVÖK (x)	5.9	8.2	237.1	5.6	5.5
FD/Satışlar (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Operasyonel toparlanma ile öne çıkacak

12 Aylık Hedef Fiyat: TL 35,50

Hedef fiyatımızı 35.50 TL'ye ve tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyoruz. 3Ç14 sonuçları, güncellenen benzer şirket çarpanları ve düşen sermaye maliyeti sonrası hedef fiyatımızı 29.50 TL'den 35.50 TL'ye çıkarıyoruz. Cazip %15 yükselme potansiyelinin yanında, 2015 yılında yeni modellerin yerleşmesi ile birlikte iş görünümünün ve finansallarının (karlılıktan serbest nakit akımına kadar bütün alanlarda) iyileşmesini bekliyoruz. Öngördüğümüz bu pozitif beklentilerin son 6 ayda hissenin BIST-100 endeksine paralel performansını dikkate aldığımızda henüz fiyatlanmamış olduğunu düşünüyoruz. Daha yüksek pazar payı, ihracat ve karlılıkta daha güçlü toparlanma, karlılıkta daha çabuk toparlanma ve ilave temettü dağıtılması pozitif katalistler iken; yurtiçinde artan rekabet ve Avrupa'daki talebin yavaşlaması önemli riskler olarak ön plana çıkıyor.

Zayıf bir yılın ardından, 2015'te talebin yükselmesini bekliyoruz. Türkiye'de hafif araç satışları 10AY14'te geçen yıla göre %16 gerilerken, 2014'te geçen yılın aksi bir trend gördük; i) ilk yarıda talep yüksek baz ve makro koşullardaki dalgalanma ile kötü geçerken, ii) 2. yarıyılıda K2 belge fiyatlarındaki indirim ve vergi artışı endişelerinin de etkisiyle toparlanmaya başladı. Bu trendin ardından, 2015'te yurtiçi hafif araç satışlarının düşük baz ve faiz oranları, istikrarlı dolar kurları ve artan iç tüketim ile yakalanacak GSYH büyümesi sayesinde yıllık bazda %8 artışla 795 bin adete yükselmesini bekliyoruz. Geçtiğimiz 3 yıldaki düşüş sonrası ve hızlanacak ekonomik aktivite ile birlikte ticari araç pazarında, binek araca göre daha yüksek bir iyileşme öngörüyoruz; talebin ise 2017 yılı sonuna kadar %7 YBBO artacağını düşünüyoruz.

Pazar payı ve ihracat hacmi 2015'ten itibaren artış gösterecek. Courier'e olan yoğun ilgiye rağmen, model değişim süreci yıl başından bu yana satış hacmi üzerinde baskı yarattı. İthal edilmeye başlanacak Connect'in pazar konumu kötüleşecek olsa da, yenilenen ürün gamı ile Ford'un rekabet gücü iyileşecektir. Önümüzdeki 3 yılda pazar payında 1.1 puan artış ve satış hacminde %10 yükseliş öngörüyoruz. Tofaş'ın 2015'in sonundan itibaren devreye alacağı yeni modellerin, ticari araç ağırlıklı iş yapısı sayesinde en azından kısa vadede Ford üzerindeki etkisinin sınırlı olacağını düşünüyoruz. Custom'ın başarısının ardından, Avrupa'daki toparlanmanın devam etmesi ve yeni modellerin derinleşen penetrasyonu ile Ford'un ihracatını daha yukarı seviyelere taşıma ihtimali oldukça yüksek (2014-2017 yılları arasında ort. %13 artış beklentimiz var).

Marjlarda iyileşme 2015'te daha belirgin olacak, serbest nakit akımı tekrar pozitif dönecek. Yeni modellerin geçiş süreci ve yoğun rekabete rağmen, Ford Otosan 2014'te marjlarını karlılık odaklı stratejisi ve olumlu dolar kurları sayesinde korumayı başardı. 2015'te marjlardaki toparlanma hızının yükselen satış gelirleri, artan kapasite kullanımı ve fiyatlama gücü ile daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz; 2017 yılı sonuna kadar ise FAVÖK'te %26 YBBO, FAVÖK marjında ise 1.5 puan artış öngörüyoruz. Yoğun yatırımların tamamlanmasının ardından 2015'te 3 yıldan beri ilk defa pozitif serbest nakit akım yaratacağını düşünüyoruz. Ayrıca, 2015'te finansallardaki iyileşme ve stabil EUR/TL kurları ile birlikte yönetim temettü dağıtımını tekrar gündeme alabilir, bizim beklentimiz 2015'te %3 verimle 350 milyon TL ödenmesi.

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar (mn TL)	10,445	9,768	11,405	12,127	14,700
FAVÖK (mn TL)	872	764	744	871	1,207
Net Kar (mn TL)	662	685	641	681	717
FAVÖK Marjı (%)	8.4%	7.8%	6.5%	7.2%	8.2%
Temettü Verimi (%)	4.8%	5.4%	2.8%	1.6%	3.2%
F/K (x)	16.3	15.8	16.8	15.9	15.0
FD/FAVÖK (x)	14.8	16.9	17.4	14.9	10.7
FD/Satışlar (x)	1.2	1.3	1.1	1.1	0.9

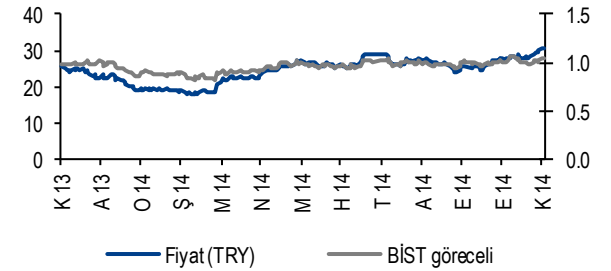
Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Otomotiv
Bloomberg	FROTO TI
Reuters	FROTO.IS
Piy. Değ. (TLmn)	10,790
Halka açıklık (%)	18%
Sermaye (mn)	351
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	9.6
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	13.85	15.99
TL	30.75	35.50
12-aylık Getiri potansiyeli		15%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	27.25	27.89	24.45
Mutlak getiri (%)	13%	10%	26%
BİST göreceli getiri (%)	6%	5%	8%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Orta vadede güçlü büyümesini sürdürecektir, değerlemesi hala cazip. Bu yıl sergilediği kuvvetli faaliyet performansı sonrası, Trakya Cam için olumlu iş görünümünün i) artan talep, ii) yeni devreye giren kapasitelerin tam katkısı, iii) doğalgaz zammına rağmen sağlam kalacak karlılığı ve iv) tekrar pozitif dönecek serbest nakit akımı sayesinde 2015'te de devam edeceğini öngörüyoruz. Yılbaşından bu yana BIST-100'e göre gösterdiği %4 endeks üzeri performans sonrası, hissenin yukarı yönlü hareketi için hala alan olabileceğini düşünüyoruz. Hisse için ENDEKS ÜZERİ GETİRİ tavsiyemizi korurken, 12-aylık hedef fiyatımız olan 4.00 TL %23 yükselme potansiyeline işaret ediyor. Hisse, 2015 tahminlerimize göre 6.9x FD/FAVÖK ve 12.2x F/K çarpanları ile global benzer şirketlere göre %15 iskontolu işlem görüyor.

Güçlü satış hacminin ardından, düz cam için pozitif talep devam edecek. Yurtiçinde otomotiv ve beyaz eşya sektöründeki zayıf görünüme rağmen, düz cam satışları 2014'te büyüyen inşaat faaliyetleri ve ihracat pazarlarındaki toparlanma ile olumlu seyretti. 2015 yılında düz cam talebinin i) yapı izinlerindeki artışlar ve ii) düşük faiz ve daha stabil kurlar ile iyileşecek otomotiv ve beyaz eşya sektörü sayesinde güçlü kalmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. Ayrıca, yurtdışında üretim tesislerinin bulunduğu bölgelerde (Doğu Avrupa ve Rusya) büyümenin daha yüksek olması ve yeni devreye girecek kapasiteler satış gelirlerini destekleyecektir.

Kapasite artışında sona yaklaşıldı, işlenmiş cama olan eğilim artıyor. Trakya Cam'ın üretim kapasitesini %40 artıracak olan Türkiye, Rusya ve Bulgaristan'daki yatırımlar planlar dahilinde ilerliyor ve 2015'in ilk yarısında tamamlanması bekleniyor. Yıl içerisinde devreye girdiği için, bu tesislerin tüm yıl katkısını (daha yüksek KKO ile) 2015 yılında göreceğiz ve bu sayede şirket 2014'ün ardından güçlü gelir yaratmayı sürdürecektir (2017 yılına kadar %10 YBBO öngörüyoruz). Bununla birlikte, Alman Fritz Holding'in satın alınması ve diğer oto cam fabrikaların faaliyete geçmesi daha karlı ürün segmentlerine olan odaklanmayı sağlayacak ve satışlar ile karlılığı orta vadede iyileştirecek.

Karlılık sağlam kalacak, serbest nakit akımı tekrar pozitif dönecek. 4Ç14'te doğalgaza yapılan %9 zamma rağmen, Trakya Cam'ın ürün satış fiyatları geçen yılın %16 yukarısında (Ekim'den yapılan %4'lük artış dahil) ve bu durum yükselen enerji maliyetlerinin karşılanmasını sağlayacak. Düşen petrol fiyatlarının da katkısıyla 2015 yılının 2. yarısına kadar doğalgazda ilave bir artış öngörümüşüyoruz. Olumlu maliyet görünümünün yanında, i) güçlü fiyatlandırma, ii) iyileşen ürün karması, iii) yeni üretim tesislerinin geçiş döneminin tamamlanması ve KKO'nun artış göstermesi de faaliyet karlılığını destekleyecektir. 2018'e kadar FAVÖK'te yıllık ort. %15 artış ve marjların %18-20 bandında seyretmesini bekliyoruz. Ayrıca, Paşabahçe Cam ve Soda Sanayi hisse satışlarından kaydedilmesi beklenen 130 milyon TL'lik tek seferlik gelir de net karı 4Ç14'te yükseltecek. Bununla birlikte, yoğun yatırım döneminde sona gelmesi ile birlikte, şirket 2011 yılından beri ilk defa pozitif serbest nakit akımı yaratmayı başaracak.

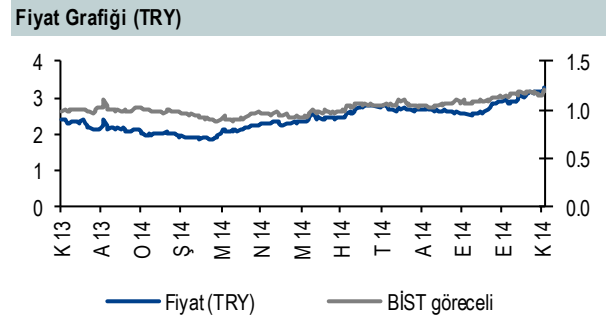
Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar (mn TL)	1,255	1,034	1,488	2,026	2,278
FAVÖK (mn TL)	356	153	219	344	390
Net Kar (mn TL)	224	76	117	311	197
FAVÖK Marjı (%)	28.3%	14.8%	14.7%	17.0%	17.1%
Temettü Verimi (%)	1.9%	0.0%	0.7%	1.2%	1.7%
F/K (x)	8.6	20.2	15.8	7.7	12.2
FD/FAVÖK (x)	4.8	8.9	8.9	7.8	6.9
FD/Satışlar (x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Cam
Bloomberg	TRKCM.TI
Reuters	TRKCM.IS
FD (TLmn)	2,811
Piy.Değ. (TLmn)	2,409
Halka açıklık (%)	28%
Sermaye (mn)	739
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	9.1
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	1.47	1.80
TL	3.26	4.00
12-aylık Getiri potansiyeli		23%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	2.93	2.70	2.31
Mutlak getiri (%)	11%	21%	41%
BİST göreceli getiri (%)	4%	15%	21%



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Torunlar GYO

Yatırımların meyvelerini toplama zamanı

Torunlar GYO'nun yoğun yatırım döneminden sonra 2014'te tamamlanan Mall Of İstanbul AVM (Mol) ve Torun Tower'ın katkılarıyla 2014'te 149 milyon TL olan kira gelirlerinin 2015'te 357 milyon TL seviyesine yükselmesi bekleniyor. Ayrıca Şirket i) daha geniş müşteri portföyüne hitap edebilme olanağı sağlayan çeşitlendirilmiş varlık portföyü ii) 2015 yılının ilk çeyreğinde başlaması beklenen ve inşaatın başlamasıyla birlikte değerlememize dahil edeceğimiz yaklaşık 580 milyon TL'lik değere sahip olmasını öngördüğümüz iki yeni karma projenin (Paşabahçe ve Kiptaş) sunduğu ek yukarı potansiyel ile beğendiğimiz Şirketler arasında yer almaktadır.

Potansiyel iki projeden kayda değer katkı gelecek... Bu projelerden i) Kiptaş ile (İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nin iştiraki) ortak geliştirilecek ve kentsel dönüşüm kapsamında olacak projenin (345 bin m² brüt satılabilir alan ve m² başına 4,000 TL satış fiyatı öngörülüyor) yaklaşık 1,4 milyar TL satış geliri yaratması bekleniyor. ii) Ayrıca Şirket, Paşabahçe arsasında bir şehir oteli ve toplam 33 bin m² satılabilir alan ile 35-40 adet konak inşaa etmeyi (satış fiyatının m² başına yaklaşık 10,000-20,000 dolar olması bekleniyor) planlıyor. İnşaat izinleriyle ilgili devam eden yasal süreç nedeniyle bu projeleri değerlemeye dahil etmediğimizi ve inşaatın başlamasıyla birlikte bu projelerin değerlememize yaklaşık 580 milyon TL'lik pozitif katkı yaratabileceğini belirtelim. Şirket yetkilileri iki proje için de ön satışların 2015'in ilk çeyreğinde başlamasını bekliyor.

Net borç sürdürülebilir seviyelerde... Torunlar GYO halka açık GYO'lar arasında 3Ç14 itibarıyla 1,8 milyar TL net borç ile en yüksek borçluluk düzeyine sahip olan şirket. Fakat, Şirket'in 2018 yılına kadar kiralananabilir varlıkları ve konut satışlarıyla 2 milyar TL net nakit yaratacağını öngörüyor ve bu nedenle bu zamana kadar ödenmesi gereken 1,6 milyar TL'lik banka borcunun Şirket için yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in net borç/özsermaye oranının 2013'te 0.51x ile zirve yaptıktan sonra (net borç/FAVÖK oranı 10.9x) kademeli olarak 2018 itibarıyla bu oranın negatif 0.02x'e ve (net borç/FAVÖK'ün 0.4x'e) düşeceğini düşünüyoruz. Aynı dönemde nakit akımlarındaki gelişim ile nakit akımı getirisinde %15.5'ler seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Yeniden değerlemeler hisse performansına olumlu yansiyabilir... Torunlar GYO, net aktif değerine göre yaklaşık %44 iskonto ile tarihi iskonto oranına paralel işlem görmektedir. Ancak 2014 yıl sonunda beklenen potansiyel yeniden değerlemeler (Mol, Torun Tower ve Torun Center başta olmak üzere) Şirket net aktif değeri artırarak, iskonto oranının yeniden fiyatlanması etkili olabilir.

Finansal Göstergeler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar (mn TL)	163	225	344	779	857
FAVÖK (mn TL)	76	279	363	198	372
Net Kar (mn TL)	177	337	191	243	311
FAVÖK Marjı (%)	46.6%	123.9%	105.5%	25.5%	43.4%
Temettü Verimi (%)	0.7%	1.3%	2.9%	1.7%	2.2%
F/K (x)	9.8	5.1	9.1	7.1	5.6
FD/FAVÖK (x)	46.1	12.5	9.6	17.6	9.4
FD/Satışlar (x)	21.5	15.5	10.2	4.5	4.1

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

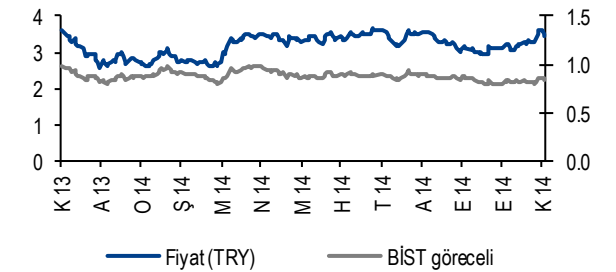
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 5,19

İşlem Verisi	03.12.2014
Sektör	Gayrimenkul Yatırım Ort.
Bloomberg	TRGYO.TI
Reuters	TRGYO.IS
FD (TLmn)	3,496
Piy.Değ. (TLmn)	1,730
Halka açıklık (%)	14%
Sermaye (mn)	500
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	3.0
BİST-100 (TL)	85,410

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	1.56	2.34
TL	3.46	5.19
12-aylık Getiri potansiyeli		50%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	80,028	81,292	73,087
Hisse fiyatı	3.25	3.53	3.44
Mutlak getiri (%)	6%	-2%	1%
BİST göreceli getiri (%)	0%	-7%	-14%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Makroekonomik Tahminler

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
GSYİH (TRY mlyr)	950.5	952.6	1098.8	1297.7	1415.8	1561.5	1747.4	1957.4
GSYİH (USD mlyr)	742.1	616.7	731.6	774	786.3	820	796.5	807.7
GSYİH Büyüme	0.90%	-4.80%	9.20%	8.50%	2.20%	4.00%	3.20%	3.70%
TÜFE (yıllık; yılsonu)	10.10%	6.30%	6.40%	10.50%	6.20%	7.40%	9.20%	7.00%
ÜFE (annual; yılsonu)	8.10%	5.90%	8.90%	13.30%	2.50%	7.00%	9.50%	7.50%
Faiz (Gösterge, yılsonu)	16.50%	8.80%	7.10%	11.00%	6.20%	10.03%	8.20%	10.70%
Faizi (Politika faizi, yılsonu)	15.00%	6.50%	6.50%	5.80%	5.50%	7.10%	8.45%	9.75%
USD/TRY (yılsonu)	1.5218	1.4873	1.5367	1.8889	1.7776	2.1304	2.3015	2.428
USD/TRY (ortalama)	1.2994	1.547	1.4987	1.6725	1.7921	1.9036	2.195	2.395
Faiz Dışı Fazla*	1.90%	-2.40%	-0.50%	1.00%	0.30%	0.90%	0.40%	0.70%
Bütçe Dengesi (GSYİH oranı)	-1.80%	-5.50%	-3.60%	-1.50%	-2.00%	-1.20%	-1.60%	-1.30%
İhracat (USD mlyr)	132	102.1	113.9	135	152.5	151.8	159.4	164.2
İthalat (USD mlyr)	202	140.9	185.5	240.8	236.5	251.7	242.3	249.3
Dış Ticaret Dengesi (USD mlyr)	-69.9	-38.8	-71.6	-105.9	-84.1	-99.9	-82.9	-85.1
C/A Balance (USD bn)	-41.5	-13.4	-46.6	-77.2	-48.5	-65	-46.4	-49.7

Kaynak: Yatırım Finansman Menkul Değerler tahminleri

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 317 69 32

research@yf.com.tr

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

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

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

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

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

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

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

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

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Emre Birkan	Genel Müdür Yardımcısı	emre.birkan@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 00
-------------	------------------------	-----------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Zümrüt Can Ambarcı	Müdür	zumrut.ambarci@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 35
--------------------	-------	--------------------------	---------------------

Levent Durusoy	Baş Ekonomist	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	---------------	--------------------------	---------------------

Strateji Bölümü

Hakan Tezcan	Stratejist	hakan.tezcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 59
--------------	------------	------------------------	---------------------

Göksel Tekiner	Müdür Yrd.	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 44
----------------	------------	--------------------------	---------------------

Hüseyin Sert	Uzman Yrd.	huseyin.sert@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 47
--------------	------------	------------------------	---------------------

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş	Müdür	pervin.bakankus@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 61
-----------------	-------	---------------------------	---------------------

Yurtiçi Satış Bölümü

İnciser Deniz	Müdür	inciser.deniz@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 85
---------------	-------	-------------------------	---------------------

Şubelerimiz:

Akmerkez	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 263 00 24
Adana	+90 (322) 458 77 55	Antalya	+90 (242) 243 02 01
Ankara	+90 (312) 417 30 46	Bakırköy	+90 (212) 543 05 04
Ataşehir	+90 (216) 386 74 00	Fındıklı	+90 (212) 334 98 00
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Çiftehavuzlar	+90 (216) 302 88 00
İzmir	+90 (232) 441 80 72	Samsun	+90 (362) 431 46 71
Konya	+90 (332) 237 76 77	İzmit	+90 (262) 325 40 30