



2016 STRATEJİ RAPORU

Zorlu Bir Sene Daha...

8 Ocak 2016

Jeopolitik risklerin ve düşük GOÜ* risk iştahının gölgesinde...

Türkiye hisse senetleri 2015 senesinde siyasi belirsizlikler ve sektöre uğrayan barış süreci sebebiyle gelişmekte olan ülkelere göre oldukça düşük performans gösterdi (GOÜ'lerin kaydettiği düşüş %16 iken Türkiye'ninki %34 oldu). Petrol fiyatlarındaki sert düşüş Ortadoğu ülkeleri için bütçe kesintisi oluşturarak 2015 yılında Türkiye'nin bölgeye ihracatını olumsuz etkiledi. Rus uçağının düşürülmesi ve Suriye'deki politik durum negatif görünümü pekiştirdi. İlaveyen GOÜ risk iştahının azalması Türkiye için olumsuz bir ortam oluşturdu. 2016 için ise makro ve politik görünüm sınırlı seviyede pozitif görüyoruz. Devam eden jeopolitik risklerin yanı sıra TCMB'nin para politikası, ve yeni anayasa ve başkanlık sistemi tartışmaları 2016 senesinde takip edeceğimiz en önemli konular olacak. BIST-100 Endeksi 2016 yıl sonu beklentilerine göre 8x F/K ile ve GOÜ'lere göre %26 iskonto ile tarihi düşüğüne oldukça yakın oranda işlem görmektedir. Mevcut riskleri gözönüne aldığımızda hisse senetleri piyasaları için düşük değerlendirme ve baz etkisini tek güçlü katalist olarak görmekteyiz.

Potansiyelin altında büyüme, ancak gelişmekte olan ülkelere oranla yüksek stabilite...

2015'te konut ve otomotiv satışları ile desteklenen kişisel tüketim harcamaları sayesinde GSYİH beklentilerden daha iyi gerçekleşti. Önümüzdeki sene GSYİH büyümesindeki artış için ön koşul olan yurtiçi talebin yine iyi seyretmesi bekleniyor. 2015 için %3.2 seviyesinde olan büyüme beklentimiz 2016 senesi için ise %3.5 seviyesinde. Büyüme görünümünü destekleyecek faktörler net ihracattaki artış, asgari ücretteki artışın iç talebi destekleyici etkisi ve mülteci etkisinin kişisel tüketim harcamalarını desteklemeye devam etmesi olacak. Ayrıca, özel sektör yatırımlarının görece düşük tempoda kalmasını, fakat hem tüketim hem de yatırım kanallarıyla kamu harcamalarında artış bekliyoruz. 2016 yılında Türkiye'nin potansiyel büyüme hızının altında ama birçok gelişmekte olan ülke emsallerine kıyasla daha güçlü ve stabil bir büyüme performansı sergilemesini bekliyoruz. Enerji fiyatlarındaki düşüklüğün devam etmesi ile cari açığın destekleneceğine dair beklentiler ekonomik görünümü destekliyor. Mali disiplin hala Türkiye ekonomisi için önemli bir çapa; ancak %30'luk asgari ücret artışı enflasyon görünümü için risk oluşturabilir.

2015 senesindeki %4'lük daralmanın ardından 2016'da kapsamımızdaki şirketlerde %15 kar artışı bekliyoruz...

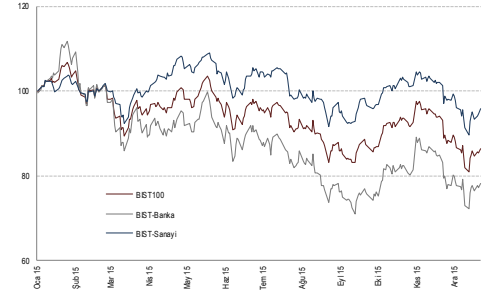
Güçlü dolar ve Amerikan faizlerindeki artış gelişmekte olan ülkeler için en önemli zorluğu oluştururken, Türkiye de bu global koşulların oluşturduğu olumsuzluklara açık. Türkiye ekonomisi ve şirket karlılıkları için bu yıl en önemli konu yine güçlü dolar olacak. TL'de daha yumuşak bir değer kaybı ve %3.5 büyüme tahminlerimize dayanarak 2016 yılında takibimizdeki bankalar ve sanayi şirketleri için %15'lik kar artışı bekliyoruz.

12 aylık BIST-100 hedefimiz 84.000 puan seviyesindedir...

Revize edilen makroekonomik tahminlerimiz ve artan özsermaye maliyeti ile; BIST-100 için 12- aylık hedef değerimizi 86.000'den 84.000'e revize ediyoruz. Yeni hedef değerimiz -1 yıllık bir süre için- %17 yukarı potansiyel içeriyor. Türk varlıklarının 2015 yılındaki zayıf performansının 2016 yılı için iyi bir baz oluşturduğunu ve endeksin bu yılı pozitif performans ile noktalayabileceğini düşünüyoruz. Fakat mevcut riskler gözönüne alındığında, 2016'da piyasaların önceki yıl gibi yüksek volatilitede, inişli çıkışlı bir yol izlemesini ve orta-uzun vadeli yatırımlar için daha cazip giriş noktaları sunabileceğini düşünüyoruz. 2016 için en beğendiğimiz hisseler HALKB, GARAN, AKCNS, MGROS, TCELL, TOASO, THYAO ve TUPRS'dır.

GOÜ: Gelişmekte olan ülkeler

BİST Performansı



Kaynak: BIST

YF Model Portföy

Hisse Kodu	PD (TLmn)	Hedef Fiyat (TL/hisse)	Yukarı Potansiyel	F/K 2015T
AKCNS	2,452	16.25	23%	9.1
GARAN	29,946	8.80	23%	8.8
HALKB	12,800	13.20	29%	5.8
MGROS	2,959	21.00	20%	n.m.
TCELL	21,868	13.00	31%	11.7
THYAO	10,102	9.00	22%	4.2
TOASO	9,835	24.00	27%	11.9
TUPRS	18,944	93.10	34%	8.8

Makroekonomik Tahminler

	2014	2015T	2016T
GSYİH (TRY mlyr)	1747,4	1919,9	2140,4
GSYİH (USD mlyr)	797,9	700,0	653,1
GSYİH Büyüme	2,9%	3,3%	3,5%
TÜFE (yıllık; yılsonu)	8,2%	8,8%	8,0%
TÜFE (yıllık; avg.)	8,9%	7,7%	7,7%
Faiz (Gösterge, yılsonu)	7,97%	10,78%	11,50%
Faizi (Politika faizi, yılsonu)	8,25%	7,50%	9,50%
USD/TRY (yılsonu)	2,3230	2,9128	3,3600
USD/TRY (ortalama)	2,1915	2,7227	3,1662
Cari Denge (USD mlyr)	-46,5	-36,5	-31,0

*IMF tanımlı GSYİH'ye oranı

Zümrüt Can Ambarcı

zumrut.ambarci@yf.com.tr

(212) 334 9835

Türk hisse senetleri için kasvetli bir yılı geride bırakırken...

Türk hisse senetleri 2015 senesinde siyasi belirsizlikler ve sektöre uğrayan barış süreci sebebiyle gelişmekte olan ülkelere göre oldukça düşük performans gösterdi (GOÜ'lerin kaydettiği düşüş %16 iken Türkiye'ninki %34 oldu). Petrol fiyatlarındaki sert düşüş cari açığımız olumlu bir gelişme oldu fakat Ortadoğu ülkeleri için bütçe kesintisi oluşturarak Türkiye'nin bölgeye ihracatını olumsuz etkiledi. Türkiye emtia ithalatçısı olmasına rağmen, düşük emtia fiyatlarının global piyasalarda yarattığı risk algısından, özellikle GOÜ karşı risk iştahının azalmasından etkilendi. Suriye ve Rusya ile artan gelirler ise düşük performansı destekledi, BIST-100 Endeksi 2015 yılında dolar bazında son beş yılın en düşük seviyelerini gördü ve yılı %16 değer kaybı ile noktalandı.

Grafik 1: MSCI Türkiye vs GOÜ Perf. (1.1.2014=100) Tablo 1: Piyasa Özeti*



Piyasa Özeti*	Kapanış	ABB**	3 Aylık	YBB**	2015 FY
BIST-100	71.496	-0,32%	-1,35%	-0,32%	-16,33%
BIST-Sanayi	73.528	1,31%	-2,49%	1,31%	-7,81%
BIST-Finansal	93.237	-1,10%	0,89%	-1,10%	-18,18%
MSCI GOÜ	567	-8,26%	-14,33%	-8,26%	-16,46%
MSCI EM Avrupa	234	-4,47%	-14,50%	-4,47%	-17,59%
MSCI Türkiye	345	-2,43%	-13,33%	-2,43%	-33,61%

*07.01.2015 Kapanışlarıyla

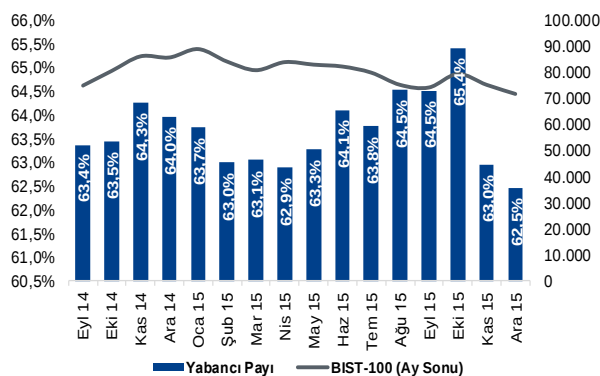
**ABB: aybaşı bugün, yılbaşı bugün

Kaynak: MSCI Barra, BIST

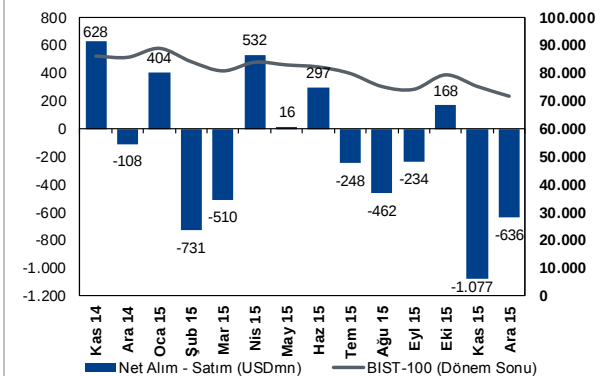
Türk varlıklarının 2015'teki göreceli düşük performansı gelişmekte olan emsallerine göre çekici değerlemeler oluşturuyor. Bloomberg tahminlerine göre MSCI Türkiye Endeksi, MSCI-GÖÜ Endeksine göre 2016 F/K değerlemelerine göre -3 yıllık ortalaması %9'un üzerinde- %26 iskontolu işlem görüyor. Öte yandan, 2015'den süregelen jeopolitik riskler ve TCMB'nin sıkı likidite politikaları piyasa üzerinde baskı oluştururken, mevcut değerlemeler piyasa hareketlerini destekleyebilecek tek unsur olarak öne çıkıyor.

Sene başında %64 seviyesinde olan BIST-100 yabancı takas oranı Ekim ayında seçim öncesinde %65.4 seviyesine yükseldikten sonra 1 Kasım seçimlerinin ardından sene sonunda %62.5 seviyesine geriledi. Kasım seçimleri öncesinde Türk hisse senetlerine dair öngörü seçimlerin ardından yerel politik risklerin azalacağı beklentisi ile iyileşirken, seçimlerin ardından dikkatler seçim sonrası azalan risk priminden ziyade uzun vadede atılması beklenen ekonomik adımlara kaydı. Aralık ayında 636 milyon dolarlık yabancı çıkışı görülürken, sene başından bu yana toplam çıkış 2.48 milyar dolara ulaştı.

Grafik 2: Yabancı Takas Oranı ve BİST



Grafik 3: Net Yabancı Alım-Satım



Kaynak: BIST

2016: Değerlemeler ve Riskler

2016'da Potansiyelin altında büyüme devam edecek...

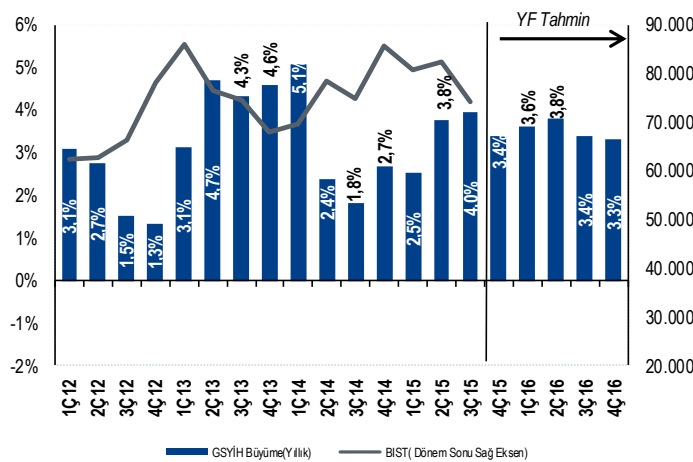
Türkiye geçtiğimiz sene Suriye'deki sivil savaşın etkilerinin yanı sıra iki genel seçim geçirdi. Gerekli reformlar, politik ortam sebebiyle uzun süre ertelenmiş oldu ve enflasyon hedeflemesi büyüme endişeleri ve beklenen FED faiz artırımı sebebiyle tehlikeye düştü. Büyüme momentumunda düşüş ancak tüketim ve mültecilerden gelen olumlu etki ile yerel talebin iyileşmesi ile giderilebildi. 2015 büyümesi, potansiyelin altında olsa bile, yine de beklentilerden iyi gerçekleşti (2015 sene sonu beklentimiz %3.2 büyüme).

Önümüzdeki yıl büyümenin hızlanması için önkoşul kabul ettiğimiz iç talepte bir iyileşme bekliyoruz. Hanehalkı harcamaları son 11 çeyrekte artış göstermekte (sadece TCMB'nin sert faiz artırımı yaptığı ve kredilerde sert daralma görülen 1Ç-2014 hariç). 2015 yılında özellikle konut, mobilya, beyaz eşya ve otomotiv sektörlerinde ülkedeki 2.2 milyon mültecilerden gelen talebin katkısını gözlemledik. 2016 yılında asgari ücretteki artışın marjinal tüketim alışkanlığında yaratmasını beklediğimiz katkıyı da gözönüne alarak %3.5'lik bir büyüme tahminimiz bulunuyor.

Küresel büyüme dinamiklerindeki gelişmenin farkına vararak, ihracatın Türkiye ekonomisine katkısını 2015'ten daha iyi seviyede olsa da 2016'da yine sınırlı görüyoruz. İhracat pazarlarındaki kırılganlığın devam etmesi beklenirken, Türk ihracatçıların Rusya ve Orta Doğu-Afrika bölgesindeki (düşen petrol fiyatları) azalan fırsatlar sebebiyle Avrupa marketlerine yoğunlaşacağını düşünüyoruz.

Özel sektör yatırımlarının görece düşük tempoda kalmasını, fakat hem tüketim hem de yatırım kanallarıyla kamu harcamalarında artış bekliyoruz. 2016 yılının Türkiye için potansiyelin altında büyümenin gerçekleşeceği ancak gelişmekte olan emsallarına göre daha yüksek stabilitenin görüldüğü bir yıl olmasını bekliyoruz. Petrol fiyatlarındaki Türkiye için cazip olan seviyelerin devam etmesi ile cari açığın düşeceğine dair beklentiler ekonomik görünümü destekliyor. Mali disiplin hala Türkiye ekonomisi için önemli bir çapa; ancak %30'luk asgari ücret artışı tehlikeli enflasyon görünümü için risk oluşturabilir.

Grafik 4: GSYİH Büyümesi ve BİST 100



Kaynak: BİST, TÜİK, YF Tahmin

Dış Kaynaklı Kırılganlıklar Devam Ediyor...

IMF'nin son tahminlerine göre küresel büyüme 2015'teki %3.1'den 2016'da %3.6 seviyesine yükselecek. Küresel büyüme tahminleri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerle beraber büyüme beklentisi varsayımı ile oluşturulurken, on yıl öncesinde olduğu kadar güçlü değil. Çin'de düşük büyüme ve İran'ın tekrar pazara girmesi sebebi ile hammadde, özellikle petrol fiyatlarında, 2016'da da düşük seyrin devam etmesi bekleniyor. Diğer GOÜ'lerin aksine, Türkiye hammadde ihracatçısı değil, ancak ortadoğu ülkeleri için bütçe kesintisi oluşturan petrol fiyatlarındaki sert düşüş Türkiye'nin bu bölgeye ihracatını olumsuz etkileyerek ve GOÜ'lerde azalan risk iştahı Türkiye için de olumsuz bir ortam oluşturdu.

Güçlü Dolar ve Amerikan faizlerindeki artış gelişmekte olan ülkeler için en önemli zorluğu oluştururken, Türkiye bu yeni durumun oluşturduğu negatifliklere bağışık değil. Türkiye ekonomisi ve şirketler için en önemli konu 2016'da yine güçlü dolar olacak. FED'in sıkılaştırma hareketlerine başlaması ile GOÜ borçlarının finansmanına dair endişeler arttı. FED'in sıkılaştırıcı adımlarının finansmanı zorlaştıracağını düşünsek de, Türkiye üzerinde çok negatif bir etki yaratacağını düşünmüyoruz. Türkiye'de özel sektörün borç yenileme oranı oldukça yüksek, ancak finansal krizler zamanında bile bu konuda çok büyük zorluk yaşanmamakta. İhracatçıların dış borcun bir kısmını oluşturduğunu düşünürsek, 2016'daki TL değer kaybında beklediğimiz azalma ile şirketlerin borçlarını ödemek veya yenilemek konusunda sıkıntı yaşamayacağını düşünüyoruz. Geçmiş deneyimlerimize dayanarak, daha çok sayıda Türk şirketinin hedging mekanizması uyguladığını ve finansal dökümanlarında TL yerine döviz cinsinden raporlama yaptığını görüyoruz. Türkiye'nin toplam kısa vadeli borcu 171 milyar dolar seviyesinde bulunmaktadır.

Figure 2: Türkiye Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu

(Milyon Dolar)	2012	2013	2014	Mar.15	Haz.15	Eki.15
Merkez Bankası	3.777	2.639	1.376	1.113	1.000	563
Genel Hükümet	4.589	4.877	4.929	3.378	3.332	4.558
Bankalar	75.298	99.522	107.454	108.667	110.106	108.959
Krediler	36.161	51.578	59.805	57.885	56.262	52.971
Döviz Tevdiat Hesabı	8.901	11.503	13.126	12.772	13.794	15.394
Banka Hesapları	18.588	25.386	21.118	25.334	26.384	25.310
TL Cinsinden Mevduat	11.648	11.055	13.405	12.676	13.666	15.284
Diğer Sektörler	60.528	60.656	53.042	50.714	53.814	57.233
Ticari Krediler	26.616	32.540	32.001	29.528	31.121	32.076
İthalat Borçları	22.312	28.043	27.890	25.692	27.412	28.361
Pref. Peşim İhracat	4.304	4.497	4.111	3.836	3.709	3.715
Diğer Krediler	33.912	28.116	21.041	21.186	22.693	25.157
Kamu	175	232	191	181	159	140
Özel	33.737	27.884	20.850	21.005	22.534	25.017
Toplam	144.192	167.694	166.801	163.872	168.252	171.313

Öte yandan, mevcut küresel koşullar bankalar için dış finansman kanallarını sıkıştırabilir. Bu durumun Fed'in sıkılaştırma hareketleri ile artan borçlanma maliyeti sebebiyle 2016'nın ikinci yarısında daha belirgin olmasını bekliyoruz.

Sürdürülebilir Siyasi İstikrar ve Yapısal Reformlar Gerekli...

Türkiye'nin 18 aylık seçim maratonu iktidar partisinin zaferi ile sonuçlandı. Ancak, yeni tek-parti hükümeti hem yerel hem de dış merkezli belirsizliklerle karşı karşıya. Rus uçağının düşürülmesi ve Suriye'deki iç karışıklıklar görünümü daha negatif yaparken, önümüzdeki dönemde başkanlık sistemi ile ilgili tartışmaları ve barış sürecini izliyor olacağız. Diğer taraftan başkanlık sistemine geçiş ve anayasa değişikliği de iç politik gündemi meşgul eden önemli konulardan bir olacaktır.

AKP hükümeti ilk Yapısal Geçiş Planını 2014 Kasım ayında duyurdu. Planda ithalat bağımlılığını azaltma, enerji, sulama ve sağlık gibi alanlarda yerel kaynakların kullanımına dair net bir yapılacaklar listesi ile ayrıntılı bir iyileştirme planı deklare edildi. Ancak, uzun ve sancılı bir seçim dönemi ile reform ajandası gölgelendi.

2015 Kasım seçimleri tek parti hükümeti ile sonuçlandığından, ana odak noktasının yeniden ekonominin canlandırılması konusunda olması gerektiğini düşünüyoruz. Hükümet geçen sene sonunda ayrıntılı bir reform programını zaten açıklamış idi. Reformlar gelir vergisi, işgücü piyasası, devlet ihaleleri, demiryollarının özelleştirilmesi ve yeniden yapılandırılması, özel emeklilik fonları ve emekliye zam, asgari ücrette artış ve devlet bursları gibi konuları da kapsamaktaydı. Hükümet Reformların Koordinasyonu için bir komite oluşturmuş olsa da, yatırım dünyası ekonomik görünümü düzeltecek ve büyüme potansiyelini arttıracak farklı yapısal reformların da plana eklenmesi gerektiğini düşünüyoruz (cari açık, dış borç yükünün fazlalığı, yüksek enflasyon ve düşük tasarruf). Beklenenin üzerinde bir yapısal reform performansı hiç kuşkusuz finansal piyasalar içinde en önemli yukarı yönlü potansiyeldir.

2015'teki %4'lük daralmanın ardından 2016 senesinde %15'lik kar artışı bekliyoruz...

Bankalar sermaye yeterlilik oranlarında yaşadığı düşüşün yanı sıra regülasyonlar ve finansman giderlerinin sıkılığı ile düşen karlılık oranları yaşadı. Fed'in faiz artırımı süreci 2016'da kredi faiz oranlarını yukarıda tutacaktır. 4Ç15'teki kredi yeniden fiyatlamasının artmasının ardından – bu durumun 1Ç16'da devam edeceğini düşünüyoruz – bankaların marj görünümleri için TCMB'nin sıkılaştırma adımları takip edilecek en önemli husus. TCMB likidite yönetimini 2015'te önemli bir sıkılaştırma adımı atmamak için kullanıyordu. Bankaların bahsettiği marjinal fonlama maliyeti (şu an %8.8 oranında) mevcut politika faizinden yüksek seviyede. Ekonomistimiz ortalama fonlama maliyetinin 2016 senesinde kademeli olarak artış göstereceğini öngörüyor. **TCMB'nin faiz arttırmaları gündemde olacak, ancak politika faizi tahminlerimiz sene sonunda %9.5'e yaklaşacağı yönünde.**

Sıkı sermaye yeterlilik oranları bankaların kredi büyümesini azaltabileceğini ve finansman maliyeti üzerindeki baskıların 2016'nın en önemli konuları olacağını düşünüyoruz. TL ve YP fonlama maliyetlerindeki artış beklentisi ile, 2016 yılı için net faiz marjının yatay seviyede kalmasını bekliyoruz. FED'in faiz artırımının etkisinin bankaların dış finansmanı üzerinde etkisinin yılın ikinci yarısında daha hissedilebilir olacağını düşünüyoruz. Takip ettiğimiz bankalar için 2015 yılında %4 net kar düşüşü, 2016 yılı için %14 net kar artışı öngörüyoruz -- Faaliyet giderlerindeki komisyon iadelerinin etkisinin azalması, daha düşük genel karşılıkları ve regülasyon etkisinin azalması nedeniyle komisyon gelirlerindeki büyümenin net karı desteklemesini bekliyoruz

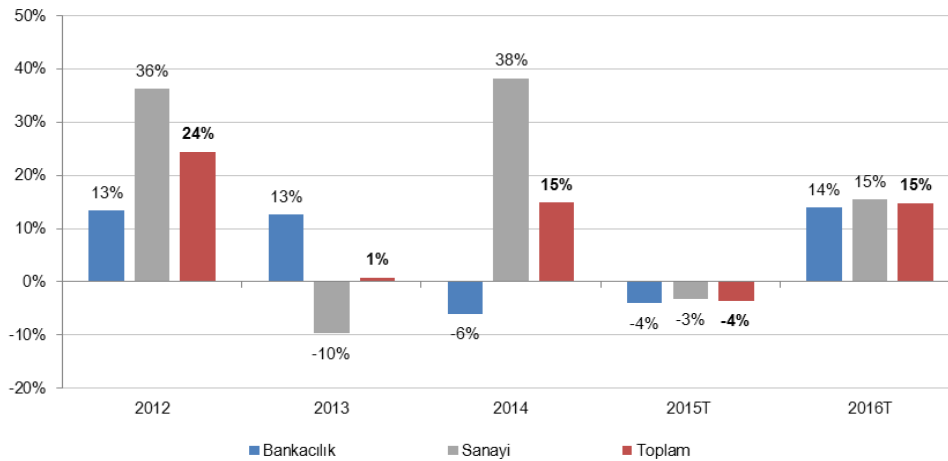
Tablo 2: Finansal Olmayan Şirketler için YF Tahminleri

	2013	2014	2015T	2015T*	2016T
Satış Gelirleri	192,390	211,865	234,397	197,526	272,742
Büyüme (%)	9%	10%	11%	15%	16%
FAVÖK	24,645	27,148	33,420	30,074	38,046
Büyüme (%)	15%	10%	23%	14%	14%
FAVÖK Marjı (%)	12.8%	12.8%	14.3%	15.2%	13.9%
Net Kar	12,307	17,011	16,457	14,294	18,998
Büyüme (%)	-10%	38%	-3%	-8%	15%

*Tüpraş hariç rakamlardır.

İki genel seçim ve TL'deki sert değer kaybının ardından sanayi sektöründe kazançların takibimizdeki hisseler için %3 düşüş göstereceğini öngörüyoruz. Enerji maliyetlerindeki düşüşün şirketlerin operasyonel marjlarını olumlu etkilemesine rağmen, 2015'teki sert kur dalgalanmalarının şirketler üzerinde ağır finansal yük oluşturduğunu gördük. Kur dalgalanmalarının yanı sıra şirketlere özgü durumlar ve bazı büyük çaplı yatırımların tamamlanması 2015'te sanayi şirketlerinin operasyonel karlılıklarına olumlu yansıdı. Sanayi şirketlerinin net kar performanslarının 2015'te özel sektörün FX bazlı borç yükünün fazlalığı sebebiyle TL'deki dalgalanmalara oldukça bağlı olduğunu gördük.

Öte yandan, 2016'da FAVÖK büyümesini satış gelirlerinin bir miktar altında, %14 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Enerji maliyetleri (sene başında gelen elektrik zammı ve olası doğalgaz zammı) ile asgari ücretteki artışın marjları negatif etkilemesi bekleniyor. Kapsamımızdaki sanayi hisselerinde 2016 senesinde 2015'teki %3'lük düşüşün ardından %15 seviyesinde kar artışı bekliyoruz. Otomotiv, perakende, havacılık, telekom ve rafineri sektörlerine dair pozitif, elektrik ve demir-çelik sektörüne dair negatif, bankalar, çimento ve GYO'lara dair ise nötr görüşümüz mevcuttur.

Grafik 5: Kapsamımızdaki Hisselerin Karlılık Artışı

Kaynak: BIST, YF

Değerlemeler cazip fakat riskler de mevcut...

BIST-100'ün şu anki seviyesi göz önünde bulundurulduğunda değerlemeler toplamda endeksin kendi tarihsel ortalamalarına ve tarihi GOÜ iskontosuna göre cazip seviyelerdedir. BIST-100 şu an 8.0x F/K oranı ve %26 iskonto ile tarihi düşüğüne oldukça yakın ve 3 yıllık ortalamasından daha düşük bir iskonto oranı ile işlem görmektedir. Fakat mevcut riskler gözönüne alındığında, 2016'da piyasaların önceki yıl gibi yüksek volatilitede, inişli çıkışlı bir yol izlemesini ve orta-uzun vadeli yatırımlar için daha cazip giriş noktaları sunabileceğini de düşünüyoruz.

Jeopolitik riskler, olası başkanlık sistemi tartışmaları ve TCMB'nin para politikasındaki belirsizlikler iskontonun daralması konusunda riskleri oluşturuyor. Öte yandan, cari açığındaki düşüş trendi ve gelişmekte olan emsallarına göre daha stabil büyüme yerel politik ortamda gerginliklerin artmadığı durumda pozitif olabilir. Buna ek olarak düşen petrol fiyatlarının baskıladığı Rus piyasalarına karşı relatif trade özellikle yabancı yatırımcılar nezdinde zaman zaman göreceli getiri için bir katalizör olabilir.

Son 10 yıllık performansına baktığımızda, Türk hisse senetlerinin iki sene üst üste pozitif veya negatif performans sergilemediğini görüyoruz (2009 ve 2010 senelerindeki art arda gelen kazançların dışında), ve hisse senedi piyasalarının genellikle zayıf performansın ardından gelişmekte olan emsallerinden yüksek bir performans sergilediği gözleniyor.

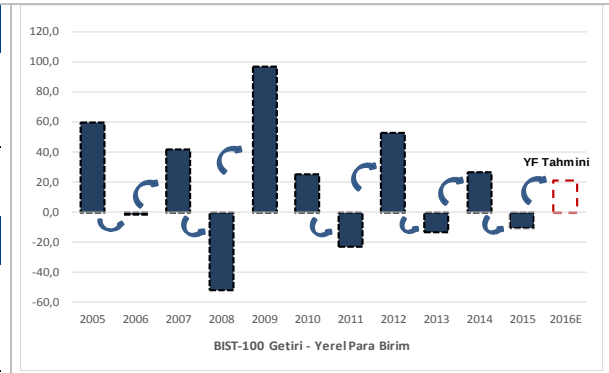
Tablo 3: Gelişmekte olan Ülkeler F/K Karşılaştırması

	BIST 100	MSCI Dünya	MSCI GOÜ	GOÜ'ye İskonto/ Prim
06.01.2016	8,0	15,3	10,8	-26,27%
1-year-avg.	9,5	16,1	11,5	-17,15%
3-year-avg.	9,8	14,9	10,9	-9,70%

	Banka Endeksi	MSCI Dünya Bankalar	MSCI GOÜ Bankalar	GOÜ'ye İskonto/ Prim
06.01.2016	6,0	10,3	7,1	-15,40%
1-year-avg.	7,2	11,2	7,8	-7,67%
3-year-avg.	7,9	11,2	7,9	0,76%

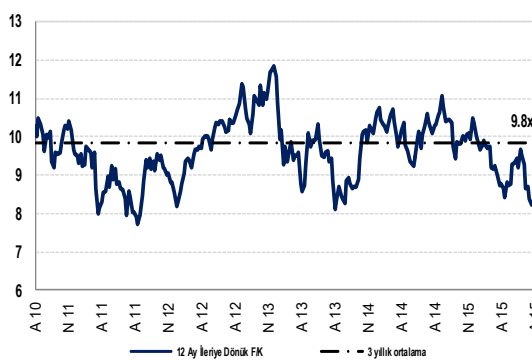
Kaynak: Bloomberg, YF Tahminleri

Grafik 6: BIST-100 Performansı

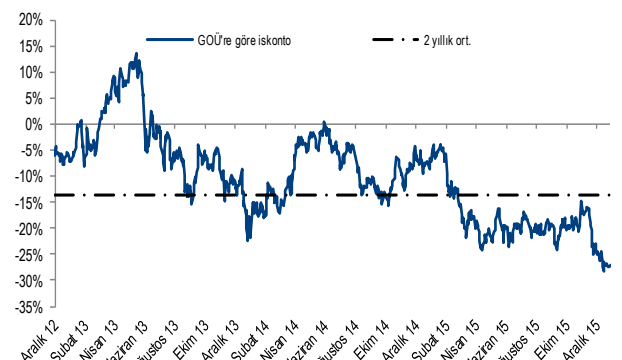


Revize edilen makroekonomik tahminlerimiz ve artan özsermaye maliyeti ile; BIST-100 için 12 aylık hedef fiyatımızı 86.000'den 84.000'e düşürdük. Yeni hedef seviyemiz %17 yukarı potansiyel içermektedir.

Grafik 7: BIST-100 12 ay ileriye dönük F/K



Grafik 8: MSCI GOÜ'ye göre tarihi iskonto



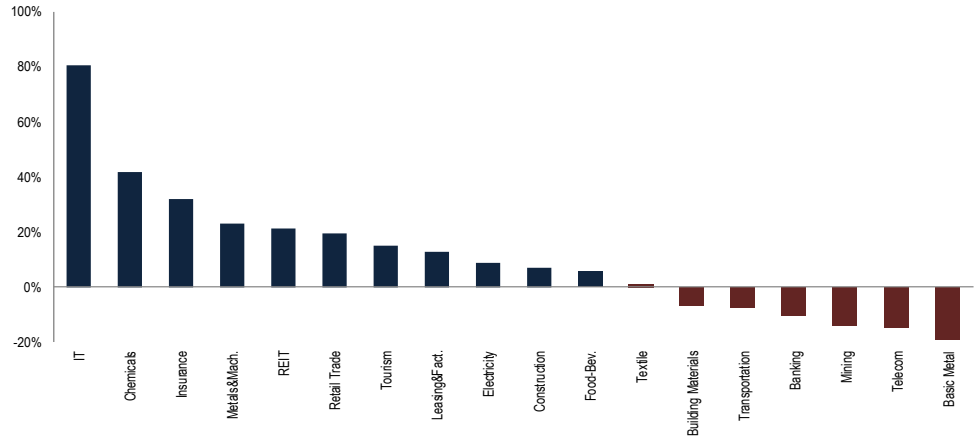
Kaynak: Bloomberg, YF Tahminleri

Hedef değerimiz ve ana senaryomuz için gördüğümüz mevcut riskler ise i) Çin büyümesinin beklenenden daha çok zayıflaması ve sert yuan devalüasyonlarının devamı ii) Politik istikrarda bozulma iii) FED'in beklenenden daha hızlı ve fazla miktarda faiz arttırması iv) Rusya/Suriye/Irak eksenindeki jeo-politik görünümde bozulma olarak sayabiliriz.

Otomotiv, perakende, havacılık, telekom ve rafineri sektörlerine dair pozitif, elektrik ve demir-çelik sektörüne dair negatif, bankalar, çimento, GYOlar ve bankalara dair ise nötr görüşümüz bulunmaktadır.

2016'daki zorlu piyasa koşulları sebebiyle defansif ve ihracat odaklı sektörleri tercih ediyoruz. Bizim görüşümüze göre, **otomotiv** sektörü hisseleri 2016'da artan üretim kapasitesi ve ihracat gelirleri sebebiyle yine endeksin üzerinde performans gösterecek. **Perakende** ve **telekom** sektörleri ise istikrarlı görünüm ve kar öngörülürliğünün yüksek olması sebebiyle defansif sektörler arasında. Rafineri sektörü de yerel makro ortamdaki belirsizliklerden görece az etkilenen bir diğer defansif sektör. **Demir Çelik** sektörüne dair görüşümüz ürün fiyatlarındaki olumsuz eğilim sebebiyle negatif. Düşük spot fiyatlar ve görece daha az ancak hala önemli seviyede olan FX baskısı **elektrik** sektörüne dair negatif görüşümüzün sebebi. Güçlü değerlemelere rağmen, yatay net kar marjı beklentisi ve sermaye yeterlilik oranından kaynaklanan baskı sebebiyle bankalar için nötrüz. **Çimento** sektörü için ise artan maliyet baskısı ve düşük FAVÖK artışı görünümü sebebiyle şimdilik görünüm nötr. Yüksek Net aktif değer iskontolarına rağmen daha yüksek faiz ortamı sebebiyle **GYO'lar** için nötr görüşümüz bulunmaktadır. Bu düşüncemiz doğrultusunda, **Model Portföy'ümüz HALKB, GARAN, AKCNS, MGROS, TCELL, THYAO, TOASO ve TUPRS hisselerinden oluşmaktadır.**

Grafik 9: 2015 YBB BİST 100'e görece sektörel performanslar



Kaynak:BIST

Rusya ile gerilimin bölgedeki şirketlere olası etkisi

Rus uçağının düşürülmesi sonrasında Rusya tarafından Türkiye'ye bir takım yaptırımlar uygulandı. Son gelişmeler yaptırımlarda bir miktar azalmaya işaret ederken, Rusya'da operasyonu olan ve yaptırım uygulanan şirketler listesinde yer alan bazı şirketler liste kapsamından çıkarıldı. Aralık ayı sonunda Rusya tarafından yaptırımlara yapılan değişiklikler ile aralarında Colin's, Defacto, Koton, Adl, LC Waikiki and Mexx, ve Fiba Holdingin Marks & Spencer, Banana Republic ve Gap'inin de bulunduğu toplamda 10 marka liste kapsamından çıkarıldı. Anadolu Efes de kapsamdan çıkarılan şirketlerden. Liste kapsamından çıkarılan şirketler Rusya'daki operasyonlarına normal şekilde devam ediyor olacaklar. Buna ek olarak çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren 53 Türk şirketinin Türk vatandaşlarını çalıştırmasına da izin verildi.

Ancak, turizm, inşaat ve havayolu sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler için riskler devam etmekte. Sene başında yürürlüğe giren yaptırımlar ile Türk şirketleri Rusya'da inşaat, mimari ve dizayn alanında faaliyet gösteremeyecek. Yasak ayrıca otel ve seyahat şirketleri için de geçerli. Yaptırımlar yürürlüğe girmeden önce yapılan anlaşmalar için geçerli değil.

Turizm sektöründe, 2015 yılının ilk 10 ayında gelirlerde 2,3 milyar dolar azalış kaydedilmişken harcamalarda 0,2 milyar dolar artış gözükmemektedir. 2014 yılında Türkiye'nin turizm geliri 29,5 milyar dolar iken 2015 yılında bu rakamın altına düşerek 27 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Rusya ile yaşanan gerginlikler ve bundan kaynaklı Rusya'nın Türkiye'ye uyguladığı yaptırımlar sebebiyle turizm gelirlerinin 2016 yılında 24 milyar doların altına düşeceğini tahmin etmekteyiz. Ancak, Rusya'nın Türkiye'de gayri menkul ve emlak sahibi olduğu unutulmamalıdır (Rus vatandaşlara gerçekleştirilen gayri menkul satışları yabancılara gerçekleştirilen toplam satışların %10'unu oluşturmaktadır). Tur paketlerinde meydana gelen durgunluğun turist girişlerinde sert bir kesinti yaratacağı düşünülmemelidir.

İnşaat sektörüne bakacak olursak, 2014 yılı içerisinde Türkiye'nin Rusya'da gerçekleştirdiği inşaat projeleri yaklaşık 3,9 milyar dolardır. Ağustos verileri gösteriyor ki azami gelir kaybı 3 milyar dolar olarak gerçekleşebilir. Ayrıca, Türk firmalarının Rusya'da gerçekleştirdikleri faaliyetlere uygulanan yaptırımlara rağmen bu bölgede yaşanacak ekonomik kayıplar idare edilebilir durumdadır.

2015 ilk üç çeyrekte Rusya Türkiye'nin toplam ithalatının %10.1 ni veya 15.8 milyar \$' ını sağlıyor. Daha da önemlisi 2014' te Türkiye'nin doğal gaz talebinin %54.7'si, yaklaşık 12 milyar \$, doğrudan Rusya tarafından karşılandı. Ek olarak Rusya ham petrol ithalat faturası son yıllarda 16.5 milyar \$ civarına ulaştı ve Türkiye Rusya'nın pazarlanabilir gazının % 20'sini alıyor. Türkiye doğal gaz yanında Rusya' nın en büyük buğday alıcısıdır.

Sonuç olarak 2016 yıl sonu itibariyle toplam zararın 7 milyar \$'a ulaşacağını düşünmekteyiz.

Rusya ve Türkiye arasında artan tansiyon sonrası, Rusya'da önemli derecede faaliyeti bulunan şirketler listesi:

Enka İnşaat: Rusya'da bulunan gaurimenkul yatırımlarının oluşturduğu FAVÖK'ün toplam içindeki payı yaklaşık %35'tir.

Anadolu Efes: Konsolide bazda, uluslararası bira faaliyeti (Rusya ağırlığı yüksektir) Şirket'in FAVÖK rakamının yaklaşık %18'ini oluşturmaktadır.

Anadolu Cam: Şirket'in üretim kapasitesinin yaklaşık %55'i Rusya'da bulunmaktadır ve gelirlerinin %35'ini bu bölgedeki faaliyetlerinden elde etmektedir.

Trakya Cam: Şirket'in Rusya'da yakın zamanda faaliyete geçen 230k ton kapasiteli yeni tesisi bulunmaktadır. Ancak tesisin satış gelirlerine etkisi %5 oranında görece sınırlıdır.

Arçelik: Şirket Rusya'da buzdolabı ve bulaşık makinası üretimi yapmaktadır. Türk mallarına boykot yapılmadığı sürece şirketin satışlarında herhangi bir etki beklemiyoruz. Rusya satışlarının Arçelik'in toplam satışlarının yaklaşık %5'ini oluşturduğunu tahmin etmekteyiz.

Havacılık: Rusya Dışişleri Bakanı Rus vatandaşlara Türkiye'yi ziyaret etmemelerini tavsiye etti. Rus turistler Türkiye'ye gelen toplam ziyaretçilerin %12'sini oluşturmaktadır. Fakat bu oran yaz aylarında yükselirken kışın %3'lere düşmektedir. Tur operatörleri çoğunlukla tarifersiz (charter) uçuşları tercih ettiği için ve Rusya'ya Türk havayolu şirketlerinin tarifersiz uçuşu çok sınırlı olduğu için sektöre etkisinin çok sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Rusya operasyonlar Türk havayolu şirketlerinin cirosunun %3'ünü oluşturmaktadır.

Ayrıca, çoğunluğu Rusya'dan ithal edilen doğal gaz fiyatlarında olası bir artışın çimento, cam ve elektrik gibi enerji yoğun sektörlerde baskı oluşturması beklenebilir.

Bankacılık Sektörü için riskler devam ediyor...

2015 yılında Bankacılık endeksi BIST100'ün %10 altında ve MSCI Gelişmekte olan Banka Endeksinin %20 altında performans gösterdi. Her ne kadar seçim sürecinin yarattığı politik belirsizliğin bitmiş olması ve TL'deki değer kaybını 2015 yılına göre daha düşük bekliyor olsak da, 2016 yılının bankacılık sektörü için zorlu olabileceğini düşünüyoruz. Ana senaryomuza göre, FED faiz artışını yavaş adımlarla artırmaya devam ettirmesini bekliyoruz ve Merkez Bankası'nın da sıkı para politikasını korumasıyla bankacılık endeksindeki baskının devam etmesini bekliyoruz. Sermaye yeterlilik oranlarının düşmesi ile bankaların kredi verme iştahını azalabileceğini ve fonlama maliyetlerindeki artış baskısının 2016 yılında gündemde olacağını öngörüyoruz. 2015 yılının son dönemlerindeki kredi faizlerindeki artış, 2016 yılının ilk yarısında marjları olumlu etkilemesini bekliyoruz. FED'in faiz artışının devamı halinde, yılın ikinci yarısında yabancı fonlama maliyetlerinde artışların olabileceğini ve marjları olumsuz etkilemesini bekliyoruz. 2016 yılında da, bankacılık sektörünü rahatlatabilecek regulasyon değişikliği veya olumlu yönde trend değiştirebilecek bir değişiklik gelmediği sürece, bankacılık sektörünün gelişmekte olan ülkelere göre iskontosunun devam edebileceğini düşünüyoruz.

Kredi büyümesi yavaşlayabilir... Kredi büyümesi 2015 yılının ikinci yarısı yavaşlamaya başlamıştı. Yükselen kredi faizleri ve sermaye yeterlilik oranlarındaki düşüş, kredi büyümesini yavaşlatabileceğini düşünüyoruz. 2016 yılında TL ve YP(\$)' kredi büyümesinin sırasıyla %15 ve %2 artış göstermesini bekliyoruz.

Mevduatta rekabet artabilir... 2016 yılında yabancı fonlama kaynaklarındaki maliyet artışı nedeniyle, bankaların mevduata olan talebi artabilir. Yüksek kredi/mevduat oranına sahip bankaların ise rekabetten dolayı maliyet artışına daha çok maruz kalabileceğini düşünüyoruz. Mevduatların ise 2016 yılında %14 artış göstermesini bekliyoruz.

Net faiz marjının yatay kalmasını bekliyoruz... Kredi faizlerinin yukarı yönlü hareketi ile yılın ilk yarısı marjlarda artış öngörüyoruz. Ancak, yurtdışı kaynaklı ve Merkez Bankası'nın etkisi ile fonlama maliyetlerindeki artış ve mevduattaki muhtemel rekabet ile net faiz marjının yatay seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

2015 yılındaki düşük baz, net kar büyümesinde etkili olacak... 2015 yılında takibimizdeki bankalar için %4 net kar daralması, 2016 yılında %14 net kar artışı öngörüyoruz. 2015 yılında sektör karını olumsuz etkileyen tek seferlik giderlerin, 2016 yılında olmayacağı varsayımı ile net kar artışı sağlanabilir. 2015 yılında faaliyet giderleri komisyon iadeleri ve TL'nin değer kaybı nedeniyle olumsuz etkilenmişti. Bu etkinin 2016 yılında azalmasını öngörüyoruz. Ayrıca, regülasyon etkisi ile 2015 yılındaki yüksek genel karşılıkların, 2016 yılında daha düşük olmasını ve bekliyoruz. Garanti ve Akbank için regulasyonun olumsuz etkisinin azalacağını ve komisyon gelirlerinde artış yaşanabileceğini öngörüyoruz.

Aktif kalitesinde toparlanma olmayabilir... Ekonomideki büyüme 2015 yılına benzemesi durumunda, aktif kalitesinde de toparlanma görmeyebiliriz. Beklenen reformlar, asgari ücret artışı ve TL'nin daha az volatil olması gibi faktörler 2016 yılına aktif kalitesi açısından bir nebze olumlu bakmamızı sağlıyor. Kredilerdeki büyüme hızının yavaşlamasının da etkisi ile, takipteki krediler oranının 2016 yılında 30 baz puan daha artmasını bekliyoruz. Ekonominin potansiyelinin altında büyümesi, bankaların takipteki kredilerinin tahsilat performansını da olumsuz etkilemektedir. Daha düşük büyümelerin olduğu yıllarda iyi performans gösteren Garanti ve Halkbank için tahsilat konusunda yine öne çıkabileceğini düşünüyoruz.

Sermaye Yeterlilik Oranlarındaki düşüş kredi verme iştahını sınırlayabilir...Sermaye yeterlilik oranı 2015 yılında yılın ilk 9 ayı için 164 baz puan düşüş gösterdi. Bu düşüşte, TL'nin değer kaybı ve bono faizlerindeki artışın da önemli etkisi oldu. SYR'deki düşüşü önlemek için bazı bankalar sabit varlıklarını yeniden değerledi, bazıları da sermaye benzeri kredi temin etti. Önümüzdeki dönemde bazı bankalar için varlıkların yeniden değerlendirilmesi, sermaye benzeri kredi veya sermaye artışı gündeme gelebilir. 2016 yılında takip ettiğimiz bankaların SYR'lerinde 50 baz puan düşüş bekliyoruz.

BDDK, SYR konusunda gevşeme sinyali verdi... Basel standartlarına uyum çerçevesinde, BDDK yeni yönetmelikler ile SYR hesabında kullanılan risk ağırlık oranları üzerinde çalışmaktadır. 4Ç'de yayınlanan düzenlemeler ile bankaların sermaye yeterlilik oranlarının yaklaşık 80-100 baz puan azalabileceğini hesaplıyoruz. BDDK ayrıca, konut kredileri için risk ağırlıklarının azalacağını ve diğer tüketici kredilerinin risk ağırlıklarının da Basel standartlarına ineceğinin sinyalini vermiştir. Biz tüketici kredilerindeki risk ağırlıkların düşmesi senaryosunda sermaye yeterlilik oranlarına yaklaşık 120 baz puan katkı sağlamasını bekliyoruz. Düzenlemeler 2016 2. Çeyrekte yürürlükte olması beklenmektedir. Risk ağırlıkları dışında, yeni gevşemeye yönelik yapılabilecek adımlar, 2016 yılında bankalar için olumlu olabilir.

Garanti ve Halk Bankası en çok beğendiğimiz banka hisseleri... Garanti Bankası'nı görece daha yüksek karlılık, aktif kalitesindeki güçlü yönetim ve yükselen faiz ortamına daha dayanıklı bir bilanço yapısı nedeniyle tercih ediyoruz. Garanti Bankası'nın ağırlık olarak değişken faizli menkul kıymetler portföyü taşıması ve görece daha yüksek serbest fonlama kabiliyeti diğer bankalara göre olumlu tarafları olarak öne çıkmaktadır. Tüketici kredilerindeki risk ağırlıklarının Basel standartlarına inmesi, Garanti Bankası'na olumlu yansımaları bekliyoruz. Halkbank'ı ise özellikle cazip değerlendirme çarpanları nedeniyle tercih ediyoruz. Halkbank, 2016 yılı beklentilerimize göre 0.6x F/DD işlem görmekte olup, özkaynak karlılığı beklentimiz %13'tür. Halkbank hisse senedi 5.1x F/K ile son üç yıllık tarihsel ortalamasına göre %16 iskontolu işlem görmektedir. Halkbank'ın TL ağırlıklı fonlama dağılımı, herhangi bir faiz artışında marjlarını olumsuz etkileyebilir. Öte yandan, yabancı para mevduat dışı fonlama kaynaklarının toplam fonlama içindeki payının diğer bankalara göre daha düşük olması ve durasyonlarının daha uzun olmasının banka için avantaj olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, diğer bankalara göre daha düşük kredi/mevduat oranı ve takipteki kredi tahsilat performansının tarihsel olarak daha iyi olması diğer avantajları arasındadır. 2016 yılında sigorta&emeklilik şirketlerinin satışı gerçekleşmesi durumunda, Halkbank için ekstra olumlu bir gelişme olması beklenmelidir.

Temettüler

Yaklaşan temettü döneminde yüksek temettü verimliliğine sahip şirketlerin hisse performansı anlamında ön plana geçmesini bekliyoruz. Çimento şirketleri sundukları cazip temettü verimleri ile ön planda. 2015 net karlarından dağıtılmak üzere Adana Çimento'nun %11.4, Çimsa'nın %10.7, Akçansa'nın %9.9 ve Mardin'in %8.9 temettü verimine sahip olmasını bekliyoruz. İlaveten diğer bir Oyak Grubu şirketi olan Erdemir ise bekletilerimize göre %9.2 temettü verimliliği sunmaktadır. 2015 yılı net kar ve dağıtım tahminlerimiz doğrultusunda, araştırma kapsamımızda yer alan ve temettü ödeyen şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır.

Tablo 4: Kapsamımızdaki Hisselerin Temettü Performansı

	NET KAR (mnTL)				BRÜT TEMETTÜ (mnTL)				TEMETTÜ DAĞITIM ORANI				PİYASA DEĞERİ	TEMETTÜ VERİMİ (%)
HİSSE KODU	2012	2013	2014	2015T	2012	2013	2014	2015T	2012	2013	2014	2015T	(mnTL)	2015T
BANKALAR														
ALBRK	192	241	253	277	0	32	34	36	0%	13%	14%	13%	1,170	3.10%
HALKB	2,595	2,751	2,206	2,225	461	275	221	334	18%	10%	10%	15%	12,800	2.60%
YKBNK	1,913	3,203	1,845	1,731	300	388	400	346	16%	12%	22%	20%	14,345	2.40%
AKBNK	2,950	2,942	3,160	2,916	570	467	570	592	19%	16%	18%	20%	26,720	2.20%
GARAN	3,077	3,006	3,684	3,403	597	425	567	521	19%	14%	15%	15%	29,946	1.70%
VAKBN	1,460	1,586	1,753	1,824	100	100	100	109	7%	6%	6%	6%	9,400	1.20%
SANAYİ ŞİRKETLERİ														
ADANA	48	37	77	75	26	34	58	60	55%	93%	76%	80%	523	11.40%
CIMSA	115	302	193	246	98	156	175	209	85%	52%	90%	85%	1,956	10.70%
AKCNS	120	158	249	270	110	144	226	243	92%	91%	91%	90%	2,452	9.90%
EREGL	452	920	1,601	1,300	525	820	1,400	1,000	116%	89%	87%	77%	10,815	9.20%
MRDIN	37	52	60	42	34	50	56	35	90%	96%	93%	85%	398	8.90%
BOLUC	25	45	99	100	21	0	24	50	87%	0%	24%	50%	739	6.80%
DOAS	258	224	252	320	220	220	150	160	85%	98%	60%	50%	2,400	6.70%
TAVHL	297	336	634	765	143	199	306	417	48%	59%	48%	55%	6,317	6.60%
TUPRS	1,464	1,197	1,459	2,163	964	396	0	1,152	66%	33%	0%	53%	18,944	6.10%
ISGYO	65	116	87	216	30	32	48	78	46%	27%	55%	36%	1,320	5.90%
TTRAK	268	280	261	235	200	300	300	211	75%	107%	115%	90%	3,645	5.80%
FROTO	685	641	595	837	300	175	400	586	44%	27%	67%	70%	10,682	5.50%
TOASO	442	434	574	826	480	325	485	496	109%	75%	84%	60%	9,835	5.00%
EKGYO	523	1,061	954	1,062	200	468	367	425	38%	44%	38%	40%	9,614	4.40%
TCELL	2,083	2,330	1,867	1,873	0	0	3,925	936	0%	0%	210%	50%	21,868	4.30%
TTKOM	2,637	1,303	2,007	848	2,413	912	1,841	777	92%	70%	92%	92%	18,410	4.20%
TKFEN	299	-64	56	208	132	0	40	61	44%	0%	72%	29%	1,436	4.20%
ARCLK	520	598	617	1,008	355	300	350	403	68%	50%	57%	40%	9,866	4.10%
ENKAI	1,130	1,248	1,441	1,485	224	544	580	508	20%	44%	40%	34%	16,520	3.10%
BIMAS	332	413	395	559	220	208	273	391	66%	50%	69%	70%	15,393	2.50%
HLGYO	12	32	61	55	0	3	6	8	0%	10%	10%	15%	758	1.10%
BIZIM	26	40	11	8	12	13	2	2	48%	32%	19%	30%	512	0.40%

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

YATIRIM FINANSMAN MODEL PORTFÖY

2015 yılında YF Model Portföy hisse senetlerindeki sert satışa paralel olarak nominal bazda %16.5 kayıp gösterdi. Geçtiğimiz beş yılda kümülatif getirimiz nominal bazda %18 bileşik ortalama yıllık büyüme oranında (YBBO) ve relatif bazda %11 YBBO gösterdi.

Mevcut durumda Model Portföyümüzde Akçansa (yüksek temettü beklentisi ve Marmara Bölgesindeki güçlü çimento talebi), Garanti Bankası (çeşitlendirilmiş kaynak kullanımı, güçlü aktif kalitesi), Halkbank (cazip çarpanlar ve görece güçlü kar beklentisi), Migros (hız kazanan büyüme), Turkcell (4G sonrası data gelir artışının hız kazanacak olması ve cazip değerlendirme) Türk Hava Yolları (güçlü yolcu büyümesi, düşen petrol fiyatları ile maliyet avantajı), Tofaş (yeni modellerin katkısı ve cazip temettü verimi), Tüpraş (yeni kapasite etkisi ve defansif yapı) bulunmaktadır.

Hisse		Fiyat			PD	
Şirket	Hisse Kodu	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Yukarı Potansiyel	TLmn	USDmn
Akçansa	AKCNS	TL 12.8	TL 16.3	27%	TL 2,452	\$813
Garanti Bankası	GARAN	TL 7.1	TL 8.8	23%	TL 29,946	\$9,927
Halk Bankası	HALKB	TL 10.2	TL 13.2	29%	TL 12,800	\$4,243
Migros	MGROS	TL 16.6	TL 21.0	26%	TL 2,959	\$981
Turkcell	TCELL	TL 9.9	TL 13.0	31%	TL 21,868	\$7,249
Türk Hava Yolları	THYAO	TL 7.3	TL 9.0	23%	TL 10,102	\$3,349
Tofaş Otomobil Fab.	TOASO	TL 19.7	TL 24.0	22%	TL 9,835	\$3,260
Tüpraş	TUPRS	TL 75.7	TL 93.1	23%	TL 18,944	\$6,280

Kaynak: BIST, YF Araştırma

*Giriş ve çıkış fiyatları ağırlıklı ortalama fiyatlar baz alınarak tekrar hesaplanacaktır.

DEĞERLEME GÜNCELLEMELERİ

Revize edilen makroekonomik tahminlerimiz ve artan özsermaye maliyeti ile; BIST-100 için 12 aylık hedef fiyatımızı 86.000'den 84.000'e düşürüyoruz. Yeni hedef seviyemiz %17 yukarı potansiyel içeriyor. Türk varlıklarının düşük performansı 2016 sene sonunda inişli çıkışlı bir yolun ardından pozitif/daha yüksek bir kapanışa işaret ediyor. 2016 için en beğendiğimiz hisseler HALKB, GARAN, AKCNS, MGROS, TCELL, TOASO, THYAO ve TUPRS.

FINANSALLAR	TAVSİYE	HALKA AÇIKLIK (%)	PIYASA DEĞ. (mn TL)	ORT. İŞLEM (3 aylık, mn TL)	SON HİSSE FİYATI (TL)	YENİ HEDEF FİYAT (TL/hisse)	ESKİ HEDEF FİYAT (TL/hisse)	POTANSİ YEL (%)	F/K 2015T	F/D 2015T	BIST100'e RELATİF PERF. 1 AY 3 AY 12 AY
Bankalar											
AKBNK	Endeks Üzeri	52%	26,720	197.1	6.68	8.28	8.40	24%	9.2	1.0	0% 0% -6%
ALBRK	Endekse Paralel	21%	1,170	2.0	1.30	1.54	1.60	19%	4.2	0.6	-3% 5% -12%
GARAN	Endeks Üzeri	48%	29,946	880.0	7.13	8.79	9.02	23%	8.8	1.0	1% 2% -9%
YKBNK	Endeks Altı	18%	14,345	57.5	3.30	3.67	3.87	11%	8.3	0.7	1% 0% -18%
VAKBN	Endekse Paralel	25%	9,400	181.5	3.76	4.41	4.80	17%	5.2	0.6	-1% 1% -11%
HALKB	Endeks Üzeri	49%	12,800	281.1	10.24	13.19	14.00	29%	5.8	0.7	-2% 2% -11%
Finansal Olmayan											
Havacılık											
PGSUS	Endeks Üzeri	35%	1,746	43.2	17.07	21.00	26.00	23%	13.8	28.0	1% 2% -39%
TAVHL	Endekse Paralel	40%	6,317	24.3	17.39	19.50	21.50	12%	21.3	14.2	-13% -18% 16%
THYAO	Endeks Üzeri	50%	10,102	418.8	7.32	9.00	11.00	23%	8.7	25.2	-1% -5% -12%
Otomotiv / Tarım Araçları											
DOAS	Endekse Paralel	26%	2,400	22.2	10.91	12.00	17.00	10%	9.3	14.7	3% 15% 10%
FROTO	Endeks Üzeri	18%	10,682	10.1	30.44	38.00	36.50	25%	15.6	14.8	-6% 4% 20%
TOASO	Endeks Üzeri	24%	9,835	22.6	19.67	24.00	18.85	22%	22.2	14.7	4% 23% 59%
TTRAK	Endekse Paralel	24%	3,645	4.1	68.30	77.00	70.00	13%	13.6	13.0	-1% 2% 10%
TMSN	Endeks Üzeri	23%	1,042	91.6	9.06	U/R	U/R		35.3	14.6	10% 41% 107%
Çimento											
ADANA	Endeks Üzeri	58%	523	0.4	5.93	6.70	7.60	13%	10.9	10.7	-3% 13% 42%
AKCNS	Endeks Üzeri	19%	2,452	2.9	12.81	16.25	18.80	27%	20.4	13.7	-2% -3% 4%
BOLUC	Endeks Üzeri	26%	739	1.1	5.16	6.95	7.40	35%	30.0	25.1	0% 8% 11%
CIMS A	Endeks Üzeri	40%	1,956	2.7	14.48	18.10	18.50	25%	17.0	11.2	-4% 5% 17%
MRDIN	Endeks Altı	45%	398	0.4	3.63	3.20	4.20	-12%	10.6	3.6	-7% 8% -1%
Telekom											
TCELL	Endeks Üzeri	35%	21,868	57.9	9.94	13.00	14.00	31%	10.5	7.4	-5% -2% -3%
TTKOM	Endeks Üzeri	13%	18,410	17.5	5.26	6.50	7.80	24%	7.0	5.4	-3% -9% -4%
Holdingler											
KCHOL	Endekse Paralel	22%	28,199	65.0	11.12	12.50	12.00	12%	m.d.	m.d.	-3% -2% 11%
SAHOL	Endeks Üzeri	44%	16,303	96.4	7.99	10.00	11.80	25%	m.d.	m.d.	4% -5% -4%
İnşaat Taahhüt											
ENKAI	Endeks Üzeri	12%	16,520	11.9	4.13	5.70	6.20	38%	14.6	8.8	-7% -12% 10%
TKFEN	Endeks Üzeri	41%	1,436	14.9	3.88	5.10	5.40	31%	4.8	4.4	-2% -3% -19%
Savunma Sanayi											
ASELS	Gözden Geçiriliyor	14%	8,750	13.6	17.50	U/R	15.00		28.6	30.9	11% 28% 75%
Dayanıklı Tüketim											
ARCLK	Endekse Paralel	25%	9,866	26.9	14.60	15.50	15.10	6%	19.0	16.1	-1% 5% 21%
VESTL	Endekse Paralel	22%	1,694	89.6	5.05	5.50	5.25	9%	-15.3	5.7	-3% 32% -5%
Enerji											
AKSEN	Gözden Geçiriliyor	21%	1,545	7.4	2.52	U/R	3.00		6.7	14.7	3% -5% 4%
Petrol											
TUPRS	Endeks Üzeri	49%	18,944	87.7	75.65	93.10	0.00	23%	12.9	12.7	12% 8% 63%
GYO											
EKGYO	Endeks Üzeri	51%	9,614	98.1	2.53	3.60	3.50	42%	18.4	39.5	-3% 4% 7%
HLGYO	Endeks Üzeri	23%	758	3.0	1.02	1.65	1.70	62%	62.8	25.2	4% 10% 9%
ISGYO	Endeks Üzeri	48%	1,320	5.8	1.77	2.05	1.90	16%	20.2	20.0	18% 33% 56%
TRGYO	Endeks Üzeri	21%	1,625	1.4	3.25	4.30	4.40	32%	4.8	48.8	-5% 7% 13%
Perakende											
BIMAS	Endekse Paralel	60%	15,393	40.4	50.70	51.00	60.00	1%	46.4	34.9	-1% -2% 23%
BIZIM	Endekse Paralel	46%	512	4.7	12.80	13.00	14.50	2%	19.6	7.6	6% 8% -18%
MGROS	Endeks Üzeri	19%	2,959	10.1	16.62	21.00	25.00	26%	33.6	12.4	-3% 1% -11%
UYUM	Endeks Üzeri	25%	191	0.2	3.18	4.00	4.80	26%	-12.4	-52.3	-7% -8% 89%
BMEKS	Endeks Üzeri	39%	224	1.7	1.87	2.40	2.50	28%	117.6	14.6	-2% -1% 10%
TKNSA	Endeks Üzeri	11%	678	2.4	6.16	8.00	9.00	30%	13.4	5.8	-5% 3% -17%
Demir & Çelik											
EREGL	Endekse Paralel	48%	10,815	60.2	3.09	3.50	4.44	13%	23.9	5.6	-7% -15% -8%
KRDMD	Endekse Paralel	89%	819	38.3	1.05	1.20	1.56	14%	6.2	8.0	-6% -8% -33%

YF Tavsiye Değişiklikleri

Tavsiye Değişiklikleri				
Hisse	Yükselme Potansiyeli	Eski	Yeni	Yorum
MRDIN	-12%	Endekse Paralel	Endeks Altı	İhracat pazarlarında negatif görünüm ve bölgesel kapasite fazlası
PGSUS	23%	Endekse Paralel	Endeks Üstü	En kötü geride kaldı; 2016 toparlanma yılı olacak
TKFEN	31%	Endekse Paralel	Endeks Üstü	Cazip değerlendirme
TOASO	22%	Endekse Paralel	Endeks Üstü	Yeni modellerin katkısı ve yüksek temettü beklentisi
VESTL	9%	Endeks Üstü	Endekse Paralel	Düşük getiri potansiyeli

Garanti

Kaliteye odaklılık

Garanti Bankası'nı verimli aktif yönetimi ve aktif kalitesini daha iyi yönetmesi bakımından beğeniyoruz. Bankanın sahip olduğu değişken faizli menkul kıymet ağırlıklı portföyü ile yükselen faiz ortamından daha çok faydalanabileceğini düşünüyoruz. Garanti Bankası için hisse başına 8,8TL hedef fiyat ile Endeks Üstünde Performans tavsiyesini koruyoruz. Garanti 2016 tahminlerimize göre, 7.6x F/K çarpanı ile işlem görmekte olup, bu çarpan son üç yıllık tarihsel ortalamasının %9 altındadır.

Garanti, %1,4 ile rakipleri arasındaki en yüksek aktif karlılığına sahip bankadır. Karlılığındaki temel etkenler, başarılı aktif-pasif yönetimi ve etkin düşük fonlama kabiliyeti olduğunu düşünüyoruz. Bankanın değişken faizli menkul kıymetler portföyü toplam faiz getiren varlıkların %12'sine denk gelmektedir. Bu rakam diğer bankalarda ortalama %9 seviyesindedir.

Garanti için 2016 yılı net kar büyümesini %16 olmasını bekliyoruz. Kar artışında; i) 2015 yılında regülasyon etkisi ile baskılanan komisyon büyümesinin 2016 yılında daha iyi büyüme göstermesini, ii) komisyon iadelerinin ağırlığının azalması ile faaliyet giderlerinin daha düşük büyümesini, iii) daha düşük ticari zararın etkili olmasını bekliyoruz. Net faiz marjının ise fonlama maliyetlerindeki artış varsayımı ile yatay seviyede kalmasını öngörüyoruz.

Bankanın güçlü aktif kalitesi yönetiminin geçmişte olduğu gibi devam etmesini bekliyoruz. 2008 krizinden bu yana Garanti'nin kredi risk maliyet oranı ortalama 100 baz puan iken, diğer bankaların ortalaması 125 baz puan seviyesinde seyretmiştir. Takipteki kredi tahsilatı / yeni takipteki kredi oluşumu rasyosu 2015 yılında Garanti için %55 seviyesinde oluşurken, diğer bankaların ortalaması %42 seviyesindedir.

Bunların dışında, bankanın sermaye yeterliliği hesabı için yapılan yasal düzenlemelerle, kredi büyüme potansiyelini artırabileceğini düşünüyoruz. Hesaplamalarımıza göre, yeni Basel standartlarına uyum çerçevesinde, tüketici kredilerinin risk ağırlıklarında düşüş gerçekleşirse, bankanın sermaye yeterlilik oranına 140 baz puan katkı sağlamasını bekliyoruz. Öte yandan, YP rezervleri için risk ağırlıklarının artmasını ve serbest karşılıkların SYR hesabından çıkarılmasının bankanın SYR'sine yaklaşık 80 baz puan negatif etki yapmasını bekliyoruz. Garanti Bankası'nın önümüzdeki dönemde sabit varlıklarını yeniden değerleyerek SYR'sini desteklemesini bekliyoruz.

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Kar (TLmn)	3,077	3,006	3,684	3,403	3,955
Net Kar Büyümesi	0%	-2%	23%	-8%	16%
Net faiz marjı	4.2%	4.2%	4.2%	4.5%	4.5%
F/K (x)	9.7x	10.0x	8.1x	8.8x	7.6x
F/DD (x)	1.4x	1.3x	1.1x	1.0x	0.9x
Özkaynak karlılığı	16%	14%	15%	12%	13%
Temettü verimi	2.0%	1.4%	1.9%	1.7%	2.0%

Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

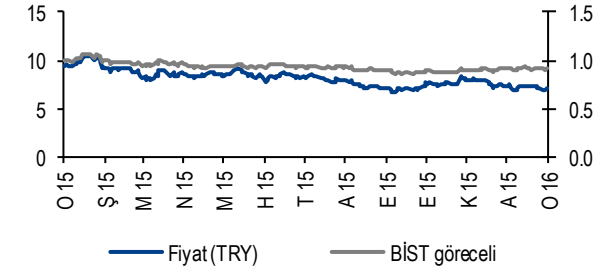
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 8,80

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Bankacılık
Bloomberg	GARAN T1
Reuters	GARAN.IS
Piy. Değ. (TLmn)	29,946
Halka açıklık (%)	48%
Sermaye (mn)	4,200
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	809.5
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	2.36	2.92
TL	7.13	8.80
12-aylık Getiri potansiyeli		23%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	7.33	7.69	9.49
Mutlak getiri (%)	-3%	-7%	-25%
BİST göreceli getiri (%)	1%	2%	-9%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Zümrüt Can Ambarcı
zumrut.ambarci@yf.com.tr
Tel: 90 212 334 9835

Gökay Böbek
gokay.bobek@yf.com.tr
Tel: 90 212 334 9858

Cazip değerlendirme

Halkbank için 13,2 TL hedef fiyat ile Endeks Üstünde Performans tavsiyemizi sürdürüyoruz. Halkbank'ı cazip değerlemesi, düşük kredi/mevduat oranı ve göreceli olarak daha iyi karlılığı nedeniyle beğeniyoruz. Ayrıca, 2016 yılında sigorta & emeklilik iştiraklerinin muhtemel satışının hisse performansı açısından potansiyel tetikleyici bir konu olabileceğini düşünüyoruz. Halkbank 2016 beklentilerimize göre, 5,1x F/K ile işlem görmekte olup, tarihsel ortalamasına göre %16 iskontolu işlem görmektedir.

Halkbank, kredi/mevduat oranı bakımından %103 ile rakipleri arasında en düşük orana sahiptir. Düşük kredi/mevduat oranı ile bankanın mevduatta ciddi rekabete girmeden kredilerde büyüme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Her ne kadar TL fonlamaya bağımlılığı en yüksek bankalardan birisi olması, artan faiz ortamında risk olsa da, düşük kredi/mevduat oranının banka için avantaj olduğunu düşünüyoruz.

Fonlama yapısı bakımından ise, Halkbank'ın mevduat dışı YP fonlama ağırlığı %17 ile rakipleri ortalaması olan %23'ün altındadır. Ayrıca, bankanın mevduat dışı yükümlülüklerinin ortalama yeniden fiyatlanma süresi 11 ay iken, diğer bankalarda bu rakam 8 aydır. Yabancı para fonlama maliyetlerinde artış beklendiği bu yılda, YP fonlama ağırlığının düşük olmasının ve yeniden fiyatlanma vadesinin daha uzun olmasının bankaya diğer bankalara göre avantaj verebileceğini düşünüyoruz.

Halkbank, 2014 yılındaki tek bir büyük kredi dışında, aktif kalitesi bakımından güçlü bir yönetim sergilediğini söyleyebiliriz. Ayrıca, yavaşlayan büyüme ortamında, bankanın takipteki kredi tahsilat performansının iyi geliştiğini düşünüyoruz. 2013 yılından beri yavaşlayan ekonomi döneminde, bankanın yeni oluşan donuk kredilerin ortalama %63'ünü tahsil edebilmiştir. Bu oran diğer bankalarda ortalama %42 seviyesinde oluşmuştur.

Halkbank 3Ç15'te 110mnTL serbest karşılığı geri çevirmiştir. Yeni sermaye yeterlilik oranı hesabında serbest karşılıkların kullanılmayacak olmasından dolayı, bankanın kalan 162mnTL'lik serbest karşılığı ya 4Ç15'te ya da 2016 yılında geri çevirip, karına katkı yapmasını bekliyoruz. Bunun dışında, geçtiğimiz sene ertelenen sigorta & emeklilik iştiraklerinin satışının 2016 yılında gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. 2016 tahminlerimize bulunmayan muhtemel iştirak satışları, şirketin karlılığını, sermaye yeterlilik oranını ve hisse performansını olumlu etkileyebilir.

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Kar (TLmn)	2,595	2,751	2,206	2,225	2,519
Net Kar Büyümesi	27%	6%	-20%	1%	13%
Net faiz marjı	5.2%	4.7%	4.2%	3.9%	3.9%
F/K (x)	4.9x	4.7x	5.8x	5.8x	5.1x
F/DD (x)	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x
Özkaynak karlılığı	25%	21%	14%	13%	13%
Temettü verimi	3.6%	2.1%	1.7%	2.6%	3.0%

Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

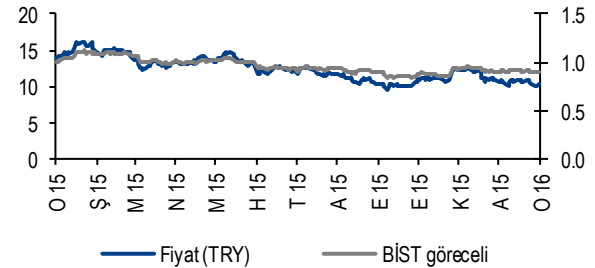
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 13,20

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Bankacılık
Bloomberg	HALKB.TI
Reuters	HALKB.IS
Piy. Değ. (TLmn)	12,800
Halka açıklık (%)	49%
Sermaye (mn)	1,250
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	202.5
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	3.39	4.38
TL	10.24	13.20
12-aylık Getiri potansiyeli		29%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	10.75	11.05	14.01
Mutlak getiri (%)	-5%	-7%	-27%
BİST göreceli getiri (%)	-2%	2%	-11%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Zümrüt Can Ambarcı

zumrut.ambarci@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9835

Gökay Böbek

gokay.bobek@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9858

Akçansa

İstikrarlı performans ve yüksek temettü beklentisi

Ana faaliyet bölgesindeki güçlü talep ortamından fayda sağlıyor...

Akçansa'yı (i) ana faaliyet bölgesi Marmara olması sebebiyle önümüzdeki dönemde yapılması planlanan büyük ölçekli altyapı projeleri ve kentsel dönüşüm programından en fazla fayda sağlayacak şirket olması, (ii) çeşitli ihracat pazarlarına sahip olduğundan, Türkiye'de yurtiçi talepte yaşabilecek olası zayıflıklardan daha az etkilenerek olması, (iii) maliyet azaltma ve verimlilik artırma çabaları ve bu amaçla yaptığı yatırımlar sonucunda yalın bir üretim yapısına ulaşması nedeniyle beğeniyoruz. Şirket ayrıca %10 temettü verimliliği ile de öne çıkmaktadır.

Altyapı projeleri Marmara Bölgesindeki talebi destekliyor... Kapasite fazlası problemi ile yüzyüze olan güney bölgelerine karşın Marmara Bölgesinde fiyatlamaya ortamının devam eden altyapı projelerinin etkisiyle 2016 yılında görece güçlü kalacağını düşünüyoruz. Marmara bölgesindeki talebin 2016 yılında Türkiye ortalaması için öngördüğümüz %1.7'nin üstünde %2.5 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

2016'da FAVÖK performansını koruyacak... Elektrik fiyatlarındaki zamma ilave olarak, çimento üreticilerinin maliyetlerinin yaklaşık %35-40'ını oluşturan petrokok fiyatlarının TL bazında artma ihtimali maliyet tarafında baskıyı artırıyor. Diğer taraftan kapasite fazlası problemi yaşanan güney bölgelere göre Marmara bölgesinde faaliyet gösteren üreticilerin potansiyel maliyet artışlarını fiyatlara daha kolay yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Akçansa'nın 2015 yılındaki güçlü FAVÖK performansını 2016 yılında da koruyacağını öngörüyoruz.

Yüksek temettü verimi beklentisi... Şirket için tahmin ettiğimiz temettü ödeme oranı %10'luk temettü verimine işaret ederken, bu rakam kapsamımızdaki hisseler arasında en yükseklerden biri olarak öne çıkıyor. Akçansa'nın son 3 senelik temettü ödeme oranının yaklaşık %90 olduğu düşünülürse, Şirket'in yüksek temettü ödeyicisi olduğunu söylemek mümkün.

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar (mn TL)	1,056	1,202	1,411	1,411	1,463
FAVÖK (mn TL)	215	269	390	409	403
Net Kar (mn TL)	120	158	249	270	263
FAVÖK Marjı (%)	20.4%	22.4%	27.6%	29.0%	27.5%
Temettü Verimi (%)	4.5%	5.9%	9.2%	9.9%	9.5%
F/K (x)	20.4	15.5	9.9	9.1	9.3
FD/FAVÖK (x)	12.3	9.8	6.8	6.5	6.6
FD/Satışlar (x)	2.5	2.2	1.9	1.9	1.8

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

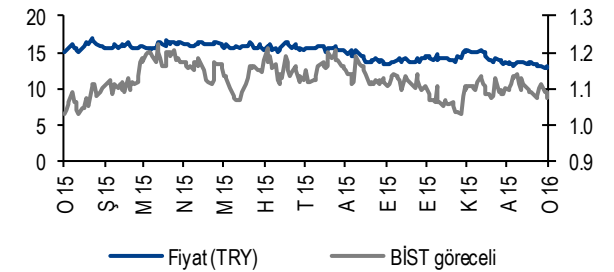
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 16,25

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Çimento
Bloomberg	AKCNS.TI
Reuters	AKCNS.IS
FD (TLmn)	2,631
Piy. Değ. (TLmn)	2,452
Halka açıklık (%)	19%
Sermaye (mn)	191
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	6.1
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	4.25	5.39
TL	12.81	16.25
12-aylık Getiri potansiyeli		27%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	13.57	14.55	14.96
Mutlak getiri (%)	-6%	-12%	-14%
BİST göreceli getiri (%)	-2%	-3%	4%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Gülçe Deniz

gulce.deniz@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9836

Artan büyüme hızı henüz fiyatlanmadı

Perakende sektöründe en beğendiğimiz hisse... Migros için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Migros'un güçlü büyüme görünümü ve sağlam operasyonel performansı göz ardı edilerek kısa döviz pozisyonları sebebiyle zayıf performans gösterdiğini düşünüyoruz. Analizlerimize göre TL'deki güçsüzlük hisse için yanlış fiyatlamaya yol açabileceğinden şu anki fiyatları alım fırsatı olarak görüyoruz.

TL'deki Değer Kaybının Migros üzerindeki gerçek etkisi... Migros EUR370mn'luk banka kredisi sebebiyle bilançosunda yüksek oranda Euro kısa pozisyonu bulunduruyor. Tahminlerimize göre TL'nin Euro karşısında %10 değer kaybetmesi şirketin net karından TL200mn düşürürken, bizim tahminlerimize göre TL'deki değer kaybının uzun vadede devam etmesi durumunda değerlemesi üzerinde 206mn TL'lik (şirket değerinin %5.6'sı) bir etkisi oluyor. Ancak, MGROS 2015 yılında TL'nin Euro karşısındaki %25 değer kaybına karşılık %23 oranında düşüş kaydetti.

Orta vadede pazar payı büyümeye devam edecek... Migros Türkiye'nin en büyük süper market zinciri olarak hem Türk perakende sektöründe hem de organize perakendeciler arasında pazar payını arttırmaktadır. Şirket son üç sene içinde taze ürünler ve özel marka ürünlere ağırlık verdi ve bu stratejisinin meyvelerini orta-vadede almaya başlayacak. Bize göre, taze ürünler ve özel marka ürünler indirim mağazaları ve organize olmayan perakendeciler ile rekabet edebilmesini sağlıyor. Migros'un satış büyümesinin orta-vadede sektör ortalamasının üzerinde olmasını bekliyoruz.

Güçlü Operasyonel Performansı Göz Ardı Ediliyor... Migros 2015'te yeni mağaza açılışlarına hız verdi. Son 4 çeyrekte 220 yeni mağaza açarken son beş yılın ortalaması 117 seviyesindeydi. Yeni mağaza açılışları ve enflasyon sebebiyle önümüzdeki üç sene içerisinde ciroda %16 YBBO bekliyoruz. FAVÖK marjının da orta-vadede yatay seyretmesini ve son üç yıldaki %9'luk YBBO'ya karşılık güçlü FAVÖK büyümesi bekliyoruz.

Cazip Değerleme... Tarihi ortalaması %9 büyüme olan FAVÖK'te son dönemde görülen artışa rağmen, MGROS ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanının tarihi düşüğüne yakın seviyede fiyatlanıyor. İNA metodu ile belirlediğimiz hedef fiyatımız %26'lık bir yukarı potansiyele işaret ediyor.

Endeks Üzeri Getiri

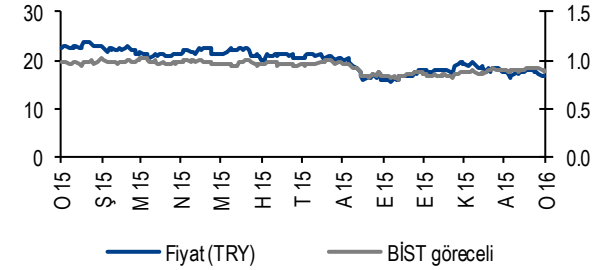
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 21,0

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Perakende
Bloomberg	MGROS TI
Reuters	MGROS.IS
FD (TLmn)	4,672
Piy.Değ. (TLmn)	2,959
Halka açıklık (%)	19%
Sermaye (mn)	178
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	4.2
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	5.51	6.96
TL	16.62	21.00
12-aylık Getiri potansiyeli		26%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	17.72	18.05	22.55
Mutlak getiri (%)	-6%	-8%	-26%
BİST göreceli getiri (%)	-3%	1%	-11%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Akif Daşiran

akif.dasiran@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9839

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar (mn TL)	6,482	7,127	8,123	9,415	10,921
FAVÖK (mn TL)	401	435	490	562	658
Net Kar (mn TL)	88	-463	99	-224	-27
FAVÖK Marjı (%)	6.2%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
Temettü Verimi (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
F/K (x)	33.6	-6.4	30.0	a.d.	a.d.
FD/FAVÖK (x)	11.7	10.7	9.5	8.3	7.1
FD/Satışlar (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Tofaş

Eşsiz iş modeli büyümeyi garantiliyor

Hedef fiyatımızı hisse başına TRY24 olarak (önceki TRY18.85) ve tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri olarak değiştiriyoruz. Tofaş'ın defansif iş yapısı ve cazip büyüme potansiyeli nedeniyle tavsiyemizi EÜG olarak değiştirdik. Şirketin 2016 yılında büyük yatırımlarını tamamlamış olmasıyla yeni bir büyüme trendine gireceğini tahmin ediyoruz. Egea modelinin sedan versiyonunun başarılı lansmanının ardından 2016 yılında 2 yeni versyonu daha piyasaya sunulacak. Pazar payı artışı, güçlü finansal sonuçlar, yeni modellerle ilgili gelişmeler ve yüksek temettü veriminin 2016 yılında hisse için potansiyel katalistler olduğunu düşünüyoruz.

Hem defansif hem hızlı büyüyor. Tofaş'ın ihracat kanalında al ya da öde kapsamındaki kontratları şirketin finansal sonuçlarını talepteki olası dalgalanmalara karşı korumaktadır. Ayrıca ihracat kanalında fiyatların maliyet üzeri sabit marj üzerinden hesaplanması şirketi maliyet tarafındaki dalgalanmalara karşı da korumaktadır.

Yeni modeller VAFÖK artışını hızlandıracak. Tofaş'ın 2016'da Egea modelinin hatchback ve stationwagon versiyonlarını da piyasaya sunmasıyla satış adetlerinin %18, gelirlerin %29 artacağını tahmin ediyoruz. Karlılıktaki artışla birlikte VAFÖK'ün önümüzdeki 3 yıl içinde %22 YBBO ile artacağını tahmin ediyoruz.

Cazip fiyatlama. Şirket yüksek büyüme trendine girmiş olmasına rağmen mevcut değerleme çarpanları geçmiş yıl ortalamalarına yakın seyretmektedir. Şirketin 2016 yılında hisse başına TRY0.99 nakit temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Bu da %5 temettü verimine işaret etmektedir.

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar (mn TL)	6,705	7,038	7,440	9,742	12,534
FAVÖK (mn TL)	827	811	832	1,084	1,396
Net Kar (mn TL)	442	434	574	826	864
FAVÖK Marjı (%)	12.3%	11.5%	11.2%	11.1%	11.1%
Temettü Verimi (%)	4.9%	3.3%	4.9%	5.0%	6.2%
F/K (x)	22.2	22.6	17.1	11.9	11.4
FD/FAVÖK (x)	14.0	14.3	13.9	10.7	8.3
FD/Satışlar (x)	1.7	1.6	1.6	1.2	0.9

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endekse Paralel Getiri)

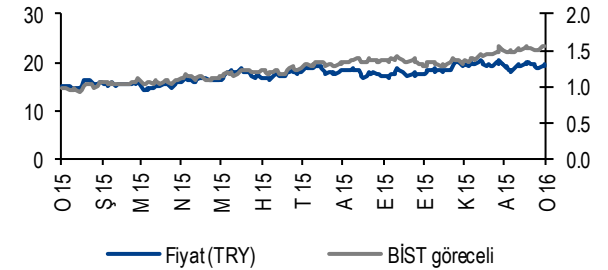
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 24,0

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Otomotiv
Bloomberg	TOASO TI
Reuters	TOASO.IS
FD (TLmn)	11,595
Piy.Değ. (TLmn)	9,835
Halka açıklık (%)	24%
Sermaye (mn)	500
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	18.7
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	6.52	7.96
TL	19.67	24.00
12-aylık Getiri potansiyeli		22%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	19.50	17.55	15.02
Mutlak getiri (%)	1%	12%	31%
BİST göreceli getiri (%)	4%	23%	59%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Akif Daşiran

akif.dasiran@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9839

Tüpraş

Fuel-oil Dönüşüm Projesi ile güçlü görünüm

Tüpraş'ı (i) fuel-oil dönüşüm projesinin 2016'da ürün rasyolarında beklenen normalleşmenin Şirket'in rafineri marjındaki etkisini en aza indireceği ve (ii) projenin tamamlanmasıyla nakit akımında beklenen artışın gelecek dönemlerde yüksek temettü ödemeleri getireceği beklentisiyle beğeniyoruz. Tüpraş'ın operasyonel performansı açısından yurtiçi piyasalardaki belirsizliklerden sınırlı miktarda etkileniyor olması sebebiyle de defansif yapıda bir hisse olduğunu düşünüyoruz.

Fuel-oil dönüşüm projesi ile güçlenen gelir görünümü... Fuel-oil dönüşüm projesi Tüpraş'ın (i) ürün sepetini katma değerli ürünlerin payını arttırmasını (ii) siyah ürün talebinin kapasite kullanım oranında yarattığı mevsimsel dalgalanmaları kontrol altına almasını ve (iii) karlılık optimizasyonu amacıyla rafinerilerin kapasite kullanım oranını arttırabilmesini sağlayacaktır. Projeksiyonlarımıza göre fuel-oil dönüşüm projesinin Tüpraş'ın net rafineri marjına yıllık \$1.7/bbl ve FAVÖK rakamına ise yıllık 550mn dolar net katkı sağlayacağını hesaplıyoruz.

Fuel-oil dönüşüm projesi 2016'da ürün rasyonlarında beklenen normalleşmenin negatif etkisini azaltacak... Rafineri marjlarında görünen zirve seviyelerinin geride kaldığını düşünüyor olsak da, düşük hampetrol fiyatlarının da etkisiyle Akdeniz rafineri marjının 2016'da önceki yıllarda görülen zayıf seviyelerin üzerinde, \$3.8/bbl seviyesinde kalacağını düşünüyoruz. 2016 yılında tam yıl etkisinin gözlemleneceği fuel-oil dönüşüm projesinin katkısıyla Tüpraş net rafineri marjında ise benzer bir baskı öngörmüyoruz. Tüpraş'ın FAVÖK performansının 2016'da 1.3 milyar dolar seviyesine ulaşırken net rafineri marjının ise \$6/bbl üzerinde kalmasını bekliyoruz.

Nakit akımında güçlü iyileşme... Fuel-oil dönüşüm projesinin tamamlanması ile sağlanacak olan güçlü FAVÖK performansı ile Şirket'in serbest nakit akımında (SNA) güçlü iyileşme öngörüyoruz. 2016-2018 seneleri arasında Tüpraş'ın %12-13 civarında SNA getirisi ve %9-10 seviyelerinde temettü getirisine ulaşmasını bekliyoruz. Şirket'in 2015 yıl sonu sonuçlarına ilişkin olarak yaklaşık 1.1 milyar TL brüt nakit temettü (%6'lık temettü getirisi) dağıtmasını bekliyoruz.

Riskler... (i) Küresel talep görünümündeki farklılıklar ve Çin ekonomisinde beklenenden sert yavaşlama rafineri karlılıkları için önemli riskler arasında. Ayrıca (ii) Avrupa, Hindistan ve özellikle Suudi Arabistan'daki motorin üretimi odaklı kapasite artışının getireceği rekabet ve (iii) küresel bazda yüksek seviyelere ulaşan benzin ve motorin stokları ürün rasyoları ve rafineri marjları üzerindeki önemli riskler arasındadır.

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar (mn TL)	42,437	41,078	39,723	36,871	46,217
FAVÖK (mn TL)	1,247	1,014	789	3,346	4,176
Net Kar (mn TL)	1,464	1,197	1,459	2,163	2,535
FAVÖK Marjı (%)	2.9%	2.5%	2.0%	9.1%	9.0%
Temettü Verimi (%)	5.1%	2.1%	0.0%	6.1%	8.9%
F/K (x)	12.9	15.8	13.0	8.8	7.5
FD/FAVÖK (x)	21.9	27.0	34.7	8.2	6.6
FD/Satışlar (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

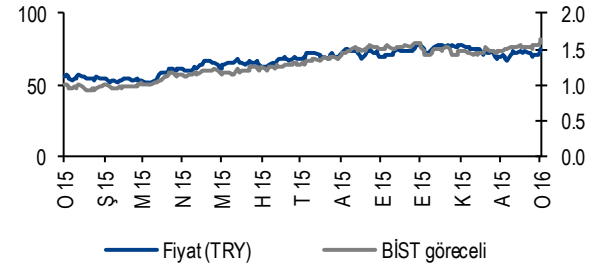
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 93.10

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Petrol Ve Petrol Ürünleri
Bloomberg	TUPRS TI
Reuters	TUPRS.IS
FD (TLmn)	27,306
Piy. Değ. (TLmn)	18,944
Halka açıklık (%)	49%
Sermaye (mn)	250
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	69.9
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	25.08	30.86
TL	75.65	93.10
12-aylık Getiri potansiyeli		23%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	69.80	77.30	56.40
Mutlak getiri (%)	8%	-2%	34%
BİST göreceli getiri (%)	12%	8%	63%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Gülçe Deniz

gulce.deniz@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9836

Turkcell

Haksız yere cezalandırıldı

Mevcut fiyat seviyeleri alım fırsatı. Turkcell hisse fiyatı Alfa Telekom'un 7 Eylül 2015'te Rekabet Kurumu'na beklenmedik başvurusu ve 4.5G lisans ödemeleri nedeniyle son 4 ayda BIST-100'ün %10 altında performans gösterdi. Şirketin yüksek borçlanma kabiliyeti ve Rusya Türkiye ilişkilerinin Turkcell yönetimine olası etkilerinin henüz dikkate alınmadığını ve mevcut fiyat seviyelerinin alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz. Alfa'nın Turkcell yönetimini ele geçirmesi için öncelikle Türk otoritelerinin onayını alması gerekmektedir. Mevcut ilişkileri göz önünde bulundurarak şu an böyle bir ihtimalin olduğunu düşünmüyoruz.

Orta vade için daha iyimser tahminler. Turkcell 2015 yılında beklenen %6'lık ciro artışına karşın önümüzdeki 3 yıl içinde %10-14 arası YBBO beklemektedir. 4G sayesinde %25 YBBO ile artması beklenen mobil veri gelirlerindeki artış, ciro artışının temel nedeni konumundadır. 4G ile birlikte sektörde fiyat rekabetinin yumuşaması beklenmektedir. Sektör lideri olan Turkcell'in bu durumdan en çok faydalanacak şirket olmasını bekliyoruz.

Bilanço optimizasyonu borçlanma kabiliyetini arttıracak. Turkcell 4G lisans ücreti için önümüzdeki 2 yıl içinde toplam EUR1.6mr (+KDV) ödeyecek. Turkcell ihaleden önce borçsuz bir şirket olduğu için (3Ç15 itibarıyla TRY436mn net nakit pozisyonu) ve yeni kurulacak tüketici finansmanı şirketinin bilançosu hafifletici etkisi nedeniyle şirketin borçlanma kabiliyetinin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Bizim tahminimize göre cihaz kampanyaları nedeniyle şirketin bilançosunda TRY4mr civarında ticari alacak bulunmaktadır.

Cazip fiyatlama. Turkcell'in hızlanan gelir artışına rağmen değerlendirme çarpanları tarihi diptere yakın seyretmektedir. Bloomberg konsensusa göre şirket 9.7x 2015T F/K çarpanında işlem görürken geçmiş yıl ortalaması 11.7x seviyesindedir. Ayrıca 4.7x 2015T FD/FAFÖK çarpanından işlem gören hissenin geçmiş yıl ortalaması 6.2x seviyesindedir. 2016 yılında hisse başına TRY0.43 nakit temettü beklediğimiz hisse için temettü verimi %4.3 seviyesindedir.

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar (mn TL)	10,507	11,408	12,044	12,916	14,188
FAVÖK (mn TL)	3,247	3,549	3,761	4,066	4,461
Net Kar (mn TL)	2,083	2,330	1,867	1,873	1,892
FAVÖK Marjı (%)	30.9%	31.1%	31.2%	31.5%	31.4%
Temettü Verimi (%)	0.0%	0.0%	17.9%	4.3%	4.3%
F/K (x)	10.5	9.4	11.7	11.7	11.6
FD/FAVÖK (x)	6.6	6.1	5.7	5.3	4.8
FD/Satışlar (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Endeks Üzeri Getiri

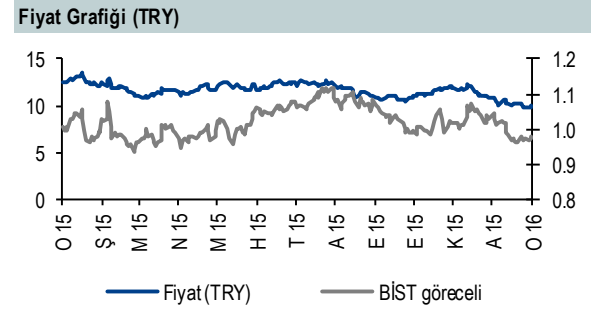
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

12 Aylık Hedef Fiyat: TL 13,00

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	İletişim
Bloomberg	TCELL TI
Reuters	TCELL.IS
FD (TLmn)	21,432
Piy.Değ. (TLmn)	21,868
Halka açıklık (%)	35%
Sermaye (mn)	2,200
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	46.8
BIST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	3.29	4.31
TL	9.94	13.00
12-aylık Getiri potansiyeli		31%
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BIST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	10.87	11.15	12.41
Mutlak getiri (%)	-9%	-11%	-20%
BİST göreceli getiri (%)	-5%	-2%	-3%



Kaynak: BIST-100, Yatırım Finansman

Akif Daşiran

akif.dasiran@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9839

Türk Hava Yolları

Düşük petrol fiyatları karlılığı destekliyor

Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin orta ve uzun vadedeki yüksek büyüme hedefleri dahilinde uzun vadeli uçak alım kontratları güçlü büyüme potansiyeline işaret etmektedir. 3. Havalimanı gibi altyapı projelerinin tamamlanmasının ardından şirketin uzun vadeli büyümesinin de ivmeleneyeceğini bekliyoruz. 2015 F/K bazında, benzer şirketlere göre %16 iskontolu işlem gören şirketin uzun vadeli büyüme potansiyelinin henüz fiyatlara yansımadığını düşünüyoruz.

Yüksek kapasite artışı büyüme destekleyecek. THY filosuna 2016 yılında 32 yeni uçak eklemeyi planlamaktadır. Böylece koltuk kapasitesinin %12 artması beklenmektedir. 2016 yılında AKK'da %13.4 büyüme ve doluluk oranında 30bp daralma ile ÜYK'da %13 artış bekliyoruz. Atatürk Havalimanındaki kapasite artışının şirketin hem büyümesini destekleyeceğini hem de Sabiha Gökçen'deki rekabetin yumuşamasını sağlayacağını düşünüyoruz. Yine de km başına bilet fiyatlarının düşen petrol fiyatları nedeniyle dolar bazında %5 daralacağını tahmin ediyoruz. Böylece gelirlerin dolar bazında %8 artacağını, VAFÖK'ün de buna paralel %8 artacağını tahmin ediyoruz. VAFÖK tahminimiz 2016'da TL bazında %28 artışa işaret etmektedir.

Altyapı yatırımları büyüme destekliyor. Atatürk ve Sabiha Gökçen Havalimanlarında devam eden yatırımlarla birlikte İstanbul havalimanlarında yolcu kapasitesi 2 yıl içinde %42 artışla 135mn'a ulaşacak. Yeni havalimanının 90mn kapasiteli ilk etabının 2018 yılında devreye girmesine kadar mevcut yatırımlar kapasite problemi yaşanmamasını sağlayacak. 3. Havalimanı'nın diğer etaplarının ise uzun vadede artan büyüme mümkün kılacağını bekliyoruz.

Mevcut fiyat oldukça cazip. THYAO Bloomberg konsensusa göre dip çarpanlara yakın işlem görmektedir. Şu anda 5.7x 2015T F/K çarpanında işlem gören hissenin geçmiş yıl ortalaması 8.0x seviyesindedir. İNA ve benzer şirket analizlerine yarı yarıya ağırlık vererek elde ettiğimiz hisse başına 11.0 TL 12 aylık hedef fiyatımız hisse için %23 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

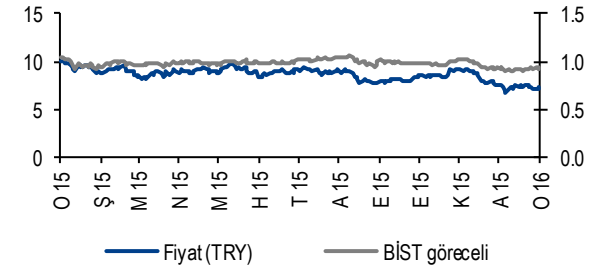
12 Aylık Hedef Fiyat: TL 9,00

İşlem Verisi	07.01.2016
Sektör	Hava Yolları Ve Hizmetleri
Bloomberg	THYAO.TI
Reuters	THYAO.IS
FD (TLmn)	29,523
Piy. Değ. (TLmn)	10,102
Halka açıklık (%)	50%
Sermaye (mn)	1,380
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	533.1
BİST-100 (TL)	71,496

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	2.43	2.98
TL	7.32	9.00
12-aylık Getiri potansiyeli		23%
Tavsiye		Endeks Üzeri Getiri

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BİST 100	73,909	78,698	86,777
Hisse fiyatı	7.63	8.48	10.05
Mutlak getiri (%)	-4%	-14%	-27%
BİST göreceli getiri (%)	-1%	-5%	-12%

Fiyat Grafiği (TRY)



Kaynak: BİST-100, Yatırım Finansman

Özet Finansallar & Göstergeler	2012	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar (mn TL)	14,762	18,777	24,158	29,154	36,920
FAVÖK (mn TL)	2,115	2,330	2,910	4,381	5,600
Net Kar (mn TL)	1,156	683	1,819	2,390	2,040
FAVÖK Marjı (%)	14.3%	12.4%	12.0%	15.0%	15.2%
Temettü Verimi (%)	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
F/K (x)	8.7	14.8	5.6	4.2	5.0
FD/FAVÖK (x)	14.0	12.7	10.1	6.7	5.3
FD/Satışlar (x)	2.0	1.6	1.2	1.0	0.8

Kaynak: Şirket, YF Tahminleri

Akif Daşiran

akif.dasiran@yf.com.tr

Tel: 90 212 334 9839

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

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta 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, 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 e-posta 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. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy
Hakan Tezcan

Koordinatör
Koordinatör

levent.durusoy@yf.com.tr
hakan.tezcan@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 33
+90 (212) 317 68 16

Araştırma Bölümü

Zümrüt Can Ambarcı
Can Uz

Müdür
Ekonomist

zumrut.ambarci@yf.com.tr
can.uz@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 35
+90 (212) 334 98 37

İşlem Aracılığı Bölümü

Dr. Nuri Sevgen

Müdür

nuri.sevgen@yf.com.tr

+90 (212) 317 68 62

Strateji Birimi

Göksel Tekiner
Kemal Ozan Sayın

Müdür Yrd.
Kıdemli Uzman

goksel.tekiner@yf.com.tr
ozan.sayin@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 44
+90 (212) 334 98 70

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş

Müdür

pervin.bakankus@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 61

Yurtiçi Satış ve Yatırım Danışmanlığı Bölümü

İnciser Deniz

Müdür

inciser.deniz@yf.com.tr

+90 (212) 317 68 85

Şubelerimiz

Genel Müdürlük +90 (212) 317 69 00
Adana +90 (322) 458 77 55
Ankara +90 (312) 417 30 46
Ataşehir +90 (216) 386 74 00
Bursa +90 (224) 224 47 47
İzmir +90 (232) 441 80 72
Konya +90 (332) 237 76 77

Merkez +90 (212) 263 00 24
Antalya +90 (242) 243 02 01
Bakırköy +90 (212) 543 05 04
Fındıklı +90 (212) 334 98 00
Çiftehavuzlar +90 (216) 302 88 00
Samsun +90 (362) 431 46 71
İzmit +90 (262) 325 40 30