2016 Yılı Strateji Sunumu

«Ayrışmaların ve Yol Ayrımlarının Yılı 2016»

12 Ocak 2016

Yönetici Özeti

2016'nın hikâyesi ABD ve İngiltere'nin Euro Bölgesi ve Japonya'dan ayrışması

2015 sonunda ilk faiz artışını gerçekleştiren Fed ve 2016 yılının ikinci yarısında sıkılaştırıcı önlemleri devreye alması beklenen İngiltere 2008 sonrası yaşanan olağanüstü süreçten çıkarak normalleşme sürecine adım atan ilk ülkeler olarak kayda geçecek. Fed üyelerinin faiz tahminleri 2016 yılında 100 baz puanlık bir faiz artışını daha işaret etse de, biz faiz artışının daha ılımlı olacağını 50 ya da 75 baz puanda kalacağını düşünüyoruz. İngiltere'nin ise 2016'nın ikinci yarısında küçük bir adımla faiz artışına başlayacağını tahmin ediyoruz. Bu iki ülkedeki normalleşme sürecine karşın %2'lik enflasyon hedefine 2015'ten sonra 2016 ve 2017'de de ulaşma ihtimali zor görünen Euro Bölgesi ile Japonya'nın genişleme süreci devam edecek. Büyüme tarafında ise tüm dünyada ılımlı seyir devamı bekleniyor. Gelişmiş ekonomilerin %2,2 gelişmekte olan ekonomilerin %4,5 civarında bir büyüme sergilemesini beklediğimiz 2016'da Türkiye ekonomisinin %3,5 ile 2012'den sonraki süreçte olduğu gibi gelişmekte olan ülkeler ortalamasının altında bir büyüme sergilemesini bekliyoruz. Yıla kötü bir başlangıç yapılmasına neden olan Çin'de ise hisse senedi piyasalarında ve yuanda, sene içinde yaşanacak yeni türbülanslarla, mevcut değerlerin altında yeni bir denge oluşacağını düşünüyoruz.

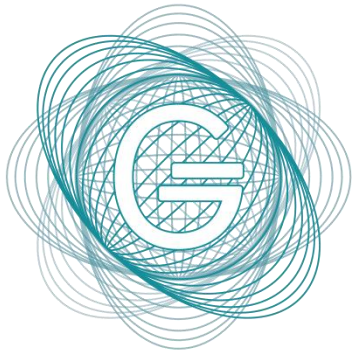
Detaylar: 5.-18. sayfalarda

Sihirli Sözcük "Büyüme" mi "Fiyat İstikrarı" mı olacak?

Gelişmiş ekonomilerde hedeflerin çok altında kalan enflasyon problem olurken, Türkiye açık enflasyon hedefine geçtikten sonra koyduğu hedeflerin çok üzerinde enflasyon rakamları ile yılı kapatıyor. 2016 yılına, asgari ücret zammı, kurlardaki değerlenme süreci, sene başında belirli ürün gruplarına yapılan zamlar gibi enflasyonu artıracak değişikliklerle girildi. Enflasyondaki bu yüksek rakamlar büyüme yanlısı politikaların önünü tıkayan en önemli etken. Bu tablo Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler ortalamasının altındaki mevcut büyüme oranlarını kabul etmekle, enflasyonun yeniden çift hanelere çıkması arasında tercih yapmak durumunda bırakıyor. 2016 yılında bu konuda izlenecek politikalar, hem makro verilerdeki hem de piyasalardaki seyri belirleyecek. Biz izlenen para ve maliye politikalarında önemli bir yapısal değişim yaşanmaz ise 2016 yılının %3,5 büyüme ve %7,5 - %8,00 aralığında bir enflasyon ile tamamlanmasını bekliyoruz. Bahsettiğimiz bu büyüme oranı ve kurlarda beklediğimiz sınırlı yükselişin de desteğiyle cari açığın 2015 yılına yakın bir rakam olan 37 milyar dolar civarında kalmasını bekliyoruz.

Detaylar: 19.-38. sayfalarda

Yönetici Özeti



Para politikasında sadeleşme belirsizliğini koruyor

TCMB'nin 2015 sonlarında ifade ettiği sadeleşme sürecinde küçük çaplı adımlar atılmış olsa da faizler tarafında alınacak aksiyonlar 2016'ya kaldı. Bahsi geçen sadeleşme sürecinde faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilerek ve daraltılması başta olmak üzere döviz kuru oynaklığını azaltmak ve finansal sistemin ihtiyaç duyabileceği döviz likiditesini sağlamaya yönelik önlemler alınması planlanıyor. Faiz koridorundaki daraltmanın nasıl yapılacağı küresel piyasalardaki gelişmelere bağlı olacak. Piyasada bu sürecin politika faizinde artış getireceği beklentisi oldukça kuvvetli. Bizim beklentimiz de 2016 yılsonunda TCMB bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının %8,75'e çıkması yönünde.

Detaylar: 39.-46. sayfalarda

En güçlü hikayemiz düşük çarpanlar

2013 yılında BIST'te görülen zirvelerin ardından ekonomi yavaş da olsa büyümesini devam ettirdi. Bu üç yıllık dönemdeki yıllık ortalama %8 enflasyonu da göz önünde bulundurduğumuzda, BIST'in yeni rekorlar kırması şaşırtıcı olmayacaktı ancak başta küresel gelişmeler ve ardından içeriye yönelik siyasi ve jeopolitik riskler bu zirvelerin görülmesini engelledi. BIST'te zirvelerin sınırlayan bu süreçler ile dipleri sınırlayan düşük çarpanlar gerçeği yıl içi dalga boylarının da azalmasını sağladı. Bu sıkışma piyasa çarpanlarının yıl içinde aldığı değerlere de yansıdı. BIST 100 bu dönemde kabaca 8,50 ile 11 aralığındaki fiyat/kazanç oranı ve 1,15 ile 1,65 aralığında piyasa değeri/defter değeri aralığında dalgalandı. Biz 2016'da da buna benzer bir sürecin tekrarlanmasını bekliyoruz. Yıl içinde BIST 100'de baz senaryomuzu 65,000-92,000 aralığında olacak bir dalgalanma üzerine kurguluyoruz. Kurlar tarafında ise TL'nin değer kaybının 2015'e göre çok daha sınırlı olsa da devam edeceğini, dolar/TL'de 2016 ortalamasının 3,10-315 TL aralığında oluşacağını tahmin ediyoruz.

Detaylar: 47.-70. sayfalarda

Yönetici Özeti

2015'te ayakta kalanlar 2016'nın da gözdeleri olacak

BIST'te en yüksek ağırlığa sahip olan bankacılık sektöründeki karlılık düşüşü, sektördeki hisselerle birlikte BIST 100'ün de zayıf bir yıl geçirmesinin ana nedeni. Düzenleyici kurumlar tarafından bu gidişatı tersine çevirecek bir düzenleme yapılmaz ise düşük karlılık ve buna bağlı düşük hisse fiyatları 2016'da da devam edecek. 2016'ya girerken sektörde %18 civarı bir karlılık artışı beklentisi olsa da özellikle uygulanmaya geçmesi beklenen BASEL 3 kriterlerinin de getireceği negatif etkiyle biz bu rakamı aşırı iyimser olarak değerlendiriyoruz. 2016'da otomotiv, beyaz eşya, gayrimenkul yatırım ortaklıkları (vergisel yükler getirilmezse), petrokimya sektörlerinin pozitif görünümlerini devam ettirmelerini bekliyoruz. Bunun yanında son üç yıldır kurlardaki artış nedeniyle çok zor yıllar geçiren enerji sektörü de TL'deki değer kaybı beklediğimiz gibi yavaşlarsa az da olsa nefes alma fırsatı bulabilir. Uzun zamandır küresel piyasalardaki düşük fiyatlar ve ucuz ithal ürünlerin baskısında bulunan demir-çelik ve çam sektörü içinse yıl içinde hükümet tarafından gündeme getirilebilecek düzenlemeler takip edilecek. Aksi takdirde 2015'in ardından 2016'da da bu sektörlerdeki zayıf görünüm devam edebilir. Sektörlere yönelik beklentilerimizi paylaşmamıza karşın her sektörün içinde iyi ve kötü şirketler olabileceği göz önünde bulundurulmalı. Bu çalışmanın devamında araştırma ve yatırım danışmanlığı birimleri olarak 2016 yılı için takibimizde olan bazı hisseleri de sizlerle paylaştık.

Detaylar: 71.-105. sayfalarda

2016 yılının ülkemiz ve yatırımcılarımız için çok daha iyi bir yıl olmasını temenni ediyoruz.

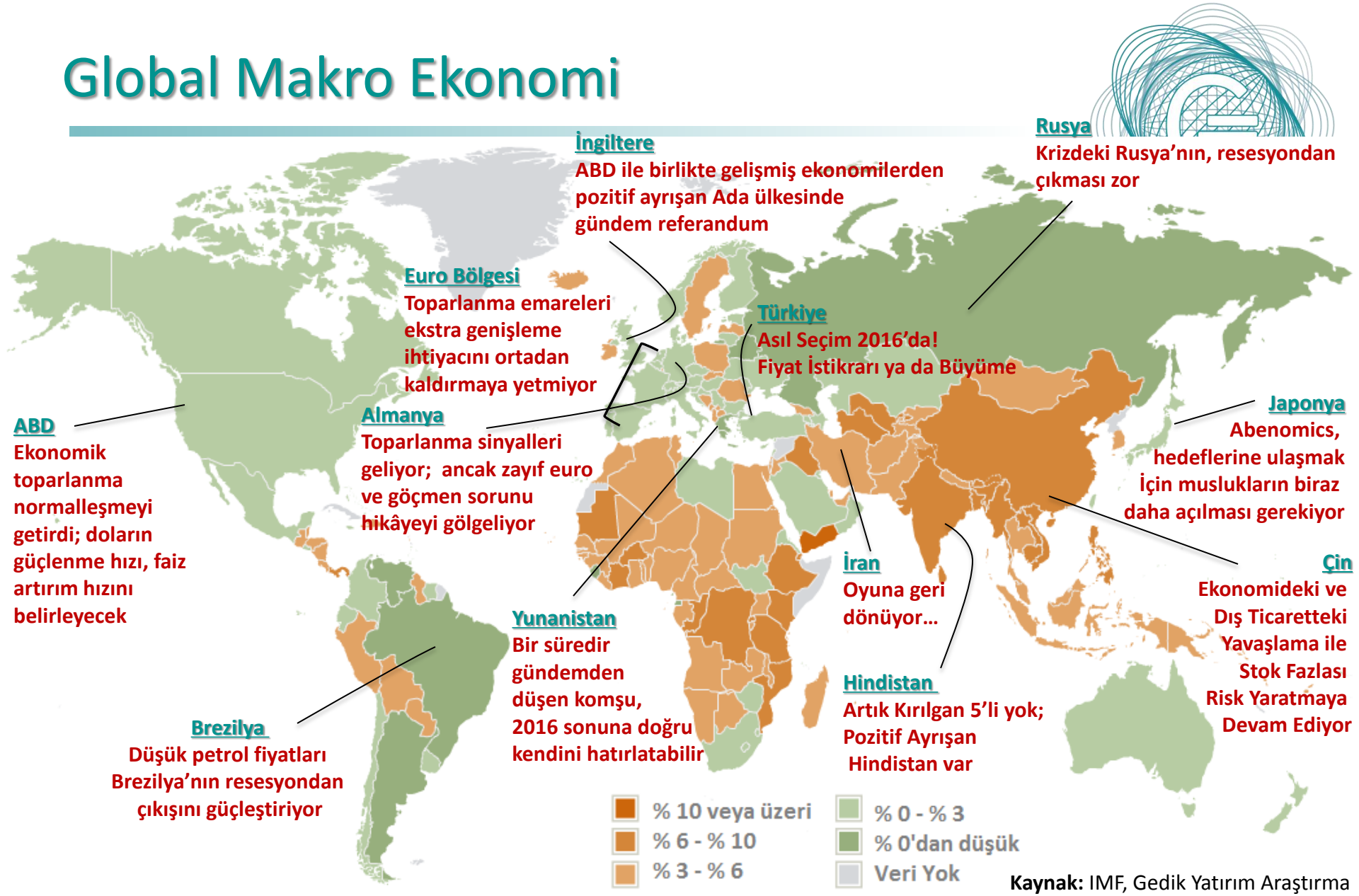
Saygılarımızla

Global Makro Ekonomi

Global Makro Ekonomi

- 2016 Ayrışmaların Yılı Olacak
  - **Para Politikasında Ayrışma**
    - Fed – BoE ←→ ECB – BoJ
  - **Gelişmiş Ekonomilerde Ayrışma**
    - Toparlanıp Normalleşmeye Geçecekler: ABD, İngiltere
    - Toparlanmaya Çalışıp Genişlemeye Devam Edecekler: Euro Bölgesi, Japonya
      - Zayıf Euro, Euro Bölgesi'nin Almanya ve Diğerleri olarak ayrışmasına neden olacak
  - **Gelişmekte Olan Ülkelerde Ayrışma**
    - Artık Kırılgan Beşli diye bir kavram yok; pozitif ve negatif ayrışacaklar var
      - Çin'in tedarikçisi ve Petrol İhracatçısı Olanlar
      - Hindistan ve Petrol İthalatçısı Olanlar
  - **Türkiye Makroekonomik Yol Ayrımında**
    - Fiyat İstikrarı ←→ Büyüme

Global Makro Ekonomi

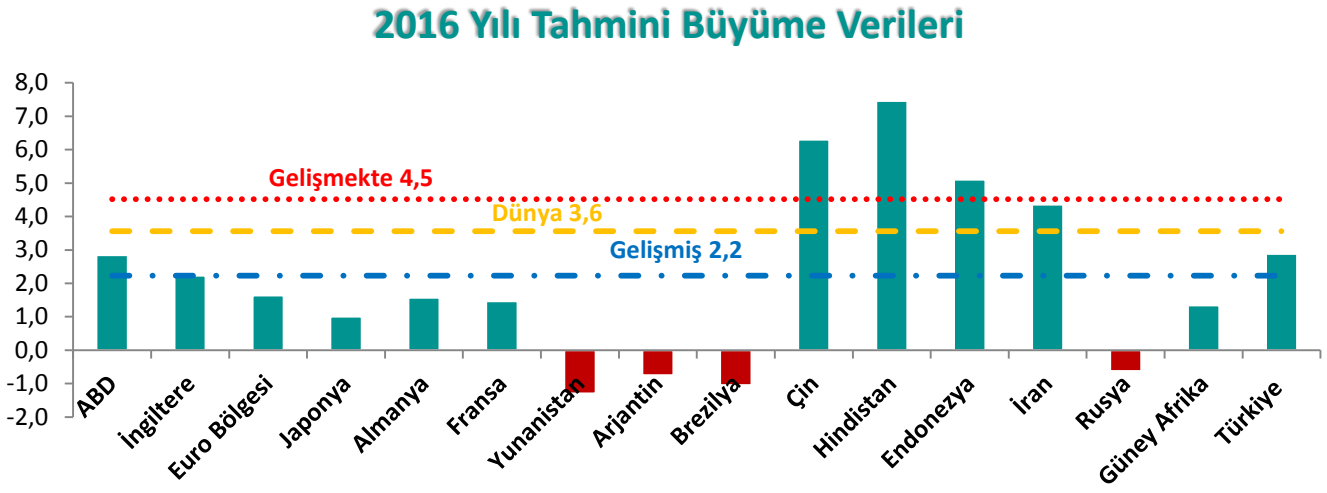


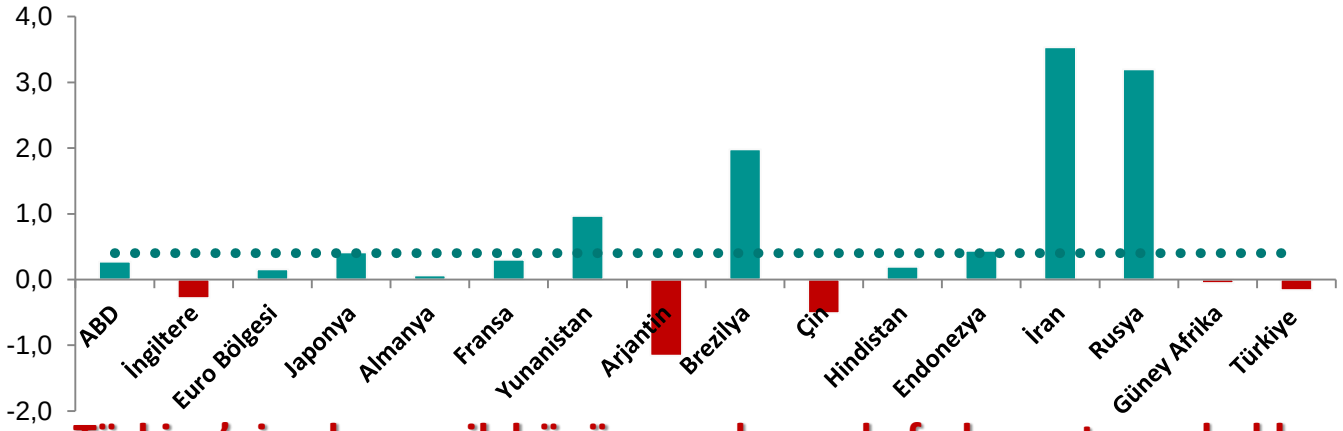
Kaynak: IMF, Gedik Yatırım Araştırma

Gedikyatırım

2016 yılının hikâyesini ABD & İngiltere ile Euro Bölgesi & Japonya ayrışması belirleyecek

Global Makro Ekonomi



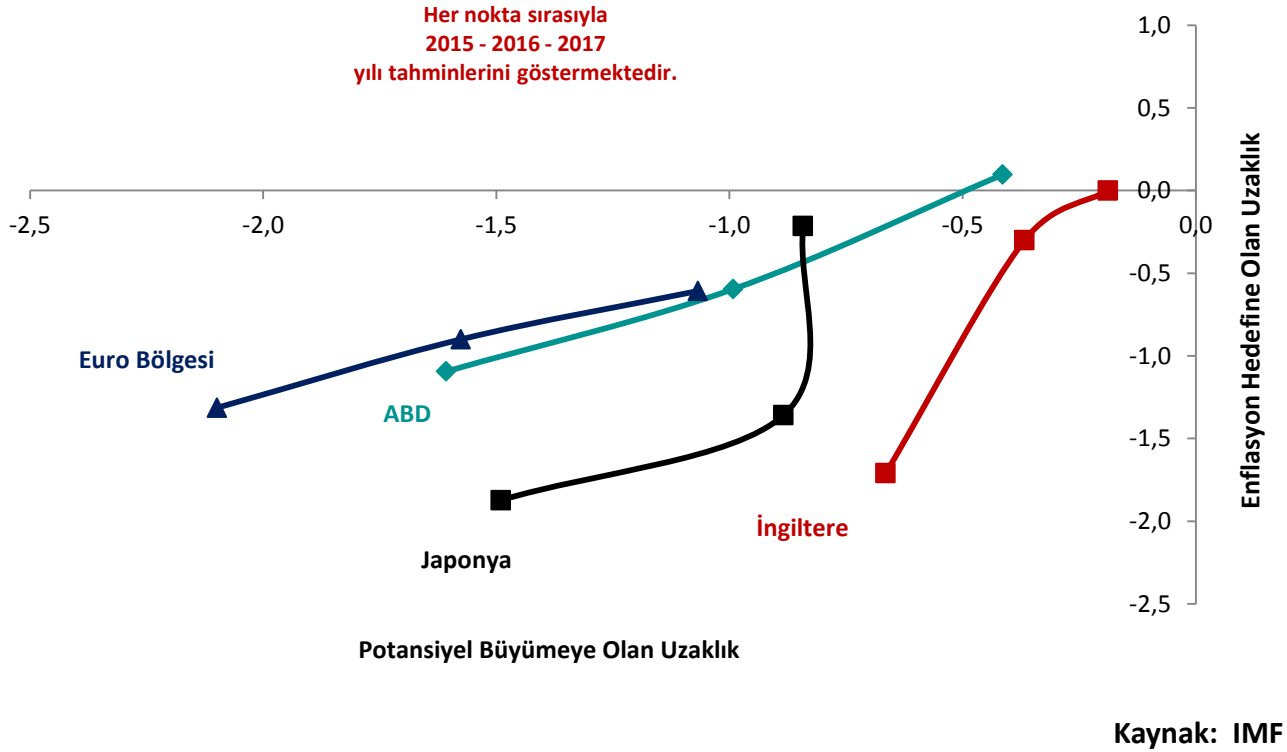


Küresel büyüme oranında ılımlı bir iyileşme beklenirken; pozitif ve negatif ayrışan ülkeler farklı hikâyeler yaratabilir

Türkiye'nin ekonomik büyüme anlamında fark yaratması beklenmiyor

Global Makro Ekonomi

Merkez Bankaları Hedeflerine Ne Kadar Yakın?

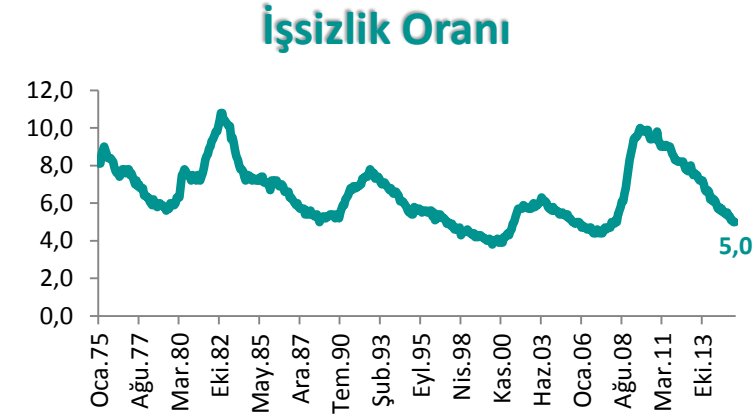


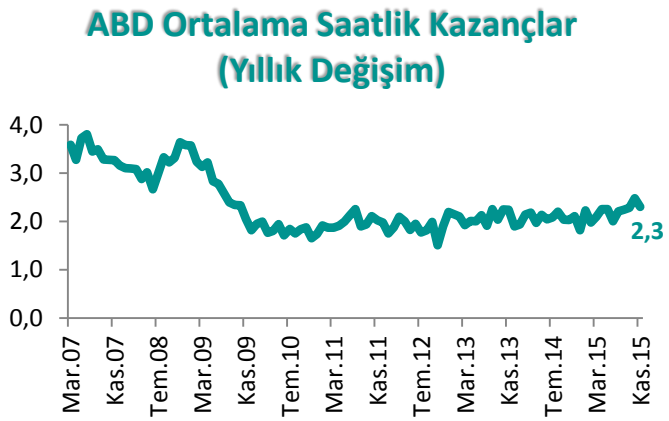
Kaynak: IMF

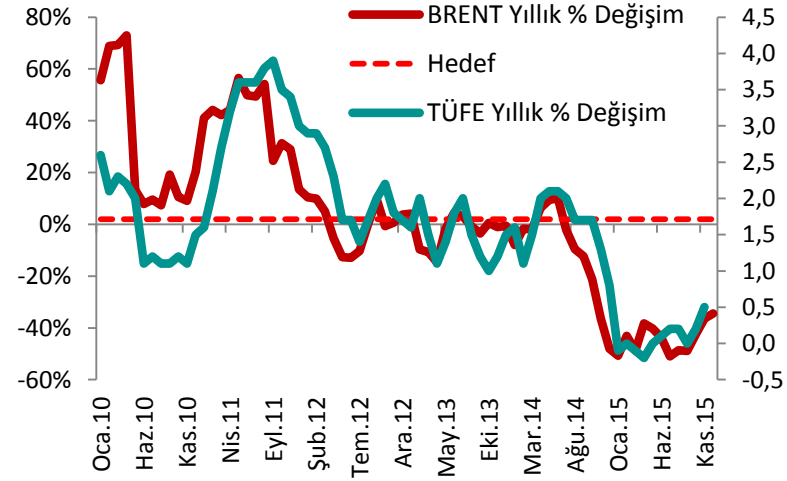
Euro Bölgesi ve Japonya'nın hedeflerine ulaşmak için ekstra genişleme adımlarına ihtiyacı var

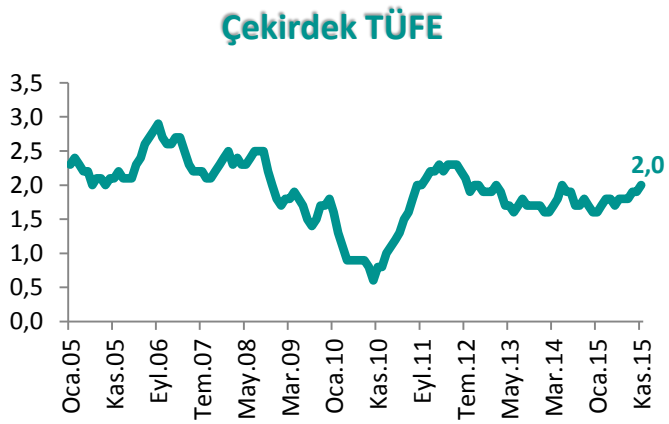
ABD ve İngiltere hedeflere en yakın ülkeler
Enflasyon hedeflerini 2017'de yakalamaları bekleniyor

Global Makro Ekonomi - ABD







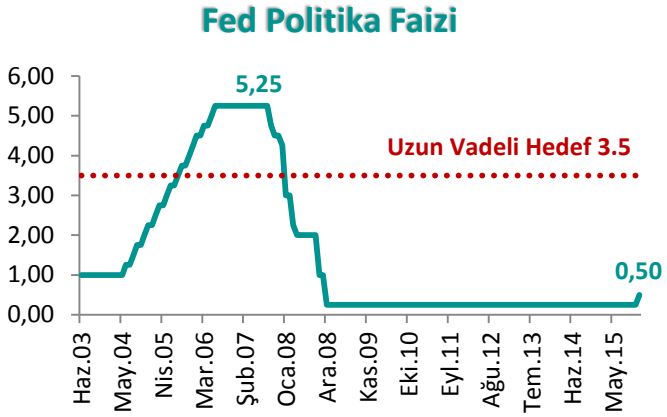


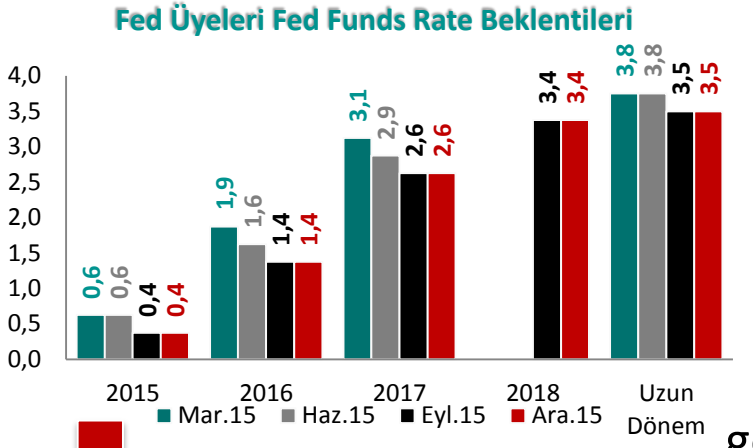
ABD ekonomisinden gelen toparlanma sinyalleri güçlenmeye devam ediyor

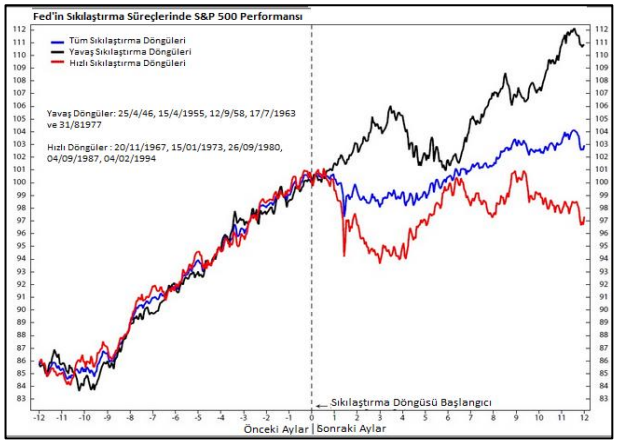
Kaynak: IMF, Matriks, BEA, BLS

Tam istihdam seviyesine yaklaşılmış olması ve petrol fiyatlarından gelen baz etkisinin ortadan kalkacak olması enflasyondaki ivmenin artmasını sağlayabilir

Global Makro Ekonomi - Fed







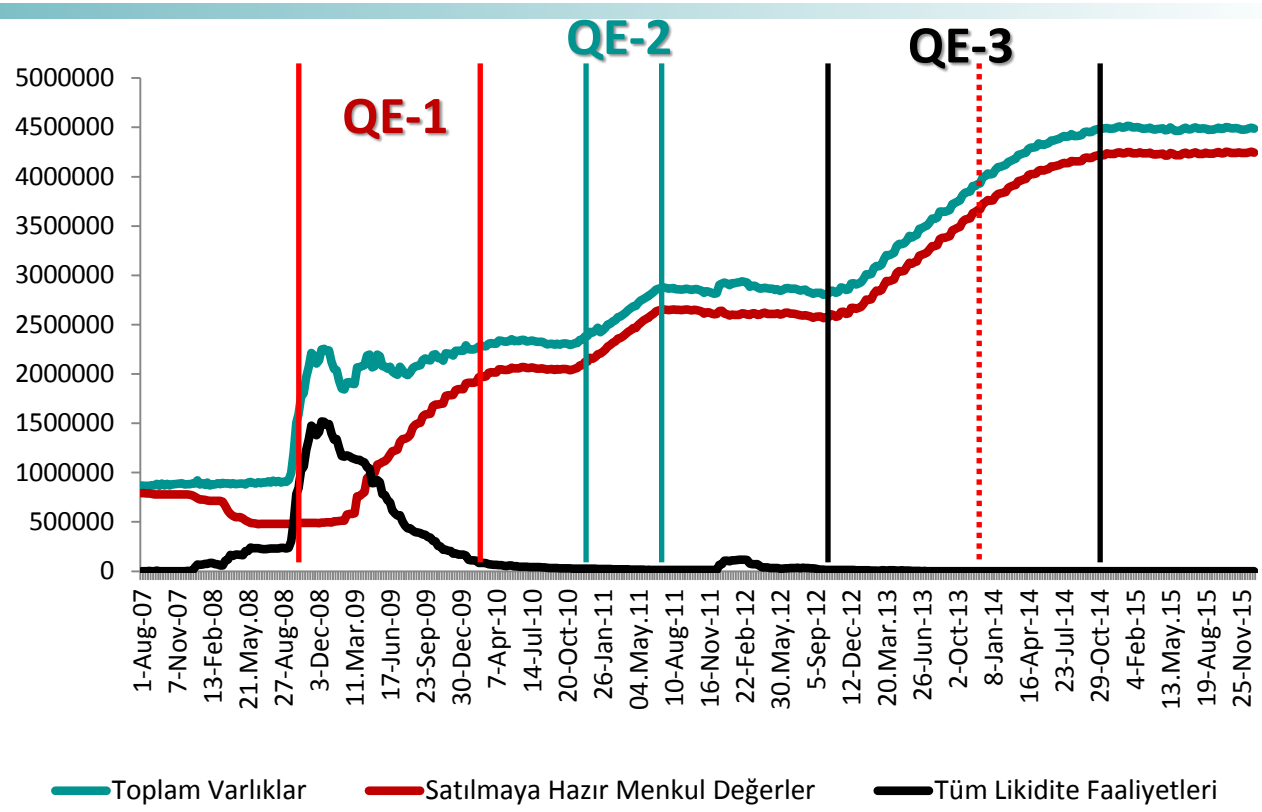
2015 ➔ 25 baz puan
2016 ➔ 100 baz puan
2017 ➔ 125 baz puan
2018 ➔ 75 baz puan

Fed'in 2016 yılı boyunca gerçekleştireceği 8 toplantının 4'ünde 25 bp faiz artırmasını bekliyoruz

Kaynak: St. Louis Fed, Federal Reserve, CNBC

Faiz artırımlarının yavaş bir döngüde gerçekleşmesi, sanılanın aksine, piyasaları pozitif etkileyebilir

Global Makro Ekonomi - Fed



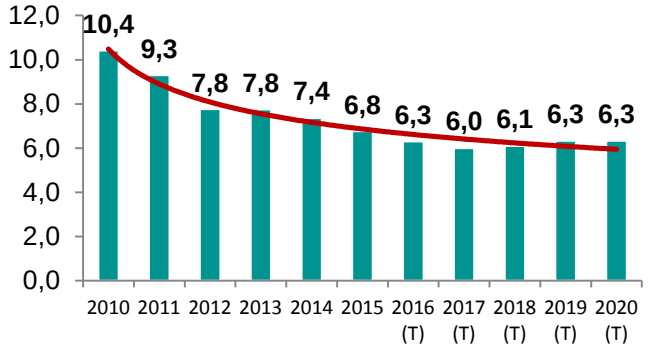
Kaynak: Federal Reserve

Varlık alımlarının sonlandırılması ve faiz artırımlarının başlaması sonrasındaki adım bilanço küçültme olacak

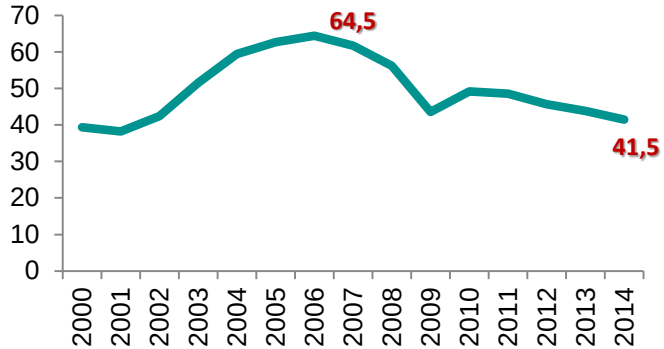
Para politikasındaki normalleşmenin son adımı olan sterilizasyon sürecinin 2017 yılından önce başlamasını beklemiyoruz

Global Makro Ekonomi - Çin

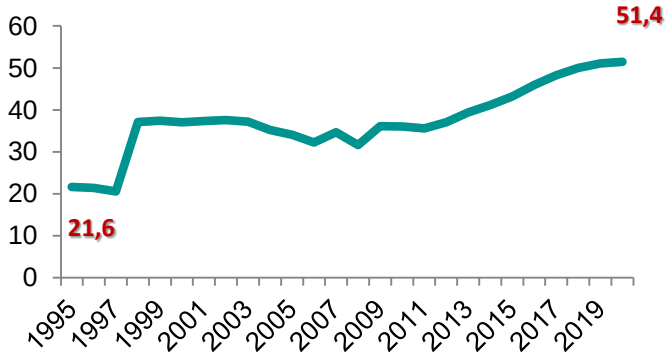
Çin Büyüme Hızı



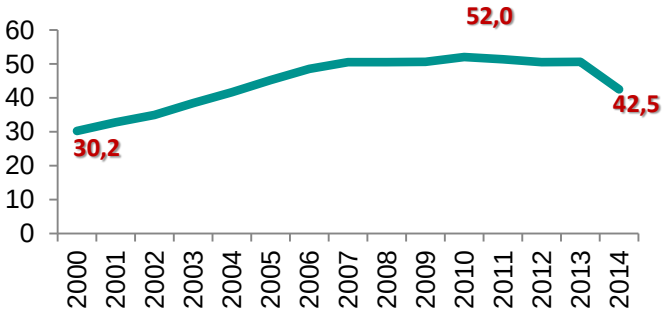
Dış Ticaret/GSYH



Borç/GSYH



İhracat Pazarı Penetrasyon Endeksi

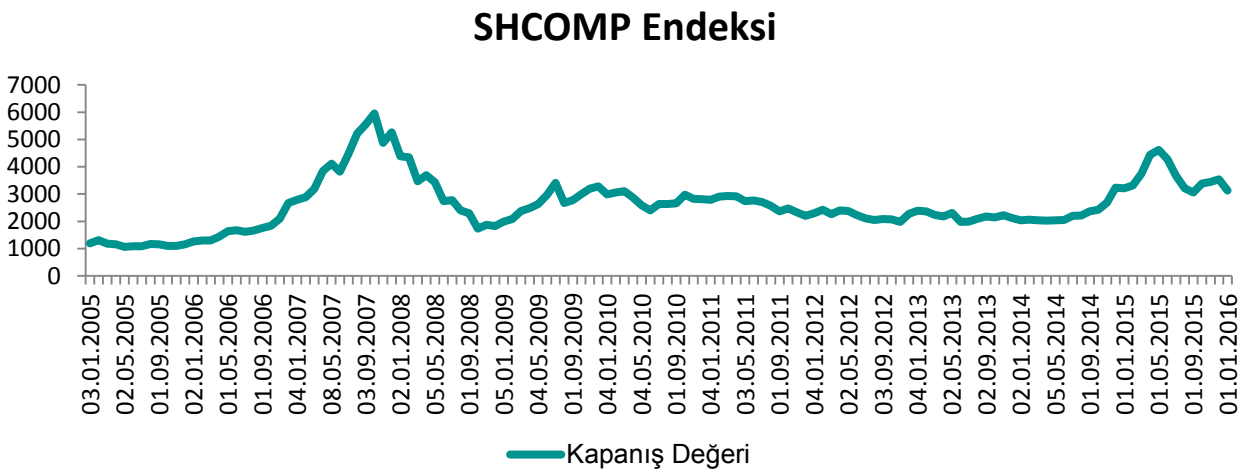


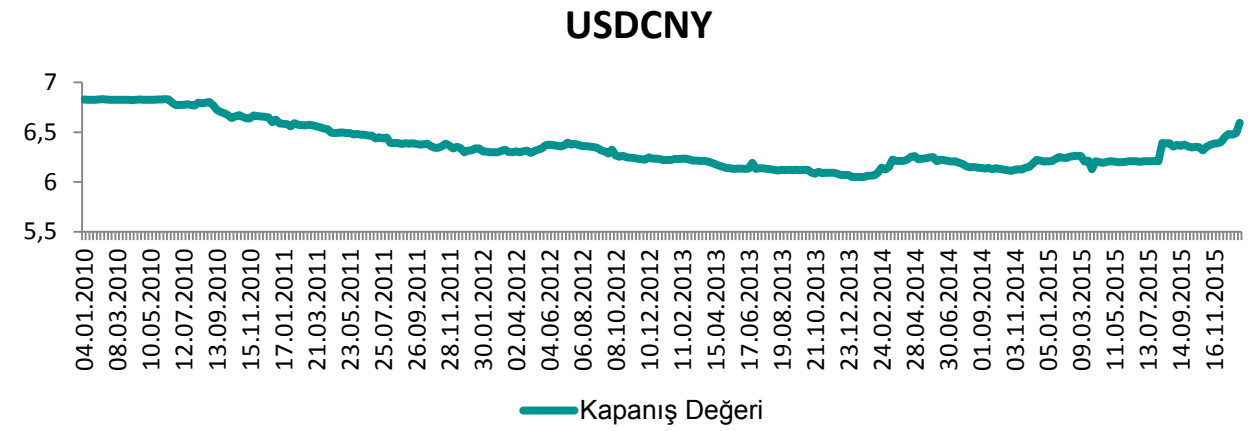
Kaynak: IMF

2016 ve hatta sonrasının en önemli konularından biri Çin'in yavaşlayan büyüme hızı olacak

Çin'in yavaşlayan büyümesi gelişmekte olan ülkeleri baskılıyor

Global Makro Ekonomi - Çin

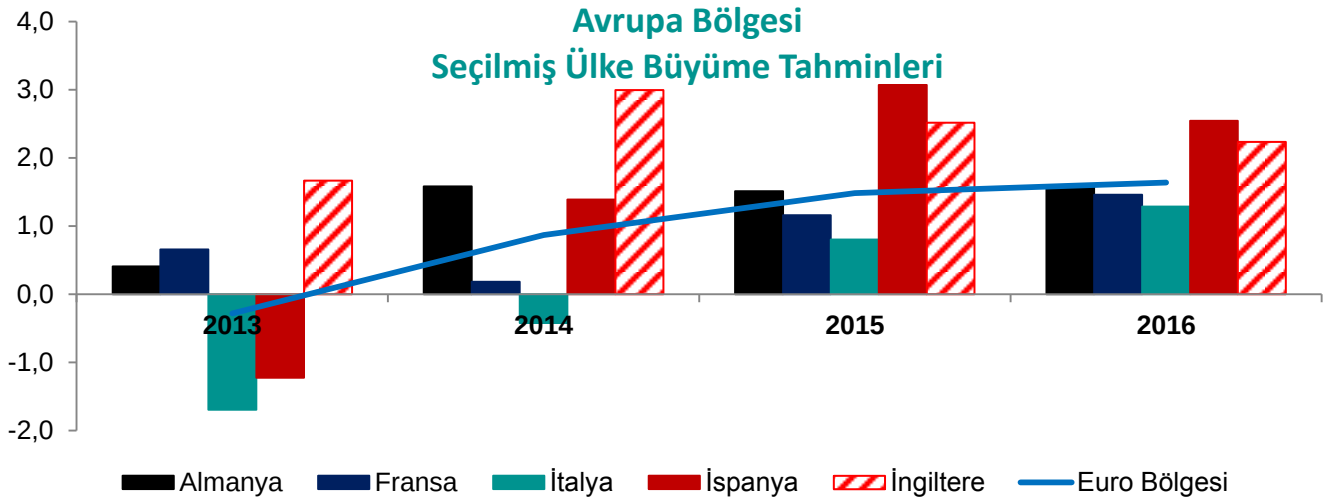




Çin’deki «Kara Pazartesi»ler yıl içinde tekrarlanabilir

Çin hisse senetleri ve yuan yeni dengelerini arıyor

Global Makro Ekonomi - AB



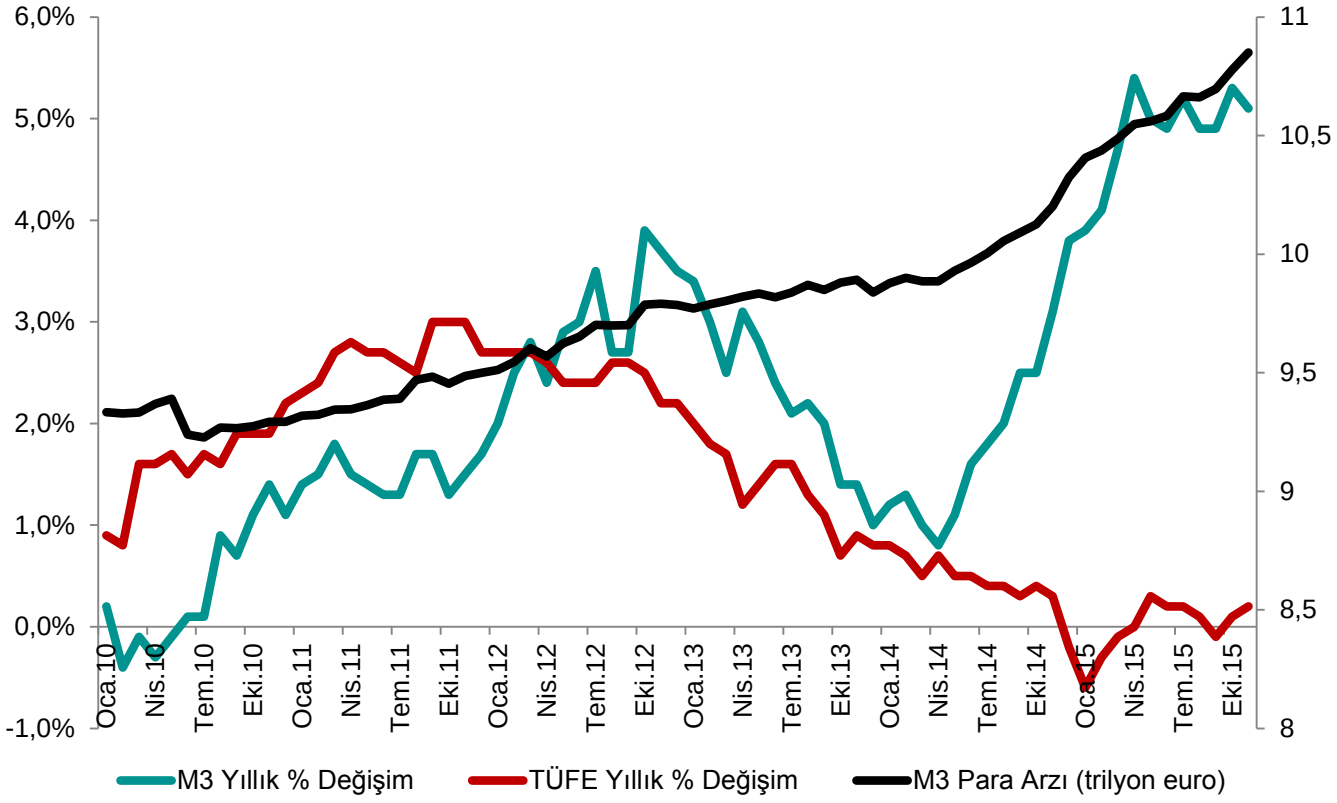
İngiltere, Euro Bölgesi'nden ayrışıyor...

Avrupa Bölgesi Seçilmiş Ülkeler Dönemsel Büyüme İstatistikleri	1992 2014	2000 2007	2012 2014	2015 (T)	2016 (T)
Almanya	1.3	1.6	0.9	1.5	1.6
Fransa	1.5	2.1	0.3	1.2	1.5
İtalya	0.6	1.5	-1.6	0.8	1.3
İspanya	2.0	3.7	-0.6	3.1	2.5
Euro Bölgesi	1.4	2.2	-0.1	1.5	1.6
İngiltere	2.2	3.0	1.8	2.5	2.2

Euro Bölgesi'nde büyüme ılımlı seyredecek

Kaynak: IMF

Global Makro Ekonomi - EU

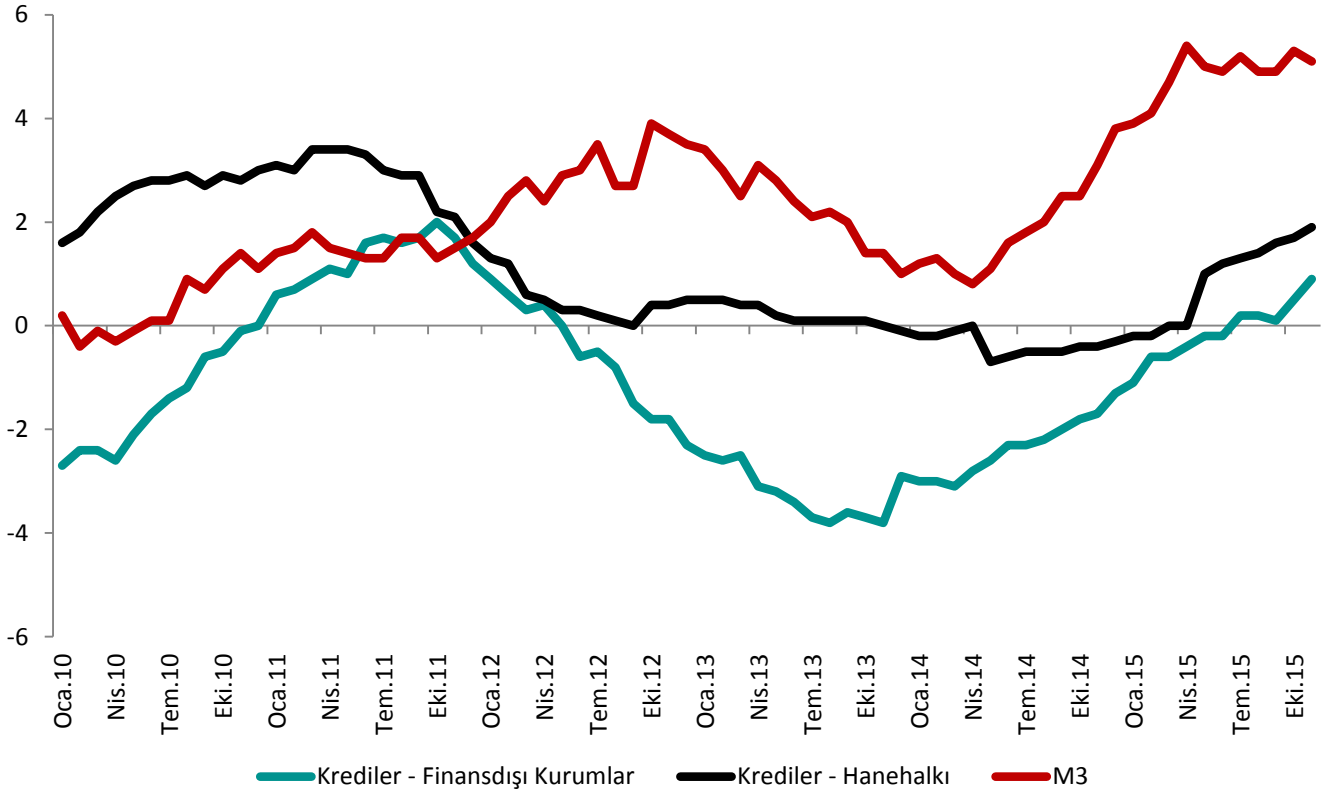


Enflasyon para arzındaki artışı gecikmeli yansıtır ama…

Kaynak: ECB, St. Louis Fed

Euro Bölgesi enflasyonunun düşüş ivmesi azaldı ama hedefler hala çok uzak
Yeni genişleme programları gündeme gelebilir

Global Makro Ekonomi - EU

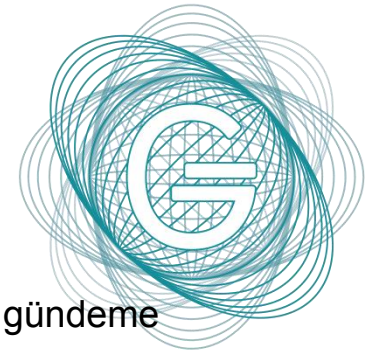


Euro Bölgesi'nde enflasyonda kıpırdanma yok ama krediler hareketleniyor

Kaynak: EuroStat

Kredilerdeki artış, ekonomik güvendeki artışın yansıması
Euro Bölgesi'ndeki toparlanmanın ilk sinyalleri

Global Makro Ekonomi - Özet

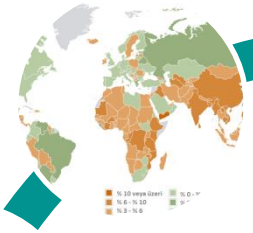


- ✓ ABD ve İngiltere'nin pozitif ayrışması sürüyor. Fed'in ardından BOE'nin faiz artışı gündeme gelecek. Dolar ve Sterlin 2016'da güçlenmeye devam edecek
- ✓ Faiz artış hızları borsalar için en belirleyici faktör, düşük hızlı faiz artışları tehdit değil
- ✓ Euro Bölgesi ılımlı toparlanma eğiliminde ancak alınan önlemler yeterli değil, yeni genişleme programları gündeme gelebilir
- ✓ Yılın ikinci yarısında İngiltere'deki referandum ile Euro Bölgesi'ndeki ayrışma tekrar gündeme gelebilir
- ✓ Çin'in %7'nin altına düşen büyüme oranlarına alışılmalı. Emtiadaki düşük talep emtia üreticisi ülkeler ve şirketler için 2016'da da en büyük risk
- ✓ Çin piyasalarındaki belirsizlik bitmedi, 2016'da yeni «Kara Pazartesi»ler yaşanabilir. Çin'de devalüasyon süreci 2016'da da devam edebilir

Düşük büyüme hızları global ekonomi için hala en önemli risk
Türkiye'nin ana pazarı AB'deki toparlanma ise ılımlı

Türkiye Makro Ekonomi

Global Makro Ekonomi



2016 Ekonomik Takvim

Türkiye Makro Ekonomi

2016 Strateji

Piyasalara Dair Beklentiler

Para Politikası

Sektörlere Dair Beklentiler

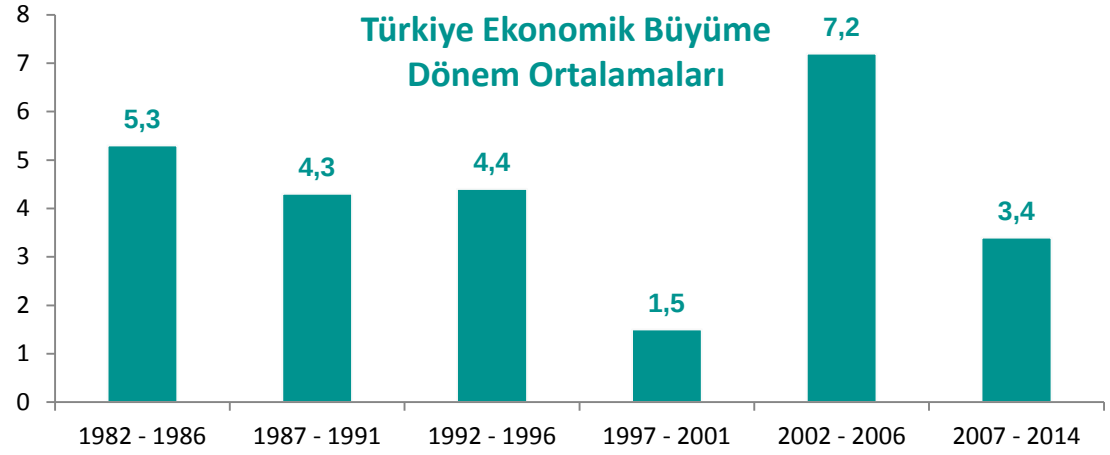
Kredi Notu Görünümü

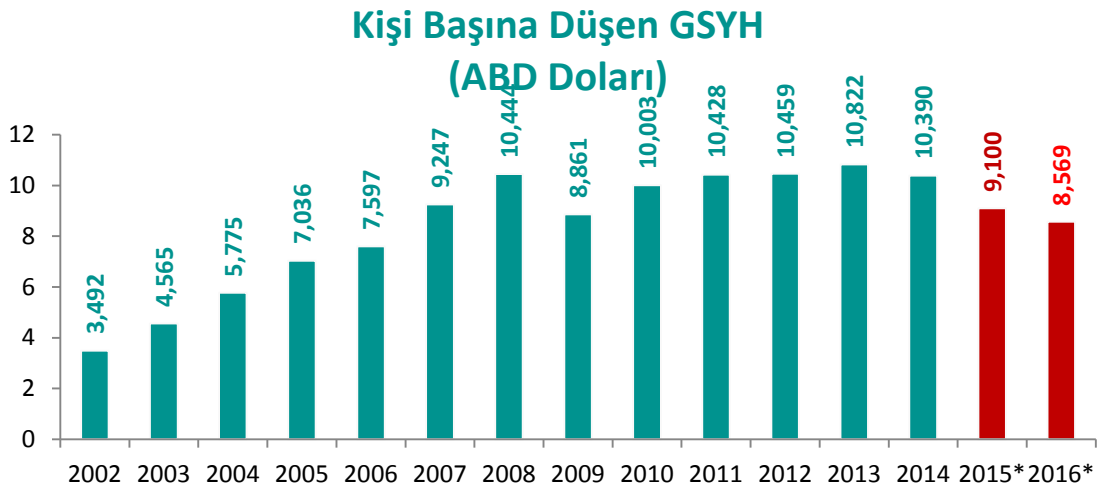
Öne Çıkan Hisseler

Türkiye Makro Ekonomi

- Sihirli Sözcük «Büyüme» mi «Fiyat İstikrarı» mı olacak?
  - **Para ve Maliye Politikasında Öncelik**
    - **Enflasyon ←→ Büyüme** – İşsizlik – Cari Açık
  - **Türkiye GOÜ'ler İçinde En Cazibi de En Kötüsü de Değil**
    - Hindistan ←→ Endonezya - Güney Afrika – Brezilya
  - **Bölgedeki Kutuplaşma Riski Artırıyor**
    - Rusya – İran – Irak – Suriye ←→ Türkiye (NATO)

Türkiye Makro Ekonomi - Büyüme



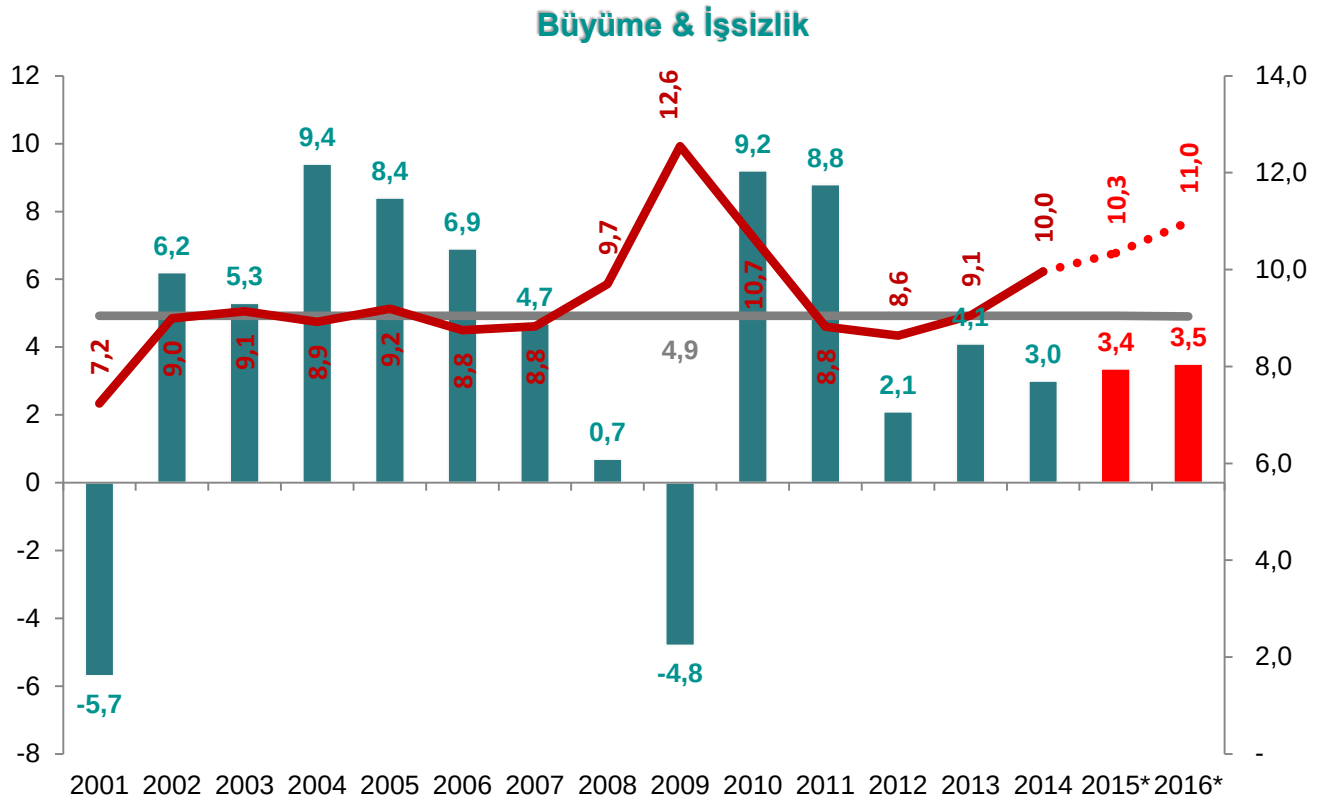


Orta gelir tuzağı mı konjonktürel sıkışma mı?

Ekonomimiz büyüyor ancak dolar bazında kan kaybediyoruz

Kaynak: TÜİK, Hazine, Gedik Yatırım Araştırma

Türkiye Makro Ekonomi - Büyüme

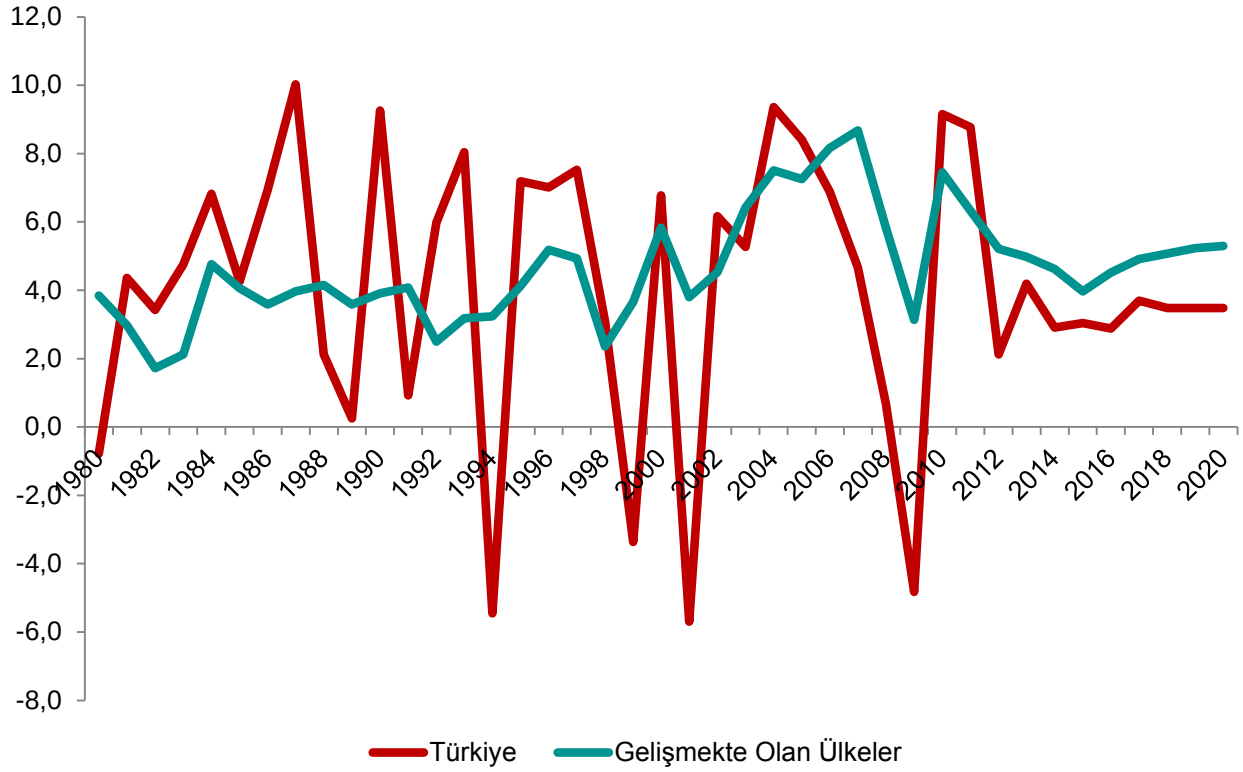


Kaynak: TÜİK, IMF, Gedik Yatırım Araştırma

2015'te %3,4
2016'da %3,5
büyüme
bekliyoruz

Türkiye ekonomisi istikrarlı büyüme modeline geçti
Bu istikrar, ortalamanın ve potansiyelin altında gerçekleşiyor

Türkiye Makro Ekonomi - Büyüme



Kaynak: IMF

Türkiye'nin önceki sorunu dalgalı büyüme oranlarıydı

Bugünkü sorun ise GOP ortalamasının ve Türkiye'nin potansiyel büyüme hızının altında gerçekleşen büyüme oranları

Türkiye Makro Ekonomi - Büyüme

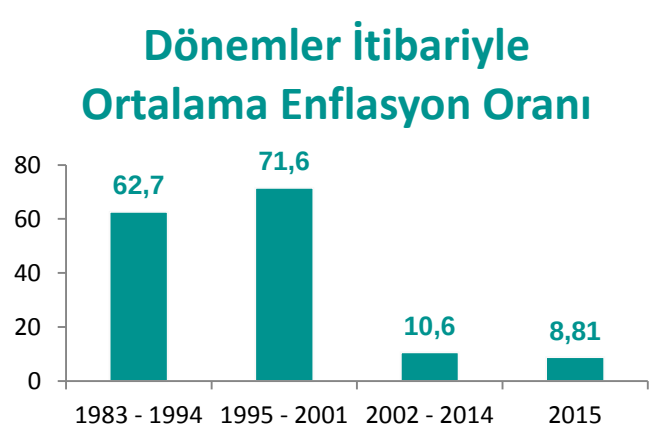
- Yüksek enflasyon büyüme yanlısı politikaların önünü tıkıyor
- Düşük büyü hızı en azından önümüzdeki birkaç yılın daha sorunu
- İşsizlik oranlarındaki artış, ekonomi yönetiminin tercihlerini değiştirebilir

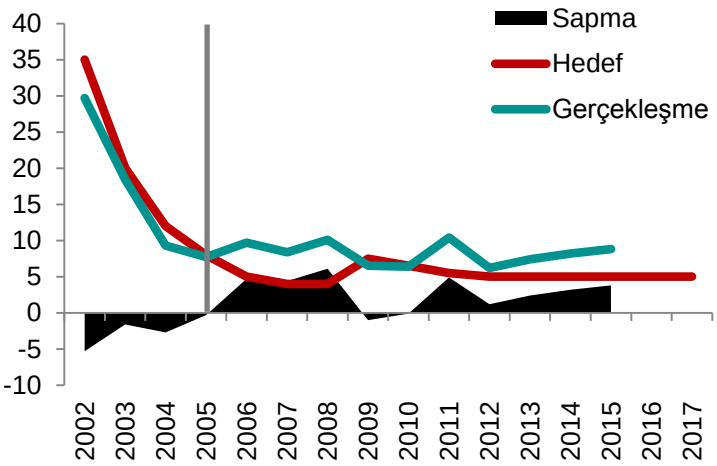
Büyüme	2014 (G)	2015 (T)	2016 (T)	2017 (T)	Trend
Dünya Bankası	2.90	3.00	3.90	3.70	
IMF	2.91	3.04	2.88	3.69	
OECD	2.87	3.11	3.94		
Orta Vadeli Program	2.90	3.00	4.00	4.50	
Gedik Yatırım	2.90	3.36	3.50		
Ortalama	**2.90**	**3.10**	**3.64**	**3.82**	

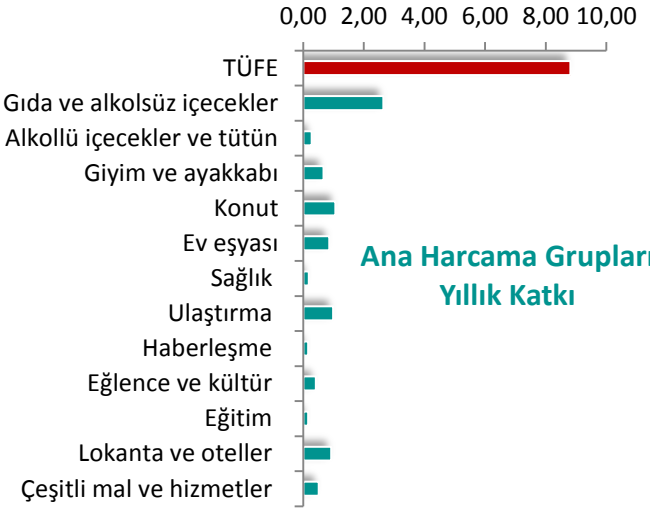
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Hazine Müsteşarlığı, IMF, OECD, WB

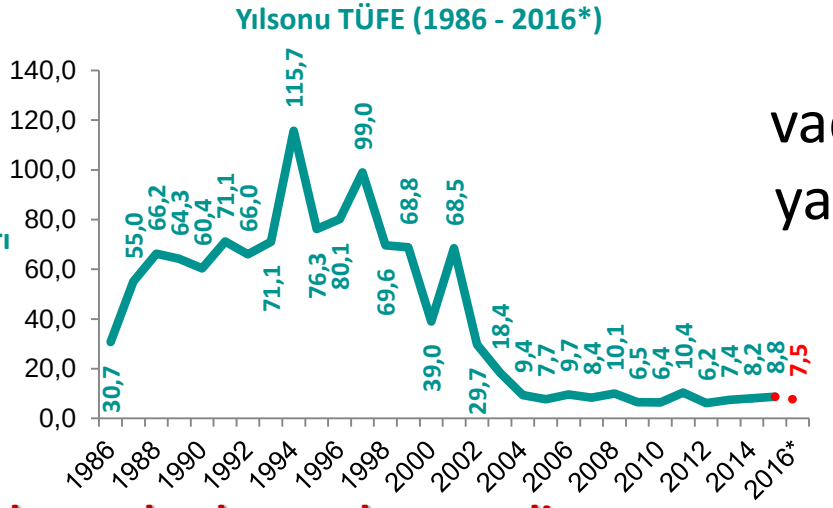
2015 büyüme tahminimiz %3,4
2016 büyüme tahminimiz %3,5

Türkiye Makro Ekonomi - Enflasyon







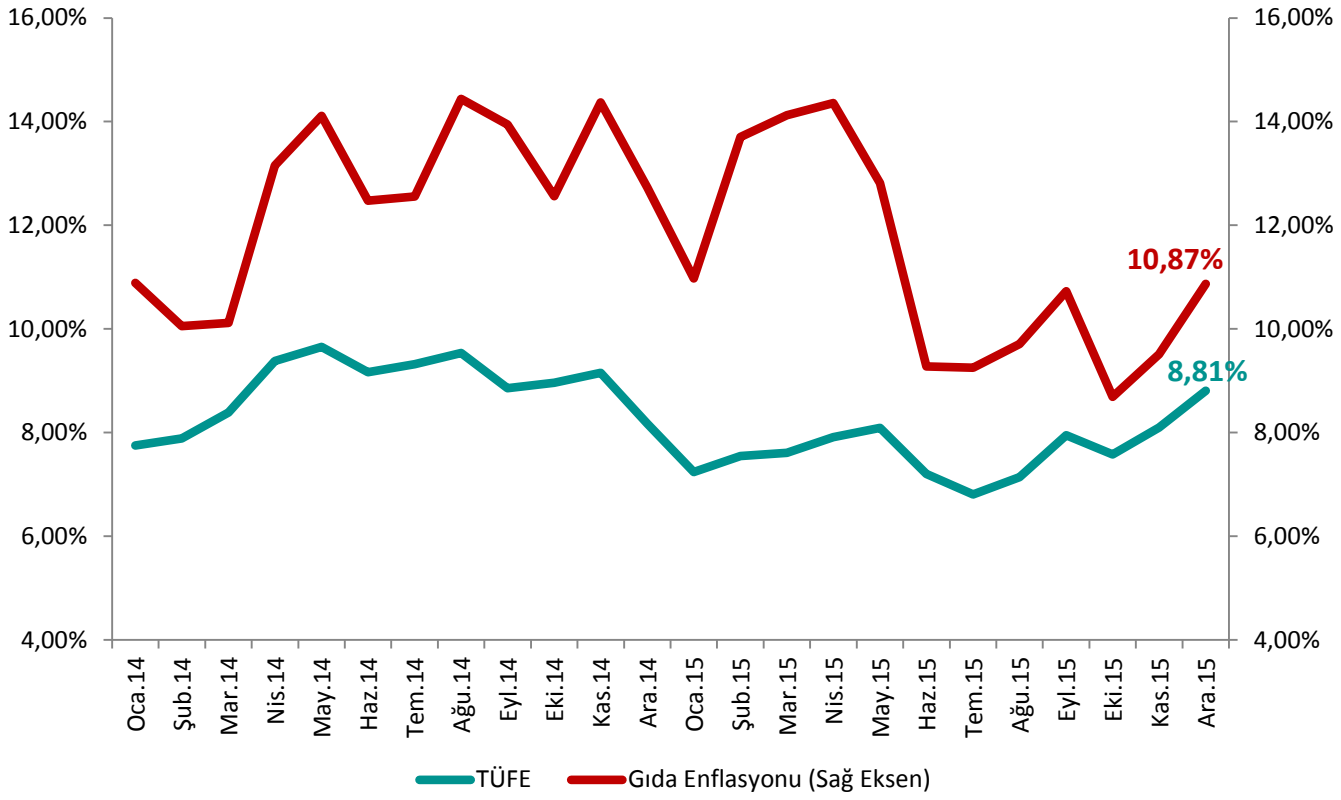


Enflasyonda uzun vadeli ana trend aşağı, ancak kısa vadeli hedefler yakalanamıyor

Kaynak: TÜİK, Hazine, Gedik Yatırım Araştırma

Enflasyonda en önemli kalem gıda olmaya devam ediyor

Türkiye Makro Ekonomi - Enflasyon

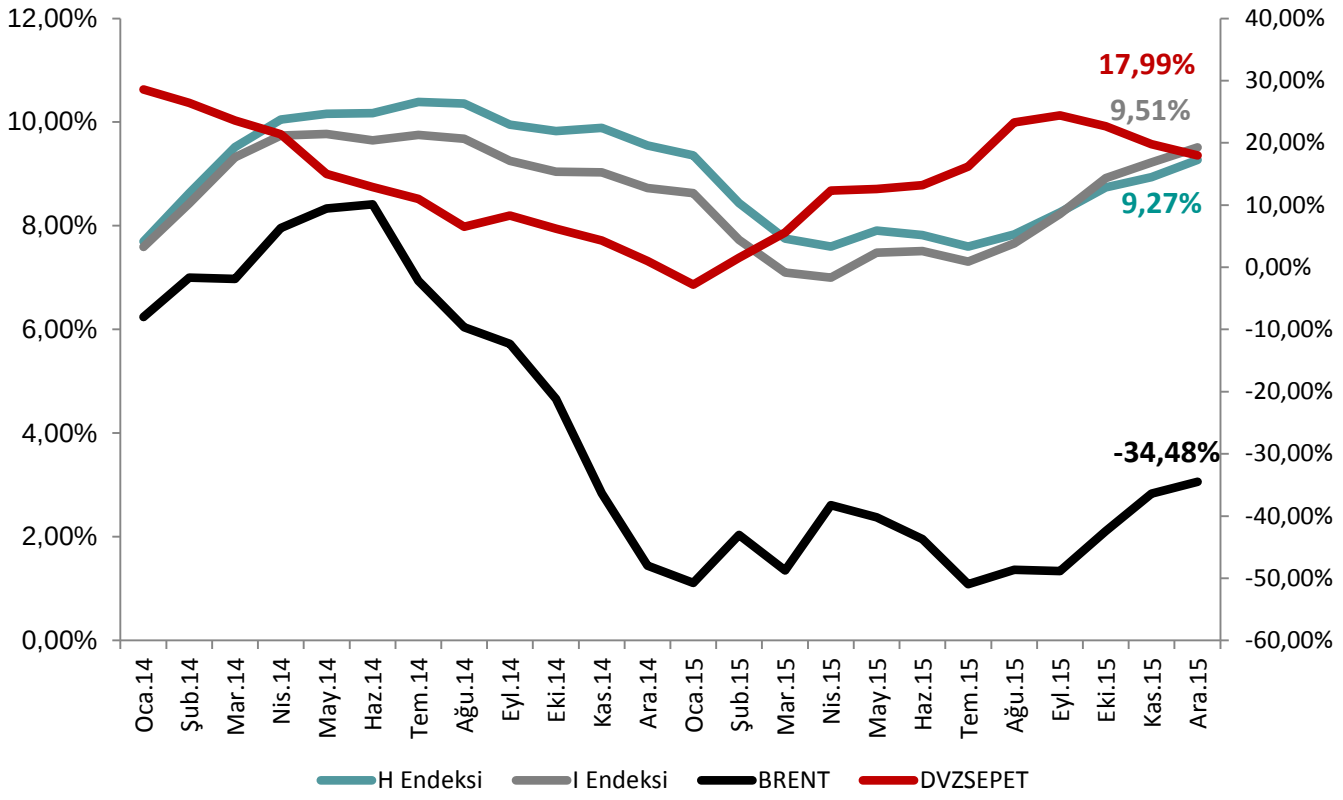


TÜFE'deki artışın ana nedeni para politikası değil

Kaynak: TÜİK

Enflasyonla mücadelede TCMB'nin önlemleri tek başına yeterli değil, Rusya krizi gıdada geçici olumlu etki sağlayabilir ancak önemli olan Gıda Komitesi'nin çalışmaları

Türkiye Makro Ekonomi - Enflasyon

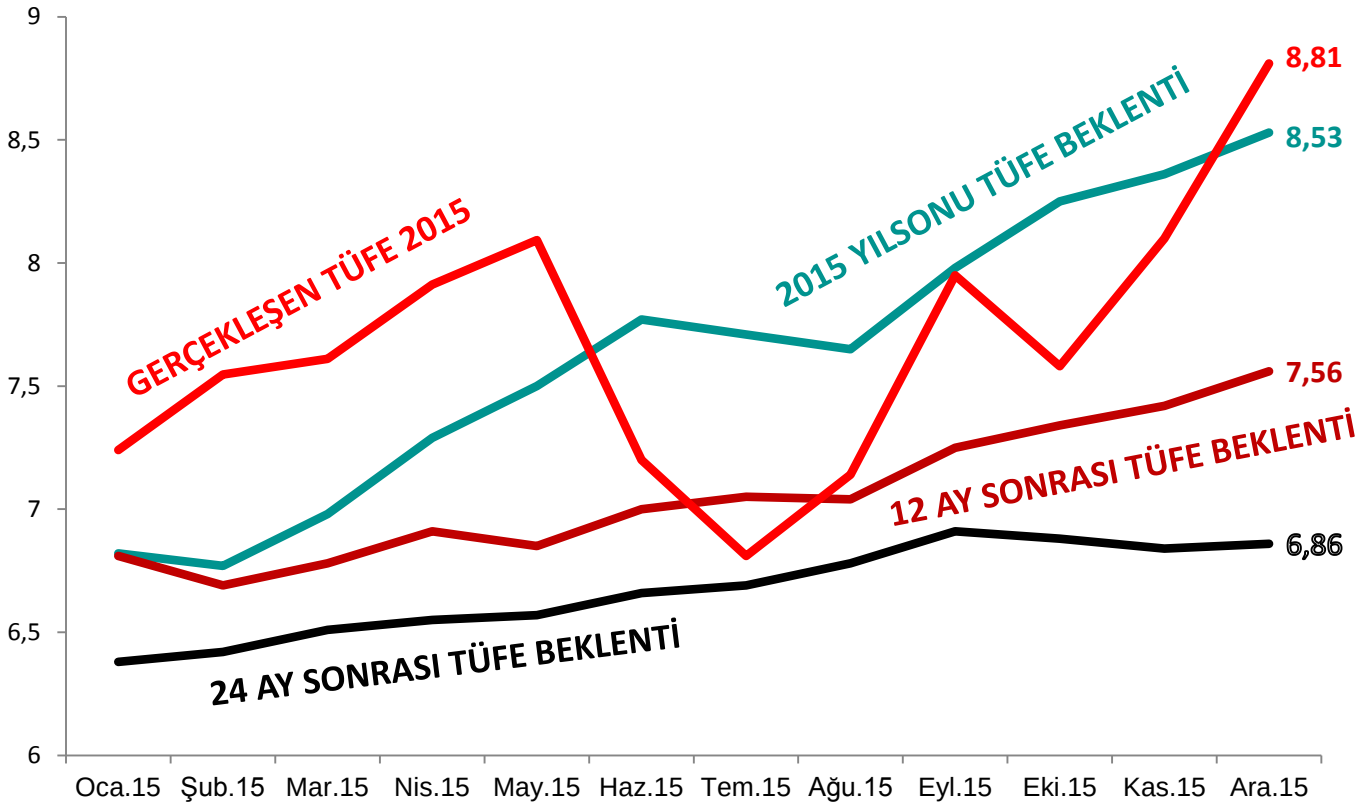


TÜFE'de gıda, çekirdek enflasyonda kur ana etken

Kaynak: TÜİK

Döviz Sepeti'nde görülen her % 10'luk yükseliş; TÜFE'ye 1.5 puanlık katkı yapıyor
Asgari ücret artışından da yaklaşık 1,5 puan katkı bekleniyor

Türkiye Makro Ekonomi - Enflasyon



Kaynak: TCMB

Uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki artış, son aylarda yerini düşüşe bıraktı

TÜFE'de kısa vadeli beklentilerdeki trend hala yukarı yönlü
İki yıllık beklentilerde son aylarda iyileşme var

Türkiye Makro Ekonomi - Enflasyon

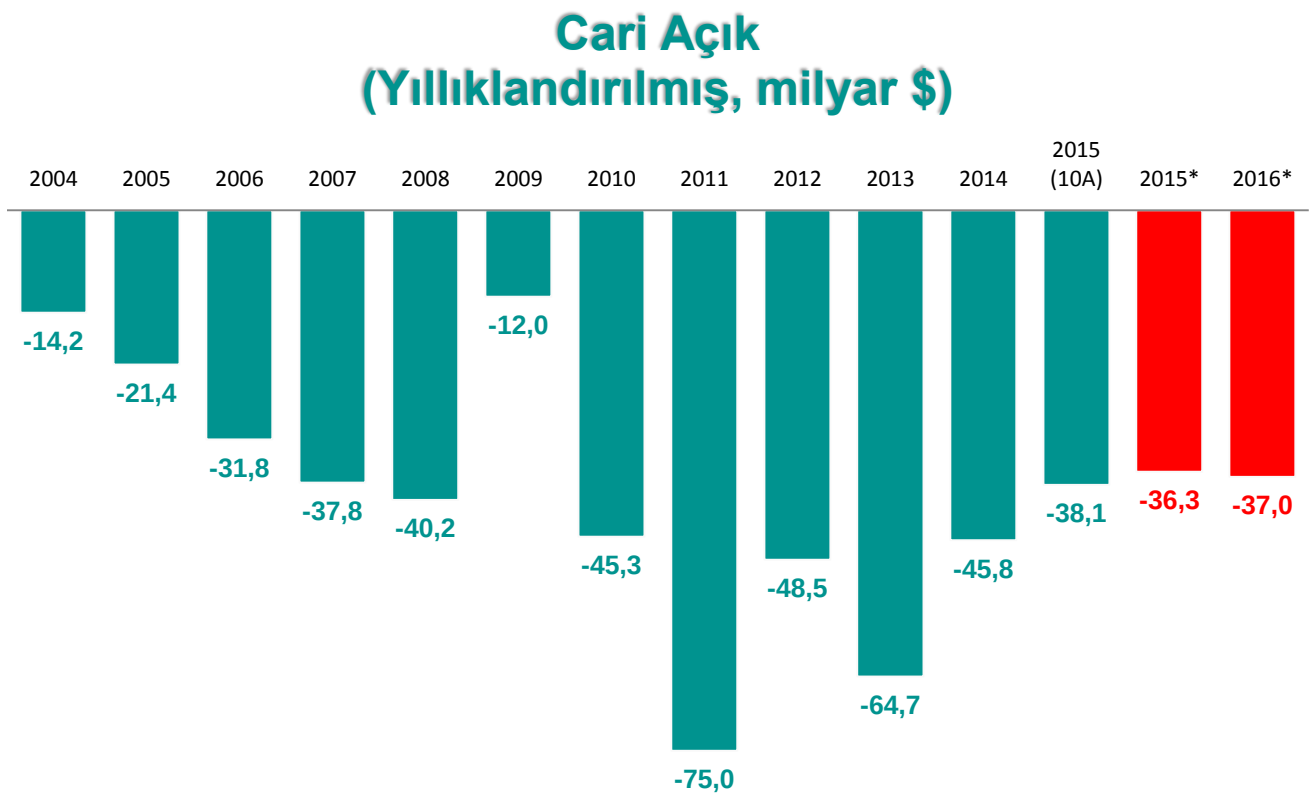
- İşlenmemiş gıda ve kurlardaki yükseliş hedeflerden uzaklaştırdı.
- Rusya krizi işlenmemiş gıda fiyatlarında tek seferlik düşüş getirebilir
- 2014 sonu ve 2015'te petrolün sağladığı düşürücü etki bu yıl çok daha sınırlı olacak
- Asgari ücret zammının yaklaşık 1,5 puan artı katkısı bekleniyor
- Kur etkisi geride kaldı demek zor, döviz sepetindeki her %10'luk yükseliş artı 1,5 puan

Enflasyon	2014 (G)	2015 (T)	2016 (T)	2017 (T)	Trend
IMF	8.17	8.02	6.50	6.50	
OECD	8.17	7.45	6.73		
Orta Vadeli Program	8.17	7.60	6.50	5.50	
TCMB Yılsonu Beklenti	8.17	6.90	5.50		
Gedik Yatırım	8.17	8.32	7.50	7.30	
Ortalama	**8.17**	**7.66**	**6.55**	**6.43**	

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Hazine Müsteşarlığı, IMF, OECD, WB

2016 TÜFE hedefi %6,50 - Bizim tahminimiz %7,50

Türkiye Makro Ekonomi – Cari Açık

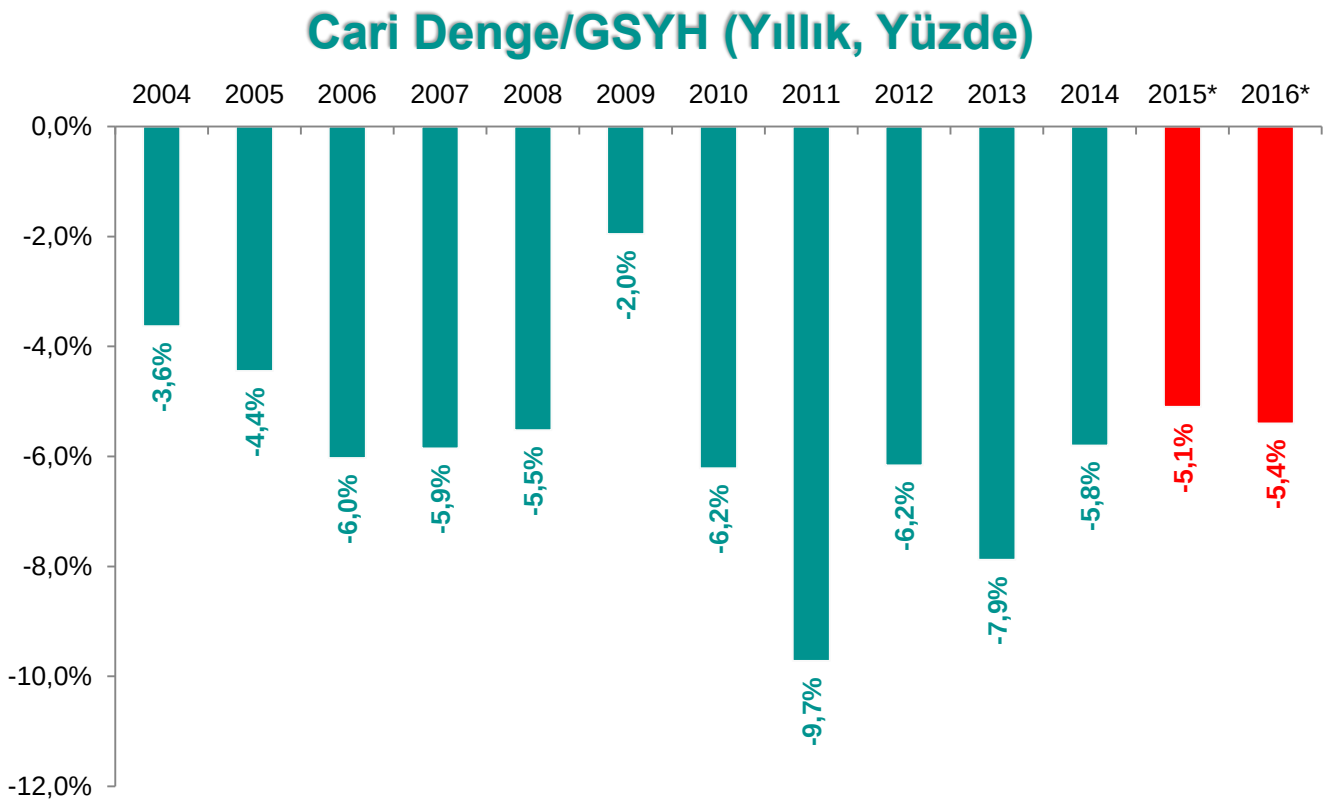


Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım

Düşük büyüme ve düşük petrol (emtia) cari açığı baskılamaya devam edecek

Cari açık hala risk ancak dış finansmana erişim konusunda önemli bir sıkıntı görünmüyor

Türkiye Makro Ekonomi – Cari Açık

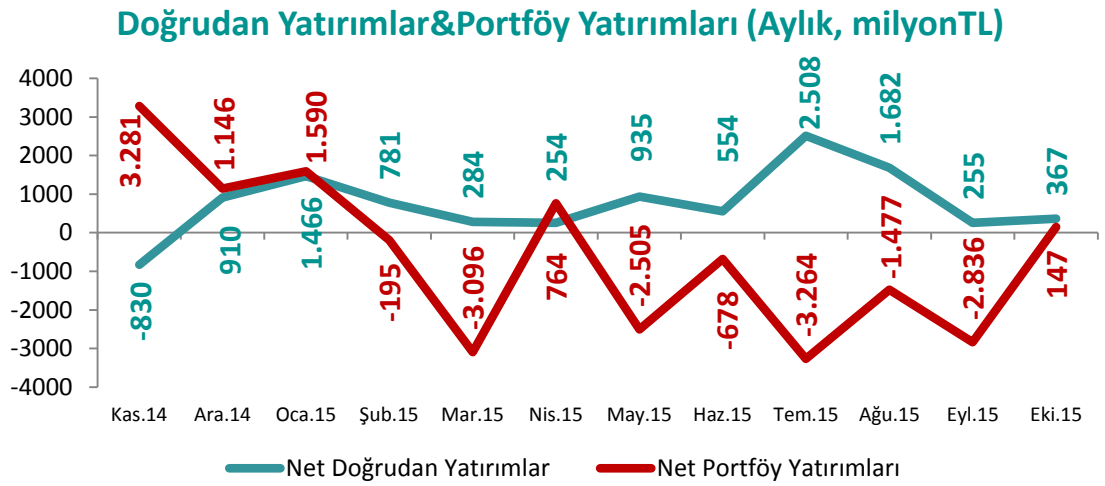


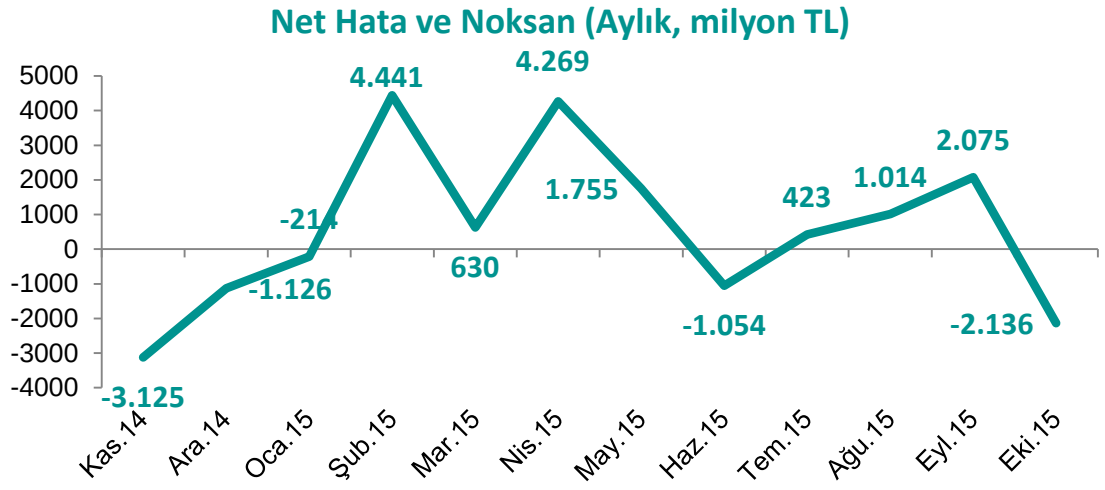
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Cari açık düşerken, dolar bazlı GSYH da düştü

Cari açığı kompanse eden en önemli veri düşük bütçe açığı 2016'da da mali disiplin önemli

Türkiye Makro Ekonomi – Cari Açık

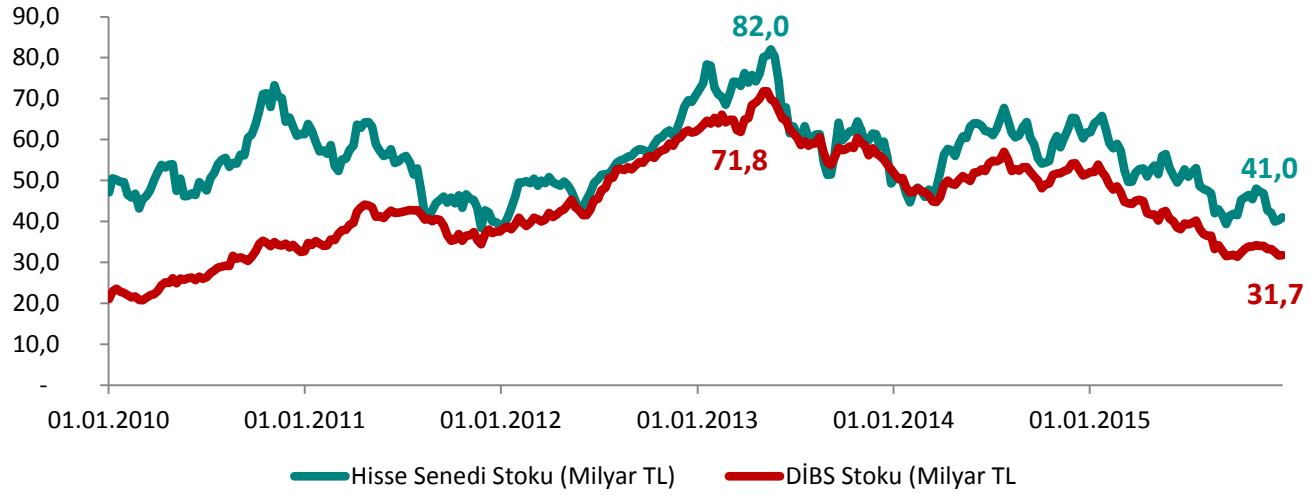




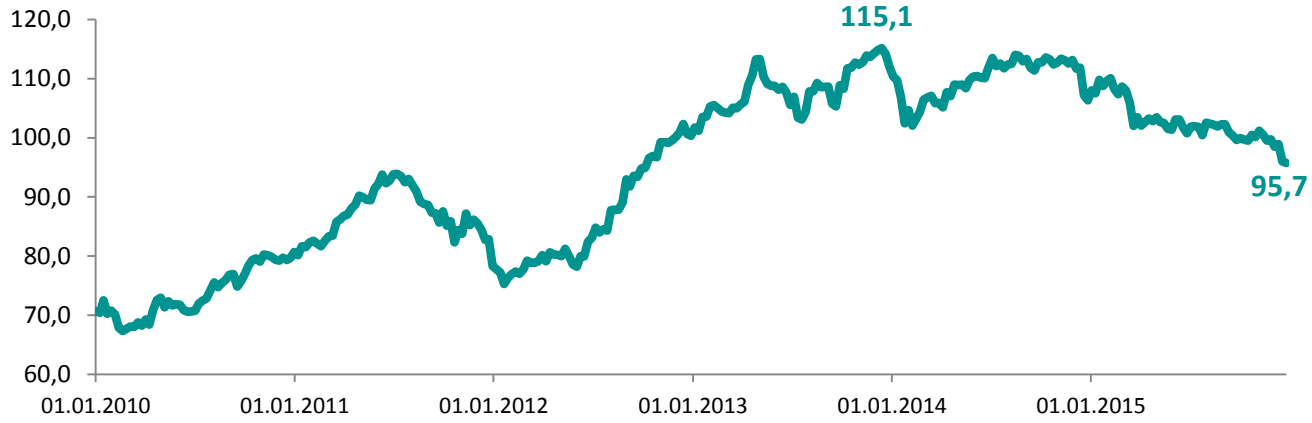
Portföy yatırımlarındaki düşüş yılın ikinci bölümünde hızlandı

Kaynak: TCMB

Türkiye Makro Ekonomi – Cari Açık



TCMB Brüt Döviz Rezervleri

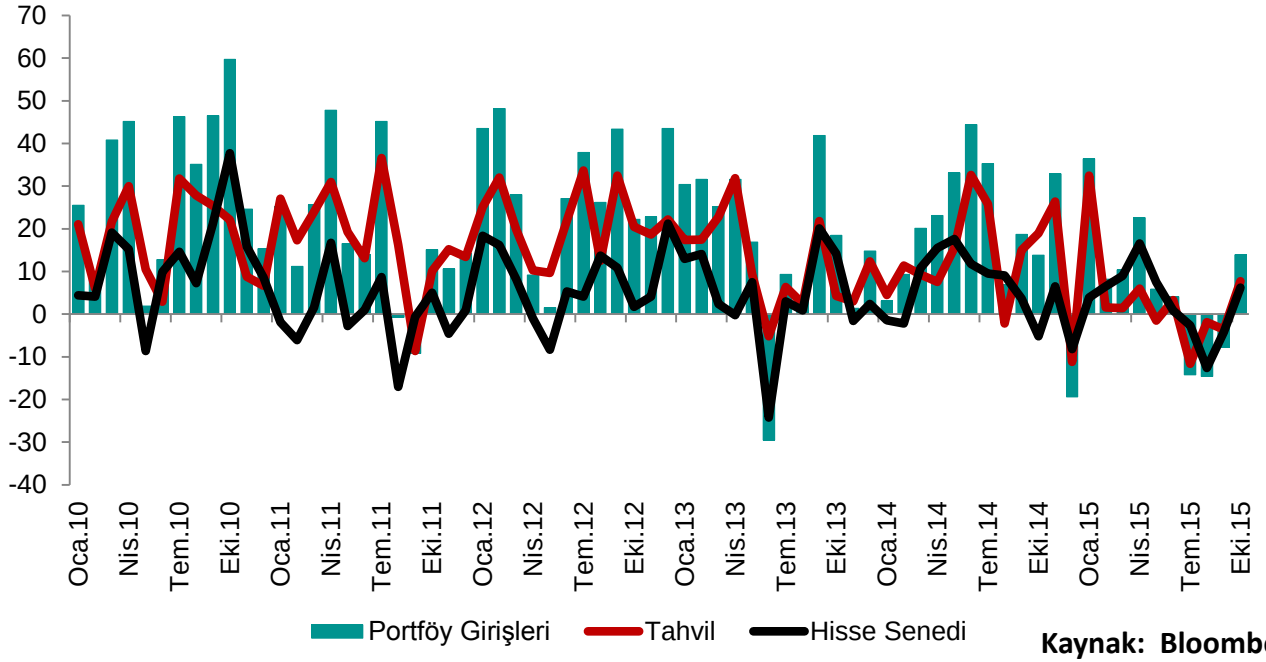


Hisse senedi stokundaki düşüşte, net çıkışla birlikte hisse değer kayıpları da etkili

Kaynak: TCMB

Türkiye Makro Ekonomi – Cari Açık

Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları

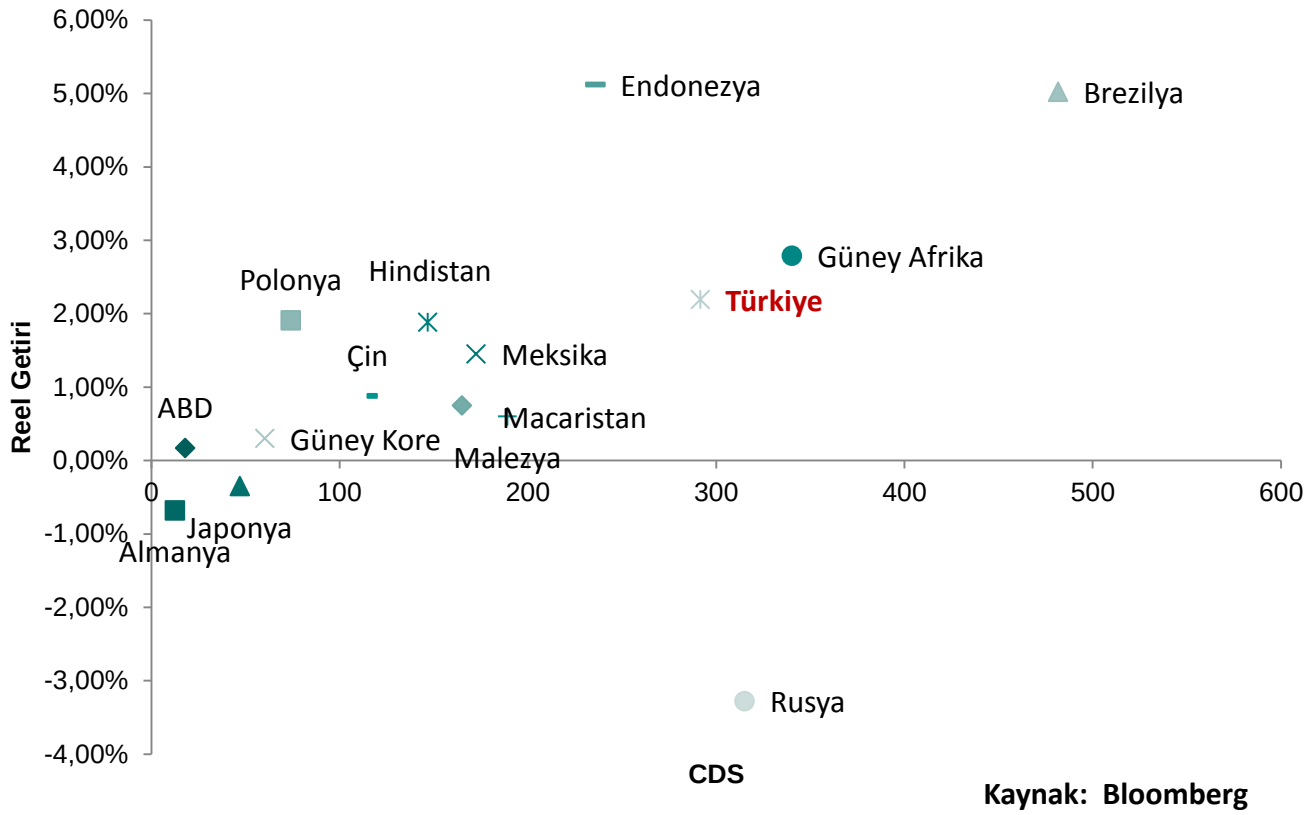


Kaynak: Bloomberg, EPFR

Gelişmekte olan ülkelere portföy girişlerinde kayda değer düşüşler var.

2016'da da sermaye seçici olmaya devam edecek, GOP'lar kendi içinde daha da ayrışacak

Türkiye Makro Ekonomi - Cari Açık



Kaynak: Bloomberg

Reel getiriler ve risk algısı sermaye akımlarının yönünü belirleyecek, Türkiye cari açığın finansmanı için sermaye çekmek zorunda

Jeopolitik riskler Türkiye'nin risk primindeki düşüşleri sınırlıyor
Enflasyon düşürülemez ise faiz artışı kaçınılmaz görünüyor

Türkiye Makro Ekonomi – Cari Açık

- Büyümenin potansiyelin altındaki seyrinin devamını bekliyoruz
- Petrol fiyatlarının düşük kalması cari açığı baskılamaya devam edecek
- Jeopolitik riskler turizm gelirlerinde düşüşe neden olabilir
- 2015'te cari açığın finansmanında öne çıkan net hata noksan kalemi, cari açığın finansman kalitesini sorgulatıyor
- Yüksek kur ithalatı, ihracattan daha hızlı düşürüyor

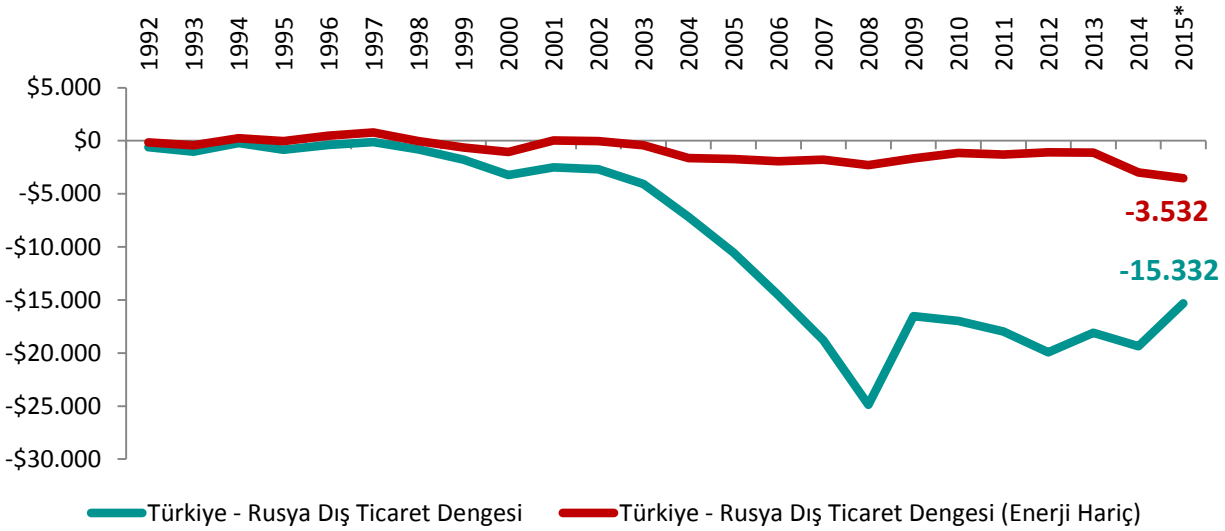
Cari Açık	2014 (G)	2015 (T)	2016 (T)	2017 (T)	Trend
Dünya Bankası					
IMF	- 46.53	- 32.69	- 34.14	- 39.37	
OECD	- 46.38	- 38.17	- 38.56		
Orta Vadeli Program	- 46.50	- 36.70	- 34.00	- 34.40	
Gedik Yatırım	- 45.80	- 36.30	- 37.00		
Ortalama	**- 46.30**	**- 35.97**	**- 35.92**	**- 36.89**	

Cari Denge/GSYH	2014 (G)	2015 (T)	2016 (T)	2017 (T)	Trend
Dünya Bankası					
IMF	- 5.83	- 4.53	- 4.73	- 5.17	
OECD	- 5.82	- 5.16	- 4.86		
OVP	- 5.80	- 5.20	- 4.90	- 4.70	
Gedik	- 5.81	- 5.10	- 5.40		
Ortalama	**- 5.82**	**- 5.00**	**- 4.97**	**- 4.94**	

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Hazine Müsteşarlığı, IMF, OECD, WB

Cari açığın 2016 yılında da 40 milyar doların altında kalmasını bekliyoruz

Türkiye Makro Ekonomi – Rusya Krizi



Rusya ile ticarette stratejik konu doğalgaz

Açıklama	İhracat	İthalat
Rusya'nın Türkiye Dış Ticaretindeki Payı	4.4%	9.9%
Rusya'nın Toplam Doğalgaz Ticaretindeki Payı	2.5%	31.1%
Doğalgazın Türkiye Dış Ticaretindeki Payı	4.8%	22.5%

Kaynak: TÜİK, UNCTAD

Rusya krizinde doğalgaz dışındaki kalemlerin negatif etkileri olsa bile Türkiye'deki makro dengeyi değiştirmeyecek boyutta

Türkiye Makro Ekonomi - Tahminler

Gedik Yatırım - Makro Tahminler

		Baz Senaryo	İyimser Senaryo	Kötümser Senaryo
	2015	2016	2016	2016
GSYH Büyümesi (%, T)	3.4	3.5	4.0	2.7
TÜFE Enflasyonu (Yılsonu; %)	8.3	7.5	7.2	9.0
TÜFE Enflasyonu (Ortalama; %)	7.6	7.2	6.9	7.8
Cari İşlemler Dengesi (Milyar $, T)	-36.3	-37.0	-33.0	-43.0
Cari İşlemler Dengesi (GSYH'ye Oranla; %, T)	-5.1	-5.4	-4.8	-6.3

Makro - Gerçekleşen/ 2016 Baz Tahmin

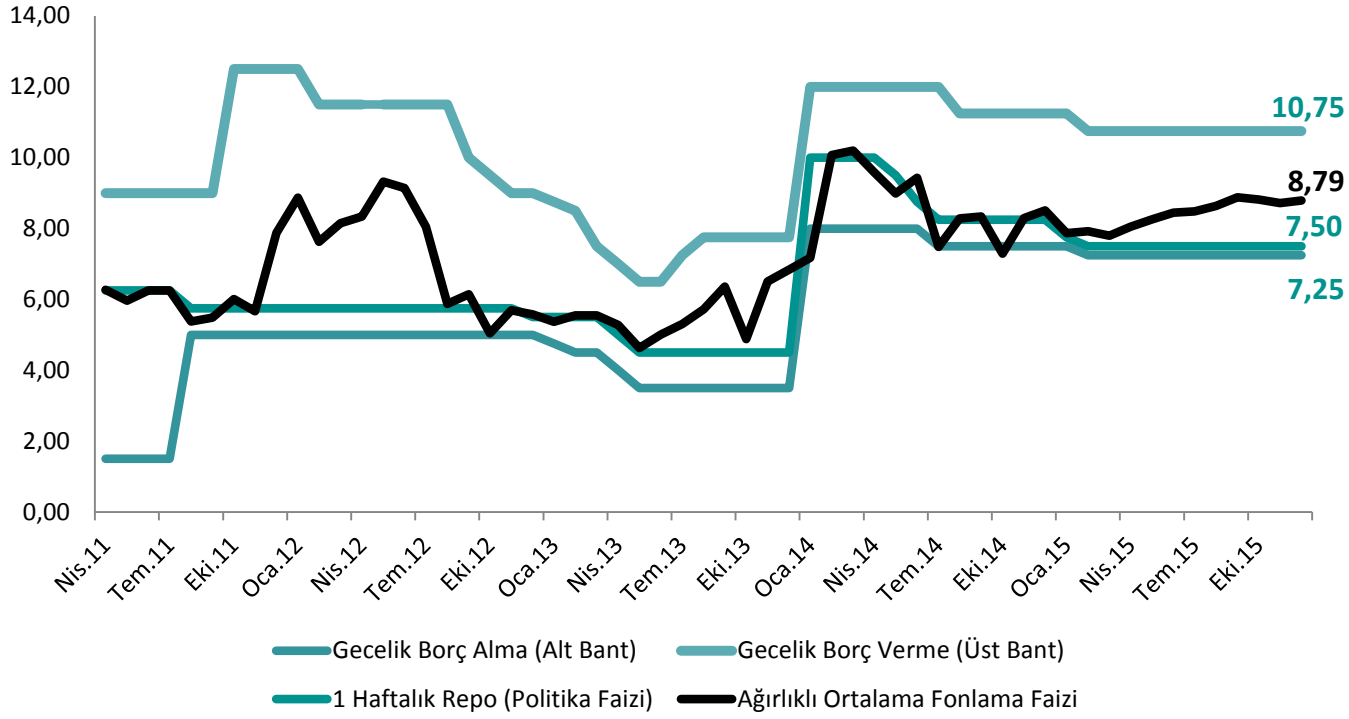
	Son 10 Y Ort.	2012	2013	2014	2015T	2016T
GSYH Büyümesi (%)	4.31	2.15	4..1	2.90	3.36	3.50
TÜFE Enflasyonu (Yılsonu; %)	8.09	6.16	7.40	8.72	8.32	7.50
TÜFE Enflasyonu (Ortalama; %)	8.35	8.94	7.49	8.85	7.60	7.20
Cari İşlemler Dengesi (Milyar $)	- 42.25	- 48.50	- 64.70	- 45.30	- 36.30	- 37.00
Cari İşlemler Dengesi (GSYH'ye Oranla; %)	- 5.93	- 6.17	- 7.89	- 5.81	- 5.10	- 5.40

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Para Politikası

Para Politikası

TCMB Politika Faizi, Faiz Koridoru ve Fonlama Faizi



Kaynak: TCMB

Sadeleşme beklentisi AOFF'ni yukarıya çekti

Faiz artışı için Fed ve küresel gelişmeler izleniyor

Para Politikası

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 Ç1	2015 Ç2	2015 Ç3	Eğilim
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU / GSYH	39.5	38.5	37.9	43.6	39.9	39.3	43.1	47.3	50.4	49.5	52.5	54.7	
ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇ STOKU / GSYH	23.0	24.8	25.4	27.9	26.2	25.9	29.0	32.6	35.4	35.0	37.2	39.0	
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU / İHRACAT (FOB)	243.3	233.1	212.8	263.3	256.5	225.3	222.4	256.3	255.5	254.4	268.3	277.2	
ÖZEL SEKTÖR DIŞ BORÇ STOKU / İHRACAT (FOB)	141.3	149.8	142.8	168.7	168.1	148.5	149.5	176.5	179.3	179.7	190.4	197.8	
TCMB REZERVLER (BRÜT) / TOPLAM DIŞ BORÇ	29.3	29.3	25.3	26.3	27.6	25.8	29.5	28.5	26.5	25.7	24.9	25.0	
TCMB REZERVLER (BRÜT) / KISA VADELİ BORÇLAR	142.1	169.9	135.2	144.3	104.5	96.2	99.7	85.1	80.4	78.1	79.0	84.0	

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Brüt Rezervler/KV Borçlar oranındaki düşüş trendi, BOTAŞ talebinin azalması ve bankaların dış borç vadelerinin uzaması nedeniyle yönünü yukarıya çevirebilir

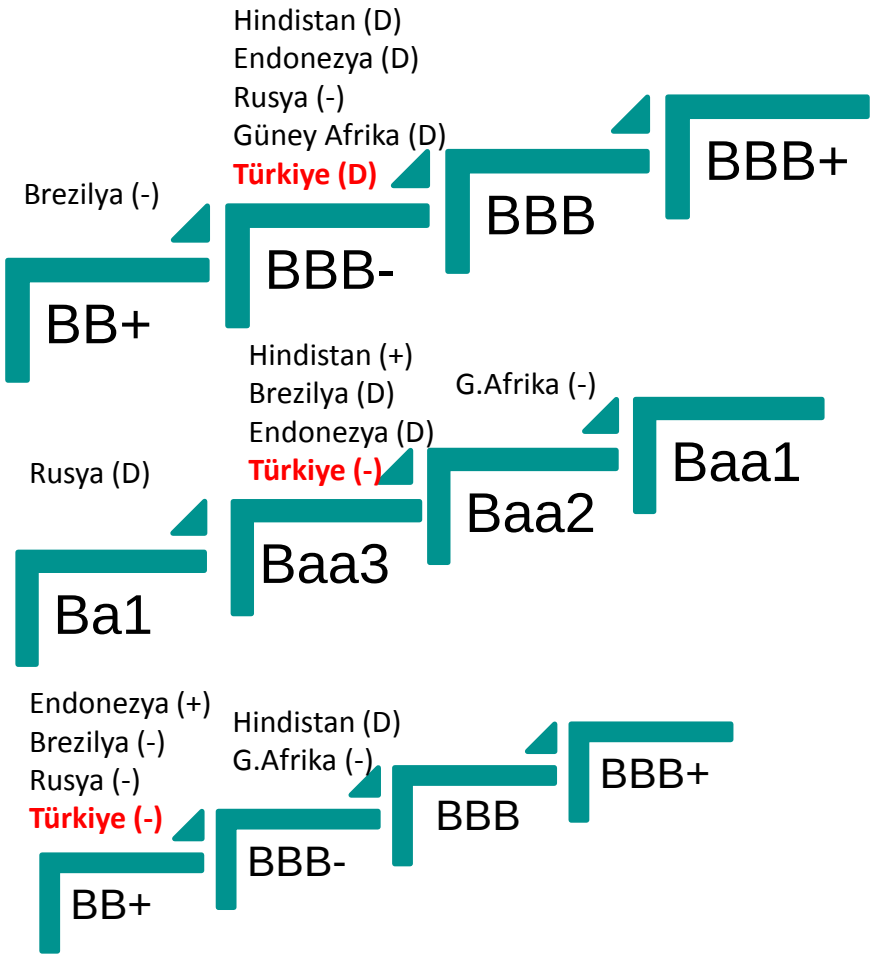
Para Politikası - Özet

- Faiz koridoru bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilecek ve daraltılacak
- Döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliği artırılacak
- Finansal sisteme döviz likiditesi sağlamak amacıyla ROK ve zorunlu karşılık mekanizması güncellenecek
- Finansal sistemin TCMB nezdinde erişebileceği döviz likiditesi bankalarımızın gelecek bir yıldaki yurt dışı ödemelerini fazlasıyla karşılayacak seviyede belirlenecek
- ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ödenen faiz oranı Fed politika faiz aralığının üst bandına yakın seviyelerde tutulabilecek

TCMB Beklenti anketinde gelecek yıl sonu politika faizi beklentisi (kasım) %8,59
Bizim beklentimiz %8,75

Kredi Notu Görünümü

Kredi Notu Görünümü

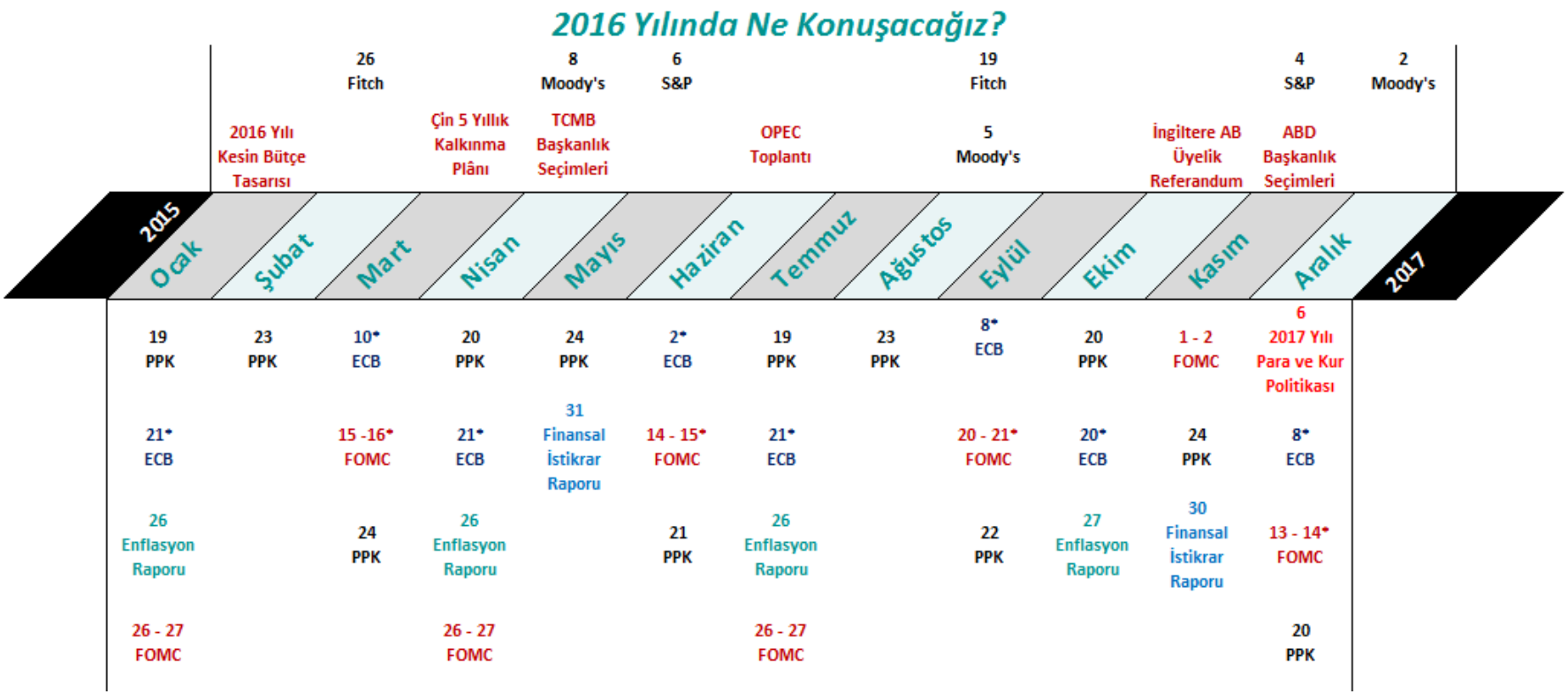


Jeopolitik riskler dengeli seyrederse 2016'da negatif görünümden durağana geçilebilir

Kredi notu üzerinde en büyük baskı jeopolitik riskler ve terör olayları

2016 Ekonomik Takvim

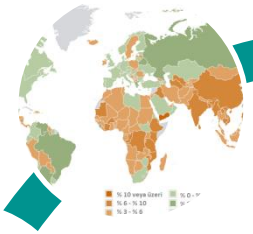
2016 Ekonomik Takvim



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Fed, ECB, TCMB

2016'da Ne Konuşacağız?

Piyasalara Dair Beklentiler



Global Makro

2016 Ekonomik Takvim

Türkiye Makro

2016 Strateji

Piyasalara Dair Beklentiler

Para Politikası

Sektörlere Dair Beklentiler

Kredi Notu Görünümü

Öne Çıkan Hisseler

Piyasalara Dair Beklentiler

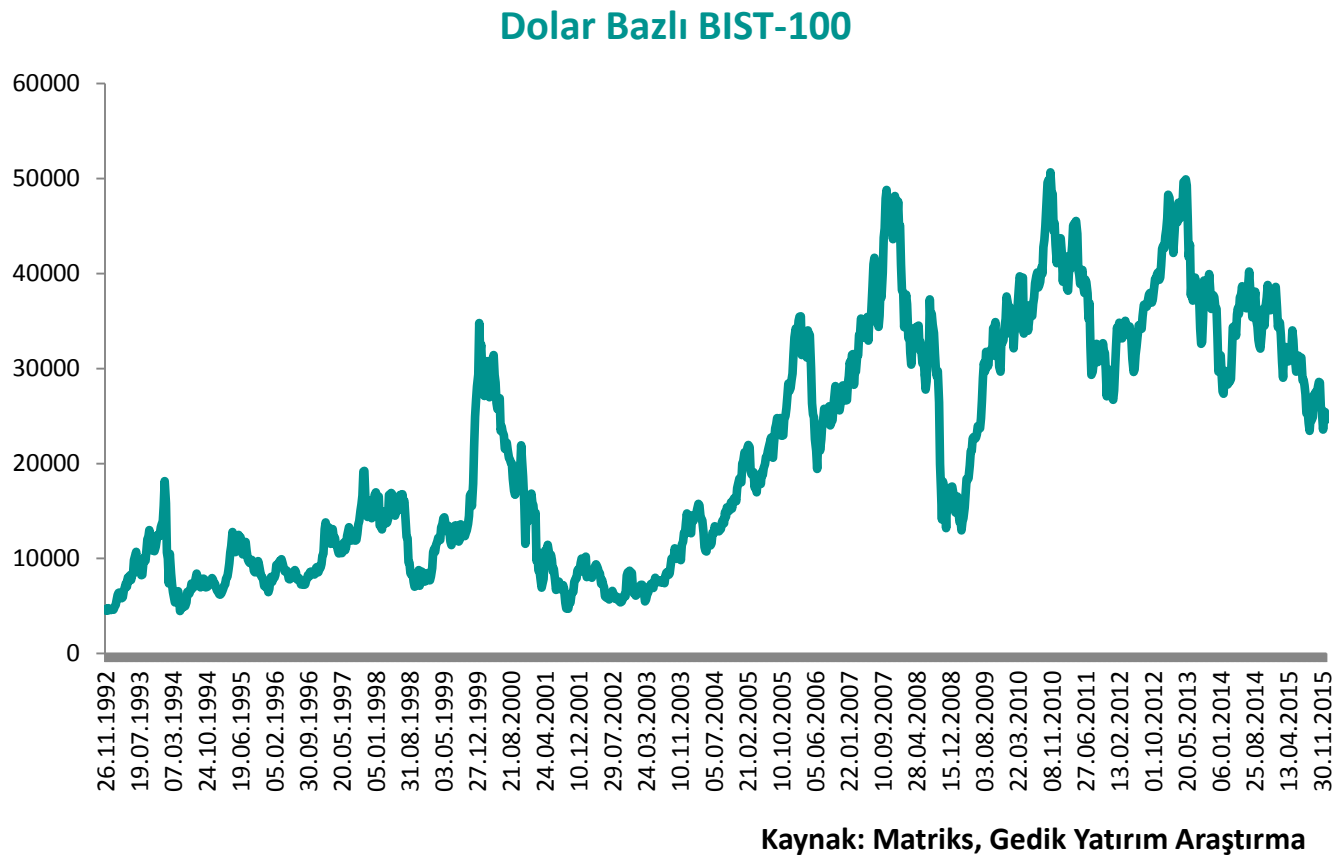
- ✓ Büyüme hızları düşük kalmaya devam edecek, şirket karlılıklarında büyük sıçramalar beklemiyoruz
- ✓ Gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye daha seçici olacak
- ✓ Türkiye'nin pozitif ayrışmasını sağlayacak güçlü bir hikayesi yok
- ✓ En iyi hikayemiz 70 bin altında ortaya çıkan düşük piyasa çarpanları
- ✓ AB ile yakınlaşma henüz güçlü bir hikayeye olmaktan uzak, gelişmeleri izliyoruz
- ✓ Jeopolitik riskler risk primini kalıcı olarak artırdı, yakın zamanda düşüş zor, artış olası
- ✓ Faizler Fed ile birlikte kademeli olarak artacak
- ✓ Kurlarda yükseliş ivmesi azalarak da olsa devam edecek

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

Kaynak: Matriks, Gedik Yatırım Araştırma

2015'in Özeti: Başladığı gibi gitmedi/bitmedi

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

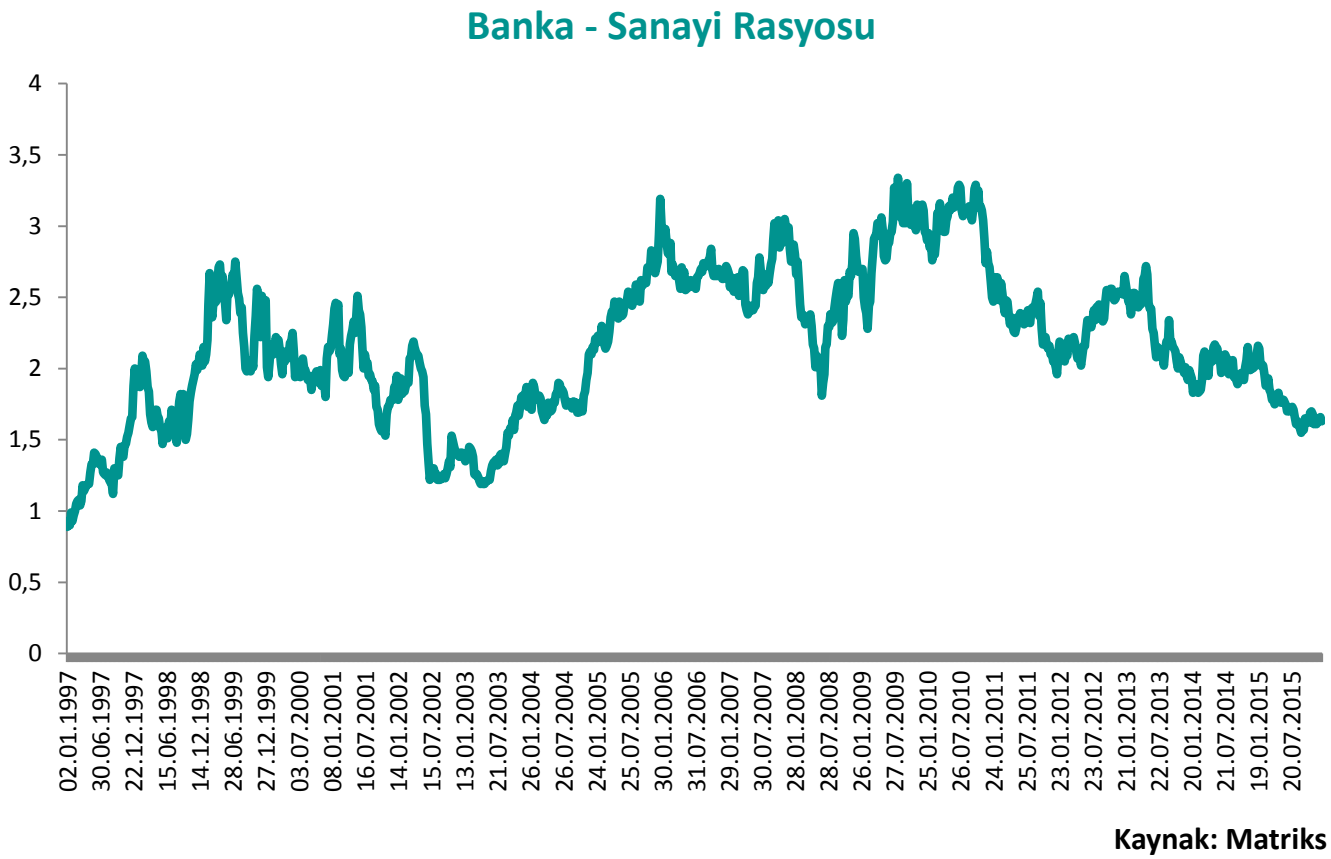


Kaynak: Matriks, Gedik Yatırım Araştırma

BIST 100'de dolar bazlı kayıp, TL bazlı kaybın iki katını aştı

BIST 100 dolar bazında 2008 krizinden sonra görülen en dip seviyelerde

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

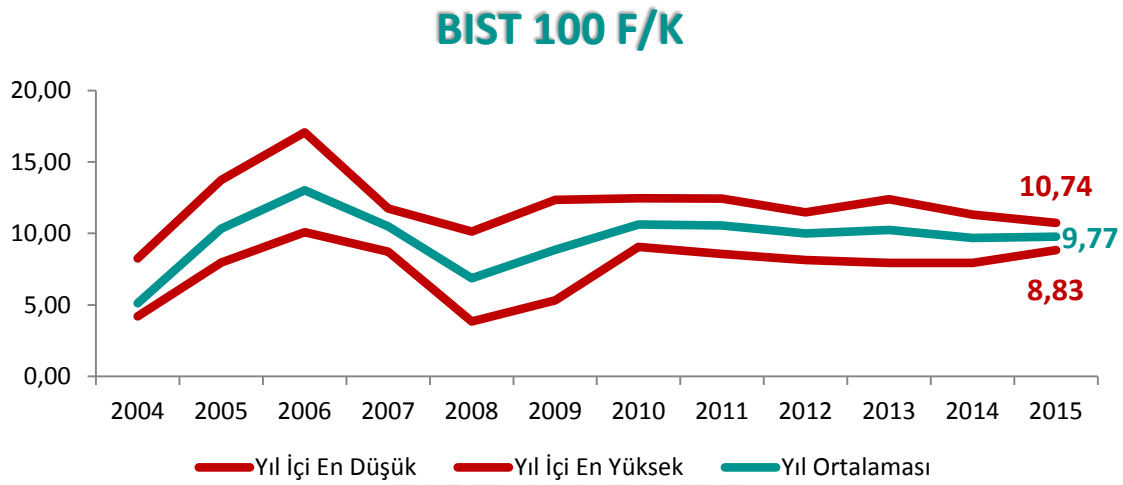


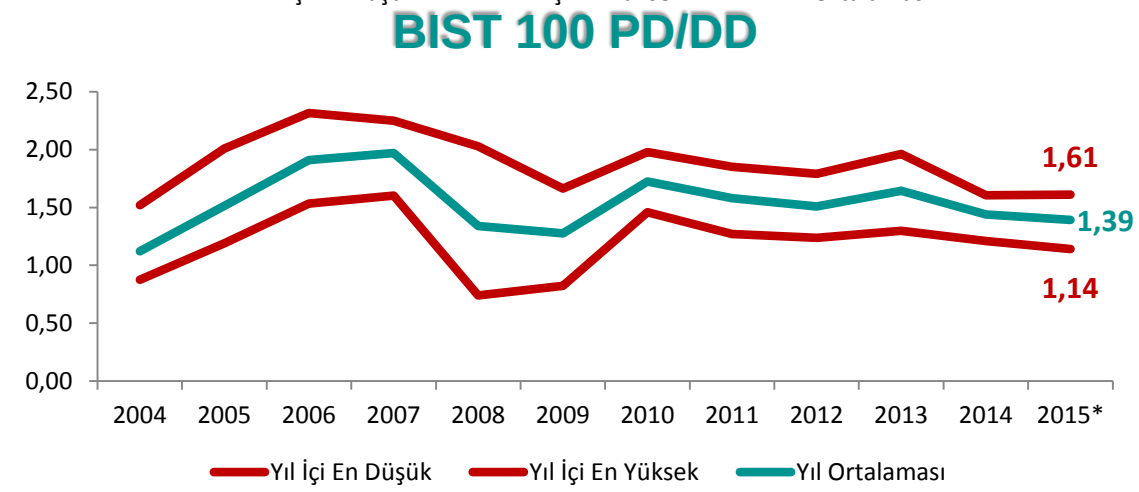
Kaynak: Matriks

Banka/Sanayi rasyosu son 10 yılın diplerinde, trendin tersine dönmesi için bankacılık sektörüne yönelik düzenleme/destek şart

Bankalar TCMB ve BDDK tarafında yeterli desteği bulamazsa 2016 da sıkıntılı geçebilir

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST





Çarpanlar BIST 100'ün mevcut riskleri yansıttığını gösteriyor. Son yıllarda yıl içi dalga boyları azalıyor

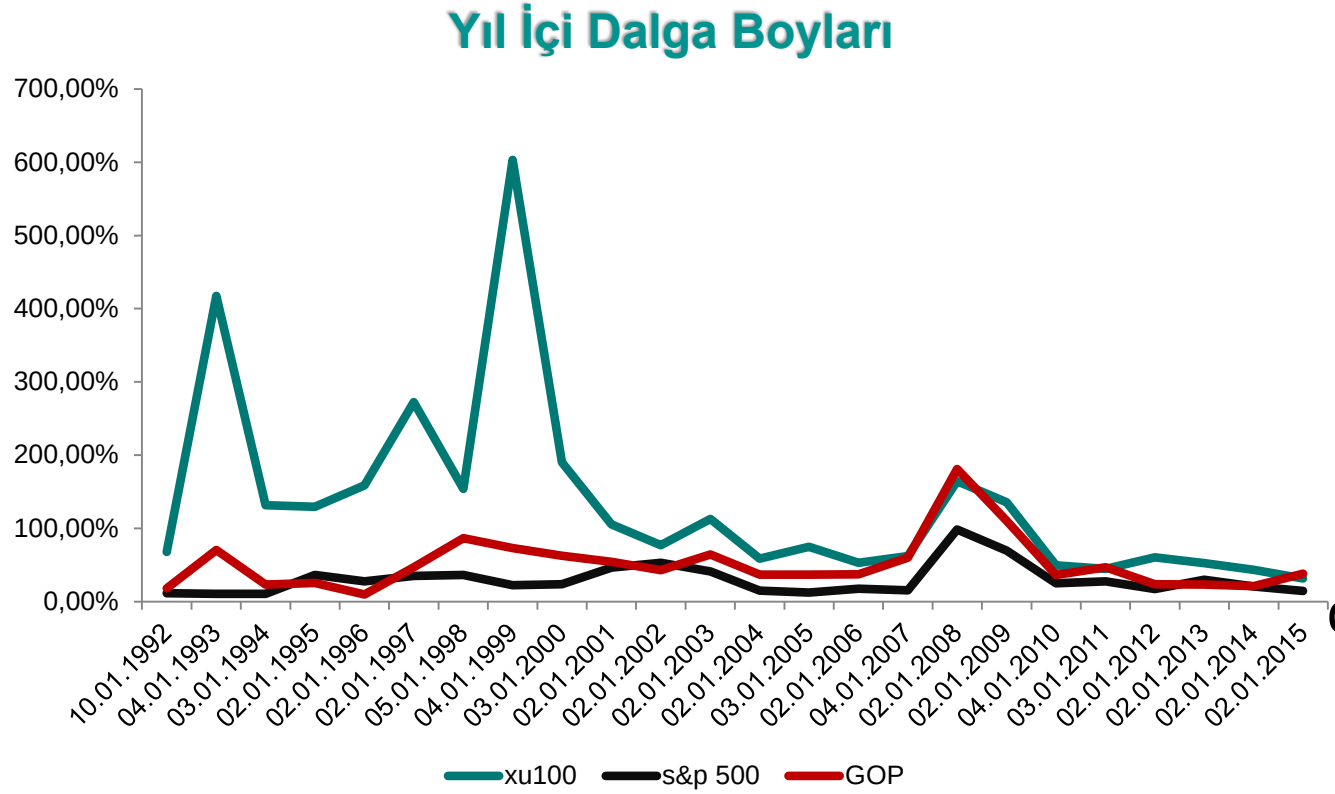
74,000 >> 9,43 FK
1,22 PD/DD

70,000 >> 8,90 FK
1,15 PD/DD

Karlılık artışı sağlanamazsa BIST iki ileri bir geri modundan çıkamaz

Kaynak: Bloomberg

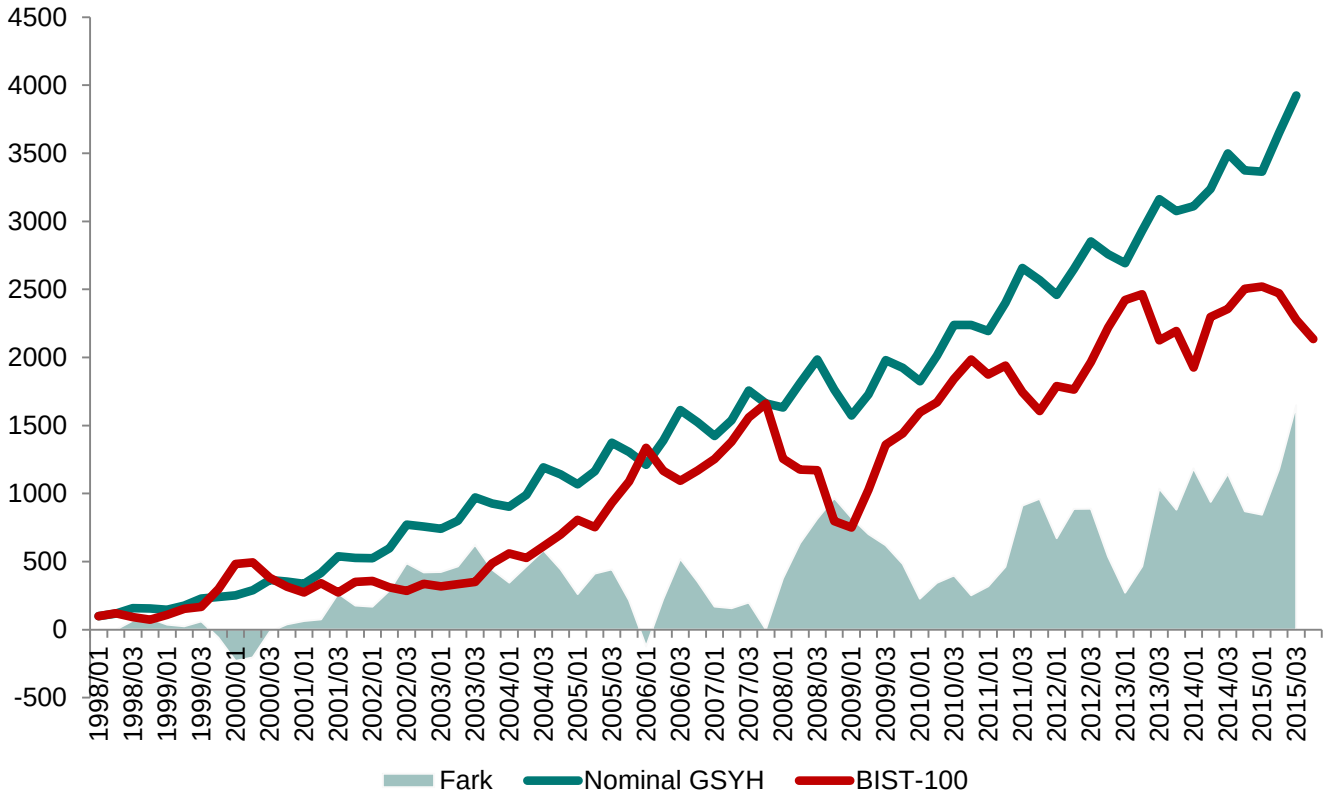
Piyasalara Dair Beklentiler - BIST



Yıl içi dalga boylarının azalmasında enflasyondaki düşüş ana faktör

BIST'te sene içinde %30-40 marjlar yeni normaller

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST



Büyüme ile endeks ayrışıyor

GSYH'daki büyüme şirketlere yansımıyor
İlerisi için marj oluşuyor

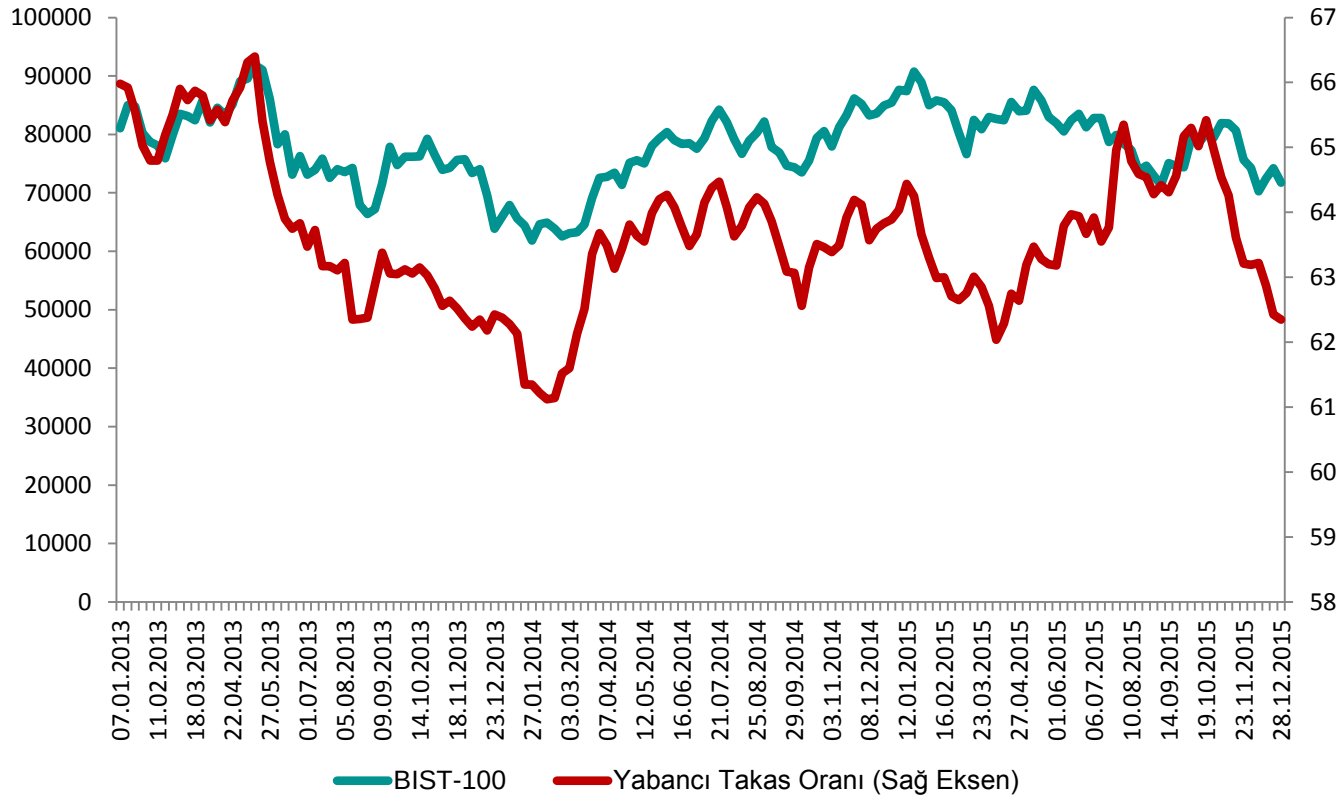
Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

ÜLKE/FK	Endeks	2011	2012	2013	2014	2015/03	2015/06	2015/09	2015/12
DJI	Dow Jones	12.54	12.70	15.73	16.25	15.47	15.46	14.59	15.36
SP500	S&P 500	13.21	14.15	17.36	18.02	18.03	17.95	16.96	17.99
DAX	Almanya DAX	9.79	12.55	16.34	15.05	18.24	15.97	14.38	16.00
NIKKEİ	Japonya Nikkei	15.28	16.97	20.10	19.31	20.34	19.77	17.21	18.86
Meksika	MEXBOL Index	16.76	18.50	20.24	22.44	23.20	24.26	23.62	23.98
Hindistan	NIFTY Index	13.53	15.42	15.39	19.07	20.31	19.88	19.16	19.47
Güney Afrika	TOP40 Index	11.73	16.43	16.15	17.04	18.03	19.28	19.15	18.96
Malezya	FBMKLCI Index	15.13	15.11	17.59	16.29	17.99	17.33	16.84	17.14
Endonezya	JCI Index	14.63	14.84	14.50	16.55	18.07	16.56	14.44	16.80
Çin Şangay	SHCOMP	11.37	11.32	9.83	14.76	16.84	18.85	14.05	16.36
Macaristan	BET Index	7.98	8.04	8.18	10.99	11.12	12.66	12.16	14.65
Polonya	WIG Index	7.08	10.85	14.47	13.49	13.82	14.43	13.07	12.47
Güney Kore	KRX100 Index	9.46	11.99	11.42	10.56	12.12	11.28	10.77	9.47
Brezilya	IBOV Index	9.28	14.96	13.76	14.15	13.21	13.00	11.02	9.33
Türkiye	**XU100 Index**	**8.35**	**11.01**	**8.78**	**10.15**	**9.36**	**10.20**	**9.63**	**9.13**
Rusya	INDEXCF Index	5.00	5.35	5.67	6.83	7.22	7.61	7.03	7.46
Çek Cumhuriyeti	PX Index	7.52	12.55	16.68	13.72	14.67	11.73	11.18	7.22
Mısır	EGX100 index	11.07	13.02	12.76	13.38	12.69	11.43	8.71	6.72
MSCI EM	MXEF index	9.48	12.06	11.40	11.80	12.14	12.59	10.60	10.77

Kaynak: Bloomberg

70 bin ve altında çarpanlar cazip, 90 bine yaklaştıkça yüksek oluyor

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

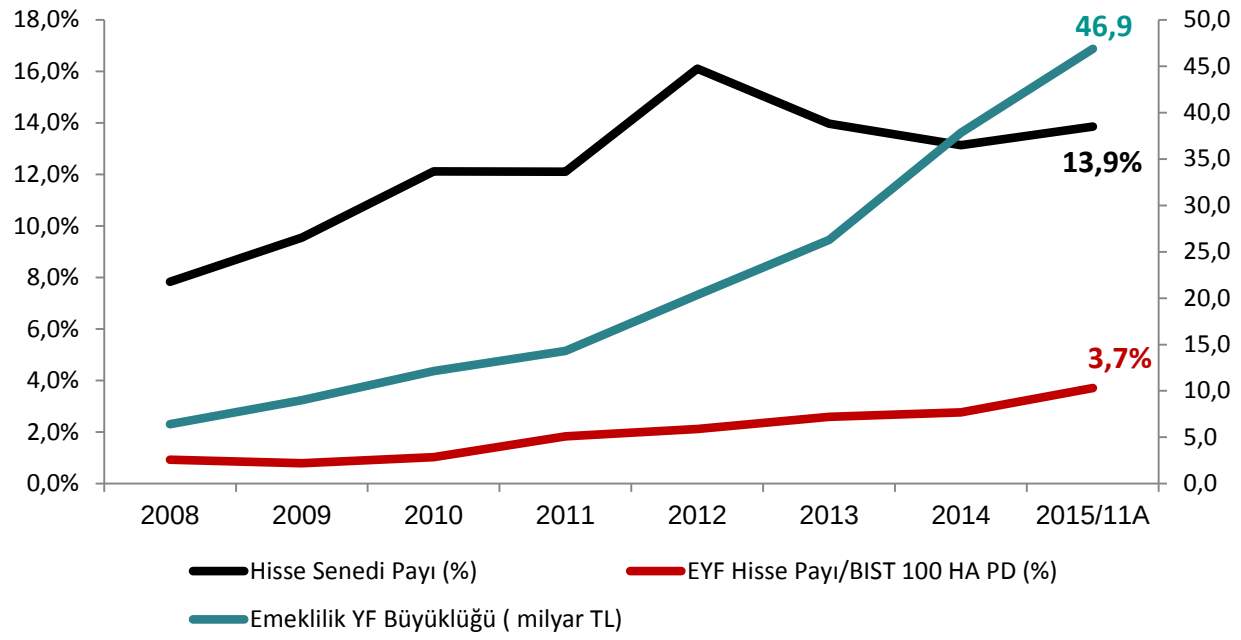


BIST'in ana yönünü yabancı tayin ediyor

Kaynak: Matriks,

2015'in son bölümünde de yabancı satışları, yerliler tarafından karşılanamadı

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST



EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015/11A
Katılımcı Adedi (milyon kişi)	1.7	2.0	2.3	2.6	3.1	4.2	5.1	5.9
Emeklilik YF Büyüklüğü (milyar TL)	6.4	9.0	12.1	14.3	20.3	26.3	37822.9	46.9
Hisse Senedi Payı	7.8%	9.6%	12.1%	12.1%	16.1%	14.0%	13.1%	13.9%
Hisse Senedine Yatırılan Tutar (milyar TL)	0.5	0.9	1.5	1.7	3.3	3.7	5.0	6.5
BİST 100 Toplam Piyasa Değeri	53.7	109.0	143.6	94.3	154.2	141.7	179.6	174.7
EYF Hisse Payı/BIST 100 HA PD	0.9%	0.8%	1.0%	1.8%	2.1%	2.6%	2.8%	3.7%

Kaynak: SPK

BIST 100'ün %3,7'i Emeklilik Yatırım Fonları'nın, devlet teşviki bu oranı daha da artıracak

Emeklilik Yatırım Fonları'ndaki destek uzun vadede finansal istikrara da katkı sağlayacak

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

Fiili Dolaşımdaki Paylarının % 10'unundan Fazlası Bireysel Emeklilik Fonlarında Olan Hisseler				
Hisse Kodu	Takas Adet (Lot)	Toplam yatırım tutarı içindeki payı	Hissenin Fiili Dolaşımdaki Pay içindeki Oranı	BIST-100'de mi?
GUSGR	7,353,038	0.24	38.27	✗
INDES	6,964,417	0.64	33.21	✗
TKNSA	3,514,971	0.36	27.52	✓
ODAS	4,754,964	0.47	26.67	✓
ISFIN	38,406,160	0.44	22.88	✗
ANSGR	45,688,503	1.12	21.88	✗
MGROS	7,533,974	2	21.81	✓
DGATE	737,363	0.16	21.56	✗
ALBRK	36,711,464	0.77	20.24	✓
TEKST	5,252,292	0.19	17.56	✗
KORDS	8,252,304	0.54	14.91	✓
ALKIM	1,153,121	0.23	14.87	✓
CRDFA	1,602,500	0.04	13.72	✗
TBORG	1,708,416	0.18	12.4	✗
AKSEN	15,471,353	0.57	12.21	✓
TKFEN	19,411,955	1.21	12.11	✓
ALARK	7,457,854	0.36	11.74	✓
ISGYO	40,444,858	0.94	11.02	✓

Emeklilik yatırım fonları hisselerdeki volatiliteyi de azaltıyor

Bireysel Emeklilik Fonları

% 10'dan yüksek 18 Hisse
% 5 – 9 arasında 27 Hisse
% 0 – 5 Arasında 97 Hisse
(Fiili Dolaşımdaki Payların)

Piyasalara Dair Beklentiler - BIST

- ✓ BIST bugüne kadar üst üste 2 yıl düşmedi.
  2015'teki sert düşüş, 2016 için iyi bir baz etkisi oluşturuyor
- ✓ 2016 makro beklentilerimiz ve şirketlerin kar tahminlerine göre aşağı yönlü potansiyelin sınırlandığını ancak tarihi zirvelerin geliştirilme ihtimalinin de azaldığını düşünüyoruz
- ✓ BIST'te yıl içi dalga boyları son yıllardaki düşüşle birlikte GOP ortalamasına yaklaştı, yıl içi dip/tepe marjı %35-40 aralığında
- ✓ 70 bin ve altında çarpanlar cazip, 90 bine yaklaştıkça yüksek oluyor
- ✓ Bankaların özvarlık karlılığı endişe yaratıyor, BIST'te hesapları değiştirecek etken bankacılık sektörünün karlılığını artıracak yasal düzenlemeler olur, aksi takdirde BASEL III'e geçiş sektörü daha da zorlayabilir
- ✓ Kurlarda denge sağlanmadığı sürece yabancı girişi sınırlı kalmaya devam edecektir, Emeklilik yatırım fonları BIST düşerken de giriş sağlıyor, uzun vadede dengeleyici etkisi artacak

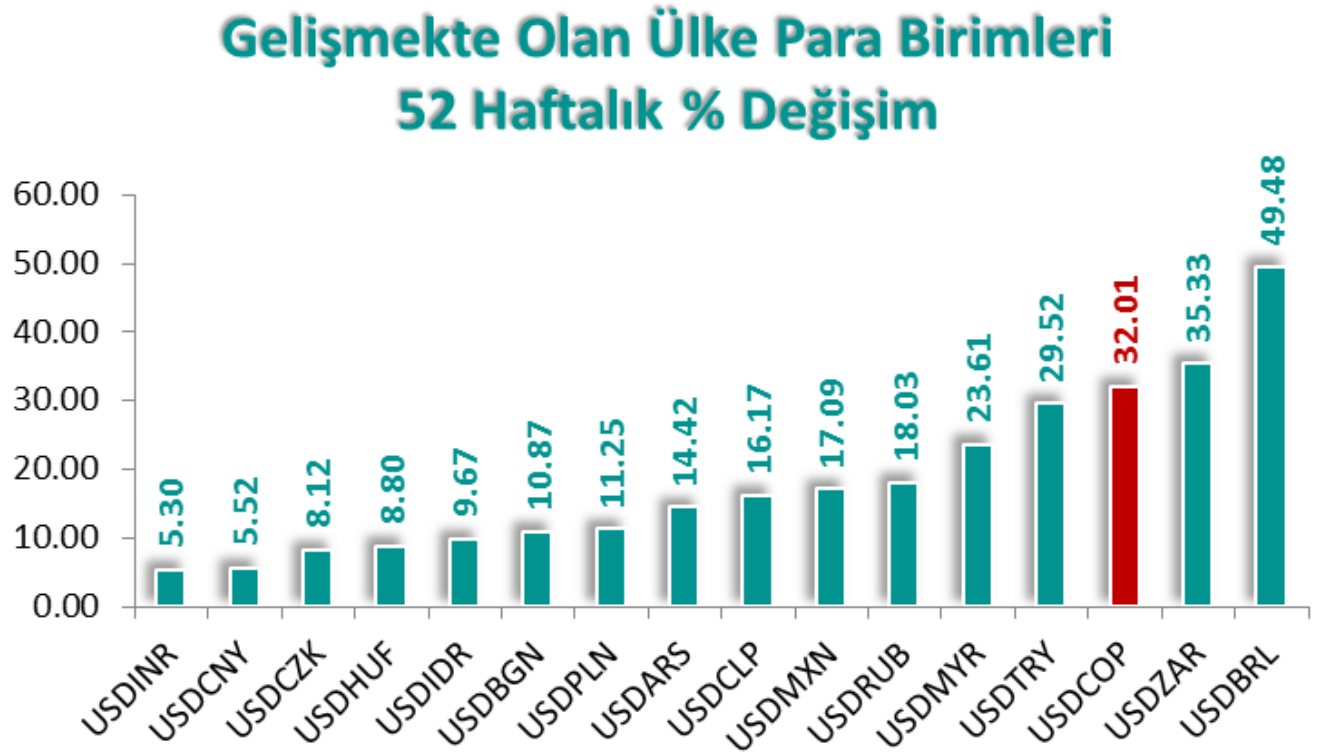
BIST 100 için baz senaryomuz 2016 için 65.000 ile 92.000 aralığında dalgalanma

Piyasalara Dair Beklentiler – Dolar/TL

Kaynak: Matriks, Gedik Yatırım Araştırma

Dolar tüm dünyada değerlenirken, siyasi ve jeopolitik risklerdeki artış TL'yi daha da savunmasız bıraktı

Piyasalara Dair Beklentiler – Dolar/TL

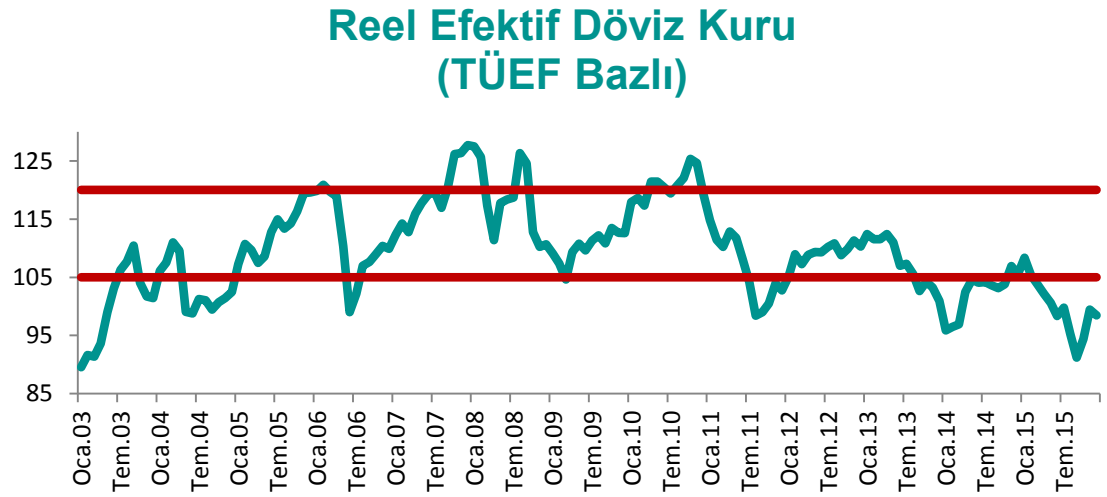


Kaynak: Matriks

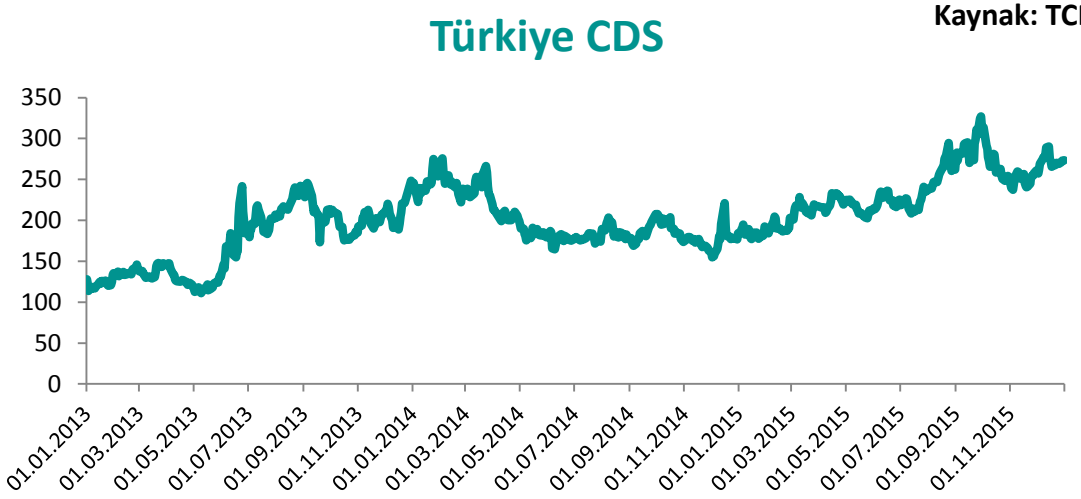
TL son bir yılın en zayıf para birimleri içinde

USD/TRY = FED + Siyasi Risk + Jeopolitik Riskler

Piyasalara Dair Beklentiler – Dolar/TL

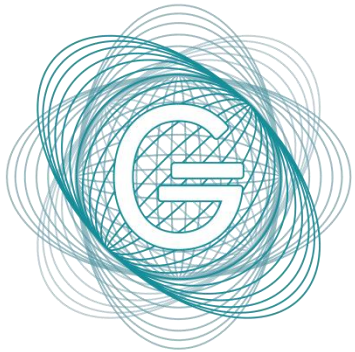


Kaynak: TCMB, Bloomberg



Çıpa kırıldıktan sonra çok anlamı kalmasa da REDK, TL'nin aşırı değersiz bölgede olduğunu gösteriyor

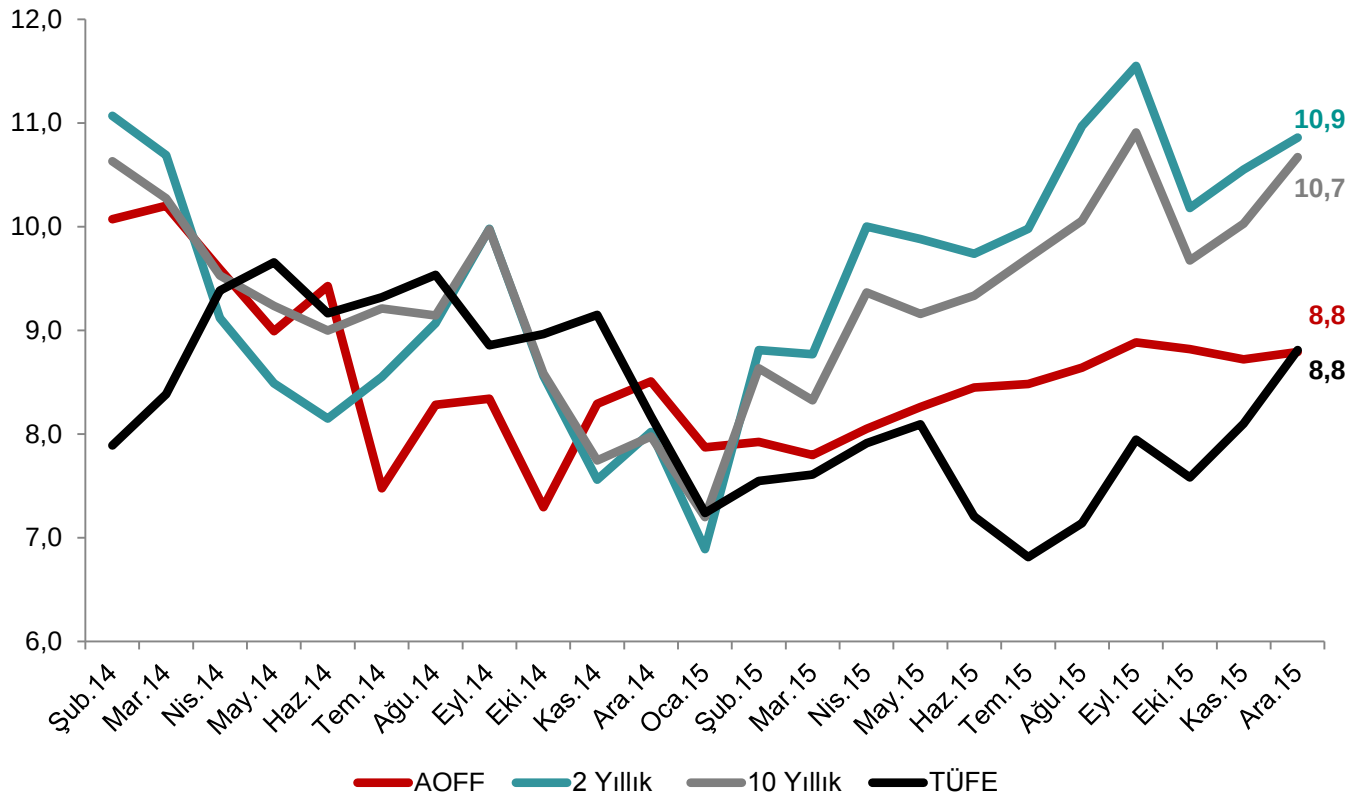
Piyasalara Dair Beklentiler – Dolar/TL



- Petrol fiyatlarındaki düşüşün yarattığı iyimser hava kullanılamadı
- 2015'te kurdaki artış Fed politikaları ile içeride siyasi ve jeopolitik riskteki artışa bağlı
- 2016 sonu için teorik hesabımız (Baz fiyatlarımız Dolar/TL 2,90 – Euro/TL 3,20) Dolar/TL'de 3,20-3,30 - Euro/TL'de 3,50-3,60 - döviz sepetinde ise 3,35-3,45 aralığı
- Kurlar üzerinde siyasi ve jeopolitik risklerin etkilerini taşıyor, bu risklerdeki artış ve azalış teorik fiyatlardan sapmaları getirecek
- Fed ve ECB'nin politikaları tahmin edilebiliyor, asıl etki TCMB'nin izleyeceği politikalardan gelecek, enflasyon mu büyüme mi denklemi kurların yönünü belirleyecek

Dolar/TL'de 2016 yıl ortalaması tahminimiz 3,10-3,15 aralığı
Euro/Dolar'da 2016 yıl ortalaması tahminimiz 1,05-1,10 aralığı
Euro/TL'de 2016 yıl ortalaması tahminimiz 3,30-3,40 aralığı

Piyasalara Dair Beklentiler – Faiz

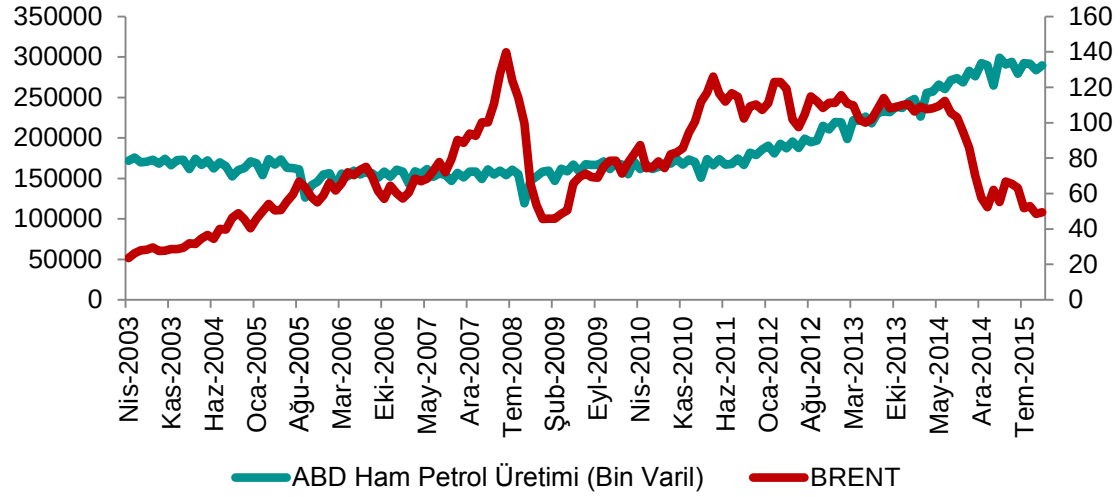


Kaynak: Matriks, TCMB

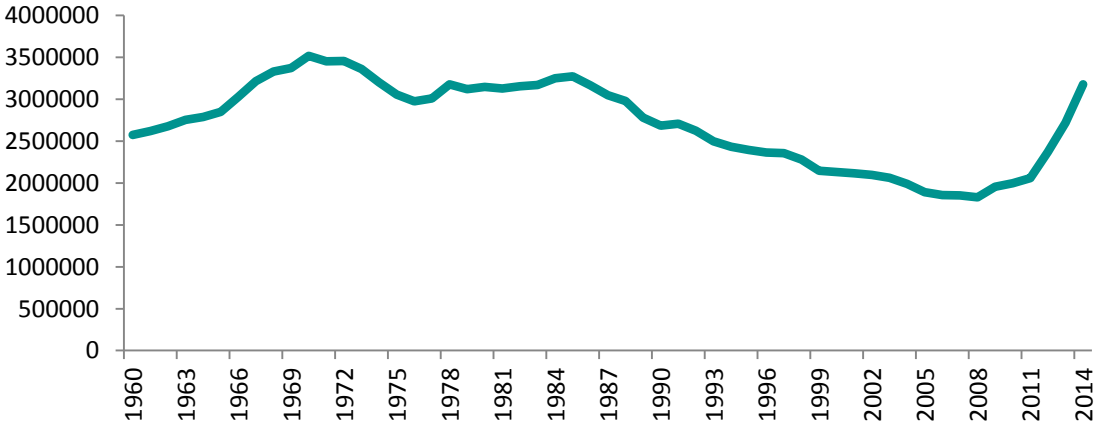
Fed'in faiz artış süreci devam ederken ve enflasyonda kalıcı bir düşüş sağlanamadan faizlerde indirim TL'yi savunmasız bırakır

Faizlerde yılın ilk yarısında hisse değerlemelerini pozitif yönde etkileyecek düşüş ihtimali çok az

Piyasalara Dair Beklentiler – Petrol



ABD Ham Petrol Üretimi (Bin Varil)



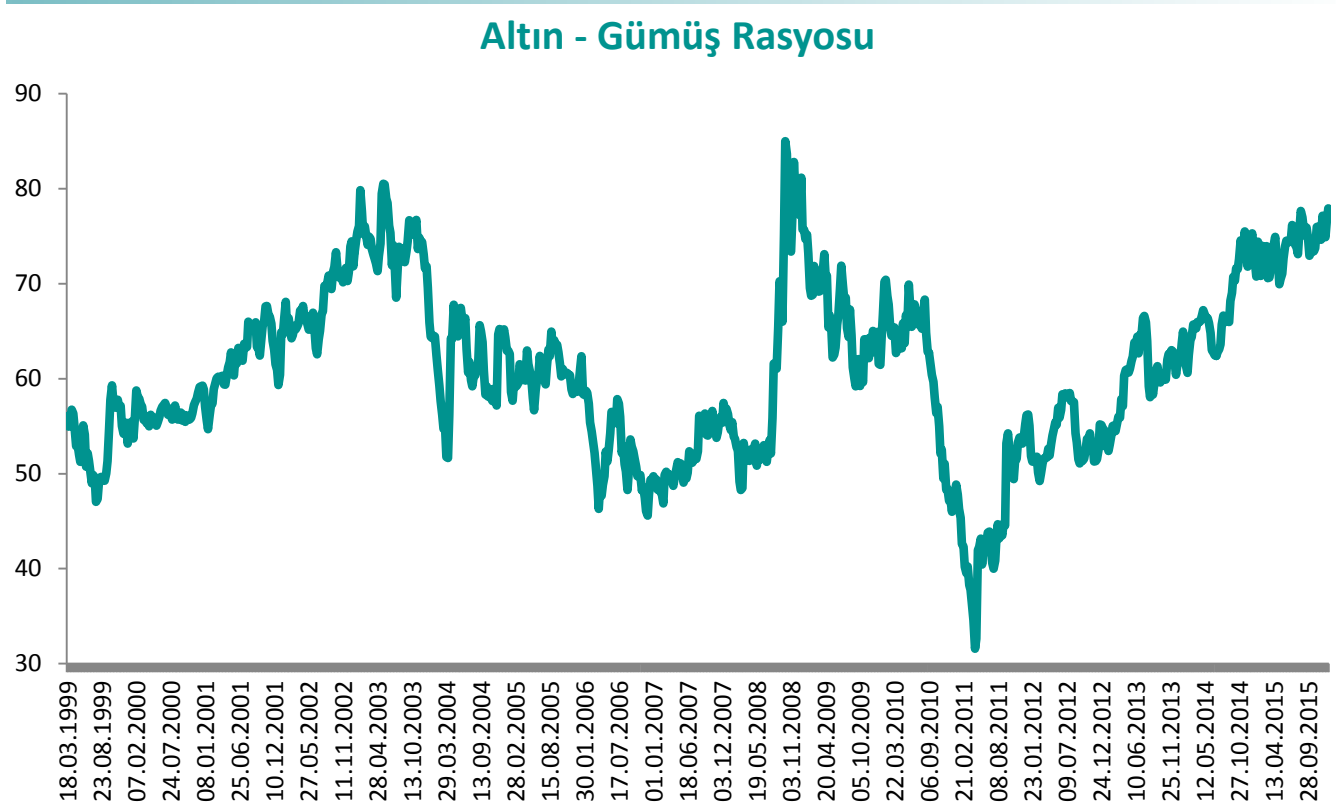
Kaynak: Matriks, EIA

Petrol fiyatlarındaki düşüşte talepteki düşüş kadar, ABD'nin üretimindeki artışı da etkili

OPEC pazarını ABD'ye kaptırmak istemiyor, bu nedenle üretimde kesinti zor görünüyor

BRENT Petrol'de 2016 beklentimiz 30-55 arası dalgalanma

Piyasalara Dair Beklentiler – Altın/Gümüş

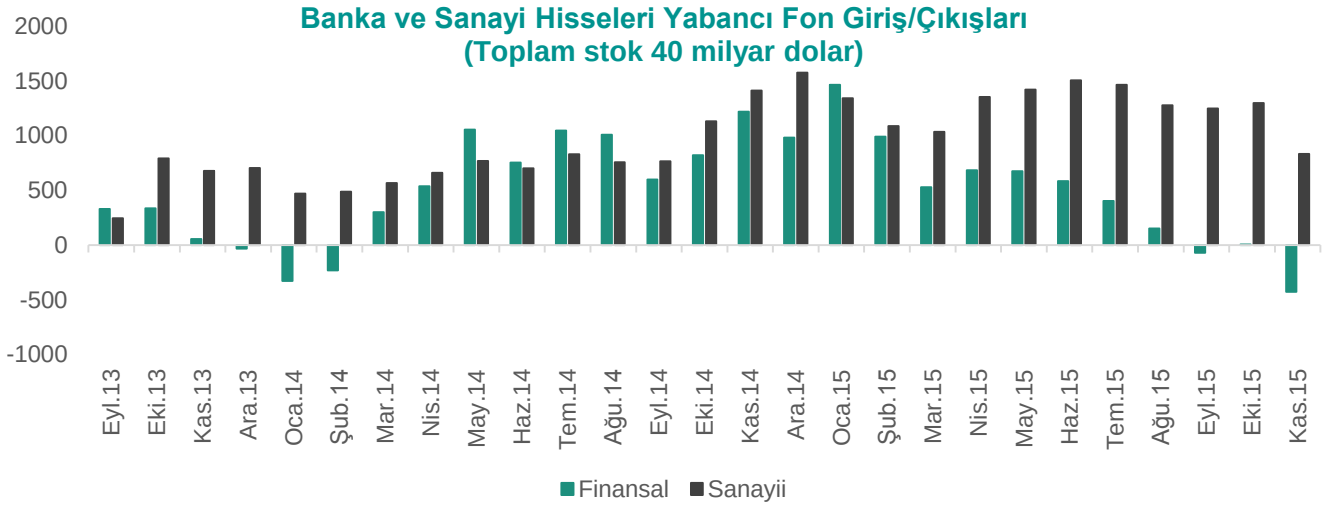


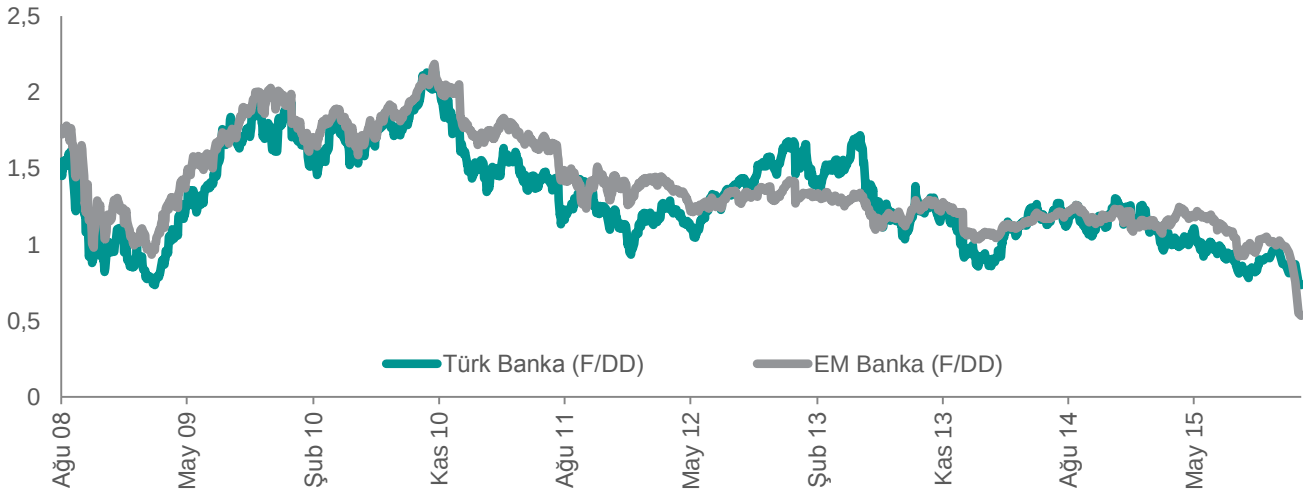
Kaynak: Matriks

Fed beklentisi tüm emtialar gibi değerli metalleri de baskıladı. Düşüşün sonuna yaklaşıldığını düşünüyoruz.

Gümüş altına kıyasla en düşük seviyelerinde

Kritik Konular ve Değerlemeler





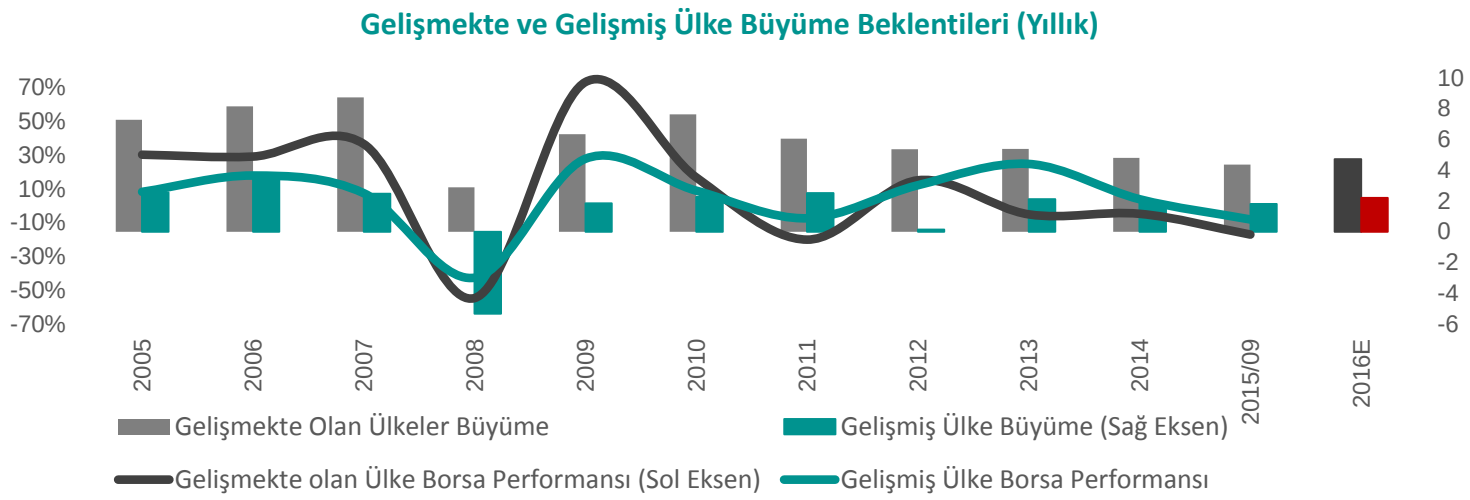
Yabancı Yatırımcılar;

Son 1 Yılda,
Banka Hisselerinde
1.248 milyar dolar
net satım
Sanayi Hisselerinde
298 milyon dolar
net satım yaparken;

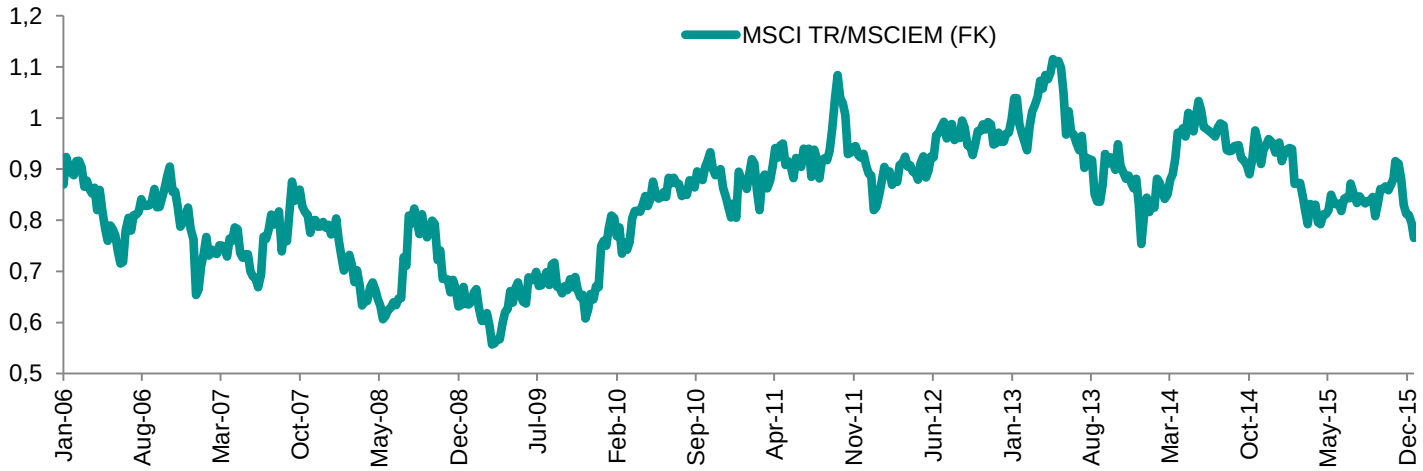
Son 2 Yılda,
Banka Hisselerinde
765 milyon dolar
net satım yaparken;
Sanayi Hisselerinde
40 milyon dolar
net alım yaptı…

Bankalar ucuz, sanayi şirketleri genel olarak pahalı…

Kritik Konular ve Değerlemeler

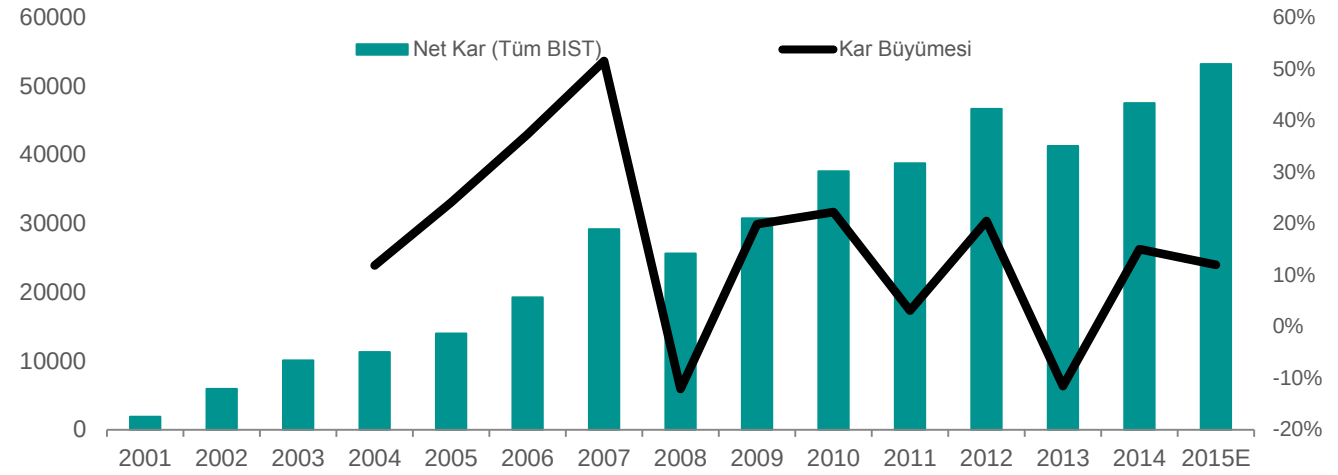


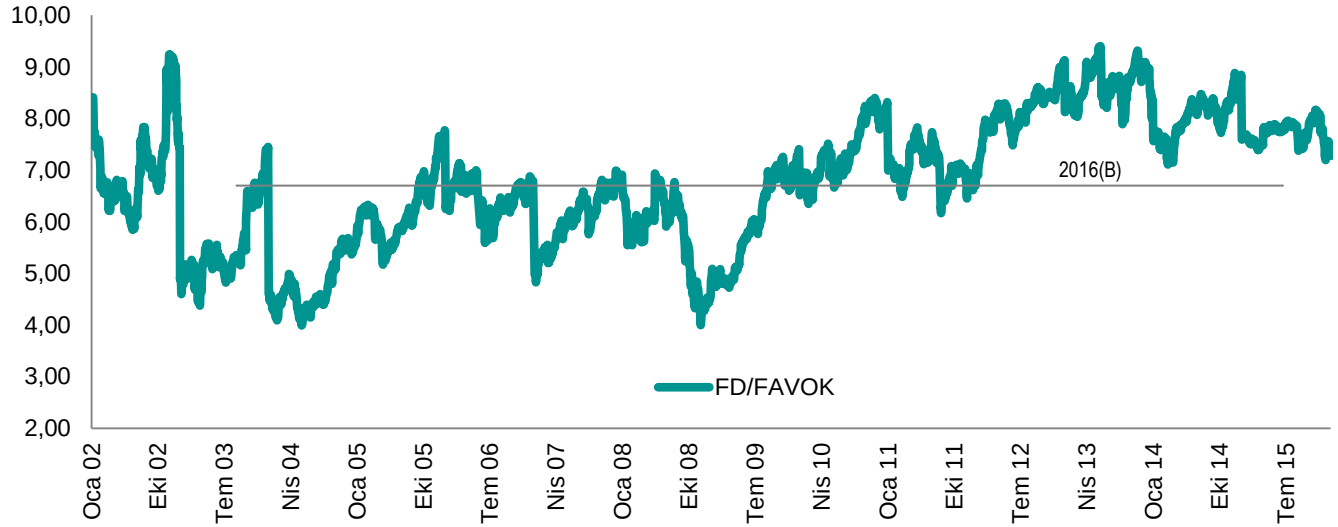
Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde 5 seneden sonra ilk kez büyümenin ivme kazanması beklenmekte.



Bu trend gerçekleşmesi halinde değerlemeleri daha cazip olan gelişmekte olan piyasalara ilgi artar.

Kritik Konular ve Değerlemeler





Dördüncü çeyrek kar rakamları beklentilerin altında olabilir. İlk çeyrek bölgesel ve yerel politik gelişmeler önemli…

14 senelik artış trendi devam edecek mi? Yoksa, yaşadığımız sadece kısa vadeli bir sekme mi? Bizim görüşümüz devam edeceği yönünde…

Piyasalara Dair Beklentiler

Gedik Yatırım - Piyasa Tahminleri

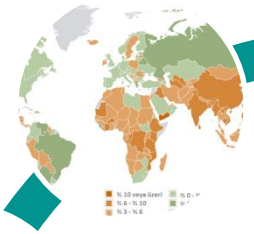
		Baz Senaryo	İyimser Senaryo	Kötümser Senaryo
	2015T	2016T	2016T	2016T
BİST 100 Endeksi (Düşük/Yüksek)	69.797 | 91.805	**65.000 | 92.000**	68.000 | 98.000	60.000 | 85.000
BIST 100 Kapanış	77.500	**87.500**	96.000	75.000
Döviz Kuru ($/TL) - (Düşük/Yüksek)	2,27 | 3,07	**2,75 | 3,35**	2.70 | 3.15	2.85 | 3.50
Döviz Kuru ($/TL) - Ortalama	2,72	**3,10 | 3,15**	2,90 | 3,00	3,25
Gösterge Tahvil Faizi (% ; Bileşik; Düşük/Yüksek)	6,58 | 11,89	**10,5 | 12,5**	9,50 | 12,0	11,00 | 13,50
Gösterge Tahvil Faizi (% ; Bileşik; G.K. Ortalaması)	9,6	**11,75**	10,75	12,5
BİST 100 İşlem Hacmi Milyon TL (Günlük)	3.600	**3.860**	4.300	3.600

Piyasa - Gerçekleşen/ 2016 Baz Senaryo

	2012	2013	2014	2015T	2016T
BİST 100 Endeksi - (Getiri; %)	53,00	-13,00	26,00	-12,00	15,00
BİST 100 İşlem Hacmi Milyar TL (Günlük, Ort.)	2,05	2,83	3,17	3,60	3,86
Döviz Kuru ($/TL) - Kapanış	1,78	2,15	2,34	2,97	3,25
Döviz Kuru ($/TL) - Ortalama	1,80	1,91	2,19	2,72	3,125
Gösterge Tahvil Faizi (% ; Bileşik; Kapanış)	6,15	10,10	8,02	11,35	11,75
Politika Faizi (% ; Bileşik; Kapanış)	5,50	4,50	8,25	7,50	8,75

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Sektörlere Dair Beklentiler



Global Makro

2016 Ekonomik Takvim

Türkiye Makro

Piyasalara Dair Beklentiler

2016 Strateji

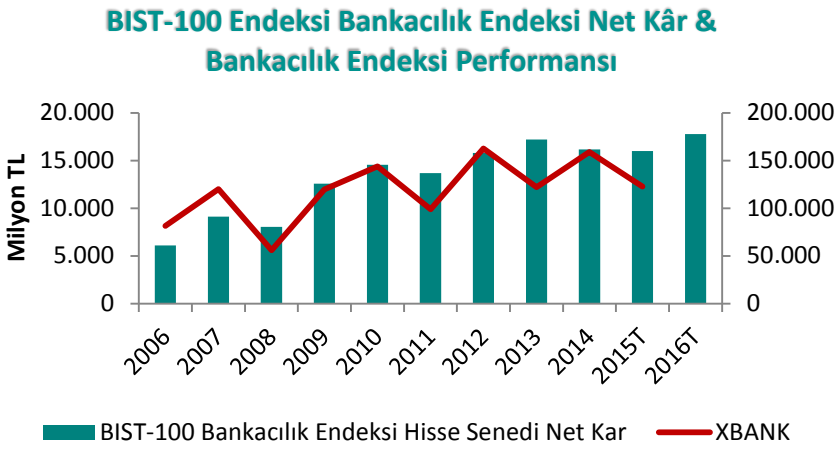
Para Politikası

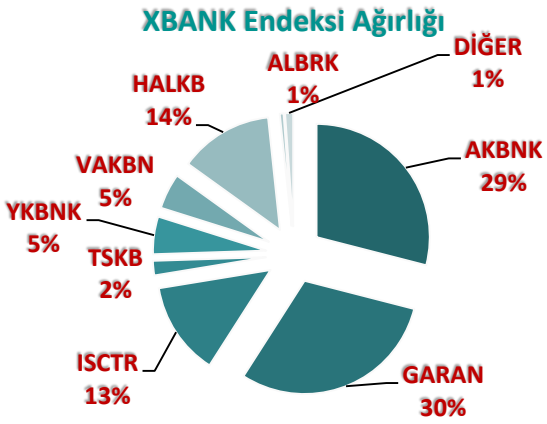
Sektörlere Dair Beklentiler

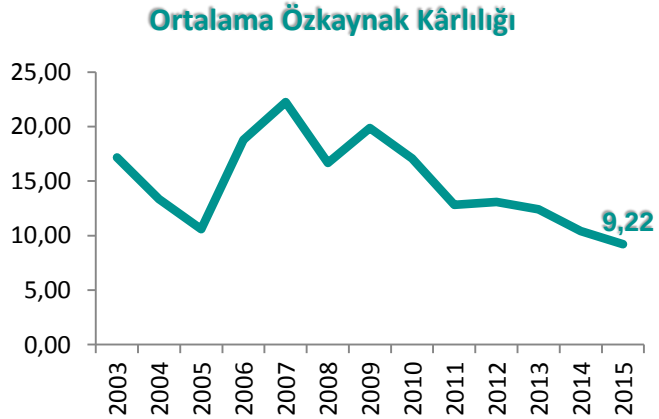
Kredi Notu Görünümü

Öne Çıkan Hisseler

Sektörlere Dair Beklentiler / Bankacılık







2015 yılı boyunca negatif ayrışan bankacılık sektörünün operasyonel olarak ciddi bir toparlanma yapması zor…

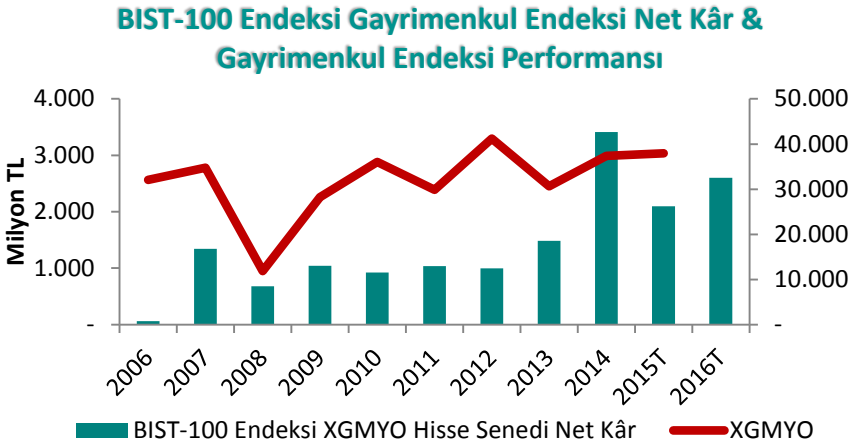
Sermaye yeterliliği ve kârlılıktaki baskı yeni önlem ihtiyacı doğurabilir

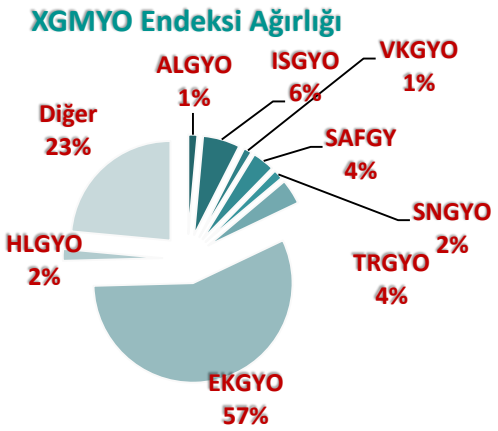
Sektörlere Dair Beklentiler / Bankacılık

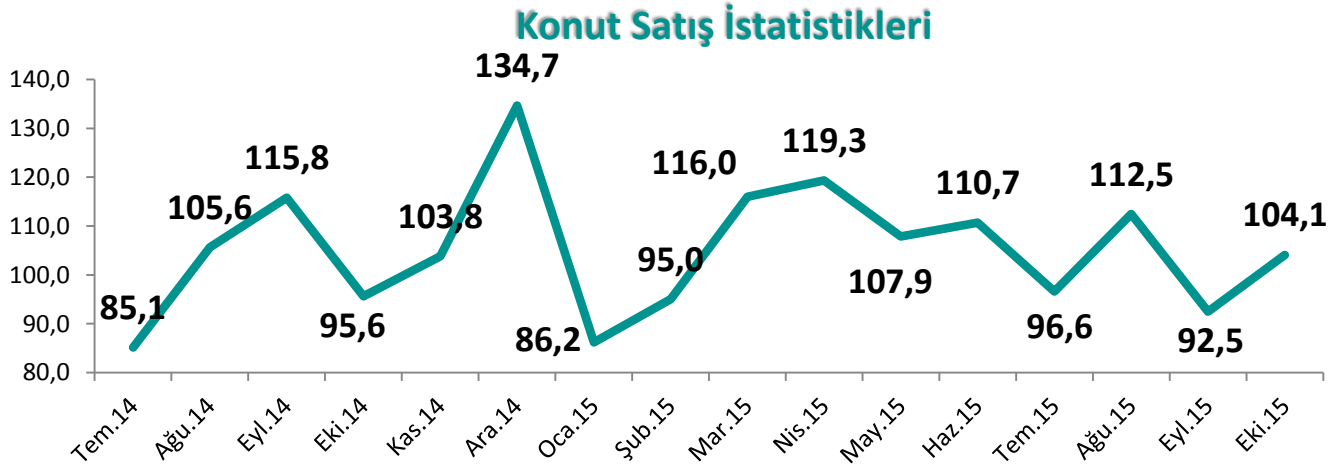
Bankacılık Sektörü

Güçlü Yönler	Zayıf Yönler
2001 Krizi Sonrasında Alınan Önlemlerin Sektörü Şoklara Karşı Güçlendirmesi	Finansal sistemin sığlığı, yüksek DİBS bağımlılığı
Kriz yönetimi deneyimi, insan gücü kalitesi	Aktif - Pasif arasındaki vade uyumsuzluğu
Ekonomide ve sektörde yaşanan zorluklara karşın varlık kalitesinin korunması	Kredi/Mevduat oranının yüksekliği
Yaygın dağıtım kanalları ve gelişmiş ürün ve hizmet çeşitliliği	Makroihtiyati tedbirlerin kredi büyüme eğilimini yavaşlatması
Teknolojik altyapıda uluslararası rekabet düzeyinin yakalanmış/aşılmış olması	Yurtiçinde tasarruf oranlarının düşük seyretmesi
	Dolarizasyon eğiliminin swap maliyetlerini artırması
Fırsatlar	**Tehditler**
Avrupanın genişleme süreci ve Euro Bölgesi üzerinden düşük maliyetli borçlanma imkanı	Özvarlık karlılığının sektör cazibesini kaybettiriyor olması
Yeni ekonomi yönetiminin yatırım ve büyüme odaklı bir politika izlemesi	Hane halkının borçluluğunun yüksek olması
Fed'in faiz artırımlarını yavaş bir döngüde gerçekleştirecek olması	Döviz kulrlarındaki artışın reel sektör borçluluğunu artırması, batık kredi riskinin yükselm
Yüksek sermaye yeterlikik oranı ve bu oranın aşağı çekilme ihtimali	Orta ve uzun vadede ucuz finansmana erişimin giderek zorlaşacak olması
Ücret-Komisyon Gelirlerindeki negatif etkilerin sona erecek olması	Jeopolitik risklerin artmasının yatırım ortamını bozması
	TCMB'nin normalleşme sürecinin fonlama maliyetlerini artırması

Sektörlere Dair Beklentiler - GMYO







2015 yılındaki belirsizlikler temkinli olmasına neden oldu

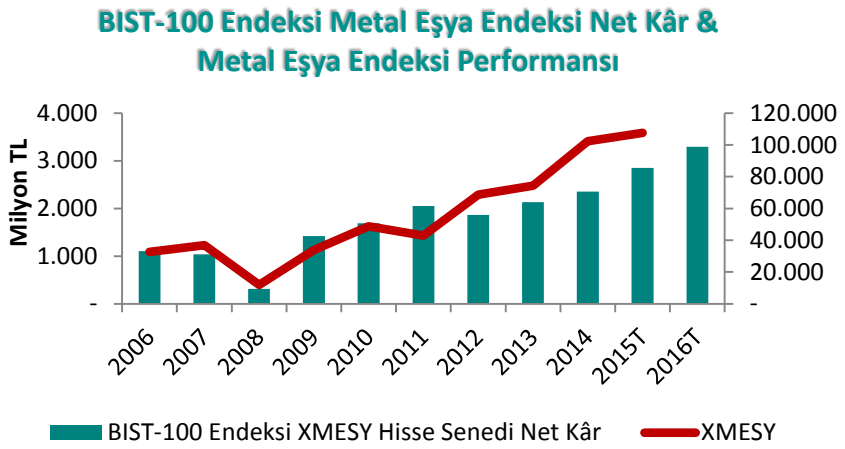
2016 yılına yönelik beklentiler 2015 yılına göre daha iyimser

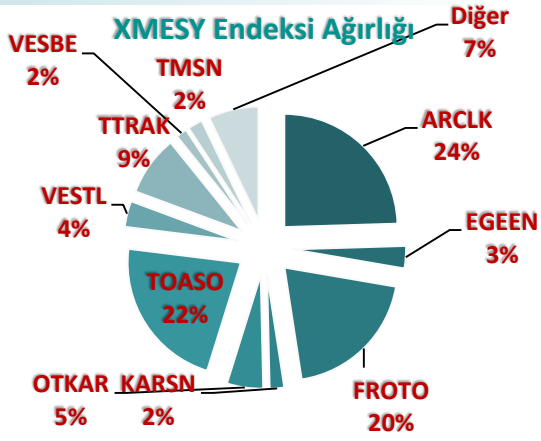
Sektörlere Dair Beklentiler - GMYO

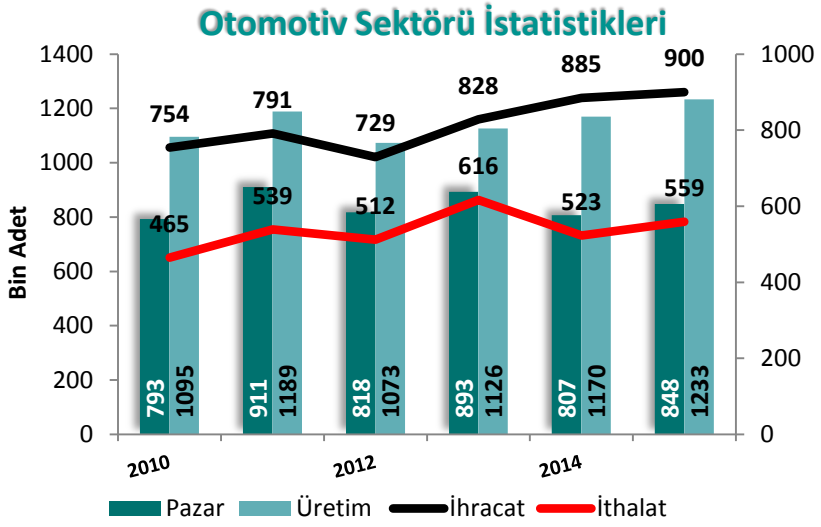
GMYO Sektörü

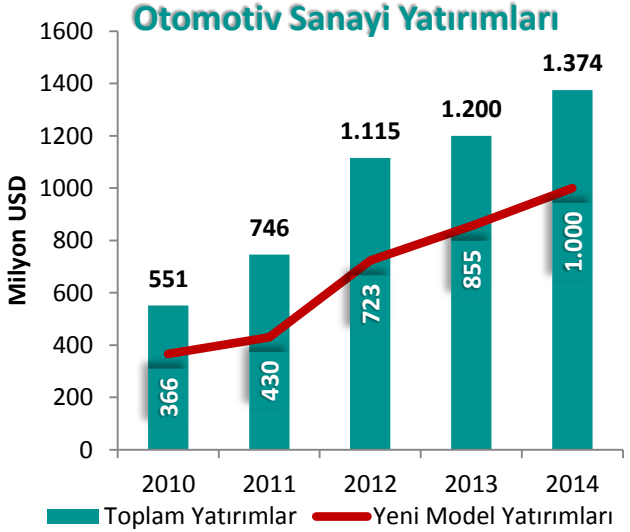
Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
Teknolojik ve beyaz yaka mesleki bilgi seviyesinin yüksekliği	GMYO dışında sektörde irili ufaklı çok sayıda firma bulunması
Modern ve yeterli düzeyde iş makinesi kapasitesi	Periferi ülkelerdeki ekonomik ve siyasi risklere açık olunması
Konut talebinin arzın üstünde seyretmesi	Siyasi ve ekonomik istikrara bağlı dalgalı büyüme
Büyük oranda yerli girdiyle çalışma	
Vergisel avantajlar	
Fırsatlar	***Tehditler***
Yeni konut gereksinimin yüksekliği	Kredi kanallarının üretici ve tüketici için azalması/kapanması
Yenilenmesi gerekli konut stokunun yüksekliği	Büyük şehirlerde merkez dışında konut stokunun artması
Kentleşme oranındaki artışın getirdiği talepler	**Gayrimenkul değer artış kazancına yönelik vergi beklentisi**
Mütekabiliyet yasası sayesinde yabancı yatırımcının artan konut talebi	**Son yıllarda üst gelir grubuna yönelik talebin büyük kısmının karşılanmış olması**
Büyük altyapı yatırımlarının farklı gelir gruplarına yönelik proje imkanı sunması	
Kentleşme oranındaki artışın getirdiği talepler	

Sektörlere Dair Beklentiler - Otomotiv









İhracat ve üretim rakamları, yapılan yatırımlarla artış trendini devam ettiriyor

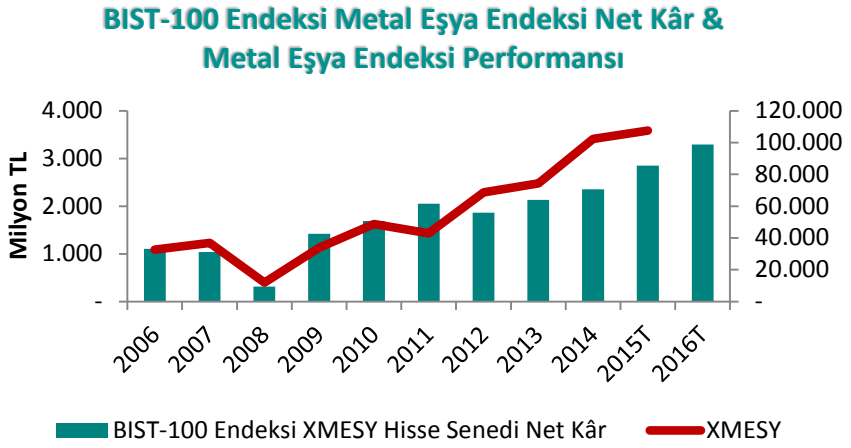
En büyük ihracat pazarı AB'deki ılımlı büyüme izleniyor

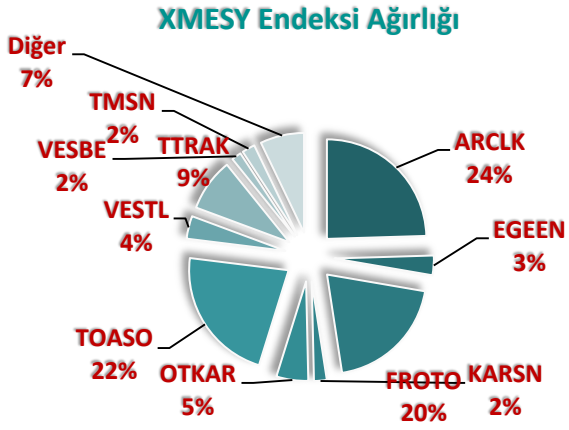
Sektörlere Dair Beklentiler - Otomotiv

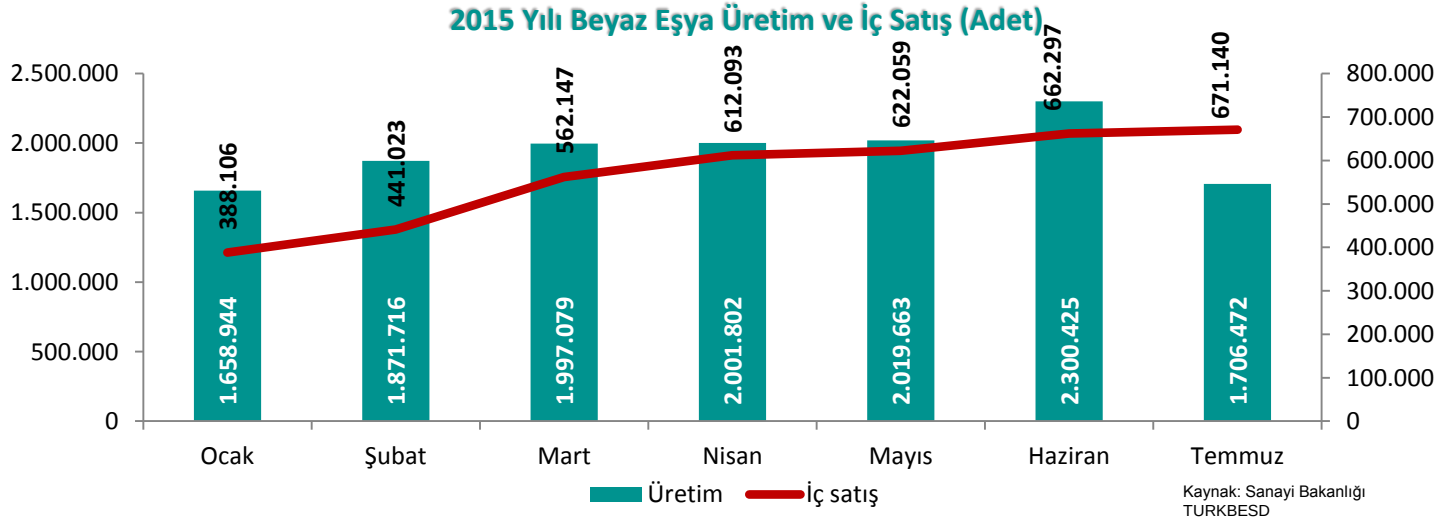
Otomotiv Sektörü

Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
Teknolojik altyapının (yan sanayi dahil) uluslararası düzeyde olması	Milli teknoloji ve marka üretmedeki yetersizlik
Küresel ortaklıklar aracılığıyla küresel üretim merkezi olma niteliği	**Talebin zayıfladığı dönemlerde ortaya çıkan kapasite fazlalığı**
Ana ve yan sanayide kurulu yüksek kapasite	Ana ekipmalarda yurtdışı tedariğe duyulan ihtiyaç
İhacat deneyiminin yüksek olması	
Fırsatlar	***Tehditler***
İç pazarda kişi başına düşen araç sayısının doygunluğa ulaşmamış olması	İç piyasada vergi politikalı nedeniyle pazarın sınırlanması
Genç nüfusun ileriye yönelik talebi canlı tutması	Temel dış pazarlarda durgunluk
Bölgede uluslararası üretim merkezi olma niteliği	**Fed süreci ile birlikte faizlerde artış olasılığı**
Yüksek ihracat potansiyeli	Yeni teknolojilerin geliştirilmesinde yaşanan eksiklik

Sektörlere Dair Beklentiler – Beyaz Eşya







Sektör, ürettiği ürünlerin yaklaşık %70'ini ihraç etmektedir.

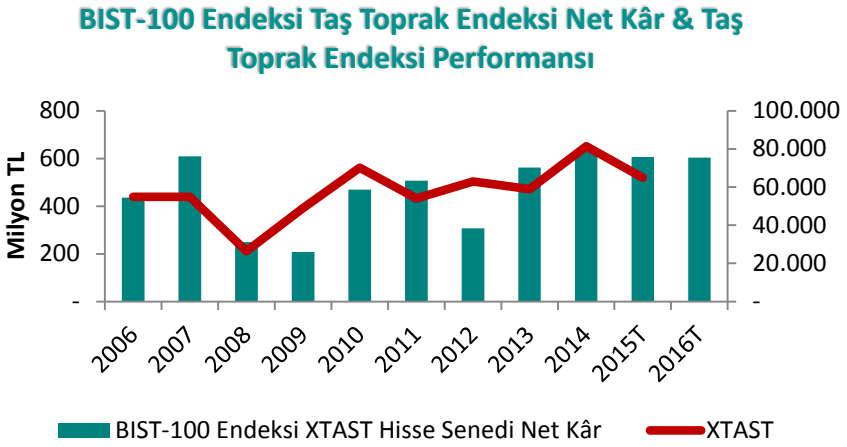
Sektörlere Dair Beklentiler – Beyaz Eşya

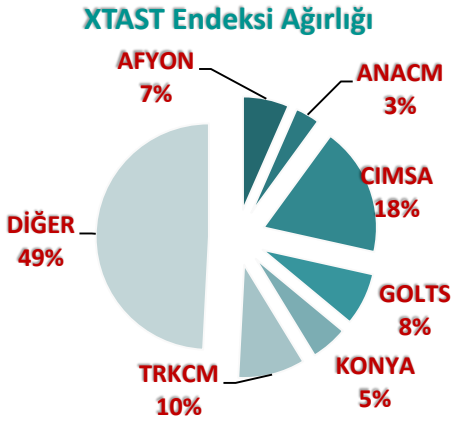
Beyaz Eşya Sektörü

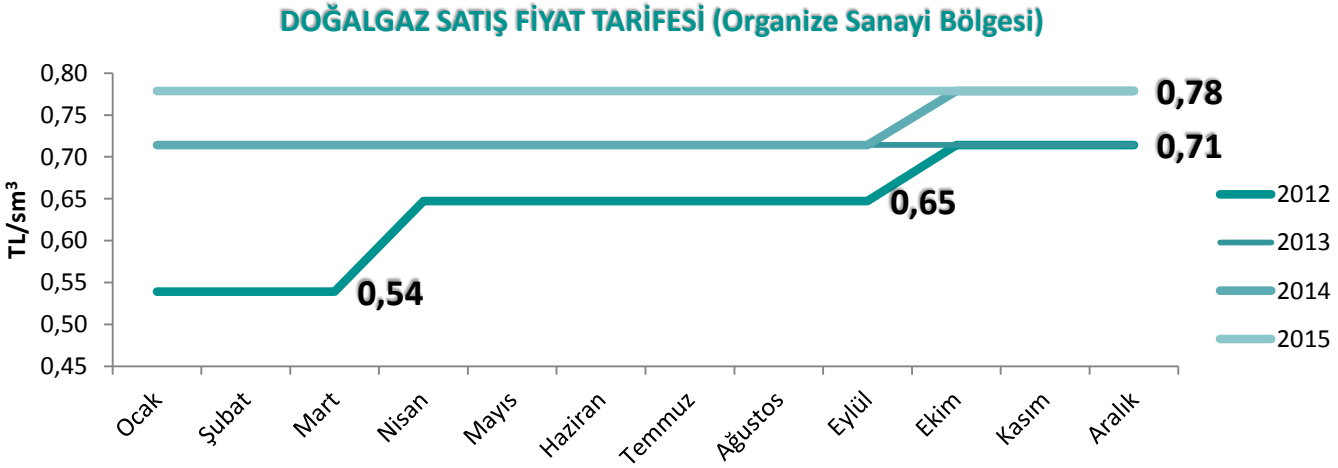
Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
Yeni ev kurup beyaz eşya alacak genç nüfusun varlığı	Düşük gelir düzeyi nedeniyle iç pazarda beyaz eşya değişim sürelerinin uzun olması
Bölgesel pazarlara olan yakınlık	**Düşük fiyata dayalı rekabetin getirdiği düşük kar marjı**
Coğrafi konum avantajının kullanılarak bölgesel üretim merkezi olunması	Üst kalite ürün grbunda güçlü global markaları varlığı
	Devlet teşvikinin kısıtlı olması

Fırsatlar	***Tehditler***
Euro Bölgesi'nde ertelenmiş olan talep ve ECB'nin genişleme programı	Hakim olunan pazarlarda büyüme ve gelir artış hızının düşük seyretmesi
Kredi kartı taksit sayısının artırılması konusunda yapılacak düzenlemeler	Başta Çin'de olmak üzere hızlı ve düşük maliyetli üretebilme kapasitesi olan rakipler
Enerji tasarruflu ürünlere olan talebin yeni bir tüketim eğilimi oluşturması	
Yüksek kurların ithal ürünleri pahalılaştırması	

Sektörlere Dair Beklentiler – Cam







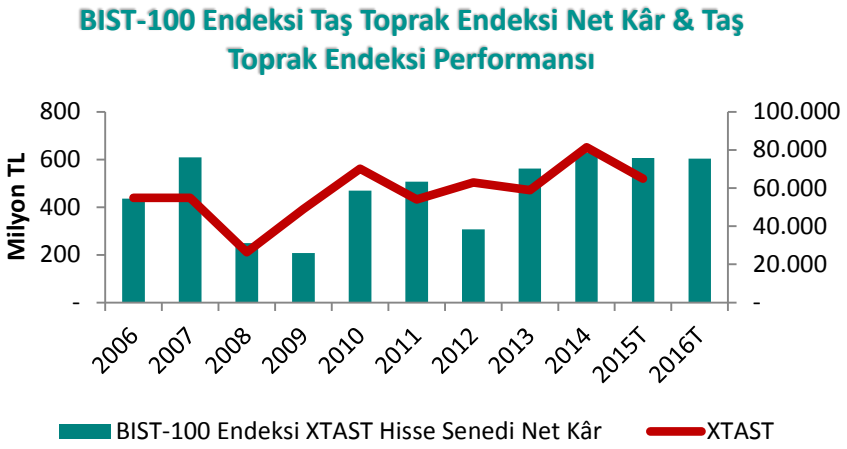
Enerji en önemli girdi olmaya devam ediyor, küresel rakipler yurtiçinde de rekabeti kızıştırıyor

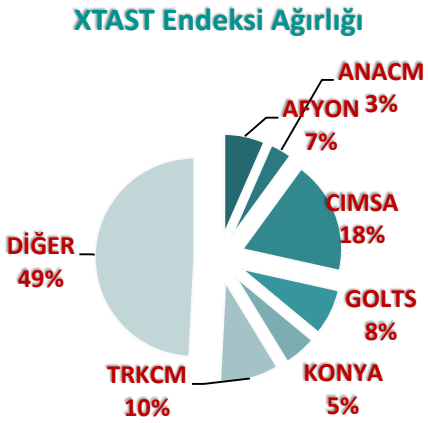
Sektörlere Dair Beklentiler – Cam

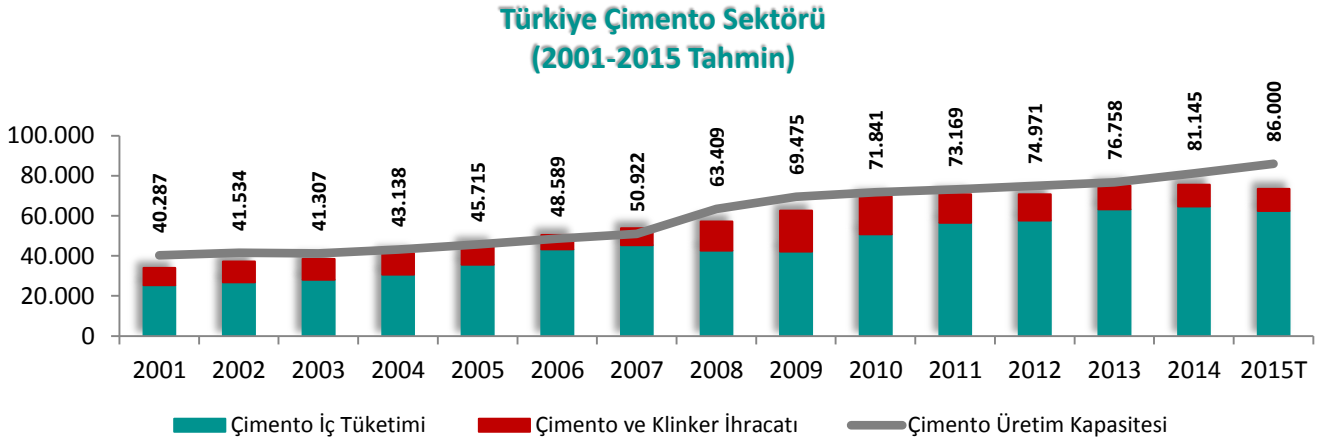
Cam Sektörü

Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
Hammadde yeterli iç kaynak bulunması	**Enerji maliyetlerinin rakip ülkelere göre yüksekliği**
Yüksek üretim kapasitesi	**Uzakdoğu başta olmak üzere yurtdışı rakiplere göre yüksek işgücü maliyetleri**
Son yıllarda ivme kaybetmiş olsa da ekonomik büyümenin devamı	Esnek olmayan üretim yapısının talebin düştüğü zamanlarda arz fazlası doğurması
Fırsatlar	***Tehditler***
Gelişen pazarlara yakınlık nedeniyle bu bölgelerde yatırım yapma olanağı	**Düşük üretim maliyetlerine sahip güçlü küresel rakiplerin yeni pazar arayışı**
Petrol fiyatlarındaki düşüşün enerji maliyetlerini baskılaması	**Düşük fiyatlı, standardı düşük ithal ürünler**
Yüksek konut ihtiyacı ve inşaat sektörünün büyüme potansiyeli	Yakın ihracat pazarlarında gözlenen siyasi ve jeopolitik riskler
	İşgücü maliyetlerindeki artışlar
	Girdi sağladığı otomotiv, inşaat gibi sektörlerin faiz hassasiyeti ve fazilerin artma ihtimali
	Rusya'da yapılmış olan yatırımlar
	AB'nin 3.ülkelerle imzaladığı Serbest Ticaret Anlaşmaları'nın Türkiye'yi kapsamaması

Sektörlere Dair Beklentiler – Çimento







Altyapı yatırımları sektörün en önemli beklentisi iken, jeopolitik gelişmeler ihracat pazarını sınırlamaya devam ediyor

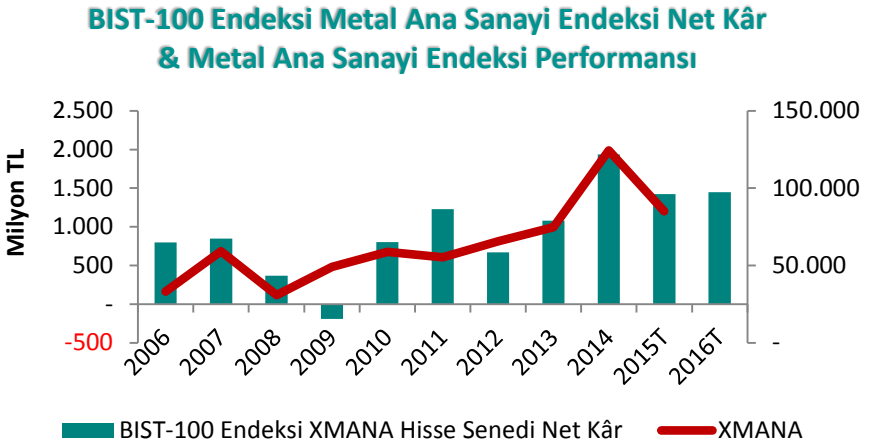
Sektörün büyümesinde en önemli beklenti kamu projeleri

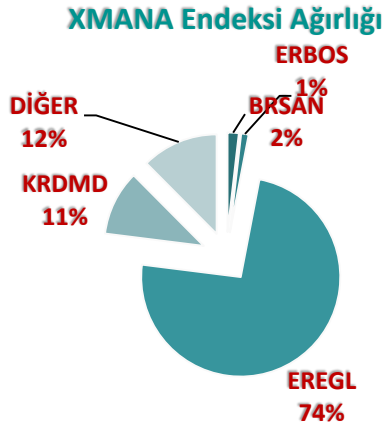
Sektörlere Dair Beklentiler – Çimento

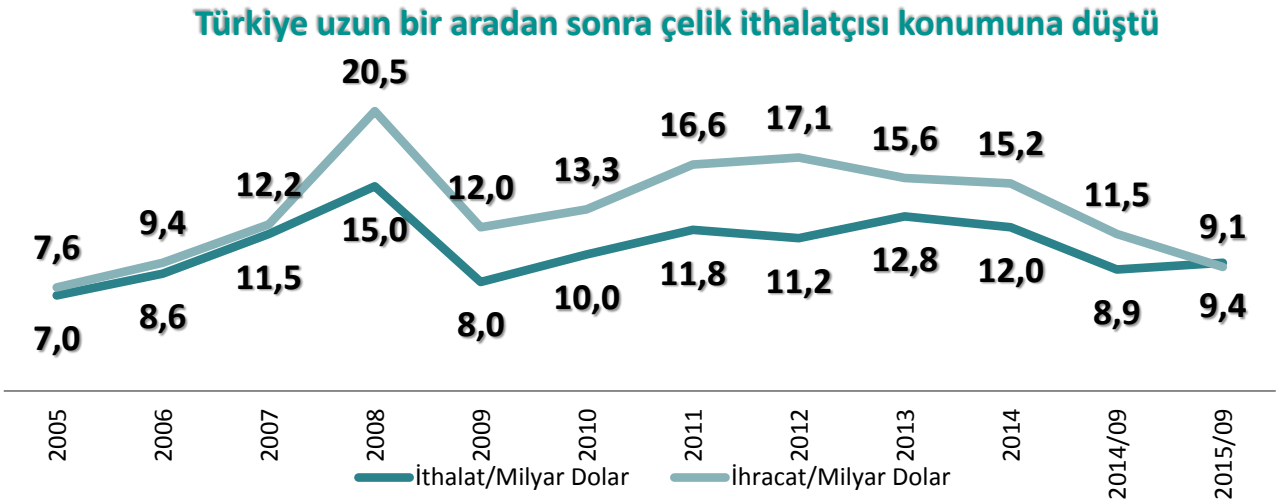
Çimento Sektörü

Güçlü Yönler	*Zayıf Yönler*
Konut sektöründeki yüksek talep nedeniyle yurtiçi talebin varlığıı	**Sektörde kapasite fazlasının bulunması**
Şehirleşme hızının yüksekliği nedeniyle altyapı yatırımlarına ihtiyacın artarak devam etmesi	**Sektördeki oligopol yapının kar marjlarını ve sektöre yeni girişleri engellemesi**
Yüksek ve kolay ulaşılabilir hammadde potansiyeli	İhracat limanlarının yetersizliği ve limanlara ulaşım maliyeti
Nitelikli üretim için gerekli hammade çeşitliliğinin ve altyapının olması	Sektörün kendi teknolojisini üretememesi
Yüksek kaliteli hazir beton kullanımının yaygınlaşmış olması	
Fırsatlar	***Tehditler***
Kentsel dönüşüm ve büyük montanlı alt yapı projeleri	Fed ile birlikte faiz oranlarının artış trendine girmesi ile konut talebinin düşmesi
Enerji maliyetlerindeki düşüş trendi	Ekonomik koşullara bağlı olarak iç ve dış talebin zayıf seretmesi
Yüksek kaliteli hazır beton talebinin artması	**Bölgedeki ihracat pazarlarına yönelik jeopoltik risklerin tırmanışı**
	Devam eden yeni fabrika ve kapasite artış yatırımları

Sektörlere Dair Beklentiler – Demir Çelik







Türkiye maliyet dezavantajı nedeniyle çelik ithalatçısı konumuna düştü

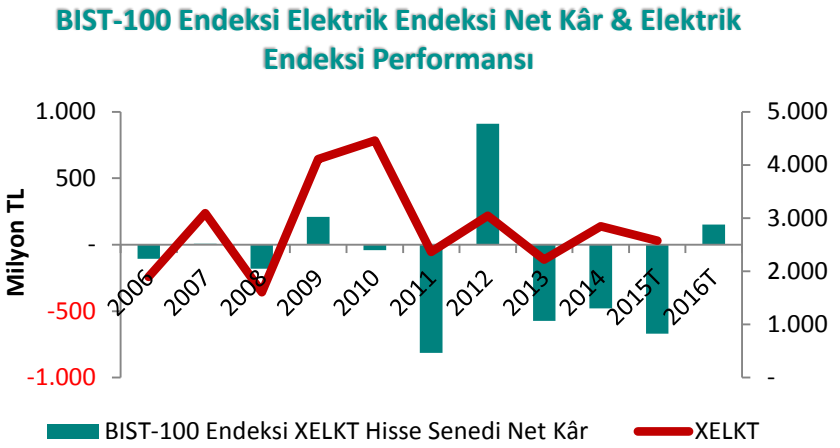
Küresel arz fazlası sektörü olumsuz etkilemeye devam ediyor.

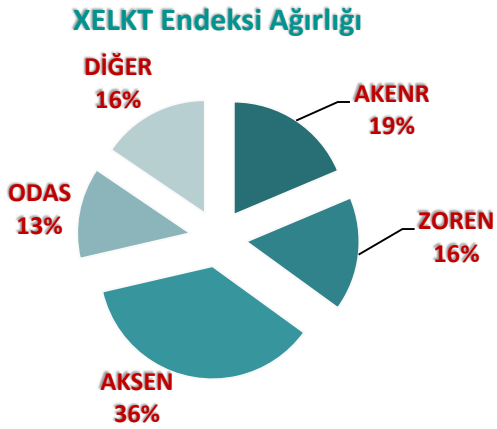
Sektörlere Dair Beklentiler – Demir Çelik

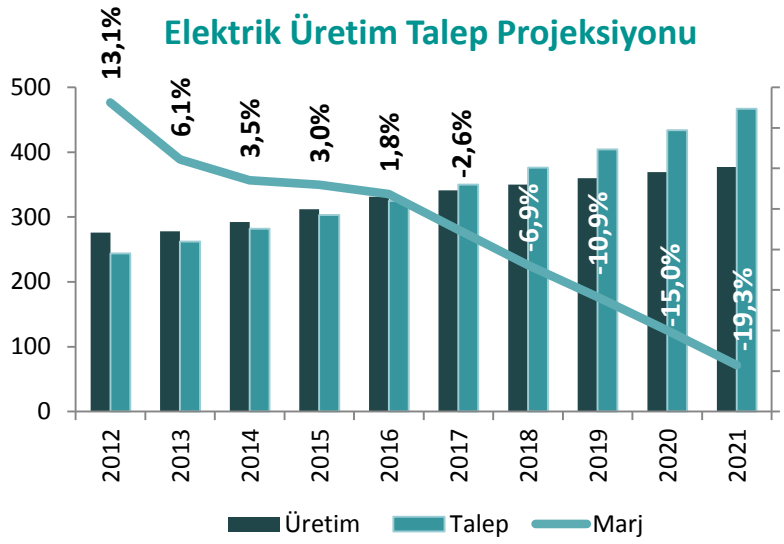
Demir - Çelik Sektörü

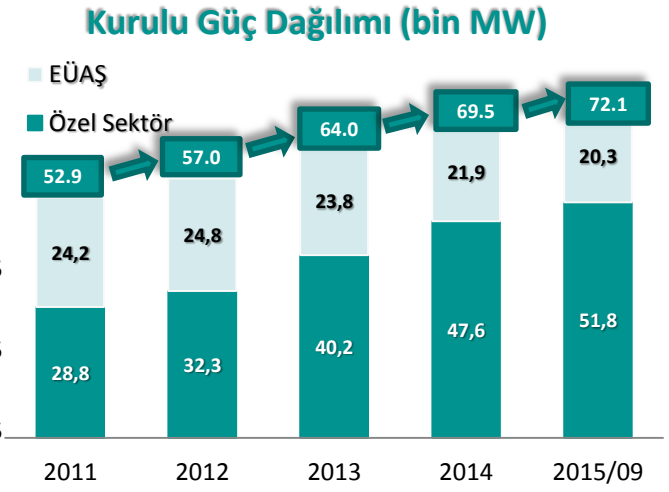
Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
Otomotiv ve beyaş eşya gibi girdi sağlanan sektörlerdeki üretim altyapısı	Hammadde de dışa bağımlılık
Altyapı ve inşaat sektörünün süreklilik gösteren yatırımları	**Fiyat rekabeti yapma gücünün düşüklüğü**
Kapasitenin yüksekliği	**Düşük kapasite kullanım oranı**
Erdemir ve Kardemir'in entegre tesise sahip olmaları	
Fırsatlar	***Tehditler***
Otomotiv, beyaz eşya, inşaat gibi girdi sağlanan sektörlerin büyüme potansiyeli	**Çin'in net ihracatçı konumunu geliştirerek sürdürmesi**
Enerji maliyetlerinin düşük seyretmesi	**Global piyasadaki arz fazlasının nihai ürün fiyatlarını aşağıya çekmesi**
	Düşük fiyatlı ithallatın artması, yasal düzenlemelerin yetersiz kalması
	Potansiyel pazarlardaki korumacı yaklaşımların artması
	İşgücü maliyetlerinde yaşanacak artışlar
	AB'nin 3.ülkelerle imzaladığı Serbest Ticaret Anlaşmaları'nın Türkiye'yi kapsamaması

Sektörlere Dair Beklentiler – Enerji









Döviz borçluluğu yüksek olan sektör son 3 yıldaki kur artışından olumsuz etkilendi

Arz fazlası elektrik fiyatlarını 2016'da da baskılamaya devam edecek

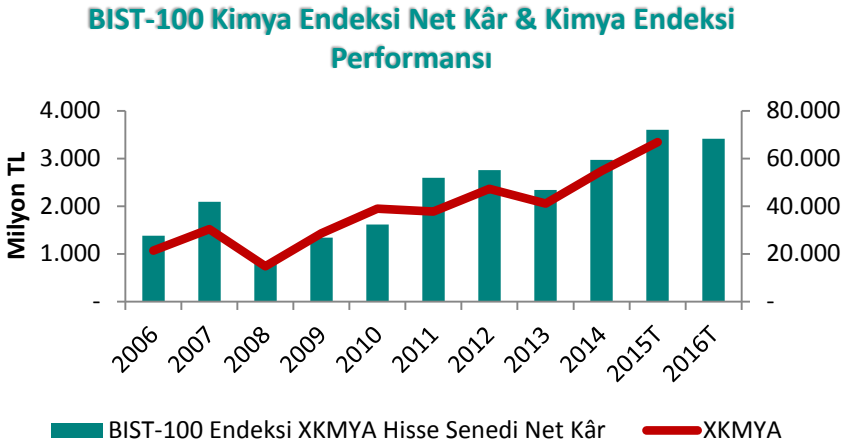
Sektörlere Dair Beklentiler – Enerji

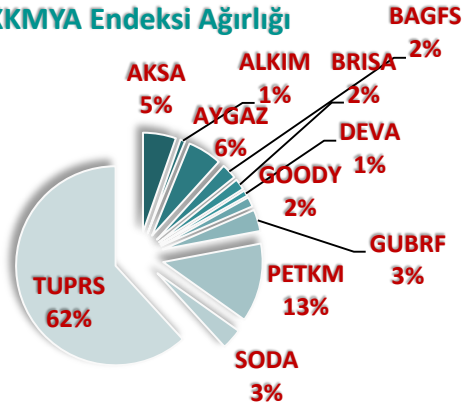
Enerji Sektörü

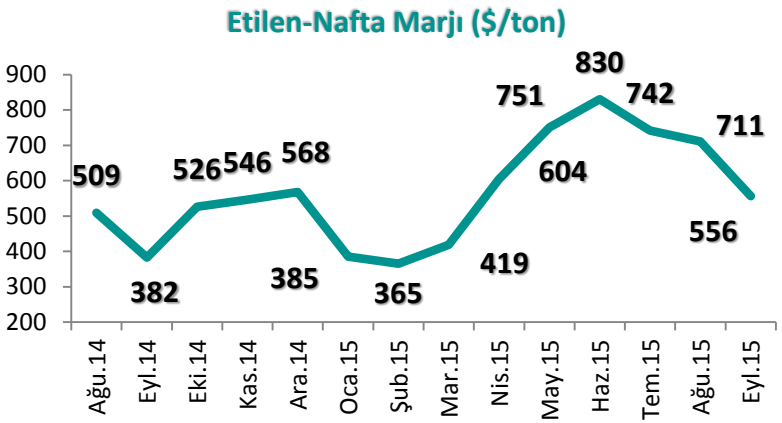
Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
Yüksek nüfusun enerjiye olan bağımlılığı	**Doğalgaza ve dış kaynaklara bağımlı üretim**
Ekonomideki büyüme, nüfus artışı ve kentleşme oranının yüksekliği	**Arz fazlasının devam ediyor olması**
Kişi başı elektirik tüketimin AB ortalamasının altında olması	Eski ve Verimsiz Enerji Santralleri
Enerji sektöründe liberalizasyon çalışmaları	**Tam liberal yapıya geçilmemiş olması nedeniyle fiyat baskısı**
Yenilenebilir enerji kaynaklarına devlet desteği	

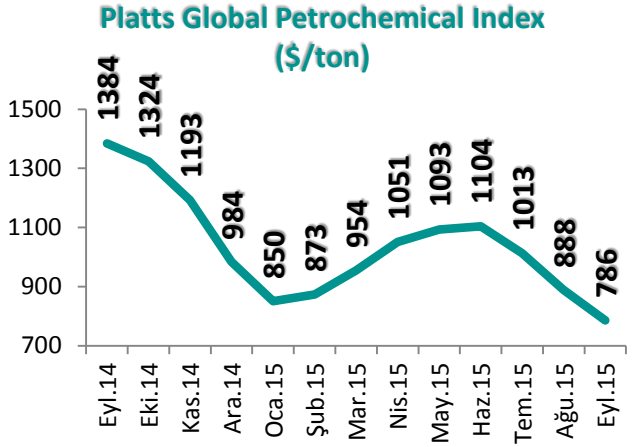
Fırsatlar	***Tehditler***
Doğalgaz Fiyatlarındaki Düşüş	Elektrik fiyatlarının düşük seyri
Serbest tüketici limitinin düşürülmesi	Sektördeki yüksek borçluluk
Enerji koridoru olma yolundaki yatırımlar	Doğalgaz fiyatlarına zam
2018 sonrasında enerji talebinin arzı geçeceğine yönelik tahminler	Döviz kurlarında artış

Sektörlere Dair Beklentiler – Petrokimya









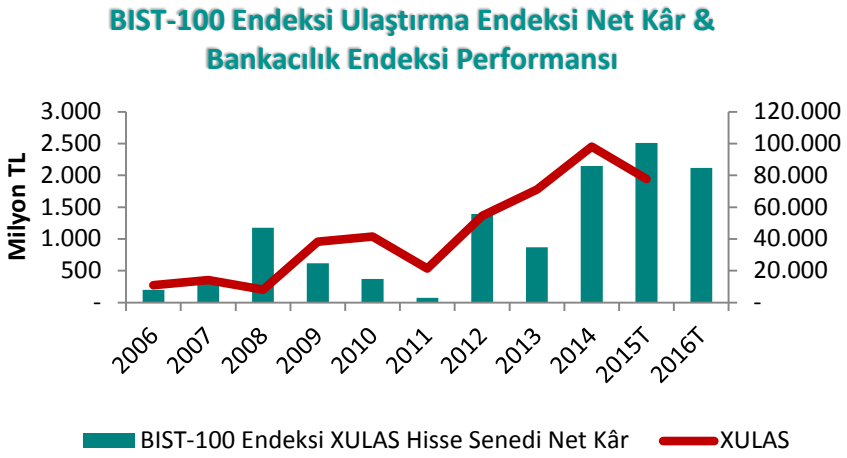
Petrol fiyatlarındaki düşüş, petrokimya ürün fiyatlarını ve kar marjlarını baskılıyor…

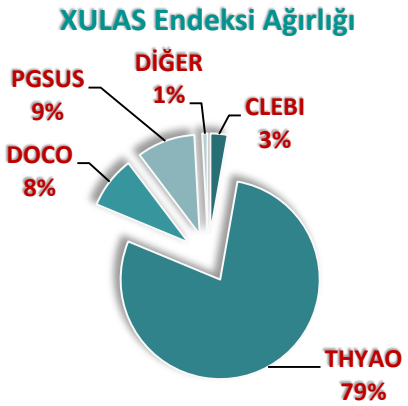
Sektörlere Dair Beklentiler – Petrokimya

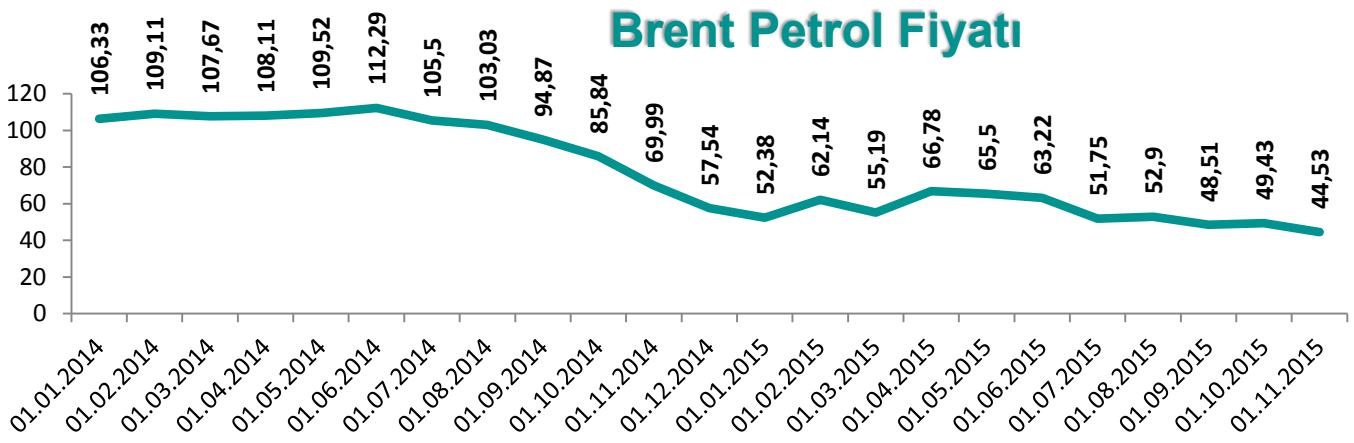
Petrokimya Sektörü

Güçlü Yönler	Zayıf Yönler
Sektördeki Tekel Yapı	Girdi Maliyetlerinde Dışa Bağımlılık
Yüksek Katma Değerli Yatırımlar	Küresel Rekabet
Sanayi Sektörünün Hammade İhtiyacı	Doğalgaz Dağıtımında Devlet Tekeli
Güçlü Sektör Tecrübesi	Petrol ve Döviz Kurlarına Olan Hassasiyet
Fırsatlar	**Tehditler**
İran Ambargosunun Kalkması	Emtia Fiyatlarındaki Baskı
Petrol Fiyatlarındaki Düşüş	Dolar Kurunda Artış
Ekonomide Toparlanma	Küresel Kapasite Arz Fazlası
Petrol ve Doğalgaz	Jeopolitik Riskler

Sektörlere Dair Beklentiler – Ulaştırma







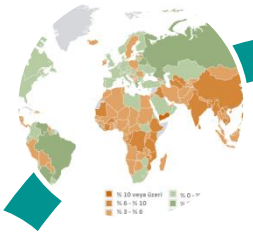
Petrol fiyatlarının düşük seyri maliyet avantajı oluşturuyor

Sektörlere Dair Beklentiler – Ulaştırma

Havacılık Sektörü

Güçlü Yönler	***Zayıf Yönler***
80 milyon sınırına dayanan çoğunluğu genç nüfus yapısı	Havaalanlarındaki kapasite sorunu (İstanbul)
Turizm, ticaret ve sanayi sektörlerindeki gelişmenin havacılık sektörüne katkısı	Sektör ekipmanlarının yurtdışından temin edilmesi
Havacılık faaliyetleri açısından konum avantajı, İstanbul'un hub olması	**Yüksek dış finansman ihtiyacı**
Kamu desteği (11. Ulaşım Şurası'nda konulan 2023 hedefi 450 milyon yolcu/yıl)	
Hava ulaşımının toplum içinde yaygınlaştırılması için yapılan çalışmalar	
Ülke imajını ve hedeflerini destekleyen global oyuncu varlığı	
Fırsatlar	***Tehditler***
Petrol fiyatlarındaki düşük fiyatların devamı	Küresel durgunluğun turizm başta olmak üzere seyehatleri azaltması
3. Havalimanı Projesi	**Global ölçüde terör olaylarında yaşanan artış**
Sektörün henüz doyum noktasına ulaşmamış olması	
Kargo taşımacılığının büyüme potansiyeli	

Öne Çıkan Hisseler



Global Makro

2016 Ekonomik Takvim

Türkiye Makro

2016 Strateji

Piyasalara Dair Beklentiler

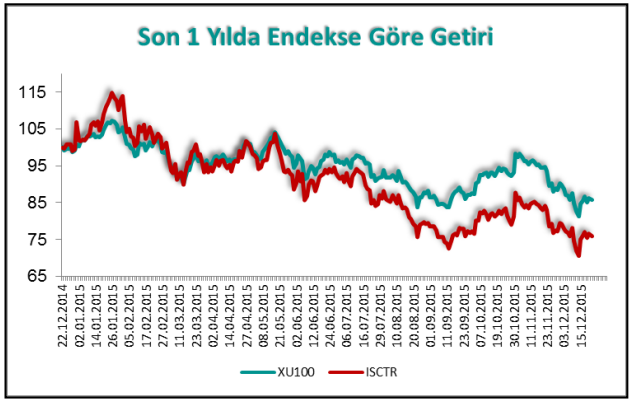
Para Politikası

Sektörlere Dair Beklentiler

Kredi Notu Görünümü

Öne Çıkan Hisseler

İş Bankası (ISCTR)

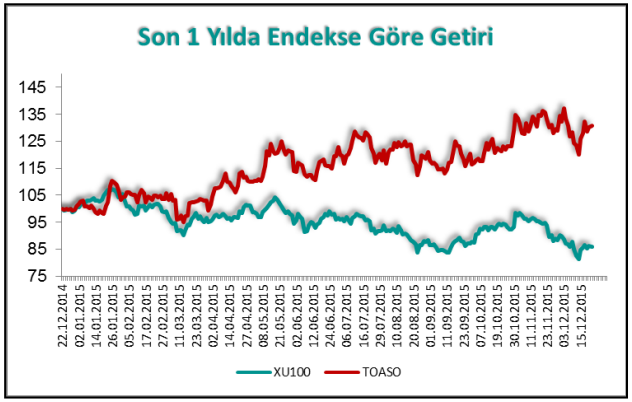


- Bankacılık sektöründeki diğer hisselerine kıyasla daha muhafazakar ve istikrarlı bir getiri performansı
- Güçlü varlık yapısı nedeniyle Basel 3 kriterlerine geçiş sürecinin olumsuz etkilerinden daha az etkilenme potansiyeli
- Yaygın şube ağı ve güçlü marka değeriyle fonlama maliyetindeki artış trendinin net faiz marjında yarattığı aşağı yönlü baskıyı benzerlerinden daha iyi yönetebilme potansiyeli
- Düşük piyasa çarpanları (PD:/DD: 0.70 - Akbank: 1.08, Garanti Bankası: 1.07, Yapı Kredi: 0.67)

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	41
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	0
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 100
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 111,5
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	11
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 73,3

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 5.65 / Potansiyel Getiri: %21.51					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	#SAYI/0!	PD/DD (Son Değer)	0.71
Toplam Varlık	279,939,716,723	Aktif Devir Hızı	0.03	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	0.13
Toplam Borç	-	Aktif Karlılığı	#SAYI/0!	F/K	6.93
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	180,921,617,848	Borç Oranı (%)	0.0%	F/NS	2.46
Sermayesi (TL)	4,208,211,945	Özvarlık Karlılığı (%)	#SAYI/0!	FD/FAVÖK	-
Yıllık Satış Geliri (TL)	8,516,943,418	FAVÖK Marjı	0.00%	Volatilite Katsayısı	1.44
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	3,017,841,422	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	20924.8605
Yıllık FAVÖK (TL)	-	Fiili Dol. Pay (%)	31.0%		

Tofaş Oto (TOASO)



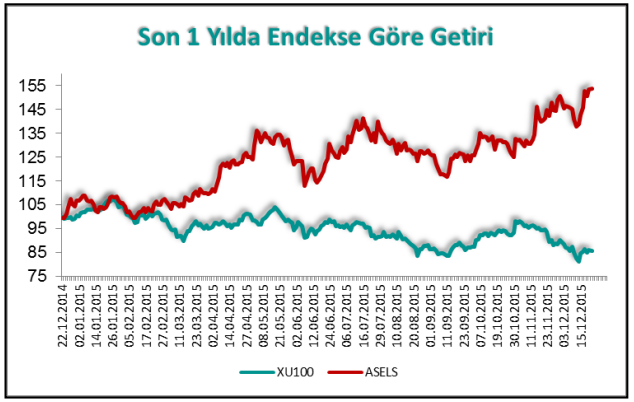
- Yatırım harcamalarının sağladığı vergi avantajı
- İhracat pazarının çeşitlendirilmesi
- Yeni Sedan'ın etkisinin yıl boyunca hissedilecek olması
- Hatchback ve Station Wagon modellerinin 2016 ikinci yarısında piyasaya çıkarılmasının planlanması
- FCA-Fiat Chrysler ve PSA-Peugeot Citroen grupları ile yapılan al yada öde yapısındaki ihracat anlaşmaları

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%7,00	1,11	%7,78	%70,16	%26,29
Std. Sapma	%0,78	0,05	%0,61	%2,47	%4,02
SonBilanço	%8,16	1,04	%8,45	%75,60	%34,64

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	51
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	0
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 100
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 59,1
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	10
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 66,7

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 23.15 / Potansiyel Getiri: %18.72					
Son Bilançosu	2015/09K	Net K/Z Marjı (%)	8.2%	PD/DD (Son Değer)	4.49
Toplam Varlık	8,894,376,000	Aktif Devir Hızı	1.04	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	3.50
Toplam Borç	6,724,528,000	Aktif Karlılığı	8.45%	F/K	12.97
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	2,169,848,000	Borç Oranı (%)	75.6%	F/NS	1.06
Sermayesi (TL)	500,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	34.64%	FD/FAVÖK	14.10
Yıllık Satış Geliri (TL)	9,212,109,000	FAVÖK Marjı	10.69%	Volatilite Katsayısı	1.46
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	751,691,000	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	9750
Yıllık FAVÖK (TL)	994,039,000	Fiili Dol. Pay (%)	24.0%		

Aselsan (ASELS)



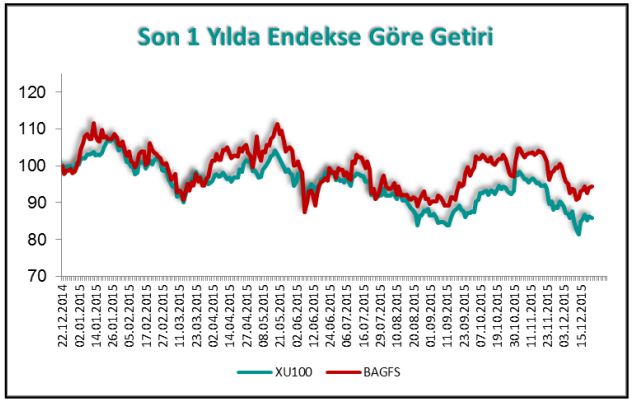
- Güçlü ortaklık yapısı
- Savunma sanayi sektöründeki rakipsiz konumu
- Hükümetin savunma sanayi sektörüne yönelik hedefleri
- 2023 yılına kadar kurumlar vergisinden muaf olması
- Sivil projelere yönelik yeni grup başkanlığı kurulması
- Bölgedeki jeopolitik risklerdeki artışın savunma sanayisinde yerli üretimi ön plana çıkarması

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%12,62	0,53	%6,70	%59,41	%16,55
Std. Sapma	%4,16	0,04	%2,34	%2,65	%5,60
SonBilanço	%1,86	0,44	%0,83	%62,64	%2,22

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	46
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	5
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 90
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 31,5
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	11
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 73,3

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 20.3 / Potansiyel Getiri: %18.3					
Son Bilançosu	2015/09K	Net K/Z Marjı (%)	1.9%	PD/DD (Son Değer)	4.02
Toplam Varlık	5,718,039,492	Aktif Devir Hızı	0.44	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	2.70
Toplam Borç	3,581,709,284	Aktif Karlılığı	0.82%	F/K	181.26
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	2,136,330,208	Borç Oranı (%)	62.6%	F/NS	3.38
Sermayesi (TL)	500,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	2.21%	FD/FAVÖK	24.30
Yıllık Satış Geliri (TL)	2,538,232,225	FAVÖK Marjı	7.24%	Volatilite Katsayısı	1.22
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	47,153,877	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	8580
Yıllık FAVÖK (TL)	481,473,312	Fiili Dol. Pay (%)	14.0%		

Bağfaş (BAGFS)



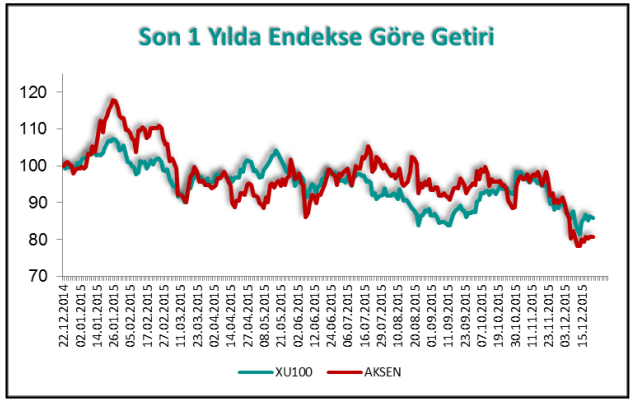
- AN/CAN yatırımı ile üretim kapasitesindeki artış
- Yapılan ihracat anlaşmaları
- Yurtiçinde gübre satışında KDV'nin kaldırılması
- Döviz kurlarındaki artış ivmesinin yavaşlaması

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%4,67	0,60	%2,71	%56,75	%6,25
Std. Sapma	%2,67	0,11	%1,21	%5,57	%3,34
SonBilanço	%0,64	0,42	%0,27	%69,86	%0,88

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	46
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	5
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 90
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 37,8
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	10
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 66,7

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 16.6 / Potansiyel Getiri: %28.88					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	0.6%	PD/DD (Son Değer)	1.98
Toplam Varlık	971,671,662	Aktif Devir Hızı	0.42	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	1.78
Toplam Borç	678,831,559	Aktif Karlılığı	0.27%	F/K	224.02
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	292,840,103	Borç Oranı (%)	69.9%	F/NS	1.44
Sermayesi (TL)	45,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	0.88%	FD/FAVÖK	19.46
Yıllık Satış Geliri (TL)	403,736,630	FAVÖK Marjı	11.29%	Volatilite Katsayısı	1.43
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	2,587,241	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	579.6
Yıllık FAVÖK (TL)	56,001,931	Fiili Dol. Pay (%)	58.0%		

Aksa Enerji (AKSEN)



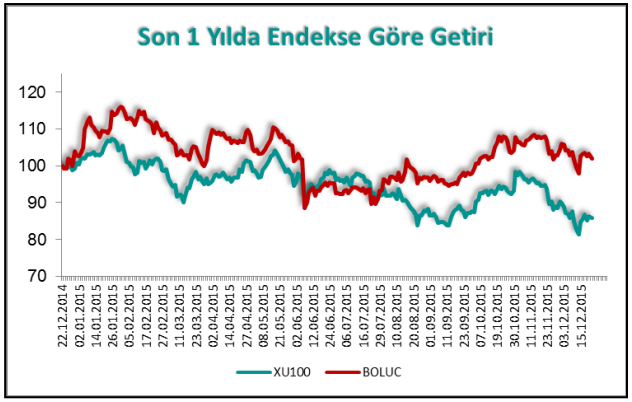
- Toplam kurulu güç ile sektördeki güçlü konum
- Bolu termik santralinin 2016 yılında tam kapasite ile çalışmasının planlanması
- Gana'ya kurulması planlanan yeni elektrik santralinin kârlılığa yapacağı pozitif katkı
- Yenilenebilir enerji santrallerindeki artış

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	-%0,15	0,59	-%0,02	%66,86	-%0,78
Std. Sapma	%5,26	0,05	%3,00	%6,30	%11,46
SonBilanço	-%12,22	0,51	-%6,24	%80,65	-%32,08

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	16
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	10
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 62
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 0,0
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	5
Kaç bilançoda kâr dağıttı	0
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 0,0

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 3.2 / Potansiyel Getiri: %34.45					
Son Bilançosu	2015/09K	Net K/Z Marjı (%)	-12.3%	PD/DD (Son Değer)	1.86
Toplam Varlık	4,022,371,640	Aktif Devir Hızı	0.51	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	2.15
Toplam Borç	3,243,954,266	Aktif Karlılığı	-6.31%	F/K	-
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	782,574,240	Borç Oranı (%)	80.6%	F/NS	0.71
Sermayesi (TL)	613,169,118	Özvarlık Karlılığı (%)	-32.61%	FD/FAVÖK	11.75
Yıllık Satış Geliri (TL)	2,055,228,952	FAVÖK Marjı	21.12%	Volatilite Katsayısı	1.51
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	-253,812,569	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	1459.342501
Yıllık FAVÖK (TL)	416,263,290	Fiili Dol. Pay (%)	21.0%		

Bolu Çimento (BOLUC)



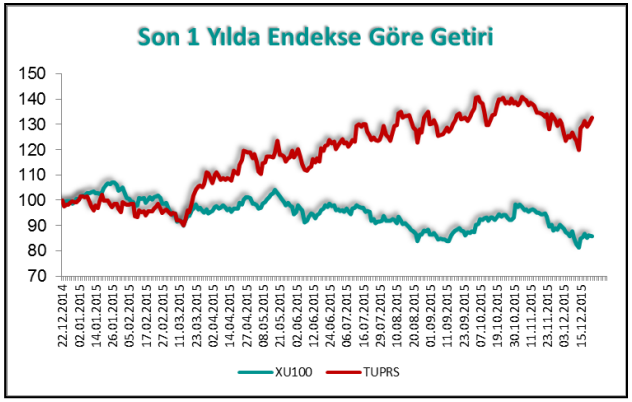
- Satış ve kar rakamlarında görülen istikrarlı büyüme
- Katma değeri yüksek ürünlere yönelim
- Cazip piyasa çarpanları
- Biten atık ısı üretim tesisi ile enerji maliyetlerinde %25'e varan düşüş beklentisi

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%21,99	0,79	%16,61	%26,53	%23,14
Std. Sapma	%6,65	0,13	%2,85	%7,21	%5,48
SonBilanço	%26,46	0,61	%16,04	%37,36	%25,60

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	49
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	2
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 96
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 82,8
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	11
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 73,3

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 7 / Potansiyel Getiri: %33.59					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	26.5%	PD/DD (Son Değer)	1.96
Toplam Varlık	610,690,984	Aktif Devir Hızı	0.61	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	1.64
Toplam Borç	228,139,340	Aktif Karlılığı	16.04%	F/K	7.66
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	382,551,644	Borç Oranı (%)	37.4%	F/NS	2.03
Sermayesi (TL)	143,235,330	Özvarlık Karlılığı (%)	25.60%	FD/FAVÖK	8.24
Yıllık Satış Geliri (TL)	370,129,283	FAVÖK Marjı	40.00%	Volatilite Katsayısı	1.35
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	97,941,550	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	750.5531292
Yıllık FAVÖK (TL)	134,666,089	Fiili Dol. Pay (%)	26.0%		

Tupras (TUPRS)



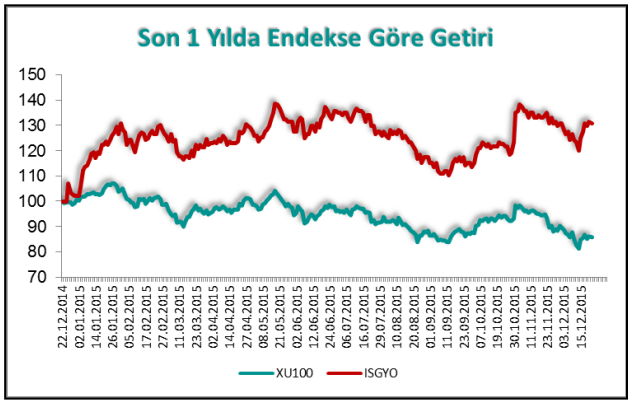
- Fuel oil dönüşüm tesislerinin 3Ç15 itibariyle 100% kapasitede çalışmaya başlaması ve bölgedeki rafineri marjlarında devam eden güçlü seyir
- 3Ç15 rakamları ışığında, fuel oil dönüşüm tesislerinin üretim maliyetlerinde önemli azalmaya neden olması ve bu durumun uzun vadede Tüpraş'ın karlılığını desteklemesi
- Tüpraş'ın bölgedeki nakit yaratma potansiyeli en güçlü şirketlerden biri olması
- 2015 ve 2016 yılları için %9 civarındaki temettü verimi tahminimiz

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%3,54	1,95	%6,87	%73,93	%26,78
Std. Sapma	%0,67	0,26	%0,86	%2,28	%4,37
SonBilanço	%5,26	1,40	%7,35	%72,53	%26,96

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	50
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	1
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 98
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 84,4
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	13
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 86,7

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 93.7 / Potansiyel Getiri: %26.88					
Son Bilançosu	2015/09K	Net K/Z Marjı (%)	5.3%	PD/DD (Son Değer)	2.56
Toplam Varlık	26,505,121,000	Aktif Devir Hızı	1.40	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	1.95
Toplam Borç	19,223,835,000	Aktif Karlılığı	7.39%	F/K	9.49
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	7,224,876,000	Borç Oranı (%)	72.5%	F/NS	0.50
Sermayesi (TL)	250,419,000	Özvarlık Karlılığı (%)	26.90%	FD/FAVÖK	10.35
Yıllık Satış Geliri (TL)	37,031,784,000	FAVÖK Marjı	5.31%	Volatilite Katsayısı	1.18
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	1,958,640,000	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	18493.45792
Yıllık FAVÖK (TL)	2,647,049,000	Fiili Dol. Pay (%)	49.0%		

İş GYO (ISGYO)



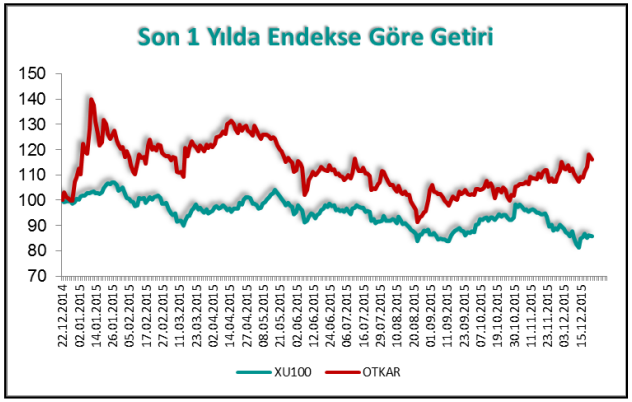
Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%38,80	0,14	%5,16	%30,91	%7,49
Std. Sapma	%20,84	0,07	%1,73	%7,92	%2,40
SonBilanço	%99,30	0,06	%5,64	%34,10	%8,56

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	51
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	0
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 100
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 39,0
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	9
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 60,0

- 2016 yılı başı tibariyle tamamlanması beklediğimiz projeler ile kira gelirilerinin %78 artış göstermesine ve firma değeri bazında kira veriminin %18 seviyesine ulaşacağına yönelik beklentilerimiz
- Devam eden projelerin 2019 itibariyle tamamlanmasıyla kira gelirlerinin yıllık ortalama %19 oranında büyüyerek 90 milyon USD'ye ulaşacağına yönelik beklentimiz
- Devam eden konut projesi ağırlıklı projelerin şirket için güçlü büyüme potansiyeli sunması
- Kira gelirlerinin 45% oranında yabancı para bazlı olması ve kiralanabilir alanın %45'lik payı İşbank Grubu şirketlerine kiralanması nedeniyle oluşan defansif nakit akışı

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 2.45 / Potansiyel Getiri: %54.09					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	99.3%	PD/DD (Son Değer)	0.47
Toplam Varlık	3,818,104,998	Aktif Devir Hızı	0.06	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	0.40
Toplam Borç	1,301,865,317	Aktif Karlılığı	5.64%	F/K	5.51
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	2,516,239,681	Borç Oranı (%)	34.1%	F/NS	5.47
Sermayesi (TL)	746,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	8.56%	FD/FAVÖK	16.98
Yıllık Satış Geliri (TL)	216,818,731	FAVÖK Marjı	130.64%	Volatilite Katsayısı	1.21
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	215,300,970	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	1186.14
Yıllık FAVÖK (TL)	140,541,021	Fiili Dol. Pay (%)	48.0%		

Otokar (OTKAR)



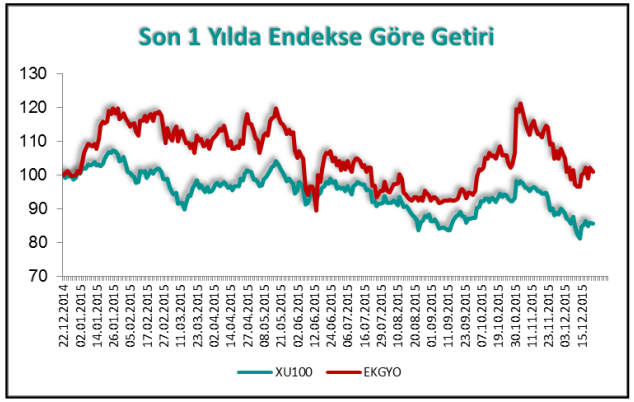
Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%6,28	0,97	%6,16	%82,99	%36,05
Std. Sapma	%1,74	0,08	%1,91	%3,08	%9,20
SonBilanço	%3,33	0,81	%2,69	%88,32	%23,03

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	48
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	3
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 94
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 68,3
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	12
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 80,0

- Altay Milli Tank projesinin şirket için uzun vadede güçlü büyüme potansiyeli taşıması
- Otokar'ın Altay tankının seri üretimi konusunda en güçlü aday olmasının yanında proje geliştirilmesi aşamasında elde elde edilen bilgi birikiminiin ürün portföyünün daha gelişmiş ve rekabetçi olmasını sağlaması
- Türkiye'nin mevcut savunma aracı ihtiyacları göz önüne aldığında Otokar'ın öngörülebilir bir süre zarfında savunma sanayi araçları iş yükünün güçlü seyretmesi potansiyeli
- 2015 yılında ihaleye çıkılmasını beklediğimiz şehir içi otobüs ihalelerinin 2016 yılında gerçekleşme ihtimali

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 109 / Potansiyel Getiri: %22.06					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	3.3%	PD/DD (Son Değer)	11.89
Toplam Varlık	1,544,057,559	Aktif Devir Hızı	0.81	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	9.58
Toplam Borç	1,363,763,439	Aktif Karlılığı	2.69%	F/K	51.62
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	180,294,120	Borç Oranı (%)	88.3%	F/NS	1.72
Sermayesi (TL)	24,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	23.03%	FD/FAVÖK	37.24
Yıllık Satış Geliri (TL)	1,245,479,833	FAVÖK Marjı	11.91%	Volatilite Katsayısı	1.70
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	41,521,522	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	2143.2
Yıllık FAVÖK (TL)	121,981,840	Fiili Dol. Pay (%)	27.0%		

Emlak Konut GYO (EKGYO)



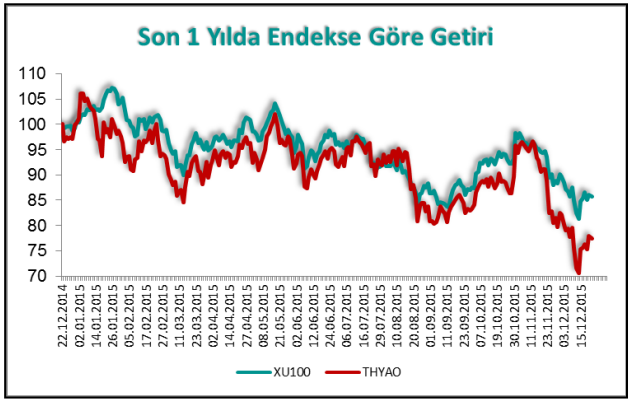
- 2015 Kasım seçimleri ile politik belirsizliğin ortadan kalkmasıyla şirketin iş modeline yönelik endişelerin azalması ve NAD'e ıskontonun daralma beklentisi
- Şirketin düşük risk profili ve yatırım harcaması ihtiyacına sahip iş modeli ile zayıflayan ekonomi dinamiklerine rağmen güçlü nakit akışını devam ettirme gücü
- Öngörülebilir ve yüksek nakit akışı büyümesi şirketin Emlak Konut'un Hasılat paylaşımı modeli ile ihale ettiği projelerden 2019 yılına dek 8.1 milyar TL'lik bir gelir elde edeceğine yönelik beklenti
- Şirket hisseleri 9A15'e göre NAD'i 4.54 TL, bu rakama göre mevcut fiyatın yaklaşık 40% iskontolu olması, bu yüksek iskontonun halka arzdan bu yana NAD'e göre ortalama 12% iskonto seviyesine yakınsama potansiyeli

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%50,45	0,14	%7,18	%45,59	%13,42
Std. Sapma	%4,62	0,04	%2,27	%5,74	%4,98
SonBilanço	%59,26	0,06	%3,71	%48,71	%7,24

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	28
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	0
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 100
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 40,6
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	5
Kaç bilançoda kâr dağıttı	4
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 80,0

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 3.9 / Potansiyel Getiri: %45.52					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	59.3%	PD/DD (Son Değer)	1.16
Toplam Varlık	17,136,192,000	Aktif Devir Hızı	0.06	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	1.16
Toplam Borç	8,346,620,000	Aktif Karlılığı	3.71%	F/K	16.00
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	8,789,572,000	Borç Oranı (%)	48.7%	F/NS	9.48
Sermayesi (TL)	3,800,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	7.24%	FD/FAVÖK	25.78
Yıllık Satış Geliri (TL)	1,074,018,000	FAVÖK Marjı	56.06%	Volatilite Katsayısı	1.34
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	636,440,000	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	10184
Yıllık FAVÖK (TL)	430,352,000	Fiili Dol. Pay (%)	51.0%		

Turk Havayolları (THYAO)



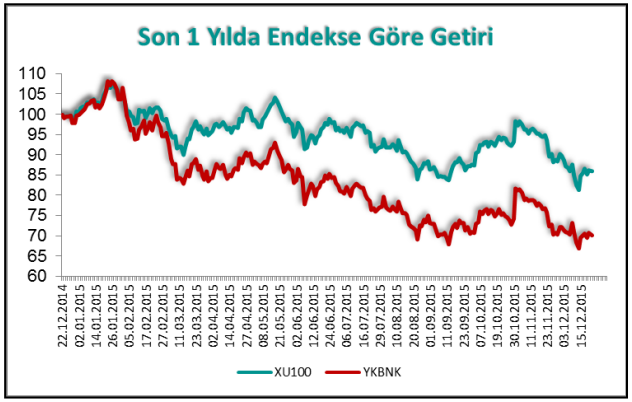
- Sahip olduğu coğrafi avantaj ve rekabetçi maliyet yapısıyla THY'nin taşıdığı güçlü büyüme potansiyeli
- Düşen petrol fiyatları ve TL'nin sert değer kaybının THY için maliyet avantajı sağlaması
- Uzun dönemde İstanbul 3. havalimanının devreye girmesinin şirketin büyüme beklentilerine yaptığı pozitif katkı

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%6,53	0,73	%4,68	%72,48	%16,83
Std. Sapma	%2,76	0,07	%1,60	%1,59	%5,41
SonBilanço	%9,70	0,55	%5,31	%70,66	%18,10

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	41
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	10
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 80
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 11,9
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	2
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 13,3

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 10.2 / Potansiyel Getiri: %37.1					
Son Bilançosu	2015/09K	Net K/Z Marjı (%)	9.7%	PD/DD (Son Değer)	0.70
Toplam Varlık	49,915,110,600	Aktif Devir Hızı	0.55	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	0.74
Toplam Borç	35,272,295,376	Aktif Karlılığı	5.31%	F/K	3.87
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	14,642,815,224	Borç Oranı (%)	70.7%	F/NS	0.38
Sermayesi (TL)	1,380,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	18.10%	FD/FAVÖK	7.72
Yıllık Satış Geliri (TL)	27,314,106,909	FAVÖK Marjı	18.54%	Volatilite Katsayısı	1.57
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	2,650,485,455	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	10267.2
Yıllık FAVÖK (TL)	4,183,821,895	Fiili Dol. Pay (%)	50.0%		

Yapı Kredi Bankası (YKBNK)



- Şirketin 2015 yılında zayıf hisse performansına sebep olan faktörlerin yeni sene ile beraber kademeli bir şekilde ortadan kalkacağına yönelik beklentilerimiz
- Basel 3'e uyum kapsamında, son altı ayda şirketin sermaye yeterliği ile ilgili kaygılar ve olası bedelli sermaye beklentisi ile hisse üzerinde oluşan baskının, 2016'nın ilk aylarda gerçekleşmesini beklediğimiz sermaye benzeri tahvil ihracı biteceğine yönelik tahminimiz
- Tüketici kredileri ve kredi kartlarında gerçekleşmesi beklenen risk teminat karşılığındaki yeni düzenlemeler ve olası karşılık azalması, bu alanda en aktif banka olan Yapı Kredi'yi ön plana çıkarma potansiyeli
- Değerleme olarak benzer özel bankalara göre ucuz bulduğumuz Yapı Kredi'nin (PD:/DD: 0.67) 2016 yılında, özel bankalar içinde daha iyi bir performans sergileme potansiyeli (Akbank: 1.08, Garanti Bankası: 1.07, İş Bankası: 0.70)

Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı	
Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	42
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	0
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 100
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 571,0
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	2
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 13,3

Önerimiz					
Endeks Üzerinde Getiri		Endekse Paralel Getiri		Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
Hedef Fiyat: 4.2 / Potansiyel Getiri: %25.37					
Son Bilançosu	2015/09	Net K/Z Marjı (%)	#SAYI/0!	PD/DD (Son Değer)	0.66
Toplam Varlık	232,248,063,000	Aktif Devir Hızı	0.03	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	0.12
Toplam Borç	-	Aktif Karlılığı	#SAYI/0!	F/K	8.86
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	149,653,306,000	Borç Oranı (%)	0.0%	F/NS	2.26
Sermayesi (TL)	3,699,756,000	Özvarlık Karlılığı (%)	#SAYI/0!	FD/FAVÖK	-
Yıllık Satış Geliri (TL)	6,434,469,000	FAVÖK Marjı	0.00%	Volatilite Katsayısı	1.38
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	1,643,568,000	Temettü Verimi	0.0%	Piy. Değ. (Mln TL)	14562.6218
Yıllık FAVÖK (TL)	-	Fiili Dol. Pay (%)	18.0%		

Teşekkür Ederiz…

www.gedik.com

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

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Cumhuriyet Mahallesi
İlkbahar Sokak No: 1
A Blok 34876 Yakacık
Kartal / İstanbul

T +90 216 453 0000
F +90 216 377 1136
bilgi@gedik.com
www.gedik.com

/GedikYatirimMenkul @GedikYatirim /GedikYatirim

Yatırım Merkezi **0 216 453 00 53**