

# Şeker Yatırım

AYLIK BÜLTEN

EKİM 2006

Sayı: 109

**ABD ekonomisinin küçülme sinyalleri vermesi nedeniyle 2007'nin ilk çeyreğinden sonra FED'in faiz indirimine gitmesini bekliyoruz...**

**Eylül'de enflasyon tekrar yükselişe geçiyor...**

**Cari açığı büyüme sürüyor...**

**Bu ayın şirket analizleri: Doğu Otomotiv, Erdemir, Migros, Şişe Cam ve Tüpraş...**

**Özel Rapor:  
Bankacılık Sektör  
Değerlendirmesi**



[www.sekeryatirim.com.tr](http://www.sekeryatirim.com.tr)

**Ajanda**

2006 yılı Ekim ayında yatırımcıların gündeminde olacak, piyasaların seyrini etkilemesi muhtemel önemli başlıklar

**Strateji**

Global gelişmeler ve AB ile müzakere süreci nedeniyle piyasalardaki dalgalanmanın devam etmesini bekliyoruz.

**Makro Ekonomi**

- ◆ Ramazan ayı ve okulların açılması TÜFE'yi negatif yönde etkileyebilir...
- ◆ Cari açıkta alarm zilleri çalmaya devam ediyor...
- ◆ Yıl sonu enflasyon tahminimiz %10-10,5 aralığı...
- ◆ Yıl sonu büyümeyi %5.5 - %6 aralığında öngörüyoruz...

**Portföy Önerileri**

Ekim ayında, portföyümüzün %45 hazine bonosu, %30 hisse senedi ve %25 döviz olan dağılımında herhangi bir değişiklik yapmıyoruz. Hedef değerine yakın seyreden Yapı Kredi Bankası ve enerji iştiraki Altek üzerindeki belirsizlikler nedeniyle Alarko Holding'i portföyümüzden çıkarıyor, hedef piyasa değerlerine göre ucuz olduğunu düşündüğümüz Garanti Bankası ve Anadolu Cam'ı portföyümüze dahil ediyoruz..

**Şirket Raporları**

<b>Doğuş Otomotiv</b>	DOAS için hisse başı fiyat hedefimiz 7,60 YTL, önerimiz ise "TUT" şeklindedir.
<b>Erdemir</b>	İNA analizine göre hedef değerini 2,6 milyar dolar olarak hesapladığımız şirket, cari piyasa değerine göre %18 prim potansiyeli taşımaktadır.
<b>Migros</b>	Şirketin 1Y06'da sergilediği güçlü performansı yılın ikinci yarısında da sürdürerek 2006 yılını 4.1 milyar YTL net satış geliri ile tamamlamasını bekliyoruz
<b>Şişe Cam</b>	Yurtdışı ve yurtiçinde yatırımlarına devam eden Şişe Cam Holding için "AL" tavsiyesi veriyoruz.
<b>Tüpraş</b>	Hedef hisse başı fiyatımız olan 29,25 YTL'ye göre %21 iskontolu işlem görüyor.

**Özel Rapor****Bankacılık Sektör Değerlendirmesi****Temel Veriler Tablosu**

İMKB şirketlerine ilişkin en son mali ve istatistik veriler

**Şube ve Acenteler****Künye**

Bu bültende yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma ve Kurumsal Finans Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

**Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**Fulya Mahallesi Şenol Sok. No:13/3 Gayrettepe - İstanbul**

**Tel: 0212 213 43 70, Pbx Fax: 0212 213 43 90, arge@sekeryatirim.com**

## AYLIK GÜNDEM

### Genel Beklentiler;

- AB ile devam eden tarama süreci,
- Başbakan Erdoğan'ın ABD ve İngiltere'ye yapacağı ziyaretlerin sonuçları,
- Uluslararası piyasalar ve petrol fiyatlarının seyri,
- Türkiye ve ABD'de açıklanacak ekonomi verileri,

### Ekim 2006

Genel Beklentiler;				Ekim 2006		
<ul style="list-style-type: none"><li>• AB ile devam eden tarama süreci,</li><li>• Başbakan Erdoğan'ın ABD ve İngiltere'ye yapacağı ziyaretlerin sonuçları,</li><li>• Uluslararası piyasalar ve petrol fiyatlarının seyri,</li><li>• Türkiye ve ABD'de açıklanacak ekonomi verileri,</li></ul>				<b>2 Ekim Pzt</b> *Başbakan Erdoğan, ABD Başkanı Bush ile görüşecek. *AB Komisyonunun genişlemeden sorumlu üyesi Rehn, Türkiye'ye geliyor. *Hazine 2. çeyrek dış borç verilerini açıklayacak.	<b>3 Ekim Sal</b> *TÜİK, Eylül ayı enflasyon verilerini açıklayacak. *Başbakan Erdoğan, İngiltere Başbakanı Blair ile görüşecek.	<b>4 Ekim Çar</b> *Hazine, 6.5 milyar YTL iç borç ödemesi gerçekleştirecek.
<b>5 Ekim Per</b> *Avrupa ve İngiltere Merkez Bankaları faizlere ilişkin kararını açıklayacak. *Almanya Başbakanı Merkel, Türkiye'yi ziyaret edecek.	<b>6 Ekim Cum</b> *ABD'de Eylül ayı istihdam verileri açıklanacak. *Merkez Bankası 1. dönem beklenti anketini açıklayacak.	<b>7 Ekim Cmt</b>	<b>8 Ekim Paz</b>	<b>9 Ekim Pzt</b> *Olağan Bakanlar Kurulu Toplantısı gerçekleştirilecek. *ABD'de ve Japonya'da tüm piyasalar kapalı.	<b>10 Ekim Sal</b> *TÜİK, Ağustos ayı üretim endeksi verilerini açıklayacak.	<b>11 Ekim Çar</b> *Hazine, 339 milyon YTL iç borç ödemesi gerçekleştirecek.
<b>12 Ekim Per</b>	<b>13 Ekim Cum</b>	<b>14 Ekim Cmt</b>	<b>15 Ekim Paz</b>	<b>16 Ekim Pzt</b> *Olağan Bakanlar Kurulu Toplantısı gerçekleştirilecek. *TÜİK, Eylül ayı sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranlarını açıklayacak.	<b>17 Ekim Sal</b> *ABD'de Eylül ayı ÜFE verileri açıklanacak. *AB-Türkiye Troykası Dışişleri Bakanları Ankara'da toplanacak.	<b>18 Ekim Çar</b> *ABD'de Eylül ayı TÜFE verileri açıklanacak. *Hazine, 1.1 milyar YTL iç borç ödemesi gerçekleştirecek.
<b>19 Ekim Per</b> *TCMB Para Politikası Kurulu, faiz kararını açıklayacak.	<b>20 Ekim Cum</b> *TÜİK, Temmuz ayı istihdam verilerini açıklayacak. *Hazine, Eylül ayı iç ve dış borç gerçekleştirmelerini açıklayacak. *Merkez Bankası 2. dönem beklenti anketini açıklayacak.	<b>21 Ekim Cmt</b>	<b>22 Ekim Paz</b>	<b>23 Ekim Pzt</b> *(Olağan Bakanlar Kurulu Toplantısı gerçekleştirilecek) *Ramazan Bayramı nedeniyle tüm yurtiçi piyasalar kapalı.	<b>24 Ekim Sal</b> *FED faiz kararını açıklayacak. *Ramazan Bayramı nedeniyle tüm yurtiçi piyasalar kapalı.	<b>25 Ekim Çar</b> *Ramazan Bayramı nedeniyle tüm yurtiçi piyasalar kapalı. *(Hazine, 261 milyon YTL iç borç ödemesi gerçekleştirecek)
<b>26 Ekim Per</b>	<b>27 Ekim Cum</b>	<b>28 Ekim Cmt</b>	<b>29 Ekim Paz</b>	<b>30 Ekim Pzt</b> *Olağan Bakanlar Kurulu Toplantısı gerçekleştirilecek. *TCMB, Eylül ayı uluslararası rezerv verilerini açıklayacak.	<b>31 Ekim Sal</b> *Hazine, Eylül ayı konsolide bütçe verilerini açıklayacak. *TÜİK, Eylül ayı dış ticaret verilerini açıklayacak. *Hazine, Kasım ayına ilişkin borçlanma programını açıklayacak.	<b>1 Kasım Çar</b> *TİM, Ekim ayı ihracat verilerini açıklayacak.

## İkinci dalga...

### IMF ikinci dalga konusunda uyarı yaptı...

IMF, Singapur'da yapılan yıllık toplantıları sırasında açıkladığı Global Finansal İstikrar Raporu'nda küresel ekonominin pozitif görünümünü halen koruduğunu ancak yüksek faiz oranları ve petrol fiyatları nedeniyle yavaşlama riskinin de arttığını ifade ederken, küresel ekonominin yavaşlaması durumunda gelişmekte olan ülkelerin daha önce Mayıs ve Haziran aylarında yaşadıklarından daha sert bir düzeltmeye gidebileceğini belirtmektedir.

### Tayland'da darbe, Macaristan'da sokak gösterileri...

Son dönemde gelişmekte olan ülkeler olarak adlandırılan ülkeler kategorisinde yer alan Tayland, Macaristan, Polonya, ve Brezilya'da ard arda yaşanan siyasi çalkantılar fonların bu piyasalardan çıkmasına neden olurken bu kategoriye dahil olan Türkiye piyasalarında da dalgalanmaya neden oldu. Tayland'da Hükümet Başkanı Birleşmiş Milletler toplantıları için New York'ta bulunduğu sırada Genel Kurmay Başkanı hükümetin yolsuzluklarını öne sürerek tek kurşun atmadan darbe gerçekleştirdi. Macaristan'da ise Başbakan'ın bir gizli konuşmasında ekonomi ile ilgili olarak halka yalan söylendiğini kabul etmesinin basına yansması şiddetli gösterilere neden oldu. Polonya'da koalisyonun dağılması, Brezilya'da Ekim ayında yapılacak olan seçimler öncesinde Devlet Başkanı'nın adının yolsuzluğa karışması, Ekvator'un dış borç ödememe konusunu tekrar gündeme getirmesinin yanında Güney Afrika'da cari açığın tarihi rekor seviyeye yükselmesi, Eylül ayının ikinci yarısında bu piyasalardan fonların çıkmasına ve daha güvenli gördükleri gelişmiş ülke piyasalarına girmesine neden oldu. Fon çıkışları gelişmekte olan piyasalarda kurların ve faizlerin yükselmesine neden olurken, borsalarda da gerilemelere neden oldu. Türkiye de yüksek cari açığı olması nedeniyle geçen sefer olduğu gibi dalgadan en çok etkilenen ülkelerin başında gelmektedir. Dalga Eylül ayının son haftası itibarı ile durulmuş gibi gözükse de, özellikle ABD ekonomisindeki durgunluk beklentilerinin bu piyasaları tedirgin etmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

### FED faiz indirimlerine 2007 ilk çeyrekte başlayabilir...

ABD Merkez Bankası FED, faiz artışı politikasına 8 Ağustos toplantısında ara vermişti. 20 Eylül'de yapılan toplantıda da faizleri değiştirmeyen FED'in yıl sonuna kadar yapacağı iki toplantıda da faizleri sabit tutma ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, 2007 yılı ilk çeyreğinde ise faizlerde indirimde başlayabileceği görüşümüz giderek kuvvetlenmektedir. ABD ekonomisi açısından bütün dünyanın endişesi, büyümedeki yavaşlamanın nasıl gerçekleşeceği. ABD ekonomisinin hızla yavaşlama sürecine girmesinin global ekonomide krize neden olacağı beklentisi şu an için düşük bir ihtimal olsa bile, piyasalarda tedirginlik yaratan en önemli konuların başında gelmektedir.

### Petrol fiyatları...

Ortadoğu'da yaşanan krizle birlikte Ağustos ayı içinde 80 dolarlara dayanan petrol fiyatları, bölgede ateşkesin sağlanmasından sonra hızlı bir düşüş trendine girerek 60 dolarların altına kadar geriledi. Bu gerilemede OPEC'in üretimde bir kısıntıya gidilmeyeceği açıklamaları da etkili oldu. Ancak, petrol fiyatlarındaki hızlı gerilemenin devam etmesi durumunda OPEC'in üretimi azaltabileceği beklentisi ve İran'ın uranyum zenginleştirme programına devam edeceğini açıklamasının petrol fiyatları üzerinde baskı oluşturmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

### IMF & AB çıpaları ve politik riskler...

Özellikle Mayıs ayında başlayan dalgalanma sürecinde, IMF ile ilişkilere özen gösteren, 3. ve 4. Gözden Geçirmeleri sorunsuz atlatan hükümetin bu tavrını sürdürmesini ve Ekim ayında yapılması beklenen 5. gözden geçirme çalışmalarının sorunsuz atlatılmasını bekliyoruz. Ancak, önce Ekim ayının ikinci yarısında açıklanacağı ifade edilen daha sonra ise hükümetin uyum yasalarını çıkarması ve uygulamaya geçebilmesi için 8 Kasım'a uzatılan İlerleme Raporu'nun, bu tarihe kadar piyasalar üzerinde baskı oluşturmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Çünkü Türkiye, KKTC'ye izolasyonların kaldırılmamasını öne sürerek Rum Kesimi gemi ve uçaklarına hava alanlarını ve limanlarını halen açmamaktadır ve raporda bu konunun nasıl aşılacağı seçimlerin yaklaştığı bu dönemde hem iç siyaset açısından önemini korurken hem de üyelik görüşmelerinin devamı açısından çok önemlidir. Ayrıca, AB'den Anayasa'nın 301 maddesinin değiştirilmesi konusunda yoğun bir baskı gelmektedir.

### Ekim ayında portföy dağılımımız...

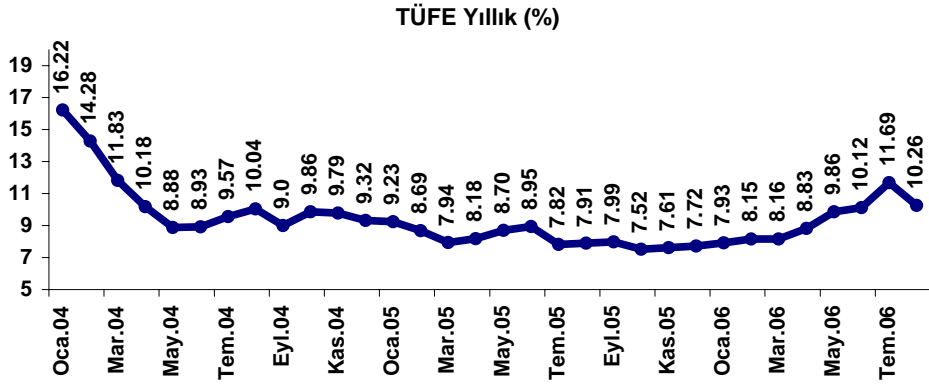
Sonuç olarak, piyasalar Eylül ayının ilk yarısında Ağustos ayında başladığı yükselişin devamı olarak çıkışını sürdürmüştür. Eylül'ün ikinci yarısında ise yukarıda belirttiğimiz sebeplerden dolayı gelişmekte olan piyasalardaki dalgalanmadan etkilenerek bir düşüş trendine girmiştir. Ekim ayında da piyasaların özellikle AB üyelik sürecindeki ve yurtdışı piyasalardaki gelişmeleri yakından takip edeceğini ve buralardan gelecek haberler nedeniyle dalgalı bir seyir izleyeceğini düşünüyoruz. Bu beklentilerin ışığında, geçen ay yatırımcılara önerdiğimiz %25 döviz, %30 hisse senedi ve %45 tahvil-bono portföy ağırlıklarını koruyoruz.

## Ağustos TÜFE...

**En yüksek artış ev eşyası ve sağlık grubunda...**

**Giyim grubundaki düşüş etkili...**

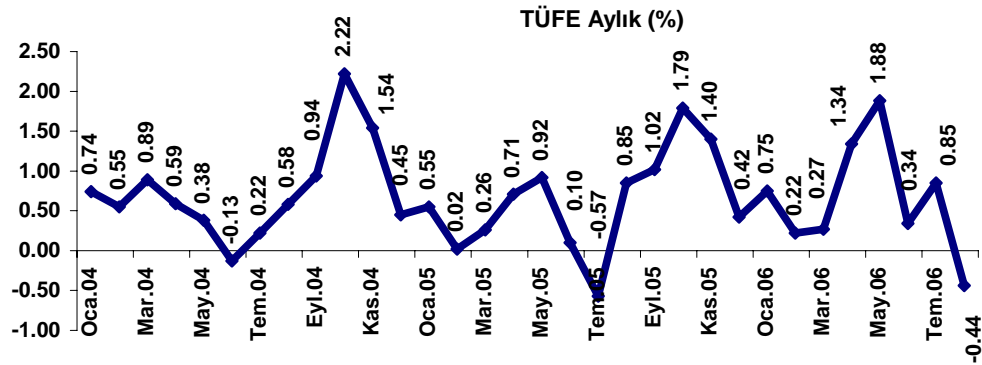
Ağustos ayında TÜFE'de bir önceki aya göre %0,44 düşüş gerçekleşti. Yılbaşıdan bu yana TÜFE'de gerçekleşen artış ise %5,30, 2005 yılının Ağustos ayına göre gerçekleşen artış %10,26 ve on iki aylık ortalamalara göre gerçekleşen artış ise %8,84 olmuştur. Ana harcama gruplarını göz önüne alarak değerlendirdiğimizde en yüksek artışın %1,94 ile ev eşyası grubunda gerçekleştiğini, ardından %1,64 ile sağlık grubunun geldiğini görmekteyiz. Diğer taraftan, giyim ve ayakkabı grubunda %6,92 oranında kayda değer bir düşüş gerçekleşirken, gıda ve alkolsüz içeceklerde de %1,21 oranında bir düşüş gerçekleşmiş bulunmaktadır. Bu son iki kalem ile ilgili olan önemli nokta ise harcama grubu içinde toplam ağırlıklarının %36 civarında olması ve dolayısıyla TÜFE gelişmelerinde etkili olmasıdır. Yıllık bazda gerçekleşen artışlara baktığımızda ise en yüksek artış %20,45 ile çeşitli mal ve hizmetler grubunda gerçekleşirken konut %14,53, lokanta ve oteller %14,15, ulaştırma %13,23, gıda ve alkolsüz içecekler %10,78, alkollü içecekler ve tütün %10,02 gibi yüksek oranda artışın gerçekleştiği harcama grupları olarak ön plana çıkmaktadır.



Kaynak: TÜİK

**Mevsimsellikten kaynaklanan faktörler etkili...**

TÜFE'de 2006 Ağustos ayında gerçekleşen %0,44 oranındaki düşüş bir önceki yılın Ağustos ayından beri gerçekleşen en düşük enflasyon rakamı olurken özellikle yukarı satırlarda ifade ettiğimiz gibi dört kaleminde artış dikkati çekmektedir. Fakat, bu kalemlerdeki artışta arz yönlü ve mevsimsel faktörlerin etkili olduklarını düşünüyoruz. Şöyle ki, konut fiyatlarında aylık %1,2 olarak gözlenen artışın doğal gaz fiyatlarında gözlenen %6,02 artıştan, ev eşyası grubunda gözlenen %1,9'luk artışın yüksek maliyetli mobilya işleme sürecinden, sağlık grubunda gözlenen %1,6'lık artışın ilaç fiyatlarına bir defada yapılan %4,6 zamdan ve son olarak eğlence ve kültür kaleminde gözlenen %1'lik artışın ise okul geçeri fiyatlarındaki artıştan kaynaklandığını görmekteyiz.



Kaynak: TÜİK

## Makro Görünüm

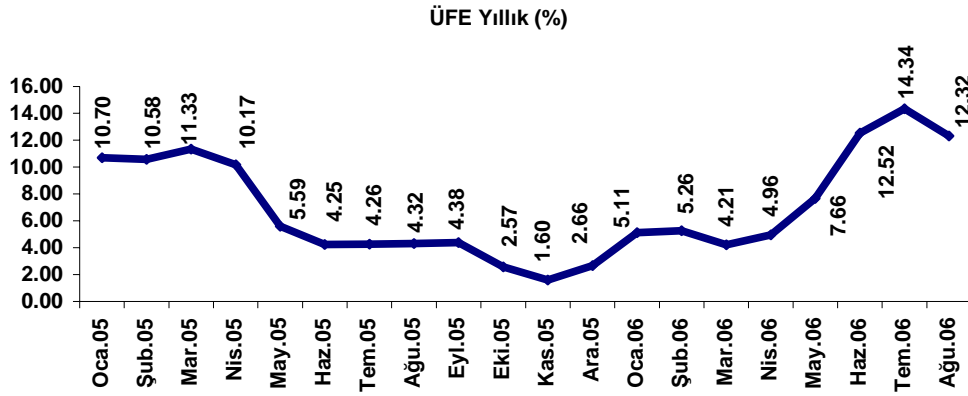
### Ramazan ayı ve okulların açılması TÜFE'yi negatif yönde etkileyebilir...

Enflasyonun bir önceki yılın aynı ayına ve on iki aylık ortalamalara göre değişimine baktığımızda tedricen de olsa iniş trendine geçeceğine inanıyoruz. Enflasyonda beklediğimiz yönde gelişmenin olması halinde ise Türk Lirası'nın daha fazla değerleneceği ve faiz oranlarının biraz daha düşeceğini beklemekteyiz. Ancak, yukarı satırlarda bahsettiğimiz arz yönlü ve mevsimsel etkileri göz önüne aldığımızda, enflasyonun önümüzdeki aylarda izleyeceği yön konusunda çok da rahat olmak mümkün olmamaktadır. Özellikle, TÜFE içerisinde %27,68 ve %8,28 ağırlığa sahip gıda ve giyim grubunda sırasıyla gerçekleşen %1,2 ve %6,9 oranındaki azalışların Ağustos enflasyonunda 0,9 puan azaltıcı yönde bir katkı yaptığına şahit olmaktadır. Diğer taraftan, bu harcama gruplarındaki düşüşün Eylül ve Ekim aylarında gıdada Ramazan ayı etkisi ve giyimde okulların açılması dolayısıyla terse döneceği ve artışa geçeceğini düşünüyoruz.

### Ağustos ÜFE...

### Tarım, petrol ve metal fiyatlarındaki düşüş olumlu...

Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) Ağustos ayında bir önceki aya göre %0,75 oranında düşerken, bir önceki yılın Aralık ayına göre %11,80, bir önceki yılın aynı ayına göre %12,32 ve on iki aylık ortalamalara göre %6,49 oranında artış gerçekleşmiştir. Benzer şekilde, aylık değişim tarım sektöründe %-1,28 olurken sanayi sektöründe %-0,62 olarak gerçekleşmiştir. ÜFE'de gözlenen aylık düşüşün ardında ise tarım fiyatlarında mevsimsel olarak gerçekleşen düşüş, petrol fiyatlarında gerçekleşen düşüş ve metal fiyatlarında gerçekleşen düşüşün olduğunu izlemekteyiz.



Kaynak:TÜİK

### Yıl sonu enflasyon tahminimiz %10-10,5 aralığı...

Özet olarak, önümüzdeki aylarda beklentilerin üzerinde gelebilecek bir enflasyon rakamı geleceğe dönük beklentileri bozacağından Merkez Bankası'nı daha sıkı para politikası uygulamasına zorlayabilir. Dolayısıyla, her ne kadar mevcut veriler etrafında Merkez Bankası'nın faizleri artırma olasılığının düşük olduğuna inansak da, beklentilerde olabilecek hızlı bozulmanın Merkez Bankası'nı tam aksi yönde bir karar sürecine sürüklemeye ihtimalinin mevcudiyetini de göz ardı etmemiz gerekmektedir. Ağustos ayı enflasyonunun ardından %11,5 olan yıl sonu enflasyon tahminimizi %10-10,5 aralığı olarak güncellemiş bulunuyoruz.

### Beklentilerde iyileşme gözlemleniyor...

Merkez Bankası tarafından düzenlenen Ağustos ayına ilişkin son beklenti anketine göre TÜFE'ye ilişkin beklentilerde iyileşme gözlenmektedir. Ağustos ayının ilk anketinde Ağustos ayına ilişkin TÜFE beklentisi % 0,67 iken ikinci ankete göre bu rakam %0,60'a düşmüş bulunmaktadır. Buna paralel yıl sonu TÜFE beklentisinde de iyileşme gözlenmekte olup, beklenti ayın ilk anketinde %10,59 iken %10,46 olarak iyileşmiş bulunmaktadır. İlginç olan ise faiz oranları konusunda beklentilerde fazla bir değişiklik olmamasıdır. Faizlerle ilgili olarak gelecek 3. ayın 6 aylık bono ihalesi yıllık bileşik faiz oranı beklentisinde az da olsa iyileşme gözlenmekte olup beklentiler %19,91'den %19,42'ye düşmüş bulunmaktadır. Her ne kadar, beklentilerde iyimserlik çok az da olsa yerleşmeye başlamış olsa da önümüzdeki dönemlerde bu beklentilerin tersine dönme ihtimalinin de yüksek olduğunu unutmamak gerektiğini düşünüyoruz.

## Makro Görünüm

Genel olarak değerlendirdiğimizde, beklentilerin bozulmasının ardında farklı sebepler olduğunu düşünüyoruz. Bunların bir bölümü uluslararası etkilerden kaynaklanırken bir bölümü de Türkiye'ye özgü sebeplerden kaynaklanmaktadır. Bize özgü sebeplerin en başta geleni olarak da siyasetin ön plana çıktığını görmekteyiz. Dolayısıyla, gerek reel gerekse mali kesimin beklentilerinin etkilenmesi kaçınılmaz gözükmemekte olup, beklentilerdeki iyileşmenin devamı iç siyasetin daha sağlıklı yönetilmesine bağlı gözükmemektedir.

### Temmuz SÜE beklentilere paralel...

#### 2006 Temmuz ayı Sanayi Üretim Endeksi...

Aylık Sanayi Üretim Endeksi Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %9,5 artış göstererek 143,1 olarak gerçekleşmiştir. Toplam Sanayi Üretim Endeksi ile ilgili piyasanın beklentisi ortalama %9,9 iken gerçekleşen rakamın hemen hemen beklentileri yansıttığını görmekteyiz.

### Toplam SÜE canlılığını korumaya devam ediyor...

Toplam sanayi sektörü Ocak ayı hariç Şubat, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında bir önceki yılların aynı aylarına göre artış göstermiştir. Ocak ayında gözlemlenen azalışın en başta gelen sebebi olarak ise toplam sanayi endeksinde %86,92 paya sahip olan İmalat Sanayi Sektörü'ndeki %7,9 oranındaki azalmadır. Ocak ayında İmalat Sanayi Sektörü'nde gerçekleşen düşüşte ise sert kış koşulları ve uzun bayram tatilinin etkili olduğunu ifade etmiştik. Önceki satırlarda da ifade ettiğimiz gibi Toplam Sanayi Üretimi'ndeki artış hemen hemen İmalat Sanayi Sektörü artışı ile birebir benzerlik taşımaktadır. İmalat Sanayi ve Toplam Sanayi Üretimleri'nde her ne kadar bir önceki aya göre sırasıyla %5,2 ve %3,5 oranlarında düşüş kaydedilse de toplam sanayi üretiminin yine de canlılığını koruduğuna inanıyoruz.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	Bir önceki yılın aynı ayı ve yedi aylık ortalamasına göre üretim artışı (%)			
	Temmuz ayı		yedi aylık ortalama	
	2006	2005	2006	2005
TOPLAM SANAYİ	9.5	-1.4	7.0	3.6
MADENCİLİK SEKTÖRÜ	13.6	2.0	8.0	16.9
İMALAT SANAYİ SEKTÖRÜ	9.5	-2.6	6.7	2.8
ELEKTRİK, GAZ VE SU SEKTÖRÜ	7.9	8.2	8.8	6.8

Kaynak:TÜİK

### En yüksek artış Büro, Muhasebe ve Bilgi İşlem makineleri imalatında...

Diğer taraftan, bir önceki yılın aynı ayına göre Temmuz ayında Madencilik Sektörü Endeksi %13,6, Elektrik, Gaz ve Su sektörü Endeksi ise %7,9 artış kaydetmiş bulunmaktadır. İmalat Sanayi Sektörü'nün alt kalemlerini incelediğimizde en yüksek değişim oranı %152,2 oranı ile Büro, Muhasebe ve Bilgi İşlem makineleri imalatında gerçekleşmiştir. Diğer en yüksek artışları kaydeden kalemler ise %100,3 ile Elektrikli Makine ve Cihazları İmalatı ve %34,2 ile Derinin İşlenmesi, Bavul, Çanta İmalatı olarak gelmektedir.

### Yatırımlar yavaşlıyor...

İmalat Sanayi alt sektörlerinden dayanıklı tüketim mallarını içeren Metal Eşya Sanayii'ndeki artış (Makine Teçhizat Hariç) bir önceki yılın aynı ayına göre %20,1 olurken 2006 Haziran ayına göre %5,3 düşüş kaydetmiştir. Benzer şekilde, girişimcilerin yatırım yapma eğilimine işaret eden makine ve teçhizat imalatı kalemi de bir önceki yılın aynı ayına göre %13,8 artış gösterirken içinde bulunduğumuz yılın bir önceki ayına göre %7,6 azalış göstermiştir. Ayrıca, Makine ve Teçhizat İmalatı'nda Temmuz ayı da dahil olmak üzere 4 ayır bir düşüş gerçekleşmekte olup, yatırımlarda önümüzdeki dönemde bir yavaşlamaya işaret edebilir.

### Taşıt araçları imalatı artıyor...

Her ne kadar aylık bazda Taşıt Araçları İmalatı %10 düşüş kaydetse de bir önceki yılın aynı ayına göre artış %27,1 olarak gerçekleşmiş bulunmaktadır. Nisan ve Mayıs aylarında kurdaki artışın etkisi olumsuz olarak yansırken, İzleyen aylarda YTL'deki değer artışının ihracat ağırlıklı çalışan bu sektöre etkisinin olumlu yansıdığını izlemekteyiz.

### TV üretimi düşmeye devam ediyor...

Taşıt Araçları İmalatı gibi ihracat ağırlıklı çalışan bir diğer sektör olan TV Üretimi Sektörü ise bir önceki yılın aynı ayına göre %41,1 düşüş kaydederken 2006 yılı içerisinde Nisan, Mayıs ve Haziran aylarından sonra Temmuz ayında da düşmeye devam etmiş ve gerçekleşen azalış %19,6 olmuştur. TV sektörü imalatındaki bu düşüşün özellikle Çin'deki ucuz üretimden kaynaklandığını düşünmekteyiz.

Kısaca, Temmuz ayı Sanayi Üretim Endeksi rakamları yatırım harcamalarında yavaşlamaya işaret ederken ihracatın büyümeye katkı yapmaya devam ettiğini göstermektedir.

## 2006 yılı ikinci çeyrek büyüme/cari açık rakamları açıklandı...

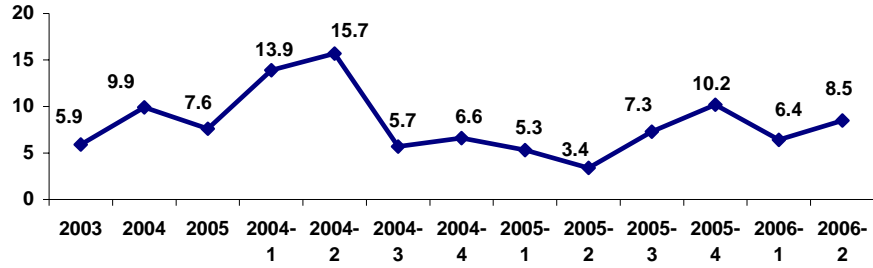
Özellikle cari açık rakamında mevcut seyrin sürdürülemez olduğu gözönüne alınacak olursa, bu konunun orta vadede yabancı yatırımlarını olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz.

**Yıl sonu büyüme %5.5 - %6 aralığında öngörüyoruz...**

Açıklanan rakamlara göre 2006 yılının ikinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla gayri safi milli hasıla %8,5'lik artışla 37,2 milyar YTL olmuştur. Altı aylık periyot için değerlendirdiğimizde 2006 yılının ilk altı aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla gayri safi milli hasıladaki artış %7,5 ile 68,8 milyar YTL olmuştur. İnşaat ve sanayi sektörlerindeki artış devam ederken iç talep artışının ikinci çeyrekte de devam ettiğine şahit olmaktayız. Dikkati çeken bir diğer nokta da özel tüketim harcamalarına ilaveten kamunun da harcamalarını artırmaya başlamış olmasıdır. Kısacası, tüketim ve yatırım kalemleri büyümeye devam ettiği sürece ve genel seçimlerin yaklaşmaya başladığı gerçeğini de dikkate alarak, ithalattaki artışın önümüzdeki dönemlerde dış ticaret ve cari işlemler dengesi üzerinde negatif etkilerinin devam edeceğini düşünüyoruz.

**Yıl sonu büyüme %5.5 - %6 aralığında öngörüyoruz...**

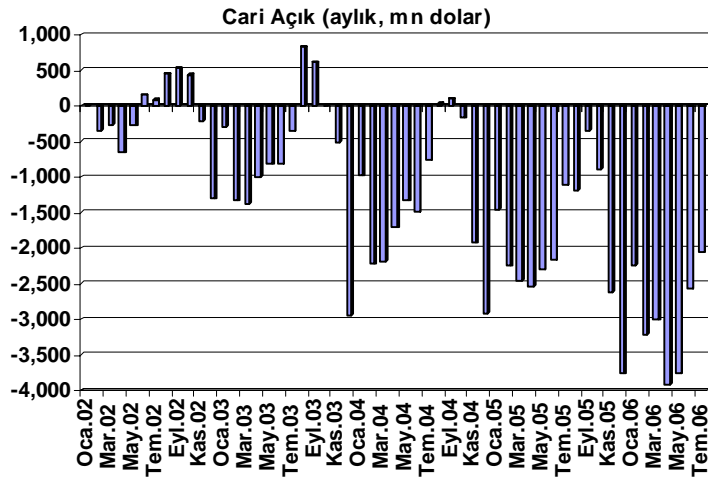
Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Hızları (%)



Kaynak:TÜİK

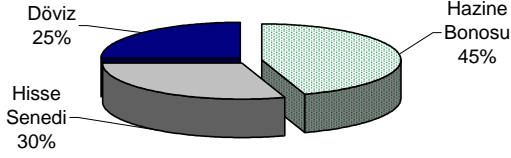
Temmuz ayı cari açık rakamı beklentisi 1.78 milyar dolar iken gerçekleşen rakam 2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Merkez Bankası tarafından açıklanan rakamlara göre Temmuz ayında cari açık bir önceki yılın aynı ayına göre %84,5 artarak 2,66 milyar dolara ulaşmış gözükmektedir. Ocak-Temmuz dönemindeki artış 20,7 milyar dolar olurken yıllık bazda artış 29,6 milyar dolar olarak gerçekleşti. Bir diğer değişle, büyüme rakamlarına ilişkin dikkat çektiğimiz konular Temmuz ayı cari açık rakamları ile de desteklenmektedir.

**Cari açıkta alarm zilleri çalmaya devam ediyor...**





# PORTFÖY ÖNERİLERİ

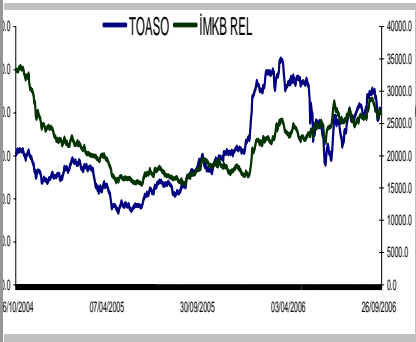


## Ekim ayında yurtdışı odaklı dalgalı seyrin sürmesini bekliyoruz...

Eylül ayında piyasalar, global piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir seyir izledi. Eylül ayına beklentilerden daha iyi gelen Ağustos ayı enflasyon dataları ve ABD'de açıklanan ekonomik veriler ile olumlu başlayan piyasalar, Lübnan'a asker gönderme tezkeresinin Meclis'ten geçmesi, FED'in faizleri değiştirmemesi ve petrol fiyatlarındaki düşüş ile birlikte yükselişini sürdürdü. Ancak ayın ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan piyasalardaki çalkantılar yurtdışı piyasaları olumsuz etkiledi. i) Tayland'da yaşanan askeri darbe, ii) Macaristan'da yaşanan siyasi sıkıntılar, iii) Güney Afrika'daki cari açık artışı, iv) Ekvator'un moratoryum ilanını gözden geçirme kararı alması ve v) Polonya'da koalisyon hükümetinin istifa etmesi, yurtdışı piyasalarda döviz ve faizleri artırırken, İMKB'de de sert satışlara neden oldu.

Piyasaların Eylül ayında olduğu gibi Ekim'de de AB üyelik süreci ve yurtdışı piyasaların seyrine bağlı hareket etmesini bekliyoruz. Bu bağlamda, (i) FED'in 24 Ekim'de yapacağı toplantı, (ii) ABD ekonomik verileri, (iii) 8 Kasım'da yayınlanacak İlerleme Raporu öncesinde AB ile ilgili gelişmeler ve (iv) Başbakan Erdoğan'ın Ekim ayı başındaki ABD ziyareti sonrasında özellikle PKK hususunda verilecek mesajların, Ekim ayı boyunca yakından takip edileceğini düşünüyoruz. Bu gelişmeler ışığında portföyümüzün halen %45 hazine bonusu, %30 hisse senedi ve %25 döviz olan dağılımında herhangi bir değişiklik yapmıyoruz. Hedef değerine yaklaştığını düşündüğümüz Yapı Kredi Bankası ve enerji iştiraki Altek üzerindeki belirsizlik nedeniyle Alarko Holding'i portföyümüzden çıkarıyor, yerine hedef piyasa değerine göre ucuz olduğunu düşündüğümüz Garanti Bankası ve Anadolu Cam'ı portföyümüze dahil ediyoruz.

PERFORMANS TABLOSU	Ağustos Kapanış 31/08/06	Eylül Kapanış 29/09/06	Aylık Getiri (TL)	Aylık İMKB Relatif Getiri
<b>Hisse</b>				
Aksigorta	5.35	5.65	5.6%	6.6%
Arçelik	9.45	9.45	0.0%	1.0%
Vakıf Bank	6.75	6.70	-0.7%	0.2%
Tofaş	4.00	4.06	1.5%	2.5%
Hürriyet	3.48	3.80	9.2%	10.3%
Alarko Holding	3.86	4.00	3.6%	4.6%
Sabancı Holding	5.55	5.35	-3.6%	-2.7%
Yapı Kredi Bankası	2.86	2.62	-8.4%	-7.5%
<b>Endeks (İMKB-100)</b>	<b>37,285</b>	<b>36,924</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-</b>
<b>Hisse Senetlerinin Relatif Getirisi</b>				<b>1.89%</b>
<b>Döviz Sepeti</b>				<b>2.63%</b>
<b>Hazine Bonosu</b>				<b>0.59%</b>
<b>Portföy Getirisi</b>				<b>1.5%</b>

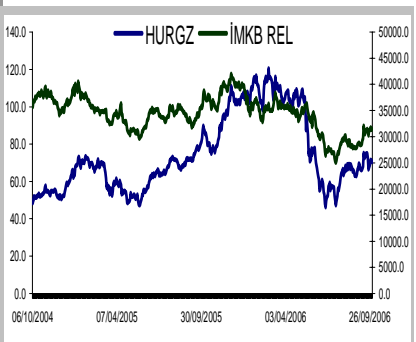


Bin YTL	2005/06	2006/06	%Değ.
Satışlar	1,264,398	1,497,408	18.4%
Diğer Esas Faaliyet Gelirleri	31,467	21,556	-31.5%
Satışların Maliyeti	-1,145,940	-1,326,024	15.7%
Brüt Kar	149,925	192,940	28.7%
Faaliyet Giderleri	-127,089	-128,626	1.2%
Esas Faaliyet Karı / Zaran	22,836	64,314	181.6%
Finansman Gelirleri- net	29,495	49,381	67.4%
Diğer Gelirler -net	45,420	-3,709	a.d
Faaliyet Karı / Zaran	97,751	109,986	12.5%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	97,751	109,986	12.5%
Vergi	-17,331	-82,636	376.8%
Net Dönem Kar	80,420	27,350	-66.0%

TOFAŞ (TOASO.IS)	4.06 YTL/ 2.69 Dolar
2006 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yurtdışı satış hacmini %3.3, ihracat hacmini ise %27.6 artıran Tofaş, toplam satış hacminde %16 düzeyinde büyüme yakalamıştır. Kurlarda yükselişi yaşanan yılın ikinci çeyreğinde ihracat tarafında yaşanan bu artışa bağlı olarak ise Tofaş'ın satış gelirlerinde, geçen yılın aynı dönemine göre %18 büyüme görülmüştür. Özellikle Doblo ve Punto modellerinin öncülüğünde yılın ilk yarısında olumlu bir satış performansı sergileyen Tofaş'ın bu performansını, yılın ikinci yarısında da devam ettireceğini ve şirketin 2006 yılını 2.9 milyar YTL satış geliriyle tamamlayacağını öngörüyoruz. Tofaş'ın satış performansını artıracak olan i. Minicargo Projesi, ii. Yeni bir binek otomobil üretimi ve iii. Türkiye'de üretilen Palio, Albea ve Doblo modellerinin gerekli parçalarının Tofaş tarafından aktarılması ile Rusya'daki Sevalstal Auto'nun fabrikasında üretilmesine yönelik işbirliği projelerinin, şirketin satış gelirlerinde önümüzdeki dönemlerde önemli derecede iyileşmeler yaratacağını öngörüyoruz. Tofaş'ın 2006 yılının ilk yarısındaki performansı ve yeni projelerini gözönüne alarak yaptığımız değerlendirme çalışmasına göre şirket için 2.5 milyar YTL (hisse başına 5.00 YTL) hedef piyasa değeri hesaplamaktayız. Hedef piyasa değerimize göre %19 iskontolu işlem gören şirket hisseleri için daha önce vermiş olduğumuz "AL" önerimizi koruyoruz.	

2006/06	2005/06	2006/06
PD/DD	2.17	
F/K	22.87	
PD/Satış	0.73	
PD/FAVÖK	21.56	
FD/Satış	0.64	
FD/DD	1.89	
FD/FAVÖK	18.83	
<b>Marjlar</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/06</b>
Brüt Kar marjı	11.6%	12.7%
Operasyonel Kar Marjı	1.8%	4.2%
FAVÖK Marjı	8.9%	9.2%
Net Kar Marjı	6.2%	1.8%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	0%	2%
6 Ay	-12%	14%
YBG	31%	58%



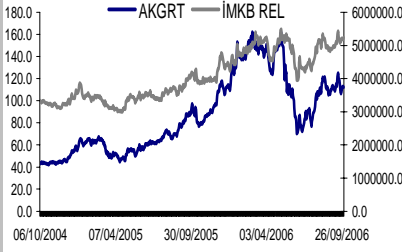
Bin YTL	2005/06	2006/06	%Değ.
Satışlar	273,350	323,285	18%
Satışların Maliyeti(-)	179,876	204,536	14%
Brüt Kar	93,474	118,749	27%
Faaliyet Giderleri(-)	47,269	66,543	41%
Faaliyet Karı / (Zaran)	46,205	52,206	13%
Net Diğer Gel/Gid	14,163	27,018	91%
Finansman Giderleri (-)	6,217	14,736	137%
Ana Ortaklık Dışı Pay	-132	1,312	a.d
Vergi Öncesi Kar	57,212	65,800	15%
Vergi(-)	14,523	245	a.d
Net Dönem Kar	42,689	65,556	54%

HÜRRİYET (HURGZ.IS)	3.8 YTL/ 2.52 Dolar
Hürriyet, son yıllarda reklam yatırımlarında görülen ciddi artışlardan olumlu etkilenmiştir. Reklam sektörü, 1Y06 itibarıyla 1Y05'e göre %164 artarak 439 milyon YTL seviyesinde gerçekleşirken, Hürriyet'in reklam gelirleri ise aynı dönemlerde %23 artarak 186 milyon YTL seviyesine yükselmiştir. Artan reklam gelirleri Hürriyet'in YS05'te %41.6 olan toplam gazeteler içindeki reklam pazar payını 1Y06'da %43.5 seviyesine çıkarmıştır. 2006 Nisan ayında "hürriyetemlak.com", Mayıs ayında ise "emlak TV" projelerini faaliyete geçiren şirket faaliyete geçirdiği bu projeler yanında piyasaya sunduğu ekler reklam gelirlerindeki artışa olumlu katkı sağlamıştır. Önümüzdeki dönemlerde piyasaya yeni bölgesel gazete ekleri çıkarmaya devam etmeyi planlayan şirketin, reklam gelirlerindeki artışın devam edeceğini ve 2006 yıl sonunda şirketin reklam gelirlerini %20 artırarak 400 milyon YTL seviyesine çıkaracağını tahmin ediyoruz. 2006 yılında %20 büyümesi beklenen reklam pazarının, medya sektörü şirketlerinin en önemli gelir kaynağı olan reklam gelirlerini artırmasını, dolayısıyla da bu durumdan en fazla etkilenecek şirketlerin başında Hürriyet'in olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Şirketin artan reklam gelirleri dışında baskı gelirlerindeki artışında katkısıyla YS06'da 690 milyon YTL seviyesinde net satış geliri kaydedeceğini tahmin ediyoruz. İNA analizimize göre 1.25 milyar dolar hedef piyasa değeri hesapladığımız Hürriyet'in cari piyasa değerine göre %20 prim potansiyeli taşıması nedeniyle "AL" önerimizi sürdürüyoruz.	

2006/06	2005/06	2006/06
PD/DD	2.4	
F/K	14.34	
PD/Satış	2.5	
PD/FAVÖK	16.4	
FD/Satış	2.4	
FD/DD	2.3	
FD/FAVÖK	15.6	
<b>Marjlar</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/06</b>
Brüt Kar marjı	34.2%	36.7%
Operasyonel Kar Marjı	16.9%	16.1%
FAVÖK Marjı	27.2%	25.0%
Net Kar Marjı	15.7%	20.3%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	10%	12%
6 Ay	-32%	-11%
YBG	-32%	-19%

## PORTFÖY ÖNERİLERİ



Rasyolar	2006/06
F/K	19.52
F/Teknik Kar	54.02
F/Mali Kar	17.22
PD/DD	1.11
Teknik Kar Marjı	8.25%
Konservasyon Oranı	43.26%
Net K. Marjı	22.62%

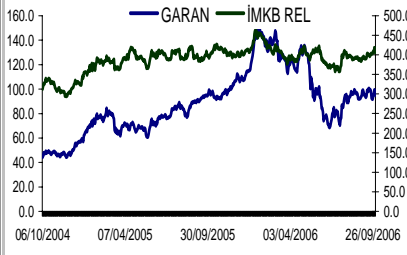
Bin YTL	2005/06	2006/06	%
Hayat Dışı Teknik Gelir	144,999	195,715	35%
Teknik Bölüm Dengesi- Hayat Dışı	13,291	16,155	22%
Hayat Teknik Gelir	5,159	2,177	-58%
Teknik Bölüm Dengesi- Hayat	-311	-156	-50%
Genel Teknik Bölüm Dengesi	13,291	16,155	22%
Yatırım Gelirleri	42,158	50,181	19%
Yatırım Giderleri (-)	-19,006	-9,103	-52%
Faliyet dışı Gelir/Gider (Net)	-12,022	-8,066	-33%
Dönem Net Karı veya Zararı	18,376	44,279	141%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	4%	9%
6 Ay	-23%	0%
YBG	3%	24%

### AKSİGORTA (AKGRT.IS)

5.65 YTL/ 3.74 Dolar

Sigorta sektöründe son dönemlerde görülen genel büyüme trendinden en olumlu etkilenen şirketlerden birisi olan Aksigorta, 2006 yılının ilk yarısında geçen senenin aynı dönemine göre hayat dışı teknik gelirlerini %35 artırmış, pazar payını ise %8,7'ye yükseltmiştir. Aksigorta'nın prim üretiminde ağırlıklı olarak sektör genelinde olduğu gibi kaza branşının önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Kaza %61 ve yangın ise %19 pay ile şirketin prim üretiminin en büyük kalemlerini oluşturmuştur. Aksigorta 1Y06'da 196 milyon YTL hayat dışı teknik gelir elde ederken, 16 milyon YTL hayat dışı teknik gelir dengesi oluşmuştur. Öte yandan, teknik olmayan bölüm gelirleri cari dönemde de şirket karlılığını asıl belirleyici unsur olmuştur. Cari dönemde yatırımlardan elde edilen 50 mn YTL'lik gelir ve sağlanan temettü gelirleri ile şirket 1Y06'da 44 milyon YTL net dönem karı açıklamıştır. Mevcut sigorta değeri ile yüksek iştirak değerlerini göz önüne alacak olursak, cari piyasa değeri (29.09.2006 kapanışı ile) 1.14 milyar YTL düzeylerine gerileyen Aksigorta hisseleri için "AL" yönündeki önerimizi koruyoruz.



Rasyolar (*2005/06)	2005/12	2006/06
Likit Aktif/T.Aktif	37%	28%
Menkul Değ./T.Aktif	30%	28%
Mevduat/T.Aktif	62%	58%
Krediler/T.Aktif	47%	54%
Takipteki AL/Krediler	4.2%	2.6%
Karşılık Oranı	67%	74%
Kredilerden Faiz Gel./T.Faiz Gel.	53%*	60%
Net Ücret&Kom.Gel/T.Faaliyet Gel.	25%*	33%

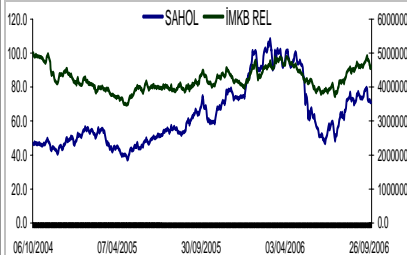
Milyon YTL	2005/06	2006/06	%
Kredilerden Alınan Faizler	888	1,337	51%
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	699	733	5%
Faiz Gelirleri	1,666	2,231	34%
Mevduata Verilen Faizler	623	1,036	66%
Faiz Giderleri	814	1,322	62%
Net Faiz Geliri	851	908	7%
Net Ücret&Kom.Gelirleri	341	501	47%
Net Ticari Kar/Zarar	72	-390	a.d.
Faaliyet Gelirleri Toplamı	1,339	1,531	14%
Kredi ve Diğ. Al. Karş.	310	264	-15%
Faaliyet Karı	429	592	38%
Vergi Öncesi Kar	431	628	46%
Net Dönem Kar/Zararı	316	509	61%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	3%	5%
6 Ay	-22%	2%
YBG	-18%	-2%

### GARANTİ BANKASI (GARAN.IS)

4.48 YTL/ 2.97 Dolar

2005 yıl sonundan bu yana aktif toplamını %28 artırarak 46.7 milyar YTL'ye ulaştıran Garanti Bankası, varlıklarındaki büyümeyi daha çok krediler portföyünde yıl başından bu yana sağlanan %49'luk hacim artışıyla gerçekleştirmiştir. Bunun yanı sıra, yüksek faiz dışı gelir yaratma kapasitesi olan perakende kredilerin portföydeki yüksek payı, 2006 yılı ilk yarısında ücret ve komisyon gelirlerinde %47'lik artış kaydedilmesinde etkili olmuş, bu gelirler banka net faiz gelirinin %55'ini oluşturmuştur. Öte yandan, başta ev ve otomobil kredileri olmak üzere banka nezdindeki tüketici kredileri nispeten düşük getiri potansiyeli taşıdığından YTL kredi gelirlerini kısmen olumsuz etkilemiştir. Buna karşılık, YS05'e göre %19'luk artışta 27 milyar YTL'ye ulaşan banka mevduat tabanının %25'ini vadesiz mevduatların oluşturması ise mevduat maliyetleri açısından bankaya ciddi avantaj sağlamaktadır. 2Ç06 döneminde piyasalarda yaşanan dalgalanma banka özkaynaklarının %6 daralmasına neden olsa da, döviz ve faizdeki dalgalanmanın durulmasıyla bankanın sermaye ve karlılık açısından daha olumlu bir tablo sergilemesini bekliyoruz. Bunun yanı sıra, gerçekleştirdiğimiz değerlendirme çalışması 11.7 milyar YTL (Hisse Başına 5.56 YTL) hedef değere işaret ettiğinden banka hisseleri için "AL" önerisi veriyoruz.



Rasyonlar	2006/06
PD/DD	1.75
F/K	17.03
PD/Satış	1.8
PD/FAVÖK	3.2
FD/Satış	2.1
FD/DD	1.9
FD/FAVÖK	3.7

Milyon YTL	2005/06	2006/06	%Değ.
Satışlar (Faiz geliri dahil)	8,125	6,352	-22%
Satışların Maliyeti (Faiz gideri dahil)	-5,755	-4,099	-29%
Brüt Kar	2,370	2,253	-5%
Faaliyet Giderleri	-1,292	-1,000	-23%
Faaliyet Karı / (Zararı)	1,078	1,253	16%
Net Diğer Gel/Gid	415	165	-60%
Finansman Giderleri	-289	-112	-61%
Ana Ortaklık Dışı Pay	-538	-532	-1%
Vergi Öncesi Kar	666	774	16%
Vergi	-347	-373	8%
Net Dönem Karı	319	401	26%

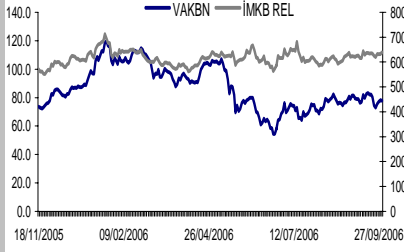
Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	-2%	0%
6 Ay	-24%	-1%
YBG	-4%	16%

### SABANCI HOLDİNG (SAHOL.IS)

5.35 YTL/ 3.55 Dolar

Sabancı Holding'in konsolide cirosu 1Y06'da %27.9 artış gösterdi. Konsolide gelirlerin yaklaşık yarısını oluşturan finans gelirleri 1Y06'da %27.6 artarak 4.085 mn YTL'ye yükselirken finans dışı gelirler %28.3 artarak 4.039 mn YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılının ilk yarısında özellikle perakende, çimento ve lastik destek sektörlerinde gerçekleştirdiği satın almalar ile finans dışı gelirlerin toplam gelirler içindeki payı %50'ye ulaşmıştır. Şirketin 1Y06'da satılan malın maliyetinin %31.8 ve faiz giderlerinin %65.24 artması sonucunda brüt kar marjı %35.48'den %29.17'ye gerilemiş ve bunun sonucunda da şirketin brüt karı sadece %5.18 artarak 2.253 mn YTL'den 2.370 mn YTL'ye yükselmiştir. Aynı dönemde faaliyet gideri / ciro oranında önemli bir değişiklik (1Y05:%15.75, 1Y06:%15.90) olmamasına rağmen şirketin esas faaliyet karı %13.95 gerileyerek 1.253 mn YTL'den 1.078 mn YTL'ye düşmüştür. Şirketin brüt kar marjında yaşanan gerilemenin yanında finansman giderlerinin de %159 artarak 111.6 mn YTL'den 289.4 mn YTL'ye yükselmesi sonrasında net karı %20.56 azalarak 401.3 mn YTL'den 319.2 mn YTL'ye gerilemiştir. Şirketin konsolide gelir artışının 2006 yılın sonunda da devam etmesini bekliyoruz. Son dönemde Sabancı Holding'in mali sektör dışı gerçekleştirdiği satın almaların ve Akbank ile ilgili olarak gerçekleştirilecek yabancı ortaklıkların yanında özellikle Milli Piyango ve enerji özelleştirmelerine göstermesini beklediğimiz ilgi nedeniyle Sabancı Holding için verdiğimiz "AL" önerisini koruyoruz.

## PORTFÖY ÖNERİLERİ



Rasyolar (*2005/06)	2005/12	2006/06
Likit Aktif/T.Aktif	53%	45%
Menkul Değ./T.Aktif	32%	30%
Mevduat/T.Aktif	71%	67%
Krediler/T.Aktif	37%	48%
Takipteki Al/Krediler	8.4%	6.5%
Karşılık Oranı	100%	100%
Kredilerden Faiz Gel./T.Faiz Gel.	53%*	55%
Net Ücret&Kom.Gel./T.Faaliyet Gel.	14%*	14%

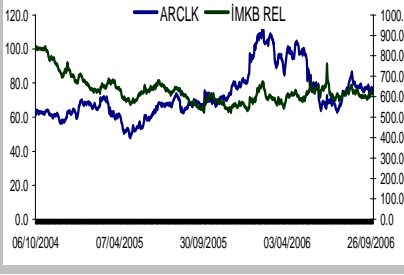
Milyon YTL	2005/06	2006/06	%
Kredilerden Al. Faizler	912	1,138	25%
Menkul Değ. Al. Faizler	663	677	2%
Faiz Gelirleri	1,734	2,082	20%
Mevduata Verilen Faizler	976	1,184	21%
Faiz Giderleri	1,041	1,300	25%
Net Faiz Geliri	693	782	13%
Net Ücret ve Kom. Gel.	145	155	7%
Net Ticari K/Z	82	-12	a.d.
Faaliyet Gel. Toplamı	1,004	1,109	10%
Kredi ve Diğer Al. Karş.	329	136	-59%
Faaliyet Karı/Zararı	314	570	82%
Vergi Öncesi Kar	317	580	83%
Net Dönem Karı/Zararı	208	423	103%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	-1%	1%
6 Ay	-13%	11%
YBG	-16%	2%

### VAKIFBANK (VAKBN.IS)

6.7 YTL/ 4.44 Dolar

2006 yılı ilk yarısı itibarıyla Vakıfbank aktif toplamı 33.8 milyar YTL, faiz getirili aktif toplamı ise 28.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Banka krediler portföyünün aktifteki büyümede ciddi rol oynadığı gözlenirken, yine yarı yıl itibarıyla 22.6 milyar YTL düzeyinde seyreden mevduat toplamı kredilerdeki büyümeyi destekleyen başlıca kaynak olmuştur. Halen %71 seviyesinde bulunan krediler/mevduat oranı ise faiz getirili aktiflerdeki artışın süreceğine işaret etmektedir. 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında kur ve faizde gerçekleşen dalgalanmanın Vakıfbank yarı yıl finansalları üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığı gözlenmiştir. Diğer yandan, ücret ve komisyon geliri yaratma konusunda yakın rakiplerinden geride kaldığını gözlemlediğimiz bankanın, özellikle krediler kanadında sağladığı büyümenin önümüzdeki dönemde bu alandaki gelirlerin artmasına destek olacağı kanısındayız. 2006 yılı ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %103'lük artışla 423 m YTL net kar elde eden Vakıfbank'ın 2006 yıl sonunda 890 m YTL'lik net kar rakamına ulaşmasını bekliyoruz. Yarı yıl verileri sonrasında yinelediğimiz değerlendirme çalışması Vakıfbank için 10.4 milyar YTL'lik (hisse başına 8.17 YTL) hedef değere işaret ederek banka için olumlu öngörülerimizi desteklediğinden Vakıfbank hisselerine portföylerde yer verilmesini tavsiye ediyoruz.



Rasyolar	2006/06	
PD/DD	1.80	
F/K	10.17	
PD/Satış	0.7	
PD/FAVÖK	7.7	
FD/Satış	0.9	
FD/DD	2.3	
FD/FAVÖK	9.7	
Marjlar	2005/06	2006/06
Brüt Kar Marjı	23.7%	25.9%
Operasyonel Kar Marjı	7.1%	7.4%
FAVÖK Marjı	21.1%	21.3%
Net Kar Marjı	5.8%	7.1%

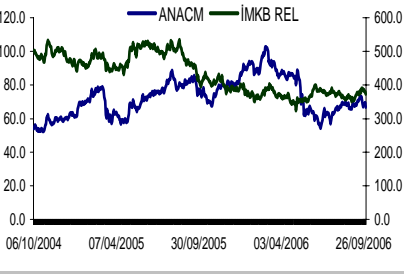
Bin YTL	2005/06	2006/06	%
Satışlar	2,417,226	2,815,109	16.5%
Satışların Maliyeti	1,844,825	2,084,927	13.0%
Brüt Kar	572,401	730,182	27.6%
Faaliyet Giderleri	401,275	520,791	29.8%
Esas Faaliyet Karı / Zararı	171,126	209,391	22.4%
Diğer Faaliyet. Gel./Gid.	2,709	8,814	225.4%
Finansman Giderleri- net	9,639	-698	-107.2%
Faaliyet Karı	0	0	a.d.
Ana Ortaklık Dışı Pay	-2,358	-3,526	a.d.
Vergi Öncesi Kar / Zarar	175,923	224,193	27.4%
Vergi Karşılığı	35,997	24,190	-32.8%
Net Dönem Karı	139,926	200,003	42.9%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	-4%	-2%
6 Ay	-18%	7%
YBG	-6%	13%

### ARÇELİK (ARCLK.IS)

9.45 YTL/ 6.26 Dolar

Türkiye'nin en çok tanınan markasına sahip olan Arçelik, 2005 yılında %57 olan ortalama pazar payını 2006'nın ilk yarısında geliştirerek %58.5'e yükseltmeyi başarmıştır. Arçelik, Türkiye, Romanya ve Rusya'da bulunan 9 ayrı üretim tesisi, 9 markası ile dünyanın 100'den fazla ülkesinde satış ve pazarlama faaliyetlerini sürdürmektedir. Arçelik'in 1Y05'te 2,417 milyon YTL olan net satışları 1Y06'da %16.5 artarak 2,815 milyon YTL'ye yükselmiştir. Arçelik'in cirosunun yaklaşık %61'ini yurtiçi, %39'unu ise yurtdışı satışlar oluşturmaktadır. Satışlardaki büyümeye öncülük eden en önemli etken, gelişmekte olan pazarlar olarak adlandırılan ve Doğu Avrupa, Afrika ve Ortadoğu'yu içine alan pazarlarda yaşanan satış artışıdır. Ayrıca bu pazarlara yapılan satışlardaki kar marjının, Batı Avrupa'ya yapılan satışlardan yüksek olması şirketin karlılığını olumlu etkilemiştir. Şirketin, 1Y05'te %23.7 olan Brüt Kar Marjı 1Y06'da %25.9'a yükselirken artan rekabet ortamında yükselen satış ve pazarlama giderleri nedeniyle aynı dönemde FAVÖK marjı sadece %10.1'den %10.2'ye yükselmiştir. Bununla beraber düşen finansman giderleri ve azalan vergi yükü sayesinde şirketin 1Y05'de %5.8 olan Net Kar Marjı 1Y06'da %7.1'e yükselmiş ve şirket net dönem karını %42 artırarak 139.9 milyon YTL'den 200 milyon YTL'ye yükseltmiştir. Yılın ikinci yarısında iç talepte bir daralma yaşansa bile Arçelik'in yurtdışı satışları sayesinde ciro artışını sürdürmesini bekliyoruz. Bu beklentiler ışığında şirket için daha önce belirlediğimiz "AL" önerisini koruyoruz.



RASYOLAR	2006/06	
PD/DD	1.2	
F/K	12.73	
PD/Satış	1.3	
PD/FAVÖK	4.9	
FD/Satış	2.4	
FD/DD	1.8	
FD/FAVÖK	6.9	

Bin YTL	2005/06	2006/06	%Değ.
Satışlar	255,174	304,173	19%
Satışların Maliyeti(-)	180,279	220,832	22%
Brüt Kar	74,895	83,341	11%
Faaliyet Giderleri(-)	32,445	46,339	43%
Faaliyet Karı / (Zararı)	42,450	37,002	-13%
Net Diğer Gel/Gid	-9,591	-7,230	25%
Finansman Giderleri (-)	3,408	17,222	405%
Net Parasal Poz. Karı/Zar.	0	0	a.d.
Ana Ortaklık Dışı Pay	20	336	a.d.
Vergi Öncesi Kar	29,471	12,886	-56%
Vergi(-)	8,294	-15,179	-283%
Net Dönem Karı	21,176	28,064	33%

Hisse Performans		
	Hisse	İMKB-Rel
1 Ay	1%	3%
6 Ay	-23%	1%
YBG	-8%	24%

### ANADOLU CAM (ANACM.IS)

4 YTL/ 2.65 Dolar

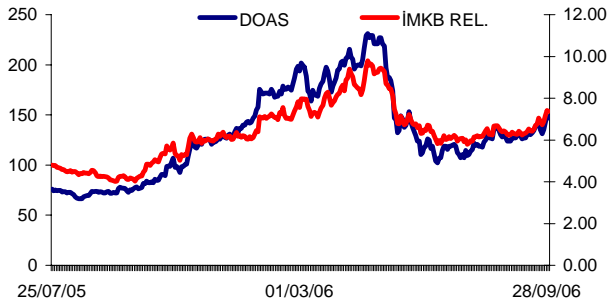
Yurtiçinde, Bursa- Yenişehir'de faaliyete geçen yeni yatırımı ile kapasitesi 625 bin tona yükselen Anadolu Cam'ın, aynı bölgedeki 2. ve 3. fırın yatırımları halen devam etmektedir. Yurtiçinde ulaşılan bu kapasitenin yanında Şişe Cam Grubu'nun bölgesel bir oyuncu olma stratejisine bağlı olarak yurtdışı yatırımlarında hızla devam ettiren Anadolu Cam, Rusya'daki Ufa Fabrikası yatırımının devreye girmesi ile bu bölgedeki kurulu kapasitesini 750 bin tona yükselterek, yurtiçi kapasitenin üzerine çıkarmıştır. 2006 yıl sonu itibarı ile yurtdışı gelirlerinin yurtiçi gelirlerini aşmasını beklediğimiz Anadolu Cam, böylece yurtiçinde yaşanabilecek talep azalmasına karşı daha güvenli bir hele gelmiştir. Rusya'daki yatırımların yanında Gürcistan'da bulunan Mina Fabrikası'nın kapasite artırımlarının tamamlanması da bu durumu kuvvetlendirecektir. Yurtiçi ve yurtdışı yatırımların devreye girmesi sayesinde Anadolu Cam, 1Y05'de 255.1 m YTL olan konsolide satışlarını %19 artarak 1Y06'da 304.1 m YTL'ye çıkarmıştır. Şirketin maliyetlerinde ve faaliyet giderlerinde yaşanan artış nedeni ile FAVÖK marjının 4 puan gerilemiş olmasına rağmen, ciroda yaşanan yükseliş nedeniyle 1Y05'te 79.9 m YTL olan FAVÖK, 1Y06'da 80.4 m YTL'ye yükselmiştir. Kurumlar vergisi oranında yaşanan gerileme nedeni ile şirketin net dönem karı %32.5 artarak 28 m YTL'ye yükselmiştir. Şirketin yurtiçinde ve yurtdışında devam eden yatırımlarının şirkete olumlu yansıtacağını düşünüyoruz ve bu beklentilerin ışığında Anadolu Cam'a "AL" önerisi veriyoruz.

	YTL	Usd
<b>Piyasa Değeri (mn YTL, mn \$)</b>	<b>776</b>	<b>514</b>
<b>Hedef Değer (mn YTL, mn \$)</b>	<b>837</b>	<b>555</b>
Kapanış	7.05	4.67
Ort. İşlem Hacmi (Bin Lot)	240	

### Firma Bilgileri

Sektör	Otomotiv
Faaliyet Alanı	Binek ve Ticari Araç Satışı
Ödenmiş Sermaye (YTL)	110,000,000

Ortaklık Yapısı	Pay(%)
Doğuş İnşaat	42.29
Doğuş Holding	23.00
Diğer	34.71



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	15.6%	23.7%	102.1%
Değişim \$ (%)	12.2%	30.1%	81.2%
İMKB Relatif (%)	17.1%	18.8%	79.2%
	YTL	ABD\$	
12 Aylık En Yüksek	11.10	8.40	
12 Aylık En Düşük	3.66	2.72	

Piyasa Göstergeleri	2006/06	2006T
F/K	10.40	14.75
PD/Ciro	0.28	0.33
FD/Ciro	0.17	-
PD/DD	1.82	-
FD/FAVÖK	4.20	-

Marjlar	2005/06	2006/06	2006T
Brüt Kar	13.79%	11.36%	11.50%
EFK	5.18%	2.92%	3.40%
FAVÖK	5.88%	3.30%	3.82%
Net Kar	3.97%	0.14%	2.25%

Özet Bilanço (Bin YTL)	2005	2006/06
T. Dönen Varlıklar	668,207	785,660
T. Duran Varlıklar	345,465	341,709
Toplam Aktifler	1,013,672	1,127,369
Kısa Vadeli Borçlar	502,934	650,773
Uzun Vadeli Borçlar	34,718	45,500
Ana Ort.Dışı Özser.	7,329	5,793
T.Öz Sermaye	468,691	425,303
Toplam Pasifler	1,013,672	1,127,369

Finansal Veriler (BinYTL)	2004/12	2005/12	2005/06	2006/06	2006/12T
Satış Gelirleri	2,307,345	2,449,384	971,767	1,274,801	2,334,150
Brüt Faaliyet Karı/Zararı	274,259	354,075	134,000	144,796	268,427
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	116,959	148,787	50,371	37,184	79,361
Finansman Giderleri	15,120	17,302	4,810	26,938	12,000
Net Dönem Karı/Zararı	58,351	111,405	38,575	1,762	52,576

• **2005 yılına göre şirketin satış gelirlerinde %5, net karında ise %53 gerileme yaşanacağını öngörmekteyiz.**

• **DOAS için hisse başı fiyat hedefimiz 7,60 YTL, önerimiz ise "TUT" şeklindedir.**

• **Yılın ilk yarısında Volkswagen markalı araçların satışında yaşanan artış, pazar payının %12 düzeyine yükselmesinde etkili olmuştur** - Volkswagen markalı araçlar ağırlıkta olmak üzere Audi, Porsche, Seat, Skoda, Scania ve Krone markalı araçların satışını gerçekleştiren Doğuş Otomotiv, yılın ilk yarısında yurtiçi pazarda talebin güçlü seyretmesinden olumlu etkilenmiştir. Bu dönemde özellikle satış hacmi içerisinde yaklaşık %80 payı bulunan Volkswagen markalı araçların satışında %30 artış yaşanması, Doğuş Otomotiv'in satış hacminin geçen yılın aynı dönemine göre %25 büyümesinde etkili olmuştur. Yurtiçi pazarın %7 büyüdüğü bu dönemde satış hacmini %25 artıran şirketin pazar payı, geçen yılın ilk yarısındaki %10 seviyesinden 2006 yılının ilk yarısında %12 seviyesine yükselmiştir. Bu gelişmeler sonrasında şirket, yılın ilk yarısında yaklaşık 41,500 adet araç satışı sonrasında 1.2 milyar YTL satış geliri elde ederken, satış gelirlerini geçen yılın aynı dönemine göre %31 artırmıştır.

• **Yurtiçi talepte, yılın ikinci yarısı itibariyle gerileme yaşanıyor** - Yılın ilk yarısında satışlardaki bu olumlu seyrin ardından sektörün yurtiçi satışlarının, hem aylık bazda hem de Ocak-Ağustos dönemi itibariyle 2005 yılının altında kalması, yılın ikinci yarısında sektörün satış performansında gerilemeler olacağını işaret etmiştir. Bu gelişme sonrasında, 2006 yılsonu itibariyle yurtiçi pazarın 650 bin adet seviyesinde kalarak 2005 yılsonuna göre %15 daralacağını öngörmekteyiz. Doğuş Otomotiv'in ise, yılsonu itibariyle hedefi olan 78 bin adet araç satışı ve %12 seviyesinde pazar payına ulaşmasını bekliyoruz. Bu performans sonrasında ise şirketin, 2.3 milyar YTL satış geliri elde edeceğini ve satış gelirlerinde 2005 yılına göre %5 gerileme olacağını öngörüyoruz.

• **Net karında %53 düzeyinde gerileme olacağını öngörmekteyiz** - Ocak-Haziran döneminde yaklaşık 145 milyon YTL brüt kar açıklayan ve 2005 yılının aynı dönemine göre brüt karını %8 artıran şirketin, bu dönemde esas faaliyet karında ise geçen yılın aynı dönemine göre %26 gerileme görülmüştür. Reklam ve dağıtım giderlerindeki artışın yanısıra yeni operasyonları için istihdam ettiği personel için yapılan giderlerdeki artışa bağlı olarak, faaliyet giderlerinin 2005 yılına göre %29 artış göstermesi, şirketin esas faaliyet karının 2005 yılına göre %26 gerileyerek 37 milyon YTL olarak gerçekleşmesinin ana nedenini oluşturmuştur. Doğuş Otomotiv, diğer faaliyetlerinden 7.6 milyon YTL gider kaydederken, kur farkı, vade farkı ve teminat mektubu giderlerine bağlı olarak ise 27 milyon YTL finansman gideri kaydetmiştir. Bu veriler sonrasında ise şirket yılın ilk yarısını 1.7 milyon YTL net kar ile tamamlarken net karında geçen yılın aynı dönemine göre %95 gerileme görülmüştür. Yılın ikinci yarısında 79 milyon YTL esas faaliyet karına ulaşmasını beklediğimiz şirketin, net kar rakamının ise 52.5 milyon YTL olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu net kar rakamı ise, 2005 yılına göre Doğuş Otomotiv'in net karında %53 düzeyinde bir gerileme olacağına işaret etmektedir.

• **Hedef piyasa değerimize göre %7 iskontolu işlem görüyor** - Doğuş Otomotiv için yapmış olduğumuz değerlendirmeler ve İNA analizine göre, şirket için 837 milyon YTL (hisse başına 7,60 YTL) hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. Hedef piyasa değerimize göre %7 iskontolu işlem göre şirket hisseleri ile ilgili olarak "TUT" önerisinde bulunuyoruz.

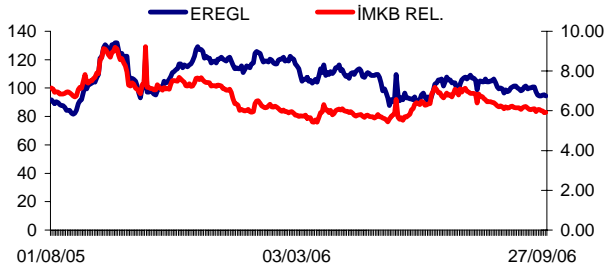
	YTL	Usd
Piyasa Değeri (mn YTL, mn \$)	3,293.1	2,199.7
Hedef Değer (mn YTL, mn \$)	3,892.5	2,600.0
Kapanış	6.75	4.51
Ort. İşlem Hacmi (Bin Lot)	1,033,107	

## Firma Bilgileri

Sektör	Demir-Çelik
Faaliyet Alanı	Demir-Çelik Üretimi
Ödenmiş Sermaye (mnYTL)	487.9

## Ortaklık Yapısı

	Pay(%)
Ataer Holding	49.29
Diğer	50.71
Halka Açık	47.00



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-3.6%	-8.8%	-24.1%
Değişim \$ (%)	-4.5%	-1.5%	-31.6%
İMKB Relatif (%)	-3.6%	-15.9%	-31.3%
	YTL	ABD\$	
12 Aylık En Yüksek	9.43	7.08	
12 Aylık En Düşük	6.27	3.91	

Piyasa Göstergeleri	2006/06	2006T
F/K	a.d.	11.87
PD/Ciro	0.75	0.72
FD/Ciro	1.13	-
PD/DD	0.68	-
FD/FAVÖK	9.22	-

Marjlar	2006/06	2006T
Brüt Kar	21.42%	21.86%
EFK	17.35%	17.55%
FAVÖK	25.47%	26.04%
Net Kar	4.60%	6.03%

Özet Bilanço (Bin YTL)	2005/12	2006/06
T. Dönen Varlıklar	2,610,493	2,899,727
T. Duran Varlıklar	4,580,484	4,927,276
Toplam Aktifler	7,190,977	7,827,003
Kısa Vadeli Borçlar	1,337,757	1,647,891
Uzun Vadeli Borçlar	947,587	1,259,574
Ana Ort.Dışı Özser.	104,203	103,220
T.Öz Sermaye	669,846	4,816,318
Toplam Pasifler	7,190,977	7,827,003

Finansal Veriler (BinYTL)	2005/06	2006/06	2005/12	2006/12T
Satış Gelirleri	2,036,187	2,233,821	4,166,907	4,596,257
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	326,403	478,526	482,372	1,004,920
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	237,912	387,668	259,578	806,674
Finansman Giderleri	44,646	320,563	79,247	580,000
Net Dönem Karı/Zararı	300,173	102,800	193,392	277,339

- Son dönemlerde çelik fiyatlarında görülen dalgalanmalar şirket karlılığını etkilemektedir.
- Erdemir, net satış gelirlerindeki artışın etkisiyle ilk çeyrekte 27.5 milyon YTL olan net karını 1Y06'da 102.8 milyon YTL seviyesine çıkarmıştır.

• Yılın ikinci çeyreğinde artan çelik fiyatları şirketin marjlarını artırdı- Çin'in çelik talebini kısarak ihracata yönelmesi, çelik pazarındaki talep daralması ve dünya genelinde stokların artması sonrasında 1Y05'ten itibaren düşüşe geçen çelik fiyatları, 2006'nın ilk çeyreğinde yatay bir seyir izledikten sonra 2Ç06'da tekrar yükselişe geçmiştir. İkinci çeyrekte i) stokların azalması, ii) Çin, Hindistan ve diğer Asya ülkelerindeki demir-çelik talep artışı ve iii) vadeli pazarda ürün fiyatlarının yukarı yöne meyilli olması demir çelik fiyatlarının yükselişe geçmesinde büyük rol oynamıştır. 1Ç06'da 531 dolar/ton olan ortalama birim satış fiyatları, yılın ikinci çeyreğinde ortalama 585 dolar/ton seviyesine yükselmiştir. 2Ç06'da miktar bazında satışlarını 1Ç06'ya göre %7 artırarak 1 milyon ton seviyesine çıkaran Erdemir, ayrıca satışlarının döviz cinsinden yapması nedeniyle yılın 2.çeyreğinde gösterge niteliğindeki yabancı paraların YTL karşısında değer kazanmasından olumlu etkilenmiştir. 2Ç'de net satış gelirlerini 1Ç'ye göre %42 artırarak 1,3 milyar YTL seviyesine çıkaran şirketin 1Y06'da net satış gelirleri 2,2 milyar YTL seviyesine yükselmiştir. Diğer yandan, çelik üretimindeki büyümeye paralel artan hammadde talebi, demir cevheri ve navlun fiyatlarını da artırmaya devam etmiştir. Ancak, 2Ç'de hammadde fiyatlarından hızlı artan çelik fiyatları, artan maliyetlerin marjlar üzerindeki olası olumsuz etkisini sınırlandırmıştır. Ayrıca maliyetlerini kontrol altına alan şirketin üretim maliyetleri 1Ç'ye göre ortalama %5 düşüş göstermiştir. Bu durum ise şirketin marjlarını oldukça olumlu etkilemiştir. Erdemir'in 1Ç06'da %9 olan brüt kar marjı 1Y06'da %21'e, 1Ç06'da %4 olan esas faaliyet kar marjı ise %17 seviyesine yükselmiştir.

• 2010'da kapasitesini 10 milyon ton/yıl seviyesine çıkaracak- İsdemir ile birlikte 5.5 milyon ton/yıl ham çelik üretim kapasitesine sahip olan Erdemir, İsdemir'deki maliyet düşürücü iyileştirme yatırımlarını tamamlayarak tesislerin yassı çelik üretimine dönüşüm yatırımlarına başlamıştır. Şirket bu yatırımlarını tamamlaması sonrasında, kapasitesini 2007'de 7 milyon ton/yıl, 2010'da ise 10 milyon ton/yıl seviyesine çıkaracaktır. Bu kapsamda şirket, İsdemir'e 2009'a kadar 2 milyar dolara yakın bir yatırım yapmayı hedeflemektedir. Diğer yandan, Eylül ayı içerisinde üretim kapasitesi 500 bin ton/yıl olan Levha haddesinesini faaliyete geçiren şirketin, bu kapasite artırım yatırımlarının satış gelirlerine olumlu yansımaları bekliyoruz.

• İkinci çeyrekte artan net satış gelirleri karına olumlu yansıdı- Erdemir, İsdemir ve kendi yatırımları için kullanmak üzere 2005 yılında sağladığı 760 mn dolar uzun vadeli krediden sonra, 1Y06 itibarıyla 822 mn YTL net borç pozisyonuna sahip bulunmaktadır. 2Ç'de gösterge niteliğindeki yabancı paraların YTL karşısında değer kazanması ile artan kısa ve uzun vadeli borçlanma maliyetleri şirketin finansman giderlerini 320,5 mn YTL seviyesine çıkarmış, bu ise şirket karlılığını olumsuz etkilemiştir. Ancak, şirketin satışlarını döviz cinsinden yapması ve sahip olduğu döviz varlıkları nedeni ile elde ettiği kambiyo karları bu etkiyi kısmen olsa azaltmıştır. Erdemir, net satış gelirlerindeki artışın etkisiyle 1Ç06'da 27.5 mn YTL olan net karını 1Y06'da 102.8 mn YTL seviyesine çıkarmıştır. Diğer yandan Erdemir, muhasebe sisteminde yapılan değişiklik sonrasında 1Y05'te kaydedilen 152 mn YTL tutarındaki negatif şerefiye amortisman geliri konusunda 1Y06 mali tablolarında da bir düzeltme yapmamıştır. Bu durum ise cari dönem karının, 1Y05'te kaydedilen 300 mn YTL'lik kar rakamına kıyasla düşük görünmesine neden olmaktadır.

• Global bir stratejik ortaklık şirkete olumlu yansır - Dünya çelik piyasalarındaki dalgalanmalar, son yıllarda global düzeyde konsolidasyon çalışmalarının hız kazanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda Mittal'in, 2Ç06'da Arcelor'u 25.6 milyar Euro'ya satın almasının dünya çelik sektöründeki konsolidasyonun hızlanarak devam edeceğini gösterdiğini düşünüyoruz. Dünya çelik pazarında süren bu konsolidasyon çalışmalarının Türk demir çelik sektörünü de etkilemesini bekliyoruz. Özellikle demir çelik sektöründe henüz yeterli bir deneyime sahip olmayan Oyak Grubu'nun yabancı bir stratejik bir ortaklık çalışmasının Erdemir'e olumlu katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz. Bunun yanı sıra Oyak Grubu'nun, Erdemir'in özelleştirmesinden doğan borçların geri ödemesini kolaylaştırması açısından stratejik bir ortak ile çalışmaya yönelebileceğini düşünüyoruz.

• Çelik fiyatlarının 2007 yılında düşmesi bekleniyor- Çelik fiyatları son dönemlerde dalgalı bir seyir izlemektedir. Çin'de ihtiyaç fazlası kapasitelerin oluşması çelik fiyatlarının 3Ç'de, 2Ç'ye göre %4 düşmesine neden olmuştur. Ancak, çelik fiyatları hala yıl başına göre %12 yüksek seviyede bulunmaktadır. Bu aşamada çelik fiyatlarının son çeyrekte dalgalı seyrini sürdüreceği ancak Çin'in ihracata başlaması nedeniyle 2007'de düşmeye başlayacağı beklenmektedir. Çelik fiyatlarındaki dalgalanmalardan etkilenen Erdemir'in artan kapasitesi ile birlikte çelik fiyatlarındaki düşüşün mali tablolarına etkisini azaltacağını düşünüyoruz. YS06'da 4.6 milyar YTL net satış geliri elde edeceğini tahmin ettiğimiz şirketin İNA analizine göre hedef değerini 2,6 milyar dolar olarak hesaplamaktayız. Cari piyasa değerine göre %18 prim potansiyeli taşıyan Erdemir için "AL" önerisi veriyoruz.

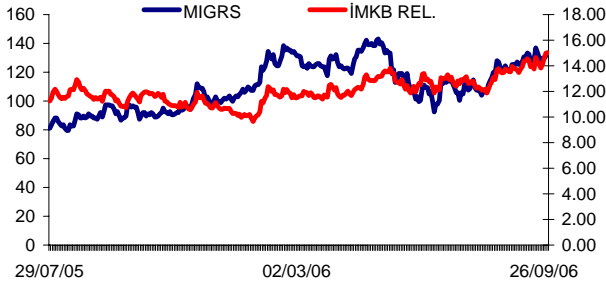
	YTL	Usd
Piyasa Değeri (mn YTL, mn \$)	2,679.3	1,789.6
Hedef Değer (mn YTL, mn \$)	2,769.6	1,850.0
Kapanış	15.20	10.15
Ort. İşlem Hacmi (Bin Lot)	134,934	

### Firma Bilgileri

Sektör	Perakende
Faaliyet Alanı	Perakende Mağazacılık
Ödenmiş Sermaye (mnYTL)	176.3

### Ortaklık Yapısı

	Pay(%)
Koç Holding	51.06
Halka Açık	48.94



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	7.8%	34.5%	53.3%
Değişim \$ (%)	6.8%	45.3%	38.1%
İMKB Relatif (%)	8.0%	24.3%	39.1%
	YTL	ABD\$	
12 Aylık En Yüksek	16.10	12.27	
12 Aylık En Düşük	9.74	6.14	

Piyasa Göstergeleri	2006/06	2006T
F/K	51.47	306.34
PD/Ciro	0.76	0.65
FD/Ciro	1.03	-
PD/DD	3.23	-
FD/FAVÖK	14.57	-

Marjlar	2005/06	2006/06	2006T
Brüt Kar	23.27%	25.64%	25.43%
EFK	3.57%	5.33%	5.39%
FAVÖK	6.26%	7.82%	8.15%
Net Kar	2.02%	0.10%	0.21%

Özet Bilanço (Bin YTL)	2005/12	2006/06
T. Dönen Varlıklar	743,983	818,383
T. Duran Varlıklar	1,616,895	1,761,644
Toplam Aktifler	2,360,878	2,580,027
Kısa Vadeli Borçlar	888,665	1,003,662
Uzun Vadeli Borçlar	680,053	732,142
Ana Ort.Dışı Özser.	85,230	15,601
T.Öz Sermaye	669,846	828,622
Toplam Pasifler	2,360,878	2,580,027

Finansal Veriler (BinYTL)	2005/06	2006/06	2005/12	2006/12T
Satış Gelirleri	1,168,309	1,986,174	2,686,100	4,096,133
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	271,869	509,236	636,996	1,041,791
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	41,673	105,934	107,382	220,649
Finansman Giderleri	28,329	150,234	64,034	270,325
Net Dönem Karı/Zararı	23,569	1,921	73,705	8,746

• Tansaş ile birleşme sonrasında operasyonel büyüme devam ediyor.

• İNA analizine göre hedef piyasa değerini 1.85 milyar dolar hesapladığımız şirket ile ilgili önerimiz "TUT"

• Tansaş ile birleşme sonrasında operasyonel performansı güçlendi – Migros'un, Tansaş ile birleşmesinin ardından iyileşen operasyonel performans, Migros mali tablolarına olumlu yansımaya başlamıştır. 1Y05 itibarıyla toplam 450.765 m<sup>2</sup>'lik 538 mağazası bulunan Migros, Tansaş mağazalarının eklenmesi ve yurtiçi ve yurtdışında açılan yeni mağazalar ile 1Y06 itibarıyla mağaza sayısını 823'e, net satış alanını ise 638.930 m<sup>2</sup>'ye çıkarmıştır. Net satış alanı ve müşteri sayısındaki artışa bağlı olarak 1Y05'te 1,16 milyar YTL olan konsolide net satış gelirlerini 1Y06'da %70 artışla 1.98 milyar YTL seviyesine yükselten Migros, toplam konsolide satışlarının 1.7 milyar YTL'lik kısmını yurtiçi operasyonlarından elde etmiştir. Cari dönemde şirket, yurtiçi satış gelirlerini Tansaş faaliyetlerinin de etkisiyle 1Y05'e göre %79 artırırken, m<sup>2</sup> başına net satışları da 1Y06'da 7.198 YTL seviyesinde gerçekleşmiştir.

• Toplam perakende sektöründe pazar payı %6.8- Son yıllarda perakende sektöründe artan rekabet, toplam pazarda organize perakendecilerin payını geçen yıla göre 1.1 puan artışla %38.8 seviyesine yükseltmiştir. AB ülkelerinde organize perakende, ülkesine göre %45-90 arasında bulunmaktadır. Dolayısıyla, AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında hala büyüme potansiyeline sahip olan Türkiye perakende sektöründe rekabetin artacağını düşünüyoruz. 1Y06 itibarıyla toplam pazarda %6.8, organize perakende içinde ise %17.5 pazar payı ile lider olan Migros'un bu rekabetten olumlu etkilenmesini bekliyoruz.

• Tansaş'ı satın alma sonrasında stratejik ortaklık çalışmaları yeniden hız kazanabilir - 2005 başında ortalık ve satış konusunda ABD perakende şirketi Wal-Mart ile görüşen ancak daha sonra Tansaş'ı satın alan Migros'un, net bir açıklama olmamakla birlikte bu satın alma sonrasında yeniden stratejik ortaklık çalışmalarına hız verebileceğini, bunun ise şirket hisseleri üzerinde kısa vadeli bir beklenti yaratabileceğini düşünüyoruz.

• Yurtdışı yatırımlarını sürdürüyor – 1Y06 itibarıyla toplam 89 mn dolar yatırım gerçekleştiren Migros, bu yatırımlarının 58 mn dolarlık kısmını Rusya olmak üzere yurtdışına gerçekleştirmiştir. Şirket ilk yarıda Rusya'da toplam 8 mağaza açarken, bu ülkedeki toplam mağaza sayısını 56'ya çıkarmıştır. Yurtdışında 68 mağazası bulunan Migros, açtığı yeni mağazalar ile birlikte 1Y05'te 114.075 m<sup>2</sup> seviyesinde bulunan yurtdışı net satış alanını 1Y05'te 138.957 m<sup>2</sup>, 1Y06'da ise 145.790 m<sup>2</sup> seviyesine yükseltmiştir. Migros'un artan net satış alanına bağlı olarak yurtdışı satış gelirleri ise 1Y05'e göre %24 artışla 183 mn dolara ulaşmıştır. Şirket, yıl sonuna kadar yurtdışında toplam 105 mn dolar yatırımla toplam net satış alanını 55 bin m<sup>2</sup> genişletmeyi öngörürken, yurtdışı gelirlerini ise 450 mn dolar seviyesine yükseltmeyi planlamaktadır.

• Kurumlar vergisi kanununda yapılan değişiklik, karını olumsuz etkiledi -Olumlu mali performansını 1Y06' da sürdüren Migros'un kar marjları, artan net satış gelirlerine bağlı olarak yükselmiştir. Şirket, YS05'te %24 olan brüt kar marjı ve %6 olan FAVÖK marjını 1Y06 itibarıyla %26 ve %8'e çıkarmıştır. 2005 yılında Rusya yatırımları ve Tansaş'ın finansmanında kullanılmak üzere 5 yıl vadeli toplam 310 mn dolar ve 80 mn Euro kredi kullanan şirketin, kullanılan krediler sonrasında net borç pozisyonu, 1Y06 itibarıyla 288 mn dolar seviyesine çıkmıştır. Yılın 2. çeyreğinde YTL'nin ABD Doları karşısındaki değer kaybı nedeniyle yurtiçi operasyonlardan yazılan kur farkı zararlarının şirket karlılığı üzerindeki olumsuz etkisi, aynı dönemde Rusya operasyonlarından elde edilen Ruble'nin ABD Doları karşısındaki güçlü duruşu nedeniyle sınırlanmıştır. Buna bağlı olarak cari dönemde şirket 52 milyon YTL kur farkı geliri yazmış, ancak yüksek finansal borçları nedeniyle 1Y05'te 28 milyon YTL seviyesinde bulunan finansman giderleri 1Y06'da 150 milyon YTL'ye ulaşarak şirket karlılığını olumsuz etkilemiştir. Migros, Kurumlar Vergisi Kanunu ile yapılan değişiklik sonrasında, Tansaş kaynaklı indirilebilir zararlarını Tansaş özsermayesi ile sınırlı olarak ve %30 kurumlar vergisi yerine %20 ile işleme tutmuştur. Dolayısıyla şirket, ertelenebilir vergi varlığının azalması sebebiyle 1Y06'da 28.1 milyon YTL ertelenen vergi gideri kaydetmiş, bu ise şirketin cari dönemde 1Y05'e kıyasla %92'lik gerileme ile 1.9 milyon YTL net kar açıklamasına neden olmuştur.

• Önerimiz "TUT" Cari dönemde 493 bin m<sup>2</sup> ve 146 bin m<sup>2</sup> seviyesinde bulunan yurtiçi ve yurtdışı net satış alanını YS06'da 530 bin m<sup>2</sup> ve 200 bin m<sup>2</sup> seviyesine çıkarmayı planlayan Migros'un, bu durumun konsolide net satış gelirlerine olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bununla beraber, yılın ikinci yarısının, turizm mevsimi, okul alışverişleri, Ramazan ayı ve yılbaşı hazırlıkları sebebiyle perakende sektörünün hareketli olduğu dönemleri olduğunu gözönüne aldığımızda, 1Y06'da operasyonel karlılık bakımından güçlü bir performans sergileyen şirketin, bu performansını yılın ikinci yarısında da sürdürmesini bekliyoruz. Migros'un 2006'yı 4.1 milyar YTL net satış geliri ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz. İNA analizine göre hedef piyasa değerini 1.85 milyar dolar olarak hesapladığımız Migros'un cari piyasa değerine göre %3 prim potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz, şirket hisseleri için "TUT" önerisi veriyoruz.

- Şişecam Topluluğu, 2 milyar doları aşan konsolide cirosu, 1 milyar dolara yaklaşan yurtdışı üretim dahil ihracatı ve 16,000 çalışanı ile sektöründe Dünya'nın seçkin üreticileri arasında ilk onda yer almaktadır.
- Topluluk "faaliyet alanlarında çevre ülkeleri kapsayan hayati coğrafyanın lider üreticisi olma" misyonunu benimsemiştir.
- Son yıllarda başta Rusya, Bulgaristan ve Gürcistan olmak üzere gerçekleştirilen yatırımlar ve diğer bazı ülkelerde planlama aşamasında bulunan girişimlerin hepsi bu amaca yöneliktir.

### Cam sektörü...

Cam sektörünün büyümesi Türkiye'nin büyümesini aşacak...

2001 yılında yaşanan krizden sonra bir büyüme trendine giren Türkiye ekonomisi, son dört yıldır üst üste büyüme başarısını göstermiştir. Ekonomide yaşanan bu iyileşme bir çok ana sektöre girdi veren cam sektörünü de olumlu etkilemiştir. Bununla beraber cam sektörünün yaklaşık yarısını oluşturan ve 1999 yılında yaşanan deprem ve sonrasında yapılan düzenlemeler nedeniyle sürekli küçülen inşaat sektörü, 2005 yılında bir patlama gerçekleştirerek %21 büyümesinin ardından 2006 yılının ilk yarısında da %19.3 büyümüştür. Ayrıca, yasal düzenlemelerin tamamlanmasından sonra uygulamaya başlanacak olan ipotēge dayalı konut finansmanı da (mortgage) sektör için orta ve uzun vadeli bir itici güç olacaktır. Bununla beraber İran, Rusya, Ukrayna ve Çin'den yapılan düz cam ithalatına kota getirilmesi, inşaat sektöründeki canlılığın devam etmesi ve otomotiv sektöründeki ihracata yönelik üretim artışının sürmesinin, sektöre cam fiyatlarını iyileştirme olanağı vereceğini ve bunun da cirolara olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Orta ve uzun vadede ise AB yasa ve düzenlemeleri nedeniyle cam ambalaj, cam ev eşyası ve çift cam kullanımının artacağını düşünüyoruz.

### Şişe Cam Grubundaki gelişmeler...

Son dönemde Türkiye ekonomisinde yaşanan olumlu havanın etkisiyle yurtiçinde yatırımlara devam eden Şişe Cam Grubu bölgesel bir oyuncu olma stratejisi doğrultusunda yurtdışında da yatırımlara devam etmektedir.

### Cam Ambalaj Grubu'ndaki Gelişmeler...

Yurtdışı kapasite yurtiçi kapasiteyi aşmıştır...

Yurtiçinde, 2006 yılının ikinci yarısında faaliyete geçen Bursa-Yenişehir üretim tesisleriyle birlikte 625.000 ton/yıl kapasiteyle faaliyetlerini sürdüren Anadolu Cam, gıda, içecek, sağlık ve kozmetik gibi bir çok sektör için üretim gerçekleştirmektedir ve %92 gibi yüksek bir pazar payına sahiptir. Şirket'in Bursa-Yenişehir üretim tesislerinde yapımı halen devam eden 2. ve 3. fırın yatırımlarının 2008 yılında devreye alınması planlanmaktadır.

Yurtdışında ise, Dünya'nın 5. büyük bira pazarı olan Rusya'da faaliyetlerini yoğunlaştıran Anadolu Cam bu bölgede de %42 pazar payı ile pazarın lideridir. Rusya Federasyonu'nda üç fırınla faaliyet gösteren Ruscam Gorokhovets Fabrikası, ikinci fırını 2005 yılında tamamlanan Ruscam Pokrovsky Fabrikası ve Urallar Bölgesi'nde iki fırın yatırımı tamamlanarak devreye alınan Ufa Fabrikası eklendiğinde Grubun Rusya'daki toplam kapasitesi 740.000 ton/yıl'a ulaşarak yurtiçi üretim kapasitesini geçmiştir. Rusya bölgesinin dışında Gürcistan'da 100.000 ton/yıl kapasiteli Mina Fabrikası'nda da kapasite artırımı yatırımları devam etmektedir. Ayrıca, şirketin Rusya'da cam üretiminin yanında 350.000 ton/yıl kapasiteli cam ambalaj hammadde üreten Novgorod Balkum Tesisi de faaliyetine devam etmektedir.

### Düzcamlar Grubu'ndaki Gelişmeler...

Bulgaristan yatırımı devreye girdi...

Anadolu Cam gibi yurtdışında yatırımlar yapan Trakya Cam, Bulgaristan düzcam hattı yatırımı tamamlamış ve Şubat 2006'da üretim faaliyetlerine başlamıştır. Yurtdışında olduğu gibi yurtiçinde de artan talep doğrultusunda kapasitesini arttırmayı planlayan Trakya Cam, 5. ve 6. düzcam hattı yatırımına 2006 yılında Bursa-Yenişehir'de başlamıştır ve bu yatırımın 2007 yılı başlarında devreye girmesi planlanmaktadır. Yaklaşık 1 milyon ton/yıllık kapasite ve %80 pazar payı ile Türkiye'de lider olan Trakya Cam, Avrupa'da beşinci ve Dünya'da sekizinci üretici durumundadır.

### Cam Ev Eşyası Grubu'ndaki Gelişmeler...

Paşabahçe Cam, diğer grup şirketlerinde olduğu gibi üretim faaliyetlerini bölgesel planda yayarak artırmaya devam etmiştir. Rusya'daki Posuda tesisinin geliştirilmesinden sonra Bulgaristan'daki yeni yatırım Temmuz 2005'te işletmeye alınmıştır. Cirosunun yaklaşık %63'ünü ihracat ve yurtdışı gelirlerden elde eden şirketin Şişe Cam Grubu'nun toplam cirosu içindeki payı %23 seviyelerindedir.

**Bosna Hersek'te yeni bir soda tesisi alındı...**

## Kimyasallar Grubu'ndaki Gelişmeler...

Soda Sanayi, İtalya ve Bulgaristan'daki ortaklıklardan sonra Bosna Hersek Tuzla Kantonu'nda bulunan soda üretim tesisi Fabrika Sode Lukavac'ın da (FSL) çoğunluk hissesini aldı. Soda Sanayi Yeni kurulacak şirkete 26.7 milyon euro sermaye koyarak %80 payla sahip olurken, FSL'nin payı %20 oldu. 1.1 milyon ton/yıl kurulu kapasiteye sahip olan Soda Sanayi 2005 yılında doğalgaza geçerek maliyetlerinde önemli oranda iyileşme sağlamıştır.

## Finansal Analiz

Gelir Tablosu (BinYTL)	2005/06	2006/06	2005/12	2006/12T
Satış Gelirleri	1,088,119	1,274,138	2,221,121	2,487,656
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	353,477	439,901	720,586	818,236
Brüt Kar Marjı (%)	32.5%	34.5%	32.4%	32.9%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	141,890	183,927	289,608	345,582
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	13.0%	14.4%	13.0%	13.9%
Net Dönem Karı/Zararı	71,352	102,711	-5,853	161,814
Net Kar Marjı (%)	6.6%	8.1%	-0.3%	6.5%

Şişe Cam Holding, ihracat ve yurt dışı üretim tesislerindeki kapasite artışına paralel konsolide cirosunu geçen yılın aynı dönemine göre %17.1 arttırarak 1,088 mn YTL'den 1,274 mn YTL'ye yükseltmiştir. Yurtiçinde artan ithalat ve son

**İlk altı ayda ciro %17.1 arttı...**

dönemde piyasalarda yaşanan dalgalanma nedeni ile yılın ilk yarısında satışlar %2.4 azalırken yurtdışı satışlar %51.2 artış göstererek, 1Y05'de %34 olan toplam ciro içindeki payını 1Y06'da %44'e yükseltmiştir. Özellikle cam ev eşyası ve kimyasallar grubu maliyetlerinde yaşanan iyileşme neticesinde yaklaşık 2 puan gerileyen maliyetler sonucunda şirketin 1Y05'te 353 mn YTL olan brüt karı %24.4 artarak 439 mn YTL'ye yükselmiştir. Sağlanan ciro artışının yanında faaliyet giderleri oranının sadece 0.5 puan artmış olması şirketin 1Y05'te 270.2 mn YTL olan FAVÖK'nün %33 artarak 359.6 mn YTL'ye yükselmesini sağlamıştır. Ancak, aynı dönemde diğer faaliyet giderlerinin yükselmesi, yatırımlar nedeniyle yükselen borç pozisyonunun finansman giderlerini artırması ve ana ortaklık dışı zararın yükselmesi sonucunda vergi öncesi kar 1Y05'e göre %45 azalarak 58 mn YTL'ye gerilemiştir. Vergi öncesi karda yaşanan bu gerilemeye rağmen kurumlar vergisi oranının 2006 yılında %30'dan %20'ye indirilmesinin, ertelenen vergi yükümlülükleri üzerinde yarattığı azalışın, dönem karı üzerinde 47.1 mn YTL'lik olumlu etki yapması sonucu 44.6 mn YTL'lik vergi geliri oluşması, şirketin net karının %43.9 artarak 102 mn YTL'ye yükseltmesine neden olmuştur.

## Değerleme....

Şişe Cam Holding (ABD Doları)	Pay(%)	Piyasa Değ.	İştirak Piy. Değ.
<b>Halka Açık Ortaklıklar (ABD Doları)</b>			
Soda Sanayi	84.92	284,472,647	241,574,172
Anadolu Cam	79.81	510,807,588	407,675,536
Camiş Lojistik	69.58	14,588,204	10,150,472
Trakya Cam	67.07	759,947,628	509,696,874
Denizli Cam	51.00	17,954,712	9,156,903
<b>Toplam</b>		<b>1,587,770,780</b>	<b>1,178,253,958</b>
<b>Halka Açık Olmayan Ortaklıklar</b>			
Paşabahçe Cam	99.36	440,000,000	437,184,000
Paşabahçe Mağazaları A.Ş.	100.00	60,000,000	60,000,000
Çayırova Cam Sanayi	68.40	40,000,000	27,360,000
Camiş Ambalaj Sanayi	100.00	65,000,000	65,000,000
Cam Elyaf Sanayi	98.35	60,000,000	59,010,000
Ferro Döküm Sanayi	100.00	45,000,000	45,000,000
Camiş Madencilik	21.54	25,000,000	5,385,000
Camiş Elektrik Üretim A.Ş.	100.00	35,000,000	35,000,000
Diğer	100.00	50,000,000	50,000,000
<b>Toplam</b>		<b>820,000,000</b>	<b>783,939,000</b>
<b>Genel Toplam</b>			<b>1,962,192,958</b>
<b>Net Nakit</b>			<b>-281,524,521</b>
<b>Net Aktif Değeri</b>			<b>1,680,668,437</b>
<b>Şişe Cam Holding Piyasa Değeri</b>			<b>1,380,455,547</b>
<b>Kazandırma Potansiyeli</b>			<b>21.7%</b>

**Şişe Cam'ın Net Aktif Değeri 1,680 milyon dolar olmaktadır.**

Şirketin, İMKB'de işlem gören 5 iştirakinin cari piyasa değeri 1,587 milyon ve iştirak oranına göre ise 1,178 milyon dolardır.

Halka açık olmayan şirketler için belirlediğimiz piyasa değeri 820 milyon dolar, iştirak piyasa değeri ise 783 milyon dolardır. Şirketin toplam portföy değeri ise 1,962 milyon dolar iken Net Aktif Değeri 1,680 milyon dolar olmaktadır. Dolayısıyla Cari Piyasa Değeri 1,380 milyon dolar olan Şişe Cam'a %21 kazandırma potansiyeli taşıdığı için "AL" önerisi veriyoruz.



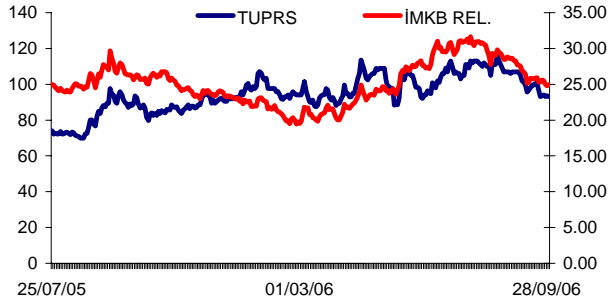
	YTL	Usd
<b>Piyasa Değeri (mn YTL, mn \$)</b>	<b>5,784</b>	<b>3,833</b>
<b>Hedef Değer (mn YTL, mn \$)</b>	<b>7,325</b>	<b>4,854</b>
Kapanış	23.30	15.44
Ort. İşlem Hacmi (Bin Lot)	361	

### Firma Bilgileri

Sektör	Petrol
Faaliyet Alanı	Rafinaj
Ödenmiş Sermaye (YTL)	250,419,200

### Ortaklık Yapısı

	Pay(%)
Enerji Yatırımları A.Ş.	51.00
Halka Açık	49.00



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-12.9%	-12.1%	7.0%
Değişim \$ (%)	-15.5%	-7.5%	-4.1%
İMKB Relatif (%)	-11.7%	-15.6%	-5.1%

	YTL	ABD\$
12 Aylık En Yüksek	29.00	21.45
12 Aylık En Düşük	19.91	14.37

Piyasa Göstergeleri	2006/06	2006T
F/K	8.49	7.16
PD/Ciro	0.33	0.36
FD/Ciro	0.35	-
PD/DD	1.97	-
FD/FAVÖK	5.70	-

Marjlar	2005/06	2006/06	2006T
Brüt Kar	6.88%	5.23%	7.40%
EFK	5.12%	3.72%	6.02%
FAVÖK	6.98%	5.00%	8.05%
Net Kar	4.81%	3.58%	5.01%

Özet Bilanço (Bin YTL)	2005	2006/06
T. Dönen Varlıklar	3,139,139	3,753,737
T. Duran Varlıklar	2,416,733	2,425,110
Toplam Aktifler	5,555,872	6,178,847
Kısa Vadeli Borçlar	1,801,254	2,548,669
Uzun Vadeli Borçlar	609,362	645,813
Ana Ort.Dışı Özser.	21,219	23,223
T.Öz Sermaye	3,124,037	2,961,142
Toplam Pasifler	5,555,872	6,178,847

Finansal Veriler (Bin YTL)	2004/12	2005/12	2005/06	2006/06	2006/12T
Satış Gelirleri	11,486,985	14,844,804	6,333,832	8,987,465	16,263,700
Brüt Faaliyet Karı/Zararı	977,930	1,045,276	435,872	470,202	1,203,500
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	748,021	810,619	324,598	334,083	979,079
Finansman Giderleri	15,525	6,908	3,070	75,801	151,485
Net Dönem Karı/Zararı	659,247	658,440	305,123	321,973	814,900

• **Tüpraş'ın, 2006 yılı sonunda 16.2 milyar YTL ciroya ve 815 milyon YTL net kara ulaşacağını öngörmekteyiz.**

• **Hedef hisse başı fiyatımız olan 29,25 YTL'ye göre %21 iskontolu işlem görüyoruz.**

• **Yılsonu itibariyle Tüpraş'ın 16.2 milyar YTL satış gelirinə ulaşacağı öngörümüzü sürdürüyoruz** - Tüpraş'ın, yılın ilk yarısında İzmit rafinerisinde üretime ara verilmesi ve İzmir rafinerisindeki bakım onarım çalışmalarına bağlı olarak, 2005 yılının ilk yarısına göre işlediği ham petrol hacminde %1.6 gerileme görülmektedir. Buna karşın Tüpraş, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve bu yükselişin ürün fiyatlarına yansıtılması, ayrıca ürün satış hacimlerinde yaşanan artışlar nedeniyle, 2005 yılının ilk yarısına göre satış gelirlerini yaklaşık %42 düzeyinde artırarak 8.9 milyar YTL'ye yükseltmiştir. Ayrıca, bu dönemde rafineri marjlarındaki yükselişin devam etmesi de Tüpraş'ın performansını olumlu etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Tüpraş'ın, yılın ilk yarısında 5.40 varil/dolar olan rafineri marjının, Ocak-Ağustos döneminde 6.35 varil/dolar seviyesine yükselmesini de gözönüne aldığımızda, yılın ilk yarısındaki olumlu performansını yıl sonuna taşıyacağını öngörüyoruz. Bu öngörümüze paralel olarak ise yılın ilk yarısında %5,23 ve %3,72 olarak gerçekleşen brüt ve esas faaliyet kar marjının, 2006 yıl sonu itibariyle sırasıyla %7,4 ve %6 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Tüpraş için ilk çeyrek verilerinin ardından yapmış olduğumuz, 16.2 milyar YTL düzeyinde yıl sonu satış geliri hedefimizi ise değiştirmiyoruz.

• **Yaklaşık 815 milyon YTL net kar açıklamasını bekliyoruz** - Yılın ilk yarısındaki olumlu operasyonel performansı sonucunda 334 milyon YTL esas faaliyet karı elde eden şirket, faiz gelirlerinde, kambiyo karında ve vadeli satışlardan kaynaklanan vade farkı gelirlerinde yaşanan artışlara bağlı olarak ise 126 milyon YTL düzeyinde faaliyet dışı gelir elde etmiştir. Buna karşın, banka kredilerine bağlı olarak oluşan ve toplamı 76 milyon YTL düzeyindeki kur farkı ve faiz gideri, Tüpraş'ın finansman giderlerinde artış yaratarak, faaliyet dışı gelirlerin yarattığı olumlu etkinin net kara yansımalarını yılın ilk yarısı itibariyle sınırlandırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ise Tüpraş, 322 milyon YTL net kar açıklarken, karını geçen yılın aynı dönemine göre %5,5 artırmıştır. Yılın ilk yarısındaki olumlu operasyonel ve mali performansını yılsonuna taşımasını beklediğimiz Tüpraş'ın, yıl sonu itibariyle net karını 814 milyon YTL'ye yükselteceğini ve 2005 yıl sonuna göre net karını %24 seviyesinde artıracığını öngörüyoruz.

• **Tüpraş için "AL" önerisinde bulunuyoruz** - Son dönemde özellikle Bakü-Tiflis-Ceyhan Petrol Boru Hattı'nın faaliyete geçmesi sonrasında birçok petrol şirketi, Türkiye'de yeni rafineri kurma amacına yönelik olarak çalışmalara başlamıştır. Net bir proje olmamakla birlikte, tüm projelerin toplam kapasitesinin Tüpraş'ın yıllık 27.6 milyon ton olan rafinaj kapasitesinin üzerinde olacağı görülmektedir. Rafineri kurulmasının, hem yasal hem de teknik süreçlere bağlı olarak yaklaşık 3-5 yıl bir zaman alacağı düşünüldüğünde yeni rafinerilerin faaliyete geçmesinin 2010 yılı sonrasında kalacağı ve kısa vadede Tüpraş açısından bir rekabet unsuru olmayacağını, orta ve uzun vadede ise projeler netleşmeden yorum yapılamayacağını düşünüyoruz. Tüpraş için yaptığımız değerlendirme çalışması sonrasında 4.8 milyar dolar (hisse başına 29,25 YTL) hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. Hedef piyasa değerine göre %21 iskontolu işlem gören şirket hisseleri ile ilgili olarak, "AL" önerisinde bulunuyoruz.

# Bankacılık Sektörü Değerlendirmesi

- 2001 krizinde kilit rolü oynamış olan sektör, Mayıs-Haziran aylarındaki dalgalanmadan kısmen olumsuz etkilense de, düşük döviz açık pozisyonu ve olumlu bilanço yapılanması sayesinde 1Y06 rakamlarında sağlam bir duruş sergilemiştir.
- Büyüme potansiyeli ve değerlendirme kriterlerine göre Garanti Bankası ve Vakıfbank'ın büyük ölçekli bankalar arasında öne çıktığını görüyoruz.

## Ekonomik faaliyetteki büyüme ve yurtdışı borçlanma bilanço büyümesinde etkili....

**1Y06 itibariyle Kredi Stoku/GSMH oranı %38'e ulaştı...**

Türkiye Bankalar Birliği verilerine göre sektör genelinde aktif toplamı 2006 yılı Haziran ayı itibariyle Haziran 2005'e kıyasla %35'lik artışla 455 milyar YTL'ye ulaşırken, İMKB'de işlem gören 12 mevduat bankası aktif toplamı ise yıllık %37 artışla 286 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Ekonomik faaliyetin büyümesi, yoğun yurtdışı borçlanma ve yılın ikinci çeyreğinde döviz kurlarında gerçekleşen artış bankacılık sektörü aktif tabanındaki büyümenin başlıca nedenlerini oluşturmuştur. Özellikle krediler portföyündeki artış eğilimi sürmüştür, Krediler/Aktif oranı 1Y05'e göre 7 puanlık artışla %44'e gelirken, Kredi Stoku/GSMH oranı ise 1Y05'e kıyasla 8 puanlık artışla %38'e ulaşmıştır.

**2. çeyrekte yaşanan dalgalanmanın en belirgin etkisi özkaynaklarda görüldü...**

2005 yılı, bankacılık sektöründeki yeniden yapılanmanın meyve vermeye başladığı, yoğun yabancı yatırımcı talebi neticesinde önemli banka satışlarının gerçekleştiği bir yıl oldu. 2006 yılı ilk yarısı da banka satışlarının devam ettiği, sektörün varlık kalitesi, likidite, kur ve faiz gibi temel konularda konumunu sağlamlaştırdığı bir dönem oldu. Mayıs – Haziran döneminde kur ve faizlerde meydana gelen dalgalanma sonrasında açıklanan 1Y06 mali tabloları, sektörün temel risklere karşı sergilediği duruşun, geçmişte yaşanan krizlere kıyasla ciddi anlamda sağlamlaştığını kanıtlamış oldu. 2001 krizinde kilit rolü oynamış olan sektör, bu dalgalanma neticesinde; (i) Satılmaya hazır menkul kıymetler portföyünün yeniden değerlendirilmesi ve (ii) İş Bankası gibi halka açık iştirak sayısı yüksek olan bankalarda gerileyen hisse senedi - iştirak portföy değerleri nedeniyle defter değerlerinde erozyona uğramıştır. Banka defter değerlerinin özellikle iştiraklerin yeniden değerlendirilmesine karşı yüksek volatilité göstermesini kaygı verici olarak nitelendirsek de, 2. çeyrekte yaşanan dalgalanmanın olumsuz etkisinin genel olarak düşük olan döviz açık pozisyonu ve olumlu bilanço yapılanması nedeniyle sınırlı kaldığını görüyoruz.

**Bilanço yapılanması olumlu yönde sürerken, düşük döviz açık pozisyonu da korunuyor...**

Rasyolar, %	Halka Açık Banka Ort.		Akbank		Garanti Bankası		İş Bankası		Yapı Kredi Bank.		Vakıfbank	
	1Y06	2005	1Y06	2005	1Y06	2005	1Y06	2005	1Y06	2005	1Y06	2005
<b>Aktif Kalitesi</b>												
Takipteki Al. (Brüt) /Krediler	3.7	4.8	1.6	1.6	2.6	4.2	3.7	5.1	7.3	9.1	6.5	8.4
Net Bilanço İçi + Bilanço Dışı Poz./DD	-1.1	-0.3	-1.5	-1.2*	0.1	-1.9*	-6.7	-5.4*	3.1	-0.4*	3.9	-1.8*
<b>Likidite</b>												
Likit Aktif/Toplam Aktif	38.3	44.4	45.4	50.7	28.2	37.4	48.8	52.3	13.1	23.2	45.0	53.3
<b>Karlılık</b>												
Ort. Aktif Karlılığı	1.1 <sup>2*</sup>	0.6 <sup>2*</sup>	3.4	3.3	2.5	2.3	2.2	1.9	-	-	1.9	2.5
Ort. Özsermaye Karlılığı	10.5 <sup>2*</sup>	4.7 <sup>2*</sup>	29.3	23.7	26.0	20.1	15.7	11.0	-	-	17.1	21.6
<b>Sermaye Yeterliliği</b>												
Sermaye Yeterliliği Standart Oranı	14.4	18.3	17.3	21.4	10.7	15.0	18.5	25.0	9.3	7.2	18.6	25.4

\*Mart06 - <sup>2\*</sup> Bankalar ortalama karlılık göstergeleri kaydırma yapılmadan hesaplanmıştır.

Kaynak: TBB, Şeker Yatırım.

**Likidite ve performans oranlarındaki iyileşme sürüyor...**

1Y06'da gerçekleşen özkaynak erozyonuna karşın, 2001 yılından bu yana yaklaşık 3 katı düzeye tırmanan sermaye büyüklüğü, halka açık bankalarda özkaynak/aktif oranınının 10'un üzerinde kalmasını sağlamış, sermaye yeterliliği standart oranı ise 14.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, varlık kalitesine ilişkin önemli göstergelerden olan takipteki alacaklar oranı %3.7 seviyesine gerilemiş, 1Y06'da bu alacakların %92'si için karşılık ayrılmıştır. Yukarıda da ifade ettiğimiz gibi yüksek seyreden kredi plasmanları, krediler/mevduat oranını %81'e çekmiş, aynı zamanda likidite oranlarının da olumlu seyretmesinde önemli rol oynamıştır. 1Y06 itibariyle performans oranları seyrine bakacak olursak, ortalama özkaynak karlılığınının 1Y06'daki özkaynak erimesinin yarattığı olumlu etkinin ötesinde, temel faktörlere dayanan olumlu bir trend içine girmiş olduğunu görüyoruz.

# Bankacılık Sektörü Değerlendirmesi

**Bireysel pazara yoğunlaşma sürerken, ücret& komisyon gelirlerinin önemi artacak...**

Uzun vadede düşük enflasyon-faiz ortamına ulaşılacağı öngörüsüyle Türkiye ekonomisinin özellikle bireysel alandaki kredi aktivitesini destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu da, banka bilançolarında bireysel segment yoğunluklu olmak üzere kredi portföylerinin ve buna bağlı olarak ücret ve komisyona dayalı gelirlerin giderek önem kazanacağını göstermektedir. Krediler kanadındaki büyümede yakın geçmişte yakalanan hızın düşmesini beklemekle birlikte, İş Bankası ve Vakıfbank gibi kredi/mevduat oranı yüksek büyüme fırsatı sunan bankaların pazardaki aktif rolü devam ettirecekleri kanısındayız. Öte yandan, Merkez Bankası'nın ciddi bir parasal sıkılaştırma kararı almasına neden olan Mayıs-Haziran dalgalanmasının olası tekrarı halinde ise, hızlı büyüyen kredilerin önümüzdeki dönem aktif kalitesi açısından risk unsuru olabileceği unutulmamalıdır.

## Bankacılık sektörüne yapılacak alımlarda seçici olunmasını öneriyoruz....

**Akbank'taki azınlık hisse satışının (Pay artırım opsiyonu vermemesi halinde) ciddi prim taşımayacağı kanısındayız.**

**Akbank** – Akbank'ın yılın ikinci çeyreğinde gösterdiği performansı olumlu bulmakla birlikte, YTL ve döviz cinsinden kredilerde kaydedilen gerileme dikkat çekmiştir. Öte yandan, bankanın 2005 yılından bu yana özellikle kredi kartları, tüketici kredileri ve yatırım fonlarındaki atağı ile ücret ve komisyon gelirlerinde kaydettiği büyümeyi de oldukça olumlu buluyoruz. 1Y06 döneminde, faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşın karlılık düzeyini koruyan bankanın temel açıdan sağlam duruşunun devam ettiğini düşünüyoruz. Diğer yandan, Sabancı Holding'in bankada %20'lik azınlık hissesi satışı konusunda yetkilendirme yapması sonrasında, satışın Kasım ayı sonlarında tamamlanmasını bekliyor ve bu azınlık hissesi için belirlenecek fiyatın, - önümüzdeki dönemde çoğunluk hissesi elde edilmesi opsiyonu sağlamaması halinde - yüksek prim potansiyeli taşımayacağını düşünüyoruz.

**Garanti Bankası** – 2006 yılı başından bu yana açtığı 27 yeni şubeyle rakipleri arasında en hızlı şubeleşmeye imza atan Garanti Bankası, özellikle ev ve otomobil kredilerinde kaydettiği hızlı büyüme ile krediler/aktif oranını %54'e taşımıştır. Banka ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet gelirlerindeki payı yakın rakiplerinin üzerinde, %33 seviyesinde gerçekleşmiştir. Garanti Bankası'nın uygun değerlendirme düzeyleriyle iyi bir yatırım tercihi olduğu kanısındayız.

**Vakıfbank** – Halen %71 seviyesinde bulunan kredi/mevduat oranı ve yüksek vadesiz mevduat potansiyelinin Vakıfbank'a hızlı büyüme ve büyürken marjlarını koruyabilme elastikiyeti sağladığını düşünüyoruz. Bankanın vaat ettiği büyüme potansiyeli ve uygun değerlendirme düzeyleri nedeniyle alım öneriyoruz.

**Şubeleşme faaliyetlerini tamamlayan İş Bankası maliyetlerini düşük tutmayı başarıyor...**

**İş Bankası** – İş Bankası 2. çeyrekte meydana gelen dalgalanmada özellikle halka açık iştirakleri dolayısıyla en yüksek özkaynak erozyonuna uğramış, ancak bu kayıpların önemli bir kısmı piyasadaki toparlanma ile yeniden kazanılmıştır. %67 ile yakın rakipleri arasında en düşük kredi/mevduat oranına sahip olan İş Bankası krediler alanında yüksek büyüme potansiyeli taşımaktadır. YTL ve döviz mevduat pazarındaki lider konumunu koruyan banka için hisse başına 9.45'lik hedef değerlendirme seviyesine dayanarak "AL" önerisi veriyoruz.

**Yapı Kredi Bankası** – Koçbank ile birleşmesi sürecinde genel olarak rekabetten uzak duran YKBNK 1Y06 döneminde mevduat maliyetlerini düşük tutabilmiştir. Banka aynı zamanda yüksek getiri sağlayan kredi türlerinin ağırlıkta olduğu kredi yapısıyla da avantaj sağlamıştır. Cari düzeylere yakın seyreden hedef fiyatına dayanarak YKBNK için "TUT" önerisi veriyoruz.

## Değerleme Özeti

**GARAN, ISCTR ve VAKBN hisselerinde alım öneriyoruz.**

Şirket	İMKB Kodu	Defter Değeri		29/09/2006		Hedef Değer		Prim %	Öneri
		Bin YTL 1Y06	PD/DD	(YTL, mn YTL) Fiyat	PD	(YTL, mn YTL) Fiyat	Toplam		
AKBANK	AKBNK.IS	6,215,806	2.74	7.75	17,050	7.94	17,468	2%	TUT
GARANTİ	GARAN.IS	3,910,480	2.41	4.48	9,408	5.56	11,676	24%	AL
İŞ BANKASI	ISCTR.IS	8,284,095	1.91	8.05	15,850	9.45	18,607	17%	AL
YAPI KREDİ	YKBNK.IS	1,647,287	3.02	2.62	4,969	2.82	5,349	8%	TUT
VAKIFBANK	VAKBN.IS	4,238,556	2.02	6.70	8,569	8.17	10,449	22%	AL

Kaynak: Mali Tablolar, Şeker Yatırım Araştırma Bölümü

Mevcut ortamda piyasaların Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanma ve bunun olası sonuçlarını hazmettiğini görüyor, bankalar için piyasada oluşan değerlemelerin de bunu büyük oranda yansıttığını düşünüyoruz. Buna bağlı olarak, incelememiz altındaki büyük ölçekli kurumlar arasından özellikle Garanti Bankası ve Vakıfbank'ta hem büyüme potansiyeli, hem de değerlendirme kriterlerine göre alım öneriyoruz.













Hisse Kodları	Endeks (%)	H.A.O. (%)	Kapanış (YTL)	Hisse Adeti	Piyasa Değeri (YTL)	Piyasa Değeri (\$)	Net Kar (YTL)				Net Kar Değişim	Piyasa Göstergeleri				Finansal Göstergeler (%)			Getiri (%)			Hisse Senetleri
							2004/12	2005/12	2005/06	2006/06		F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satış	Net Borç (YTL)	N.Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Haftalık	Aylık	Yıllık	
<b>XU100</b>			36,924.86		179,214,374,958	119,707,684,829	10,710,954,143	8,974,552,894	5,358,084,581	5,335,077,960	-0.4%	20.26	1.92	5.91	0.69	24,711,543,022			1.47	0.07	10.57	İMKB-100 Endeksi
PERYO		100	0.98	32,000,000	31,360,000	20,947,165	1,391,090	6,724,029	-167,336	-7,674,203	a.d.	a.d.	1.03	0.02	0.00	-31,264,268	-0.01	-0.01	3.16	1.03	3.78	Pera GMYO
TACYO		75	3.86	1,995,000	7,700,700	5,143,745	1,966,000	1,321,948	-41,280	-302,339	a.d.	7.26	0.87	a.d.	a.d.	-9,235,704	-0.02	-0.02	2.12	1.05	-3.98	Taç Yat. Ort.
TSKYO		69	0.70	18,000,000	12,600,000	8,416,271	361,089	5,294,291	1,113,942	-2,116,166	-290.0%	6.10	0.70	a.d.	a.d.	-17,970,378	-0.01	-0.01	4.48	6.06	-16.51	TSKB Yat. Ort.
VARYO		95	1.17	3,750,000	4,387,500	2,930,666	-152,143	615,328	106,211	-214,131	-301.6%	14.87	1.02	0.22	0.00	-4,319,230	-0.00	-0.00	0.00	-7.14	-19.28	Varlık Yat. Ort.
VKFRS		69	11.30	900,000	10,170,000	6,793,133	65,787	127,978	72,071	-123,617	-271.5%	a.d.	0.96	a.d.	-	-2,571,929	a.d.	a.d.	-0.88	-6.61	-8.13	Vakıf Girişim
VKFTY		46	1.56	5,000,000	7,800,000	5,210,073	357,084	2,104,114	747,438	-1,103,305	-247.6%	30.78	0.78	a.d.	a.d.	-8,877,083	-0.00	-0.00	3.31	-4.88	-23.86	Vakıf Yat. Ort.
YKRYO		89	0.92	31,425,000	28,911,000	19,311,335	2,433,559	10,690,252	2,316,230	280,146	-87.9%	3.34	0.65	a.d.	a.d.	-44,292,264	0.00	0.00	1.10	-3.16	-9.45	Yapı Kredi Yat. Ort.
YTFYO		66	0.74	10,000,000	7,400,000	4,942,890	-13,387	1,588,992	170,398	-888,424	-621.4%	13.96	0.66	a.d.	a.d.	-10,884,987	-0.00	-0.00	0.00	-2.63	-43.90	Yatırım Fin. Yat. Ort.

FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar):Esas Faaliyet Karı+Dönem Amortismanı  
PD/DD oranında, oran hesaplanırken konsolide bilançolarda ana ortaklık Öz Sermayesi kullanılmıştır.  
Net Nakit : (Nakit+Menkul Kıymetler) - (Kısa Vadeli Finansal Borçlar+Uzun Vadeli Finansal Borçlar)  
a.d. : Anlamı Değil  
HAO: Halka Açıklık Oranı  
PD/DD: Piyasa Değeri / Defter Değeri  
FD (Firma Değeri): Piyasa Değeri - Net Nakit  
Not: Banka bilançoları konsolide olmayan bilançolardır.  
Endeksler:30 hisseleri aynı zamanda 100 Endeksi'ne de dahildir.

## ŞEKERBANKŞUBE - ŞEKER YATIRIM AJANSLARI

<b>ADANA</b>		<b>DİYARBAKIR</b>		<b>KAHRAMANMARAŞ</b>	
<b>TOROS</b>	0322-3512075	S.FARUK KAYAOKAY	0412-2287080	<b>AFŞİN</b>	
İ.EROL ANDIÇ	0322-2323664	<b>EDİRNE</b>		AHMET ER	0344-5118488
<b>CEYHAN</b>		<b>ALPULLU</b>		<b>ELBİSTAN</b>	
HİKMET EROL AKÇA	0322-6125613	HÜSNÜ ÇINAR	0288-5232187	MAHİR ÖNER	0344-4133006
<b>ADAPAZARI</b>		<b>BABAESKİ</b>		<b>KARABÜK</b>	
<b>AKYAZI</b>		SEDAT KANCAN	0288-5124689	SEMA YUKSEL	0370-4121975
SEDAT İNAL	0264-4182464	<b>LÜLEBURGAZ</b>		<b>KARAMAN</b>	
<b>AFYON</b>			0288-4172882	İBRAHİM GÜLCAN	0338-2126889
<b>ÇAY</b>		<b>ELAZIĞ</b>		<b>KASTAMONU</b>	
ORHAN KARAGÖZ	0272-6325504	NAMİ AKBULUT	0424-2369668	HAKAN ÖZKAN	0366-2122491
<b>DİNAR</b>		<b>ERZİNCAN</b>		<b>TAŞKÖPRÜ</b>	
SULTAN SOYDEMİR	0272-3536492	MUSTAFA OKUR	0446-2238431	SUAT YILMAZ	0366-4173215
<b>EMİRDAĞ</b>		<b>ERZURUM</b>		<b>TOSYA</b>	
ADNAN GÖKKAYA	0272-4427201	BEKİR ŞEKER	0442-2141673	MUSTAFA TEKİŞ	0366-3134106
<b>SANDIKLI</b>		<b>ESKİŞEHİR</b>		<b>KAYSERİ</b>	
MEHMET ERŞİN OYAL	0272-5152943	HATİCE BAŞKAYA	0222-2219646	<b>ERCİYES</b>	
<b>SULTANDAĞI</b>		<b>TAŞBAŞI</b>		ALİ ÖNDER DURMAZ	0352-3207414
YILDIRAY ÖZKAN	0272-6564556	DİLBER PEKDEMİR	0222-2203022	<b>YENİ SANAYİ</b>	
<b>ŞUHUT</b>		<b>GAZİANTEP</b>		ATILA ALPASLAN	0352-3369441
ÜNAL BURSAL	0272-7183428	VAHAP TAŞ	0342-2315312	<b>SERBEST BÖLGE</b>	
<b>AKSARAY</b>		<b>GİRESUN</b>			0352-3115155
RAFI AKGÜL	0382-2124959		0454-2160679	<b>KIRIKKALE</b>	
<b>AMASYA</b>		<b>IĞDIR</b>		ALİ CUCUR	0318-2247991
	0358-2186850		0476-2278007	<b>KIRŞEHİR</b>	
<b>MERZİFON</b>		<b>İSPARTA</b>		GÖKÇEN TURAN	0386-2120303
	0358-5133525	Ş.KARAAĞAÇ		<b>KONYA</b>	
<b>ANKARA</b>		MURAT ŞAHİN	0246-4114065	BİLAL BOLAT	0332-3213105
<b>ANAFARTALAR</b>		<b>YALVAÇ</b>		<b>BÜSAN</b>	
GÜLDENUR MUTLUAY	0312-3093502	MUSTAFA GÖK	0246-4415515	AHMET DİLEK	0332-3453355
<b>BAHÇELİEVLER</b>		<b>İZMİR</b>		<b>SEYDİŞEHİR</b>	
NERİMAN BÜYÜKKILIÇ	0312-2213447	HAKAN KAŞARCIOĞLU	0232-4821892	İSMAIL UZUNAY	0332-5826158
<b>BAŞKENT</b>		<b>ALSANCAK</b>		<b>AKŞEHİR</b>	
NAMIK KEMAL ERGENOĞLU	0312-4193646		0232-4638376	YAKUP ASAN	0332-8137752
<b>ÇANKAYA</b>		<b>BORNOVA</b>		<b>BEYŞEHİR</b>	
MUZAFFER YAŞAR	0312-4406221	KEREM AKYAZI	0232-3883951	ORHAN GÜLMEZ	0332-5124948
<b>ÇUBUK</b>		<b>HATAY</b>		<b>EREĞLİ</b>	
İBRAHİM BADEM	0312-8386734	BEHİYE KARASU	0232-2277466	KADİR ÖZÜDOĞRU	0332-7139570
<b>DEMETEVLER</b>		<b>KARABAĞLAR</b>		<b>KÜTAHYA</b>	
GİZEM TOSUN	0312-3320574	HASAN SABAH	0232-2539558	MUSTAFA YILDIZ	0274-2120150
<b>DİKMEN</b>		<b>ATATÜRK ORGANİZE SANAYİ</b>		<b>MALATYA</b>	
ALİ AŞLAN ERDEM	0312-4782349		0232-3768650	SEFA KÜLAH	0422-3233823
<b>ETLİK</b>		<b>İZMİT</b>		<b>MANİSA</b>	
EMRAH ÖZDEMİR	0312-3211447	<b>GEBZE</b>		HAŞİM GÜMÜŞ	0236-2375193
<b>G.O.PAŞA</b>		HÜSEYİN AYYILDIZ	0262-6410200	<b>AKHİSAR</b>	
GÖKNUR SERDAR	0312-4466163	<b>İSTANBUL</b>		METİN GÜLDEN	0236-4149358
<b>İVEDİK OSB.</b>		SERMİN EJDER	0212-2519055	<b>TURGUTLU</b>	
SÜLEYMAN KUTLU	0312-3943771	<b>BAKIRKÖY</b>		OSMAN ERYILMAZ	0236-3120012
<b>KAZIM KARABEKİR</b>		SEYDİ AYDEMİR	0212-5423746	<b>MERSİN</b>	
FATİH DÖĞME	0312-3843038	<b>BEŞİKTAŞ</b>		<b>TARSUS</b>	
<b>KIZILAY</b>		NECATİ ÜNLÜ	0212-2587748	CAN KOLAT	0324-6130391
KAZIM KAYHAN	0312-4359599	<b>ÇEMBERLİTAŞ</b>		<b>ORDU</b>	
<b>MALTEPE</b>		SELMA ÇAĞILTAY	0212-5160958	MUSTAFA UFUK KALKAN	0452-2230050
GÜRSEL UYSAL	0312-2316228	<b>ELMADAĞ</b>		<b>ÜNYE</b>	
<b>MERKEZ</b>		FUNDA SEVGİ TUNAL	0212-2961642	ALİ KARA	0452-3236721
ATTİLA BEDRİ DEMİR	0312-2308664	<b>GÜMÜŞSUYU</b>		<b>RİZE</b>	
<b>REŞİTGALİP</b>		CANAN AYDINYOL	0212-2931553	SUAT GÜZ	0464-2131046
NAİLE AKSU	0312-4480338	<b>GÜNEŞLİ</b>		<b>SAMSUN</b>	
<b>SİNCAN</b>			0212-6562312	BAHİR ŞEN	0362-4351635
ŞENEL GÜVEN	0312-2707150	<b>KAVACIK</b>		<b>BAFRA</b>	
<b>ŞAŞMAZ</b>		BUKET SÖNMEZ	0216-6801625	BÜLENT HAMİTOĞLU	0362-5425100
EMRULLAH DAĞLI	0312-2782253	<b>KAZASKER</b>		<b>SİVAS</b>	
<b>ÜMITKÖY</b>		HÜRREM EKİNCİ	0216-4633049	MUSTAFA NADİR SAĞLAM	0346-2212494
ŞENAY GÜRİSOY	0312-2361045	<b>KÜÇÜKYALI</b>		<b>YENİ ÇUBUK</b>	
<b>YENİŞEHİR</b>		BELMA CÜROĞLU	0216-4891252	MEHMET BİLGİN	0346-6548882
MESUT KEMAL ALTAN	0312-4356312	<b>LEVENT ÇARŞI</b>		<b>ŞANLIURFA</b>	
<b>YILDIZEVLER</b>		CAN SUBUTAY ÖNCEL	0212-3250845	YILMAZ BİLGİN	0414-3157452
AFET ASLANAHI	0312-4416266	<b>MALTEPE</b>		<b>TEKİRDAĞ</b>	
<b>POLATLI</b>		İSMET ERTÜRK	0216-4412380	<b>ÇORLU</b>	
ZİYA ARITÜRK	0312-6232685	<b>MASLAK</b>		AHMET ORGUNLU	0282-6527800
<b>ANTALYA</b>		AHMET GENÇER	0212-2866685	<b>TOKAT</b>	
<b>MANAVGAT</b>		<b>MERTER</b>		NAMIK KEMAL BAYKAN	0356-2124093
	0242-7421357	H.REMZİ AKBEN	0212-6378081	<b>TURHAL</b>	
<b>HAL</b>		<b>NİŞANTAŞI</b>		ABDULLAH SARI	0356-2758500
GÜLTEN ÖZTÜRK	0242-3397242		0212-2301548	<b>UŞAK</b>	
<b>AYDIN</b>		<b>SEFAKÖY</b>		ŞİNASI EREN	0276-2276529
BEKİR AYDOĞDU	0256-2120299	HİLAL ŞENER	0212-5802370	<b>BANAZ</b>	
<b>BALIKESİR</b>		<b>SUADIYE</b>		İSMAIL ERKEN	0276-3151832
ALİ SAİT OĞUZLU	0266-2442828	PETEK ATALAY	0216-3026566	<b>VAN</b>	
<b>BANDIRMA</b>		<b>SULTANBEYLİ</b>		LÜTFİ BALCI	0432-2144166
HACI İBRAHİM BIÇAK	0266-7143581	AZİZ HAKAN AYDOĞMUŞ	0216-4989495	<b>YOZGAT</b>	
<b>BİLECİK</b>		<b>AHL SERBEST BÖLGE</b>		<b>BOĞAZLIYAN</b>	
<b>BOZÜYÜK</b>			0212-4650337		0354-6451208
MERİH SEÇİL	0228-3141808	<b>İMES</b>		<b>ZONGULDAK</b>	
<b>BOLU</b>		ULVİ SEZAR PEKSÖZ	0216-4996316	LÜTFİ HELVACI	0372-2521141
BÜLENT SEÇGİN	0374-2125200	<b>TOPÇULAR</b>			
<b>BURSA</b>		SELÇUK ÖZMEN	0212-6740027		
<b>İNEGÖL</b>		<b>ÜMRANIYE</b>			
ALPER TUNGA ERCAN	0224-7111830	GÜRAY TAYMAZ	0216-4433162		
<b>KARACABEY</b>		<b>ÜSKÜDAR</b>			
HASAN KIRLI	0224-6760161	FAHRETTİN ÖZCAN	0216-3422681		
<b>YENİŞEHİR</b>		<b>YEŞİLKÖY</b>			
MAHMUT ATASOY	0224-7730772	F.BERNA TURGUT	0212-5734422		
<b>ÇANKIRI</b>		<b>İKİTELLİ</b>			
SADI TAŞ	0376-2131573	M.ATIF ERGUN	0212-6616070		
<b>DENİZLİ</b>		<b>ZEYTİNBURNU</b>			
<b>ÇİVRİL</b>		ENGİN UCA	0212-6795464		
NEZİH ŞAFAK	0258-7137590	<b>KAHRAMANMARAŞ</b>			
		HALİL YÜKSEL	0344-2236010		

## ŞEKER YATIRIM ŞUBE VE SEANS SALONLARI

SUBELER		ETİLER		MERSİN	
<b>ANKARA ŞUBE</b>		Müdür :	0212-2655588	Müdür : Ayhan ÇİFTÇİOĞLU	0324-2373965
Müdür : Uğur Özkan ÜLGER	0312-4189075	Yetkili :	0212-3583560-61	Yetkili : Habibe AKSOY	0324-2389736
	0312-4240065	<b>KADIKÖY</b>		<b>NAZILLI</b>	
<b>İZMİR ŞUBE</b>		Müdür : Kubilay RENKLİYÜZ	0216-3465530	Müdür : Serpil GÜVEN	0256-3125345
Müdür : İlhan ÇETİNKAYA	0232-4257027	Yetkili : Metin ERKAN-Hamiyet Ş. CANDEMİR	0216-3477370-3474146	Yetkili :	0256-3156263
	0232-4410007	<b>MEGACENTER</b>		<b>NEVŞEHİR</b>	
		Müdür : Latif MENET	0212-4372098	Müdür : Fatih SARIBOĞA	0384-2127456
		Yetkili : Barış ASLAN	0212-4372327	Yetkili : Murat İVEN	0384-2123950
<b>ANKARA SEANS SALONLARI</b>		<b>ZİVERBEY</b>		<b>NİĞDE</b>	
<b>BALGAT</b>		Müdür : Orhan ÇOLAKOĞLU	0216-3309707	Müdür : Seyit Naci SEMERCI	0388-2326143
Müdür : Murat TOPÇU	0312-2866265	Yetkili : Hakan KARAKAŞ	0216-4493514	Yetkili : Mehmet YEL	0388-2334889
Yetkili : M. Merve KURULAR	0312-2850205	<b>ANTALYA SEANS SALONLARI</b>		<b>NİKSAR</b>	
<b>BİRLİK</b>		Müdür : F. Mine ŞENTÜRK - Alper ÇOBAN	0242-2447394-95-96	Müdür : Murat EROĞLU	0356-5277626
Müdür : Ayfer ÇETİN	0312-4959853	<b>MERKEZ</b>		Yetkili : Akan YÜKSEL	0356-5279152
Yetkili : Ayşe ANDUV	0312-4961255-56	Müdür : Gönenç ŞAHİN	0242-2485950	<b>OSMANIYE</b>	
<b>CEBECİ</b>		Yetkili : F. Mine ŞENTÜRK - Alper ÇOBAN	0242-2447394-95-96	Müdür :	0328-8142440
Müdür : Leyla YALÇIN	0312-3626699	<b>AKDENİZ</b>		Yet. : Emine POLAT	0328-8146085
Yetkili : Hatice TEKİN	0312-3629355	Müdür : Ömer Faruk ÇALLI	0242-2480191	F. Dilek GÜNER	
<b>BASKENT</b>		Yetkili : Mutlu GÜLMEZ	0242-2442823-24	<b>PORSUK/ESKİŞEHİR</b>	
Müdür : Canan ÇAKIR	0312-4276651	<b>LARA</b>		Müdür : Ahmet ÇELİK	0222-2211703
Yetkili : Mine AKIŞIN	0312-4276652	Müdür :	0242-3164094	Yetkili : H. Kibar ERDEM	0222-2305530
<b>KÜÇÜKESAT</b>		Yetkili : Alpay KARATAŞ	0242-3163951-52	<b>SÖKE/AYDIN</b>	0222-2215638
Müdür : Semiye GÜVEN	0312-4187032	<b>DİĞER SEANS SALONLARI</b>		Müdür : İbrahim SİLİ	0256-5124387
Yetkili : Özlem BOZOĞLU	0312-4195451	<b>ADAPAZARI</b>		Yetkili : Özlem AVCI	0256-5127275
<b>OSTİM</b>		Müdür : Müfit SEÇKİN	0264-2771202	<b>KARŞIYAKA/İZMİR</b>	
Müdür : Burcu SEZİCİ	0312-3852266	Yetkili : Melek GENÇ	0264-2776304	Müdür : Levent ARIER	0232-3692479
Yetkili : Hüseyin KANDEMİR	0312-3852525	<b>ADYAMAN</b>		Yetkili : Yelda MERCAN	0232-3682105
<b>SİTELER</b>		Müdür : Abdül ALTUNEL	0416-2138945	<b>KAYSERİ</b>	
Müdür : Ali Nahit BİLİR	0312-3508276	Yetkili : M. Baki ALAGÖZ	0416-2138911	Müdür : Orhan ANGIN	0352-2311532
Yetkili : Kaan OKTAY	0312-6518277	<b>AFYON</b>		Yetkili : Celal ÇÖLKESEN	0352-2223394
<b>ULUS</b>		Müdür : Süleyman Sırrı KAYA	0272-2137710	<b>KUŞADASI</b>	
Müdür : Nuray GÜLEN	0312-3122868	Yetkili : Mine KIRKLAR	0272-2139072-2144013	Müdür : Tunay BALABAN	0256-6128674
Yetkili : Bahar BAŞ	0312-3096738	<b>ALANYA</b>		Yetkili : Tamer SARAÇOĞLU	0256-6128090
<b>İSTANBUL SEANS SALONLARI</b>		Müdür : Fatih TURAN	0242-5136190	<b>MARMARIS</b>	
<b>AKSARAY</b>		Yetkili : Sertan A. HACIBANOĞLU	0242-5117368-5133426	Müdür : Şakir TÜMER	0252-4137750
Müdür : Mehmet Remzi ŞİNGAR	0212-5873601	<b>BURDUR</b>		Yetkili : Mehmet YAMAN	0252-4137740-46
Yetkili : Esra KÜÇÜKDİLEK	0212-6332539	Müdür : Faruk BUYRUK	0248-2340856	<b>SOMA/MANİSA</b>	
<b>ALTUNİZADE</b>		Yetkili : Feyzan KEÇECİ	0248-2339636-41	Müdür : Ergin GÜDÜCÜ	0236-6124082
Müdür : Doğan ÖKMAN	0216-4749888	<b>BODRUM</b>		Yetkili : İlnur ÖZLER	0236-6125713
Yetkili : Beyhan SOMYÜREK	0216-4740917	Müdür : Ahmet GÜMÜŞ	0252-3135467	<b>SUSURLUK/BALIKESİR</b>	
<b>BAYRAMPAŞA</b>		Yetkili : Özlem G. ERDEMİR	0252-3135468	Müdür : Hikmet ALTUNBAŞ	0266-8654606
Müdür : Kemal SOYSAL	0212-5010413	<b>CUMHURİYET/SAMSUN</b>		0266-8651890	0266-8651190
Yetkili : Ayhan S. ARVAY		Müdür : Seyyare SEVİNÇ	0362-4324464	Yetkili : Ünsal KULA	
<b>BEYLİKDÜZÜ</b>		Yetkili : Sonay LİKOĞLU-Pınar SEZER	0362-4353164-65	<b>ŞEHİT KAMİL/GAZİANTEP</b>	
Müdür : Hasan SÖNMEZ	0212-8721319	<b>ÇERKEZKÖY</b>		Müdür : Akif BİNGÖL	0342-2152670
Yetkili : Süleyman KOCA	0212-8734798-99	Müdür : Hüsamettin ERYILMAZ	0282-7269400	Yetkili : Gökben G. ANLAR	0342-2152675-76
<b>BEYOĞLU</b>		Yetkili : Şenol ÖZGÜR	0282-7251560-62	<b>ŞİRİNİYER/İZMİR</b>	
Müdür : Eylem ALP	0212-2926478	<b>ÇORUM</b>		Müdür : M. Kürşat ŞİŞİK	0232-4384733
Yetkili : Ruhat HATİPOĞLU	0212-2926544-45	Müdür : Engin ATAR	0364-2138600	Yetkili : Sevtaç ORAKÇI	0232-4526509-15
<b>FENERYOLU</b>		Yetkili : Seçil EKMEKÇİ	0364-2139262-2131616	<b>TEKİRDAĞ</b>	
Müdür : Tiraje TOP	0216-4140609	<b>DENİZLİ</b>		Müdür : Erdal YURTALAN	0282-2630879
Yetkili : Pınar RAMADAN	0216-4140348-13	Müdür : Ahmet Cumhur ÖRS	0258-2412100	Yetkili : Harun YILMAZ	0282-2619548
<b>GAZİOSMANPAŞA</b>		Yetkili :	0258-2416810-87	<b>TRABZON</b>	
Müdür : Bektaş DÜŞMEZ	0212-5639303	<b>DÜZCE</b>		Müdür : Tevfik DEMIRKAN	0462-3261666
Yetkili : Ercan DİKMEN-Murat YILMAZ	0212-5636198	Müdür :	0380-5245900	Yetkili : Hasibe PEKER	0462-3265549
<b>GÖZTEPE</b>		Yetkili : Nazan TURHAN	0380-5240709-5240589	<b>UZUNKÖPRÜ</b>	
Müdür : M. Ahsen ERKUT	0216-3020099	<b>EDİRNE</b>		Müdür : Fatih TURAN	0284-5135761
Yetkili :	0216-4111947-4113746	Müdür : Korkmaz ÜNAL	0284-2122290	Yetkili : Bircan TOKDEMİR	0284-5132909
<b>KARTAL</b>		Yetkili : Nafiz YILMAZ-Nilüfer ERDİM	0284-2130284-2132867	<b>YALOVA</b>	
Müdür : Ersin SÜMER	0216-3061045	<b>FETHİYE</b>		Müdür : Ali ARABACI	0226-8138573
Yetkili : Birgül USUL-Münevver YILDIKO	0216-4882630	Müdür : Ziya SAVAŞ	0252-6128984	Yetkili : Okan KÖKÇE	0226-8115112
<b>KOZYATAĞI</b>		Yetkili : Senem TOYMAN	0252-6120298	<b>BURSA SEANS SALONLARI</b>	
Müdür : Selahattin EGE	0216-3686399	<b>GAZİPAŞA/ADANA</b>		<b>BURSA</b>	
Yetkili : Erkan YILMAZ	0216-3685874-92	Müdür : Abdülkadir KOZAN	0322-4595027	Müdür : Hüseyin YILMAZ	0224-2240691
<b>4.LEVENT</b>		Yetkili : Dilek ÖZKAN	0322-4584737-4583305	Yetkili : Şener AKAY	
Müdür : Gökhan EMEK	0212-2703800	<b>HATAY</b>		Önder DOĞAN	0224-2202160
Yetkili : Nilgün BAYRI	0212-2833962	Müdür : Sacit ŞERBETÇİ	0326-2251960	<b>ULUDAĞ</b>	
<b>MECİDİYEKÖY</b>		Yetkili : Mustafa YAKAR	0326-2251978-80	Müdür : Ertan BAYBÖRÜ	0224-2733070
Müdür : Osman OKTAY	0212-2744880	<b>İSPARTA</b>		Yetkili : Burçin GÜNAYDIN	0224-2510152-53
Yetkili : Funda KENANOĞLU	0212-2885355	Müdür : Mahmut ÖZDOĞAN	0246-2322248		
<b>SULTANHAMAM</b>		Yetkili : Filiz DOĞU	0246-2329446		
Müdür : Bülent DÖNMEZ	0212-5123016	<b>İZMİT</b>			
Yetkili : Gülay TOPASLAN	0212-5228827-28	Müdür : Mustafa FAZLIOĞLU	0262-3218785		
<b>ŞİRİNEVLER</b>		Yetkili : Erol ÖNDER	0262-3317450-51		
Müdür : Hüseyin ÜST	0212-5519967	<b>İSKENDERUN</b>			
Yetkili : Derya ÖZER	0212-6539609	Müdür :	0326-6137560		
<b>PENDİK</b>		Yetkili : Seda TAKIRTAŞ	0326-6144601		
Müdür : Petek ATALAY	0216-4910816				
Yetkili : Mehmet BAYSA - İ.GÜRCAN GÜLER	0216-3908577				

## ARASTIRMA VE KURUMSAL FINANS MÜDÜRLÜĞÜ

**Hakan Karacigan, Müdür**  
hkaracigan@sekeryatirim.com.tr

**Bahar Göktan, Müdür Yrd.**  
Bankacılık, Sigorta, Telekom  
bgoktan@sekeryatirim.com.tr

**Kadir Tezeller, Stratejist**  
Holding, Cam, GYO  
ktezeller@sekeryatirim.com.tr

**Burak Demirbilek, Uzman**  
Perakende, Demir-Çelik, Ulaştırma, Medya  
bdemirbilek@sekeryatirim.com.tr

**Selahattin Aydın, Uzman Yrd.**  
Petrol, Çimento, Enerji, Otomotiv  
saydin@sekeryatirim.com.tr

## PAZARLAMA MÜDÜRLÜĞÜ

**Ali Yakar, Müdür**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 170  
ayakar@sekeryatirim.com.tr

**Çiğdem Özer, M.Temsilcisi**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 321  
cozer@sekeryatirim.com.tr

**Hazel Hasan, M.Temsilcisi**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 323  
hhasan@sekeryatirim.com.tr

## HİSSE SENETLERİ MÜDÜRLÜĞÜ

**Y.Çağlar Cerşit, Müdür**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 115-116  
ccersit@sekeryatirim.com.tr

**Ali Öcal, Müdür Yrd.**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 190  
aocal@sekeryatirim.com.tr

**Burak Böke, Müdür Yrd**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 762  
bboke@sekeryatirim.com.tr

**Özcan Uzun, Dealer**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 762  
ouzun@sekeryatirim.com.tr

**Ebru Oktaymen, Uzman**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 144  
eoktaymen@sekeryatirim.com.tr

**Sevnur Can, Uzman**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 255  
scan@sekeryatirim.com.tr

**Anıl Yılmaz, M. Temsilcisi**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 176  
ayilmaz@sekeryatirim.com.tr

## VADELİ İŞLEMLER (VOB) BİRİMİ

**Burak Caba, M. Temsilcisi**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 163  
bcaba@sekeryatirim.com.tr

## SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER MÜDÜRLÜĞÜ

**Necati Simer, Müdür**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 101  
nsimer@sekeryatirim.com.tr

**Mustafa Bayram, Müdür Yrd.**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 111  
mbayram@sekeryatirim.com.tr

**Melek Kantar, Dealer**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 112  
mkantar@sekeryatirim.com.tr

**Ayten Demirbaş, Dealer**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 108  
ademirbas@sekeryatirim.com.tr

## PORTFÖY YÖNETİMİ MÜDÜRLÜĞÜ

**Edmon Nergizyan, Müdür**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 252  
energizyan@sekeryatirim.com.tr

## FON YÖNETİMİ MÜDÜRLÜĞÜ

**Ahmet Nurdoğan, Müdür**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah.131  
anurdogan@sekeryatirim.com.tr

**Funda Yılmaz, Dealer**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 155  
fyilmaz@sekeryatirim.com.tr

**Ümit Kozarva, Dealer**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 161  
ukozarva@sekeryatirim.com.tr

**Yasemin Baturu, M.Temsilcisi**  
Tel: (212) 213 43 70 Dah. 121  
ybaturu@sekeryatirim.com.tr