



**Eczacıbaşı
Menkul Değerler**

ARAŞTIRMA ORTA VADELİ MODEL PORTFÖYÜ

23-01-2013 / 2. seans kapanışlarıyla güncellenmiştir

Araştırma Orta Vadeli Model Portföyü

Öneri gerekçesi

BİZİM

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	30.00	1,200	40%	5.67	8%	25%	8%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011 40.2	2012 T 42.0	2013 T 27.2	2011 18.8	2012 T 16.5	2013 T 12.8

Hızlı büyüyen ve konsolidasyonun henüz başında olan gıda toptancılığı sektörü içinde yer alan Bizim Toptan cazip büyüme potansiyeli sunmaktadır. 1 Temmuz'da yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret kanunu ile sektörde vergi kaçığının azalacağını ve bu sayede konsolidasyonun hız kazanacağını tahmin ediyoruz. Bu segmentte bulunan ve az sayıdaki organize firmalardan biri olan Bizim Toptan sektörde beklenen konsolidasyondan en fazla faydalanacak şirketlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, Bizim Toptan gibi toptancılar diğer perakendecilerden farklı olarak Horeca (Otel, restoran, cafe) ve şirketler gibi ekonomik büyümeden faydalanan segmentlere de hizmet sağlamaktadırlar. Bizim Toptan ortalamının üzerinde büyüme potansiyeli ve tercih edilen iş modeli ile sektör içinde tavsiye ettiğimiz hisse senedi konumundadır.

Şirket 2012 yılının ilk yarısında nette sadece 1 mağaza açtığı için hisse senedi performansı da İMKB 100 Endeksi'nin gerisinde kaldı. Fakat şirket son zamanlarda mağaza açılışlarına tekrar hız vererek önümüzdeki dönemde büyümenin tekrar artacağını sinyallerini vermiş oldu. Bizim Toptan 3Ç12'de 3 mağaza Ekim ayında ise 4 yeni mağaza açılışı yaptı. Büyümenin tekrar ivme kazandığı Bizim Toptan'ın hisse senedi performansının da buna bağlı olarak iyileşmesini bekliyoruz. İndirgenmiş nakit akımı yöntemi ile belirlediğimiz hisse başına 36TL hedef fiyatı oldukça cazip getiri potansiyeline işaret etmektedir.

HALKB

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	20.00	25,000	49%	228.54	16%	31%	14%
			F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011 12.2	2012 T 9.8	2013 T 8.8	2011 25.5%	2012 T 24.9%	2013 T 21.4%

Araştırma Orta Vade Model portföyüne Halkbank'ı dahil etmekteyiz. Bankayı bugün itibarıyla, getiri potansiyelinin benzer bankalara nazaran daha yüksek olması dolayısıyla Endeks Üstünde Performans seviyesine yükseltmiş bulunuyoruz. Halkbank, 2012'deki yüksek operasyonel performansının arkasından, 2013 yılında da başarılı bir tablo ortaya koymaya hazır görünmektedir. Bankanın özkaynak karlılığının %25'ler mertebesinde %21-%22 aralığına gelmesini beklemekteyiz. Bu durum esasında karın azalmasından değil, sermaye birikiminin artmasından ileri gelmektedir. Banka için 2013'te %10-%11 civarında bir kartışı öngörmekteyiz. Özellikle, perakende bankacılıkta hızlı büyüme yakalamış olması, bankanın mevcut KOBİ portföyünün üzerine konan ikinci karlı segment olarak dikkat çekmektedir. Halkbank'ı beğenmemizin temel nedenleri; bankanın kredi/mevduat oranının benzer bankalara göre %83 ile oldukça düşük bir seviyede bulunması (benzer bankalarda ortalama %100 civarında) ve ivmelenen kredi büyümesi ortamında, mevduat fiyat yarışına girmeye gerek duymaması, sektöre göre halen oldukça yüksek sürdürülen ortalama özkaynak karlılığı, KOBİ kredilerinde sektörün en başarılı bankası olması, kredi kalitesinin çok yüksek olması ve maliyet/gelir oranının ortalamalardan daha düşük olması gösterilebilir. Halkbank için hedef fiyatımız 23 TL'dir.

KOZAA

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	5.92	2,297	44%	69.78	10%	31%	5%

KOZAA'yı şirket için son yaptığımız değerlendirme güncellemesi sonrası model portföyümüze alıyoruz. Buna göre yeni hedef fiyatımız 9.2 TL ve getiri potansiyelimiz %62'dir. Bu güncellemede özellikle şirketin Konak bakır projesini değerlememize ekledik. Bu projeden KOZAA'nın %60'lık payı için 350 milyon dolar değer buluyoruz ki bu mevcut piyasa değeri üzerinden %30'luk ek bir değere işaret ediyor. Piyasanın özellikle bu projeyi adil şekilde fiyatlamadığı düşüncesindeyiz ki ileriki dönemlerde proje olgunlaştıkça değeri daha da artacaktır. KOZAL'ın da yükselen hedef fiyatından gelen ek değeri de hesaba kattığımızda söz konusu hedef fiyatımıza ulaşıyoruz. Mevcut şartlarda hissenin ucuz kaldığını düşünüyoruz.

PRKME

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	6.66	991	31%	5.04	9%	2%	8%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011 9.8	2012 T 8.9	2013 T 6.2	2011 10.4	2012 T 7.0	2013 T 4.9

Şirket için verdiğimiz önerimizin temel dayanağı operasyonlarında yakalamış olduğu büyüme trendidir. Şirketin ana iş kolu olan bakır madencilğinde hem rezerv rakamlarını 13 milyon tondan 40 milyon tona çıkardı. Bu artışla beraber şirket bir de üretim tesislerinde kapasite arttırımı yatırımlarına başladı. Buna göre 2011 yılı içerisinde 750 bin olan üretim kapasitesi 2013 yılı itibarıyla 1 milyon 800 bin tona ulaşacak. Böylece şirketin 2011 yılında 78 bin ton olan konsantrite bakır üretiminin 2013 yılı itibarıyla 125 bin tona çıkmasını bekliyoruz. Buna görüle iki yıl içerisinde şirketin bakır satışının dolar bazında yaklaşık %69 büyümesini öngörürken bakırdan yaptığı VAFÖKün de yaklaşık iki katına çıkacağını tahmin ediyoruz. Tüm bunların yanı sıra şirketin daha küçük boyutta olan affalit madencilği içinde de üretimini iki sene içerisinde yaklaşık üç katına çıkarmak gibi bir hedefi var ki bud a büyüme hikayesinin bir diğer bacağı olarak karşımıza çıkıyor. Park Madencilik için hedef fiyatı 7.8 TL olup Hissenin bugünkü fiyatının son bir yıl içerisinde şirketin girmiş olduğu büyüme sürecini tam olarak yansıtmadığını düşünüyoruz. Bugünkü hisse değeri şirket için yaklaşık 5,550 dolar gibi bir bakır fiyatına işaret ederken bu rakam spot bakır fiyatlarının yaklaşık %30 aşığıсында yer almaktadır. Bakıldığında özellikle kapasite arttırımı yatırımlarının devreye girdiği 2013 yılında hisse benzerlerine oranla haksız bir şekilde 23% iskontoyla işlem görüyor. Hisse için en önemli risk unsuru ise Grup şirketlerini fonlaması olarak gözükmüyor. Grup şirketlerinden olan alacaklara yaklaşık %60'lık bir iskonto uygulayarak değerlememize koyduk ve bu şekilde bu riski biraz azaltmaya çalıştık.

TCELL

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	12.35	27,170	25%	78.86	10%	14%	7%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011 23.0	2012 T 13.3	2013 T 13.5	2011 8.4	2012 T 7.2	2013 T 7.1

Yılbaşından bu yana İMKB 100 Endeksinin %16 altında getiri sağlayan Turkcell'in bu performansı haketmediğini düşünüyoruz. Kısa vadede Yüksek Mahkeme Privy Council tarafından verilecek nihai karar ile Alfa ve Çukurova arasındaki hissedarlık anlaşmazlığının sona ereceğini, böylece temettü dağıtımının tekrar başlayacağını öngörüyoruz. Birikmiş temettülerin dağıtılması ile 2013 yılında hisse başına 1.08TL nakit temettü tahmin ediyoruz. Bu da %10 temettü verimine işaret ediyor. Turkcell'in değerlendirme çarpanlarını birikmiş temettülere göre düzelttiğimizde Turkcell benzer şirketlere göre %14 iskonto lu işlem görmektedir. Turkcell için hedef fiyatımız (hisse başına 14TL) %21 yükselme potansiyeline işaret etmektedir.

TKFEN

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	8.14	3,012	35%	7.33	12%	27%	12%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011 12.4	2012 T 11.6	2013 T 11.9	2011 7.0	2012 T 6.6	2013 T 5.4

Tarım/gübre bölümünün artan karlılığının yanı sıra müteahhlik işlerinin de hız kazanmasıyla karlılığını arttırabilecek şirketlerden biri olarak gördüğümüz Tekfen'in Libya'daki durumun olumsuz etkileri nedeniyle endeksin altında performans gösteren performansının yılın ikinci yarısında düzelmesini bekliyoruz. F/K çarpanlarına göre gübre ve müteahhlik işlerinin ortalamasına göre iskonto lu işlem gören Tekfen Holding'i portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.

TSKB

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	2.49	2,739	39%	6.60	13%	20%	9%
			F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011 10.7	2012 T 8.6	2013 T 7.8	2011 17.9%	2012 T 18.5%	2013 T 17.2%

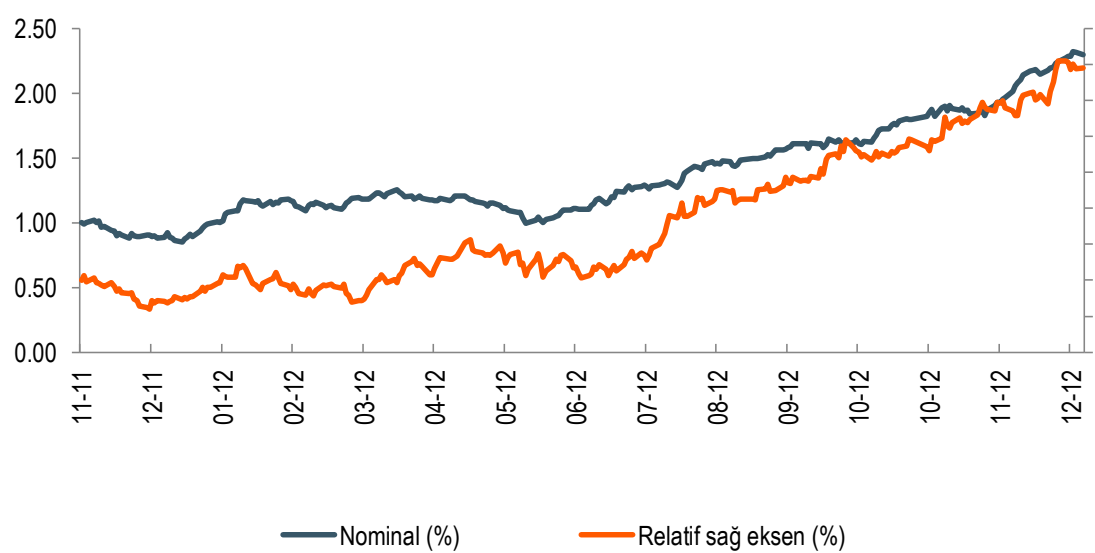
Uzun vade fonları ve kredileri tamamen YP cinsinden olan TSKB, kredi piyasasında yükselen fiyatlar nedeniyle faiz makaslarını daha da açabilecek ve karlılığına olumlu katkılar olabilecektir. Banka için 2012 özkaynak karlılığı tahminimiz %17civarında iken, bankanın hedefi %18 seviyesindedir. Yıllık olarak önemli kar artışı kaydedebilecek nadir bankalardan bir tanesi TSKB'dir. Diğer taraftan, TCMB'nin para politikasının doğurduğu fonlama maliyeti baskısı ve potansiyel aktif kalitesi riskine karşı en yüksek dayanıklılığa sahip banka da TSKB'dir. Banka için Endeks Üstünde Performans tavsiyesi vermekteyiz.

YKBNK

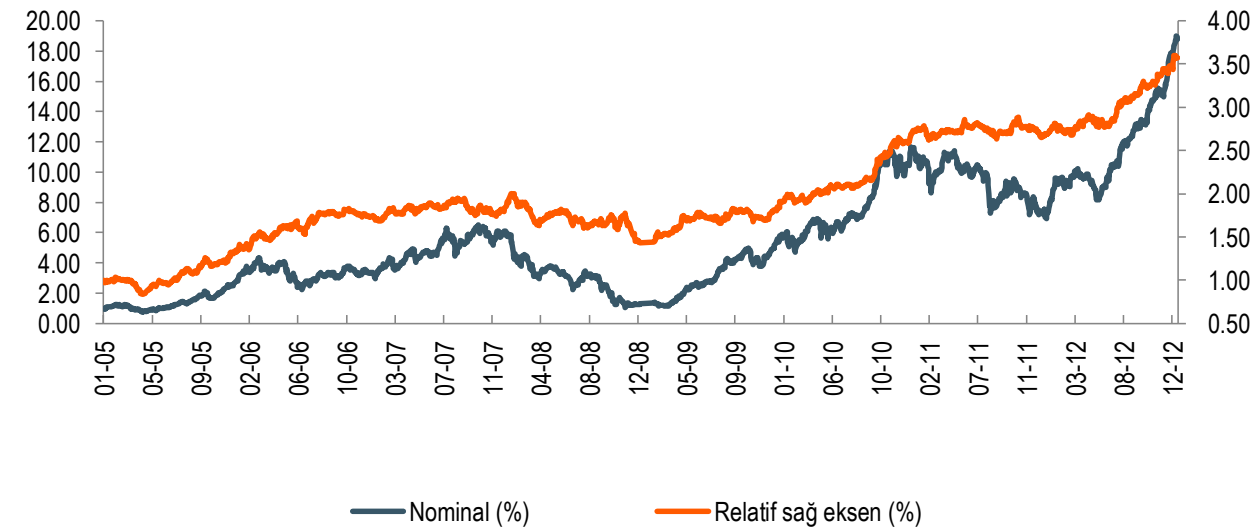
		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	5.78	25,126	18%	110.26	12%	27%	11%
			F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011 13.5	2012 T 13.0	2013 T 10.9	2011 16.2%	2012 T 14.1%	2013 T 15.0%

Her ne kadar orta vadeli önerimiz Endeks Yönünde Performans olsa dahi, düşen faiz ortamı bankanın fonlama maliyetine oldukça olumlu yansımakta, diğer yandan da daha ucuza mevduat toplama kapasitesini artırmaktadır (kredi/mevduat rasyosu anlamında en yüksek oranla çalışan banka olduğundan, marjinal maliyet değişikliklerinin operasyonel kara yansıması banka için olumludur). Bu durum, bizim tahminlerimizde ve hedef fiyatımızda yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Bunların haricinde Yapı Kredi Sigorta'nın satışı ile ilgili de önümüzdeki birkaç aylık süreçte gelişmeler olabileceğini düşünmekteyiz (her ne kadar somut bir bilgi akışı mevcut olmasa da). Bu doğrultuda 5,44 TL hedef fiyat ile bankayı model portföyümüzde tutuyoruz.

Orta Vadeli Model Portföyün 2011 Başından Bu Yana Getiri Grafiği



Orta Vadeli Model Portföyün Tarihsel Getiri Grafiği



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