



**Eczacıbaşı
Menkul Değerler**

ARAŞTIRMA ORTA VADELİ MODEL PORTFÖYÜ

22-02-2013 / 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	26.60	1,064	40%	4.98	-10%	7%	-4%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011	2012 T	2013 T	2011	2012 T	2013 T
		35.6	37.3	24.1	16.7	14.6	11.3

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 sayıda ki organize firmalardan biri olan Bizim Toptan sektörde beklenen konsolidasyondan en fazla faydalanan 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 ortalamasının 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 IMKB 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.

HALKB

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	16.10	20.125	49%	241.29	-19%	1%	-8%
			F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011	2012	2013 T	2011	2012 T	2013 T
		9.8	7.8	7.1	25.5%	24.9%	21.4%

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 bankacılığta 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.

KOZAA

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	4.56	1,770	44%	52.25	-19%	-11%	-19%

KOZAA'yı şirket için son yaptığımız değerlendirme güncellemesi sonrası model portföyümüze alıyoruz. Bu güncellemede özellikle şirketin Konak bakır projesini değerlendirmeye 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. 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	6.08	905	31%	5.39	-5%	-1%	-1%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011	2012 T	2013 T	2011	2012 T	2013 T
		9.0	8.2	6.7	9.5	5.7	5.2

Şirket için verdiğimiz önerimizin temel dayanağı operasyonlarında yakalamış olduğu büyüme trendidir. Şirket ana iş kolu olan bakır madencilğinde rezerv rakamlarını 13 milyon tondan 40 milyon tona çıkardı. Bu artışla beraber şirket bir de üretim tesislerinde kapasite artırımını 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 konsantre bakır üretiminin 2013 yılı itibarıyla 105 bin tona ve 2014 yılı itibarıyla 125 bin tona çıkmasını bekliyoruz. Bunların yanı sıra şirketin daha küçük boyutta olan asfaltit madencilği içinde de üretimini iki sene içerisinde yaklaşık üç katına çıkarmak gibi bir hedefi var ki buda büyüme hikayesinin bir diğer bacağı olarak karşımıza çıkıyor. Bugünkü hisse değeri şirket için yaklaşık 5,550 dolar gibi bir bakır fiyatına işaret ederken bu rakam spot bakır fiyatlarının yaklaşık %30 aşagısında yer almaktadır. Bakıldığında özellikle kapasite artırımını yatırımlarının devreye girdiği 2013 yılında hisse benzerlerine oranla haksız bir şekilde %30 iskontoyla işlem görüyor. Hisse için en önemli risk unsuru ise Grup şirketlerini fonlaması olarak gözüküyor. Grup şirketlerinden olan alacaklara yaklaşık %60'lık bir iskonto uygulanarak değerlememize koyduk ve bu şekilde bu riski biraz azaltmaya çalıştık.

TAVHL

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	10.4	3,778	40%	18.98	-5%	21%	14%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011	2012	2013 T	2011	2012	2013 T
		30.8	13.2	8.3	10.6	7.6	5.8

TAVHL'yi Orta Vadeli Model Portföyümüze eklememizin ardında yatan en önemli sebep hisse üzerinde üçüncü havalimanı ihalesinin yarattığı baskının büyük ölçüde ortadan kalkması. Hatırlanacağı üzere geçtiğimiz hafta hükümet yetkililerinin yapmış olduğu açıklamada TAVHL'nin Atatürk Havalimanı'ndan üçüncü havalimanından kaynaklı oluşabilecek potansiyel bütün zararlarının devlet tarafından karşılanacağı açıklandı. Bu hisse üzerindeki en önemli risk algısını düşürmüştü oluyor. Hisse 2012 yılının ikinci yarısını bu endişelerle geçirirken IMKB'ye göre %25 oranında negatif getiri sağlamıştı. Daha sonra özellikle riskin ortadan tamamen kalkmasıyla hissede sene başından beri %26 gibi bir toplam getiri olurken geçtiğimiz hafta tekrar düşüşe geçerek zirvesinden %6 değer yitirdi. Şu anki seviye itibarıyla hissenin cazip olduğunu düşünüyoruz.

TCELL

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	11.6	25,520	25%	113.07	-5%	9%	0%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011	2012	2013 T	2011	2012	2013 T
		21.6	12.3	12.7	7.8	7.0	6.6

Yılıbaşından bu yana İMKB 100 Endeksi'nin 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. Birlikmiş temettülerin dağıtılması ile 2013 yılında hisse başına 1.07TL nakit temettü tahmin ediyoruz. Bu da cazip temettü verimine işaret ediyor. Turkcell'in değerlendirme carpanlarını birlikmiş temettülere göre düzelttiğimizde Turkcell benzer şirketlere göre %22 iskonto ile işlem görmektedir.

TKFEN

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	6.92	2,560	35%	9.32	-11%	10%	-4%
			F/K		FD/VAFÖK		
		2011	2012 T	2013 T	2011	2012 T	2013 T
		10.6	7.0	10.1	5.8	5.3	4.2

Tarım/gübre bölümünün artan karlılığının yanı sıra müteahhithlik işlerinin de hız kazanmasıyla karlılığını artırabilecek şirketlerden biri olarak gördüğümüz Tekfen'in Libya'daki belirsizliklerin de ortadan kalkmaya başlaması ile iyi bir performans sergileyeceğini düşünüyoruz. F/K carpanlarına göre gübre ve müteahhithlik işlerinin ortalamasına göre iskonto ile işlem gören Tekfen Holding'i portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz. Ayrıca şirket Eurobank Tekfen'in satışından elde ettiği geliri de temettü olarak dağıtacağından temettü ödemesinde de bu yıl için ciddi bir artış söz konusu olacak.

TSKB

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	2.24	2,464	39%	5.75	-4%	20%	-2%
			F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011	2012	2013 T	2011	2012	2013 T
		9.6	8.0	7.1	19.4%	19.7%	18.3%

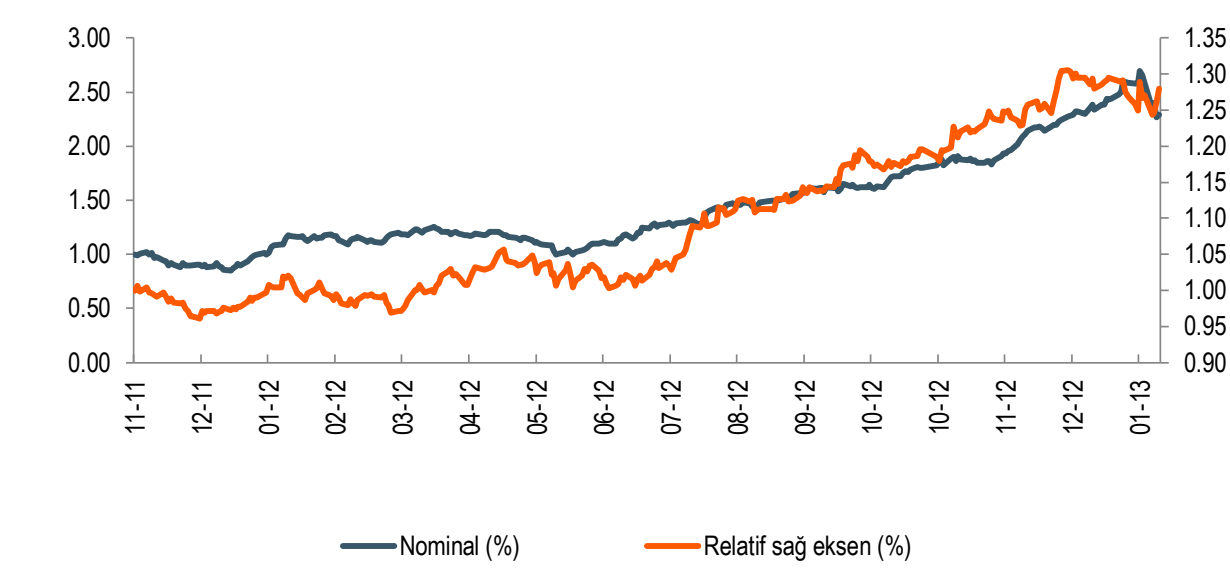
Uzun vade fonları ve kredileri tamamen YP cinsinden olan TSKB, kredi piyasasında yükselen fiyatlar nedeniyle faiz makaslarını daha da açabilecek ve karlılığına olumlu katkılar olabilecektir. Banka için 2012 özkaynak karlılığı tahminimiz %17 civarında iken, bankanın hedefi %18 seviyesindedir. Yıllık olarak 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

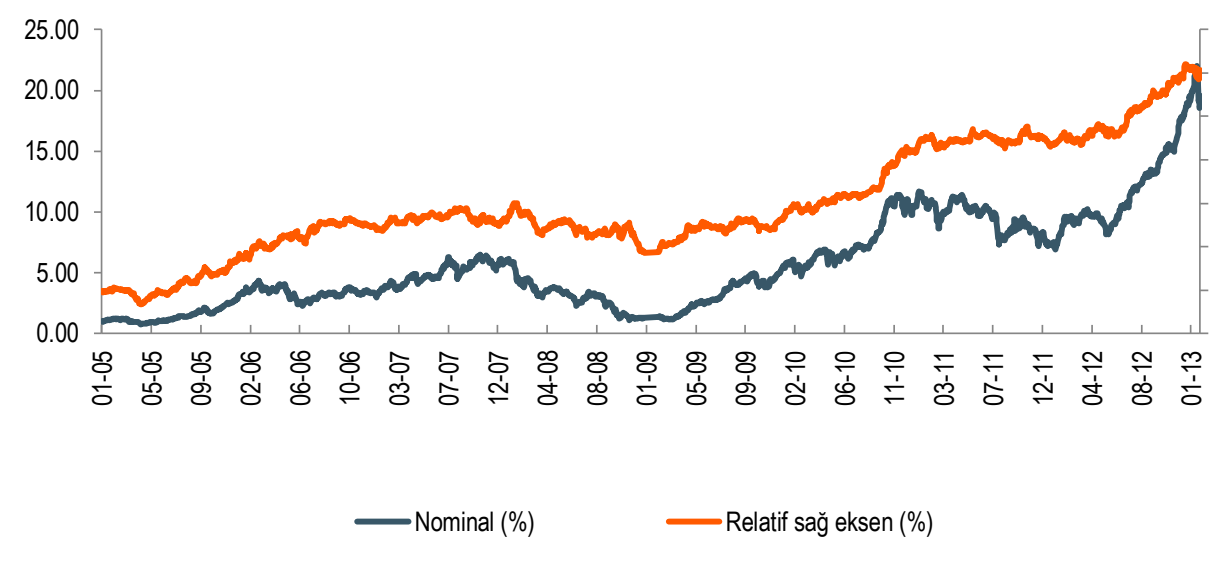
		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	4.80	20,866	18%	117.58	-15%	6%	-8%
			F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011	2012	2013 T	2011	2012	2013 T
		11.2	10.9	9.2	15.8%	12.7%	12.9%

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 yansımaları banka için olumludur). Bu durum, bizim tahminlerimizde 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).

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.