



**Eczacıbaşı
Menkul Değerler**

ARAŞTIRMA ORTA VADELİ MODEL PORTFÖYÜ

26-03-2013 / 1. 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 Fiyat	29.60 36.5	1,184	40%	4.13	10%	7%	6%
Yükseliş Potansiyeli	23%		F/K		FD/VAFÖK		
		2011 39.7	2012 45.4	2013 T 28.0	2011 18.6	2012 16.9	2013 T 13.1

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 faydalanan şirketlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, Bizim Toptan gibi toptancılar diğer perakendecilerden farklı olarak Horeca (Otel, restoran, cafe) ve şirketler gibi ekonomik büyümeyen 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 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.

HALKB

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış Fiyat	18.95 22.972	23,688	49%	205.02	10%	8%	8%
Yükseliş Potansiyeli	21%		F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011 11.6	2012 9.1	2013 T 8.4	2011 25.5%	2012 24.9%	2013 T 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 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.

İPEKE

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış Fiyat	5.16 7.3	1,340	36%	36.59	2%	-17%	-14%
Yükseliş Potansiyeli	41%						

İPEKE'yi 26 Mart 2013 itibarıyla portföyümüze ekliyoruz. Artık şirketin yakın dönemde Batman'da iki kuyuda yapmış olduğu petrol arama faaliyetlerini açıklaması bekleniyor. Bu çerçevede baktığımızda açıklanabilecek herhangi bir kayda değer rezerv rakamı hisse üzerinde ciddi bir hareketlenme yaratabilir. Bunun yanı sıra petrol projesinden herhangi bir potansiyel katkı içermeyen mevcut değerlememize göre de hisseyi beğenmeye devam ediyoruz. KOZAL ve KOZAA'dan gelen değerlere göre hesapladığımız hedef fiyat olan 7.3 TL şu anki değer üzerinden %42 gibi bir getiri potansiyeline işaret ediyor ki bu tüm inceleme listemizde en yüksek getiri potansiyellerinden biri olarak da göze çarpmakta.

KOZAA

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış Fiyat	5.04 9.2	1,956	44%	41.47	7%	-11%	-11%
Yükseliş Potansiyeli	83%						

KOZAA'yı şirket için son yaptığımız değerlendirme güncellemesi sonrası model portföyümüze alıyoruz. 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. 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 Fiyat	6.64 8.3	988	31%	5.26	9%	7%	8%
Yükseliş Potansiyeli	25%		F/K		FD/VAFÖK		
		2011 9.8	2012 9.0	2013 T 7.3	2011 10.4	2012 6.3	2013 T 5.7

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 arttırımı 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 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 Fiyat	12.00 16	26,400	25%	123.02	1%	7%	4%
Yükseliş Potansiyeli	33%		F/K		FD/VAFÖK		
		2011 22.3	2012 12.7	2013 T 13.1	2011 8.1	2012 6.9	2013 T 6.9

Yılbaşından 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 çarpanlarını birlikmiş temettülere göre düzelttiğimizde Turkcell benzer şirketlere göre %22 iskontolu işlem görmektedir.

TKFEN

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış Fiyat	7.46 8.7541	2,760	35%	11.16	8%	2%	3%
Yükseliş Potansiyeli	17%		F/K		FD/VAFÖK		
		2011 11.4	2012 T 7.6	2013 T 10.9	2011 6.3	2012 5.9	2013 T 4.7

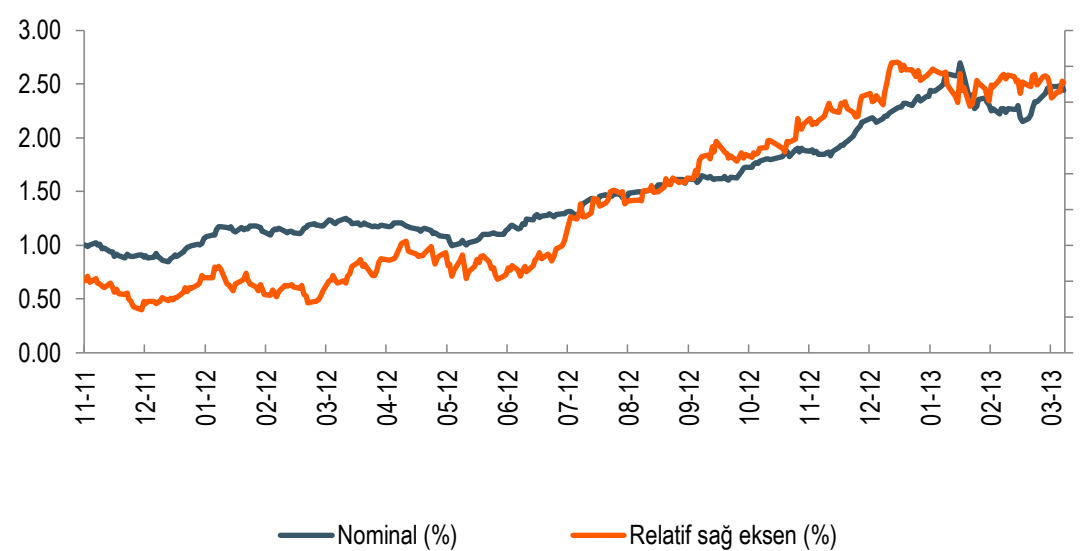
Tarım/gübre bölümünün artan karlılığının yanı sıra müteahhlik işlerinin de hız kazanmasıyla karlılığını arttırabilecek şirketlerden biri olarak gördüğümüz Tekfen'in Libya'daki belirsizliklerin de ortadan kalkmaya başlaması ile iyi bir performans sergileyeceğini düşünüyoruz. F/K carpanlarına göre gübre ve müteahhlik işlerinin ortalamasına göre iskontolu 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

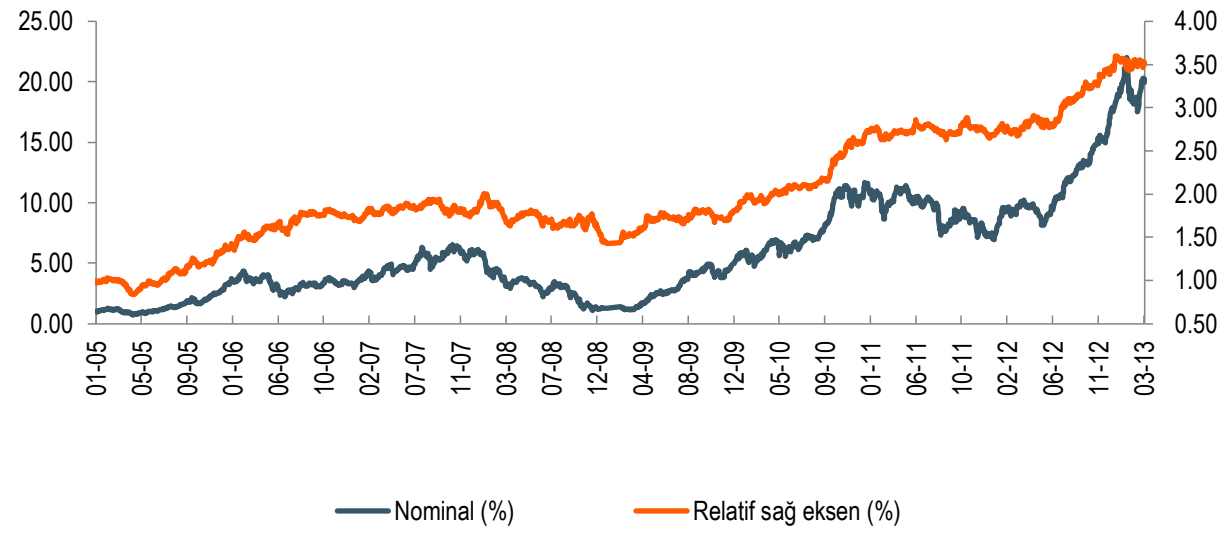
		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış Fiyat	2.46 3.08	2,706	39%	4.26	10%	9%	7%
Yükseliş Potansiyeli	25%		F/K		Özsermaye karlılığı		
		2011 10.6	2012 8.8	2013 T 7.8	2011 19.4%	2012 19.7%	2013 T 18.3%

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 %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.

Orta Vadeli Model Portföyün 2011 Başından Bu Yana Getiri Grafiği



Orta Vadeli Model Portföyün Tarihsel Getiri Grafiği



Bu belgede yer alan tüm bilgi ve veriler, güvenilir olduğu düşünülen kaynaklardan elde edilmiştir. Hisse Senedi Araştırma Bölümü burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özeni göstermekle beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Bu belgede yer alan analizler çeşitli varsayımlar altında yapılmıştır. Değişik varsayımlar, önemli derecede farklı sonuçlar ortaya koyabilir. Bu belgede yer alan görüş ve düşünceler, Hisse Senedi Araştırma Bölümü'ne ait olup, Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. yönetiminin görüşlerini temsil etmez. Bu belgenin hazırlanmasından sorumlu olan Hisse Senedi Araştırma Bölümü analist(ler)i, piyasa hakkında bilgi alabilmek, değerlendirebilmek veya yorumlayabilmek amacıyla, satış/pazarlama veya diğer bölümlerle iletişim kurabilir. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Bu belge sadece bilgi amaçlı yayınlanmış olup, içeriğinin hiçbir bölümü alım-satım yönünde yatırım tavsiyesi olarak değerlendirilemez. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm hakları saklıdır. Bu belgenin hiçbir bölümü; Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.'nin önceden yazılı izni alınmaksızın çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya fotokopi, mekanik kopyalama ve elektronik ortam dahil olmak üzere hiçbir surette dağıtılamaz.