



**Eczacıbaşı
Menkul Değerler**

ARAŞTIRMA ORTA VADELİ MODEL PORTFÖYÜ

17-05-2013 / 2. seans kapanışlarıyla güncellenmiştir

Araştırma Orta Vadeli Model Portföyü

Öneri gerekçesi

EREGL

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	2.17	7,595	32%	53.98	9%	5%	0%
Fiyat	2.6						
Yükseliş Potansiyeli	20%		F/K		FD/VAFÖK		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		16.5	10.9	9.5	9.9	7.4	6.5

Beklentilerden bir hayli iyi gelen sonuçların sonrasında EREGL'yi Orta Vadeli Model Portföyümüze ekliyoruz. Hissenin yılıbaşından bu yana endeksin %18 gerisinde kaldığı görülüyor. 1. Çeyrek sonuçları hisse muhtemelen bu açığı bir parça kapatacaktır. Arcelor'un hisse satışı riskinin de bir parça azalmış olabileceğini düşünüyoruz. Bunda da temel dayanak noktalarımızArcelor'un yakın dönemde başka varlıklarını elden çıkarmış olması, güçlü açıkladığı 1. Çeyrek sonuçları ve şu anda EREGL hissesinin geçen yıl satış yaptığı fiyatın yaklaşık %10 altında olması. Hisse için getiri potansiyelimiz %21.

BİZİM

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	31.70	1,268	40%	3.14	6%	14%	14%
Fiyat	36.5						
Yükseliş Potansiyeli	15%		F/K		FD/VAFÖK		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		48.6	30.0	21.2	18.1	14.0	11.1

Bizim Toptan, henüz konsolidasyonun başında bulunan Türk toptancılık sektöründe sayılı organize oyunculardan biridir. Bu sektörde özellikle vergi kaçığının azalması ile konsolidasyonun hız kazanacağını ve organize oyuncuların bu durumdan faydalanacağını bekliyoruz. Diğer organize oyuncular Metro Cash&Carry ve Tespo'dan farklı olarak, Bizim Toptan küçük mağaza formatları ile daha kolay mağaza açarak daha hızlı büyüme rakamlarını yakalayabilmektedir. Bizim Toptan için yapmış olduğumuz tahminlere göre önümüzdeki 5 yıl için net karda %28 yıllık birleşik büyüme oranı beklemekteyiz. Şirket 2012 yılının ilk yarısında nette sadece 1 mağaza açtığı için hisse senedi performansı da IMKB 100 Endeks'inin altında kalmıştı. 1Ç12'de sert geçen hava koşulları ve 2Ç12'de HORECA segmenti için yapılan çalışmalar nedeni ile mağaza açılışları beklentilerin altında kalmıştı. Fakat şirket son zamanlarda mağaza açılışlarına tekrar hız vererek önümüzdeki dönemde büyümenin tekrar artacağını sinyallerini vermiş oldu. 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	21.45	26,813	49%	191.66	16%	30%	25%
Fiyat	24.0						
Yükseliş Potansiyeli	12%		F/K		Özsermaye karlılığı		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		10.3	9.6	8.5	24.8%	20.8%	20.4%

Halkbank, 2012'deki yüksek operasyonel performansının arkasından, 2013 yılında da başarılı bir tablo ortaya koymaya hazır görünmektedir. Bankanın özkaynak karlılığının %25'ler mertebesinde %20 seviyesine gelmesini beklemekteyiz. Bu durum esasında karın azalmasından değil, sermaye birikiminin artmasından ileri gelmektedir. Banka için 2013'te %5 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.

ISCTR

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	7.72	34,740	31%	259.02	16%	21%	28%
Fiyat	8.5						
Yükseliş Potansiyeli	11%		F/K		Özsermaye karlılığı		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		10.5	10.0	8.7	16.3%	14.6%	14.8%

İş Bankası'nı (ISCTR) model portföyümüze ekliyoruz. Banka için mevcut durumda 8,5 TL hedef fiyat ile Endeks Üstünde Performans tavsiyesi vermekteyiz. İlk çeyrek sonuçları ile beklentilerin yavaş yavaş oluşmaya başladığı süreçte girdiğimiz şu dönemde, piyasadaki gelişmelere bağlı olarak İş Bankası'nın operasyonel performansının oldukça kuvvetli olabileceğini ve ilk çeyreğe gelecek iştirak temettülerini de baz alırsak, karlılığın gayet güçlü olabileceğini düşünmekteyiz. Bunun yanında, dönüşüm projesinin bankanın verimliliğini artıracığı beklentilerimiz ışığında, banka için orta ve uzun vadeli olumlu görüşümüz sürmektedir.

İPEKE

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	5.03						
Fiyat	5.3	1,307	36%	28.37	-1%	-4%	-16%
Yükseliş Potansiyeli	5%						

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.

TCELL

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	11.95	26,290	25%	123.67	7%	7%	3%
Fiyat	16.0						
Yükseliş Potansiyeli	34%		F/K		FD/VAFÖK		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		12.6	13.1	11.7	6.9	6.8	6.3

Turkcell'in hızlı büyüyen Türk mobil telekomünikasyon sektöründe lider pozisyonunda bulunması ve kısa vade içinde birikmiş temettülerin ödenebileceği beklentisi şirket için olumlu görüşümüz için başlıca nedenler olarak sayılabilir. Şirketin 2010 yılında teklif ettiği fakat yatırımcılara dağıtmadığı hisse başına 0.6TL nakit temettü %5.4 temettü verimine işaret etmektedir. Bu oranın geçmiş yılların ortalaması olan %5.8'e yakın olması nedeniyle Turkcell'de birikmiş temettülerin ödenmesi potansiyelinin henüz fiyatlara tam olarak yansımadığını düşünüyoruz. Türkiye'nin ilk GSM operatörü olan Turkcell'in pazar payı ve karlılığı diğer operatörler tarafından son zamanlarda baskı altındadır. Fakat kullanılan dakika başına gelirleri kıyasladığımızda aradaki farkın son zamanlarda oldukça daraldığını görüyoruz. Avea ve Vodafone'nun son bir kaç yıldır ekşi nakit akımıyla faaliyet gösterdiğini göz önünde bulundurarak önümüzdeki dönemde rekabetin azalacağını ve sektörde karlılıkların artacağını düşünüyoruz. Turkcell'in yıllık ortalama 22bp pazar payı kaybına rağmen kullanıcı sayısını orta vadede ortalama %2 oranında arttıracığını tahmin ediyoruz. Turkcell için yapmış olduğumuz tahminler önümüzdeki 5 yıl için ortalama %8 satış geliri büyümesine ve %9 VAFÖK büyümesine işaret etmektedir.

TSKB

		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	2.67	2,937	39%	3.50	5%	20%	19%
Fiyat	3.1						
Yükseliş Potansiyeli	15%		F/K		Özsermaye karlılığı		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		9.6	8.5	7.7	19.7%	18.3%	17.6%

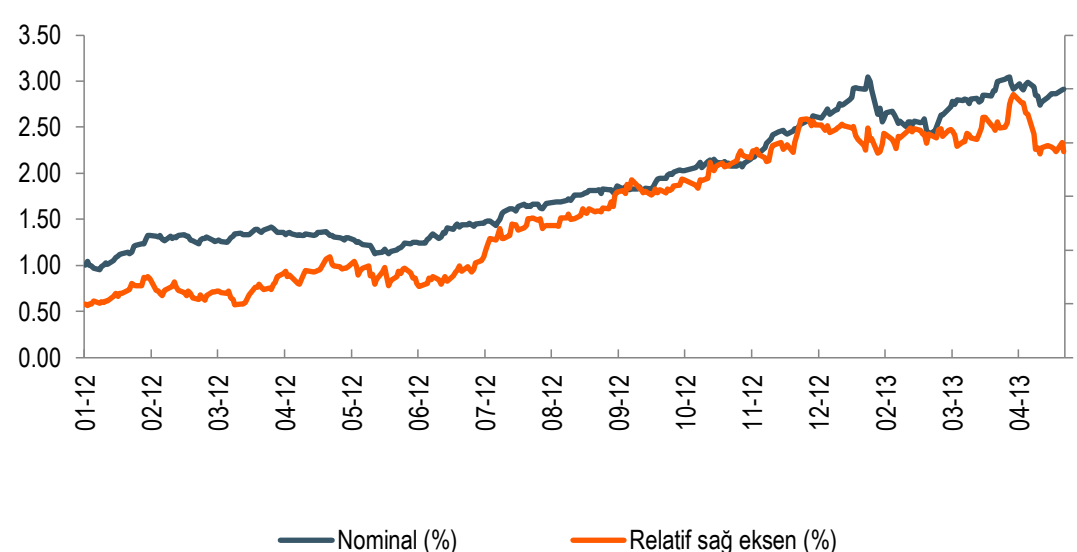
Uzun vade fonları ve kredileri tamamen YP cinsinden olan TSKB, kredi piyasasında yükselen fiyatlar nedeniyle faiz makaslarını daha da açabilecek ve karlılığına olumlu katkılar olabilecektir. Banka için 2013 özkaynak karlılığı tahminimiz %18 civarında, bankanın hedefine paraleldir. Yıllık olarak önemli 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.

TRGYO

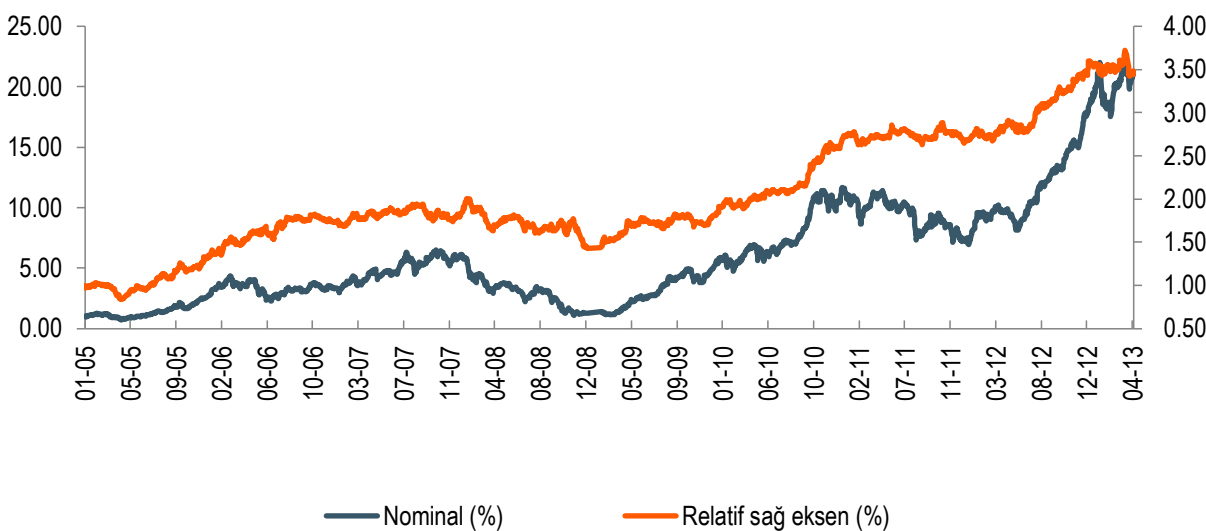
		Piyasa Değeri (TLmn)	Halka Açıklık Oranı	Ort. İşl. Hacmi (TLmn)	Fiyat Performansı		
					1 ay	3 ay	YBG
Kapanış	4.40	2,200	14%	4.03	7%	38%	37%
Fiyat	5.2						
Yükseliş Potansiyeli	18%		F/K		FD/VAFÖK		
		2012	2013 T	2014 T	2012	2013 T	2014 T
		6.5	7.1	12.7	22.3	7.5	12.3

Torunlar GYO'nun gerek dinamik gayrimenkul portföy yönetimi , gerekse düşen faiz ortamından faydalanabilecek bir şirket olması sebebiyle orta vadeli model portföyümüze ekliyoruz. 2013 yılında güçlü net kar beklentisinin yanı sıra, Torun Center'da devam eden önsatışlar, Galataport ihalesini kazanma ihtimali, ve dinamik portföy yönetimi ile (yeni arsa alımı veya elindeki iştirakleri satma ihtimali) kısa vadede hisse performansını olumlu etkileyebilecek gelişmeler olarak görüyoruz. Torunlar GYO için Endeks Üstünde Performans tavsiyemizi ve hisse başına 5,2TL hedef fiyatı koruyoruz. Torunlar GYO net aktif değerine göre %25 iskontolu işlem görmektedir.

Orta Vadeli Model Portföyün 2012 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 görüşler ayrıca bir uyarıya gerek olmaksızın değişebilir ve Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer bölümlerinin görüşleri ile farklı veya karşı yönde olabilir. Bu belgede yer alan görüş ve düşünceler, Hisse Senedi Araştırma Bölümüne 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.