



**Eczacıbaşı  
Menkul Değerler**

## ARAŞTIRMA ORTA VADELİ MODEL PORTFÖYÜ

17-12-2013 / 1. seans kapanışlarıyla güncellenmiştir

### Araştırma Orta Vadeli Model Portföyü

#### ALARK

|             |      | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı |        |        |
|-------------|------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------|--------|--------|
|             |      |                            |                           |                              | 1 ay              | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 6.34 | 1,417                      | 26%                       | 1.95                         | 5%                | 16%    | 25%    |
| Fiyat       | 9.9  |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Yükseliş    |      |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Potansiyeli | 55%  |                            | F/K                       |                              | FD/VAFÖK          |        |        |
|             |      | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012              | 2013 T | 2014 T |
|             |      | 18.6                       | 10.1                      | 8.8                          | 15.7              | 6.8    | 9.4    |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

#### BİZİM

|             |       | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı |        |        |
|-------------|-------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------|--------|--------|
|             |       |                            |                           |                              | 1 ay              | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 23.25 | 930                        | 40%                       | 7.01                         | 4%                | -9%    | -16%   |
| Fiyat       | 33.0  |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Yükseliş    |       |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Potansiyeli | 42%   |                            | F/K                       |                              | FD/VAFÖK          |        |        |
|             |       | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012              | 2013 T | 2014 T |
|             |       | 35.6                       | 22.3                      | 24.4                         | 13.2              | 12.1   | 9.0    |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

#### ENKAI

|             |      | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı |        |        |
|-------------|------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------|--------|--------|
|             |      |                            |                           |                              | 1 ay              | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 6.28 | 20,096                     | 12%                       | 17.86                        | -4%               | 13%    | 37%    |
| Fiyat       | 6.7  |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Yükseliş    |      |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Potansiyeli | 6%   |                            | F/K                       |                              | FD/VAFÖK          |        |        |
|             |      | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012              | 2013 T | 2014 T |
|             |      | 17.8                       | 15.7                      | 13.0                         | 13.3              | 9.0    | 7.6    |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

#### ISGYO

|             |      | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı |        |        |
|-------------|------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------|--------|--------|
|             |      |                            |                           |                              | 1 ay              | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 1.40 | 882                        | 48%                       | 3.06                         | 0%                | 5%     | 1%     |
| Fiyat       | 1.8  |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Yükseliş    |      |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Potansiyeli | 29%  |                            | F/K                       |                              | FD/VAFÖK          |        |        |
|             |      | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012              | 2013 T | 2014 T |
|             |      | 13.5                       | 8.3                       | 11.4                         | 10.4              | 6.2    | 8.9    |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

#### PRKME

|             |      | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı |        |        |
|-------------|------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------|--------|--------|
|             |      |                            |                           |                              | 1 ay              | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 5.54 | 825                        | 31%                       | 4.39                         | 1%                | 7%     | -10%   |
| Fiyat       | 7.4  |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Yükseliş    |      |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Potansiyeli | 33%  |                            | F/K                       |                              | FD/VAFÖK          |        |        |
|             |      | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012              | 2013 T | 2014 T |
|             |      | 7.7                        | 10.1                      | 6.1                          | 3.9               | 5.4    | 3.5    |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

#### THYAO

|             |      | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı |        |        |
|-------------|------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------|--------|--------|
|             |      |                            |                           |                              | 1 ay              | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 7.08 | 9,770                      | 50%                       | 145.83                       | -5%               | 0%     | 32%    |
| Fiyat       | 10.2 |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Yükseliş    |      |                            |                           |                              |                   |        |        |
| Potansiyeli | 44%  |                            | F/K                       |                              | FD/VAFÖK          |        |        |
|             |      | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012              | 2013 T | 2014 T |
|             |      | 8.6                        | 8.3                       | 6.8                          | 8.0               | 5.7    | 5.1    |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

#### TSKB

|             |      | Piyasa<br>Değeri<br>(TLmn) | Halka<br>Açıklık<br>Oranı | Ort. İşl.<br>Hacmi<br>(TLmn) | Fiyat Performansı   |        |        |
|-------------|------|----------------------------|---------------------------|------------------------------|---------------------|--------|--------|
|             |      |                            |                           |                              | 1 ay                | 3 ay   | YBG    |
| Kapanış     | 1.90 | 2,470                      | 39%                       | 5.53                         | -2%                 | -3%    | 0%     |
| Fiyat       | 2.3  |                            |                           |                              |                     |        |        |
| Yükseliş    |      |                            |                           |                              |                     |        |        |
| Potansiyeli | 19%  |                            | F/K                       |                              | Özsermaye karlılığı |        |        |
|             |      | 2012                       | 2013 T                    | 2014 T                       | 2012                | 2013 T | 2014 T |
|             |      | 8.0                        | 7.6                       | 6.9                          | 19.7%               | 17.6%  | 17.0%  |

[Şirket hakkında yazılmış son rapor için tıklayınız](#)

### Öneri gerekçesi

Alarko'yu enerji segmentindeki kısa ve uzun vadeli beklentilerinden dolayı model portföyümüze ekliyoruz. Bu çerçevede Çanakkale'de Cengiz İnşaat'la eşit paylarla kurulan ortaklık (Cenal) çerçevesinde yapılması planlanan 1,320MW kurulu güce sahip kömür santrali hisseyi portföyümüze almamızdaki temel etmen olarak duruyor. Santralin yapımına yerel mahkemeye ÇED raporu iptali sonrasında ara verilmişti. Şirket esasında söz konusu ÇED raporunun sorunlu taraflarını tadil etmek üzere EPDK'ya mahkeme kararı öncesi başvuruda bulunmuştu ve şirket yetkilileri yıl bitmeden de yeni ÇED raporunun alınmasını bklediklerini belirtiyorlar ve santralin yapımıyla ilgili herhangi bir risk görmediklerini ve 2016 yılında projeyi tamamlamayı planladıklarını belirtiyorlar. Söz konusu santral için yapmış olduğumuz değerlemede 850 milyon toplam ve 425 milyon dolar Alarko'nun payına düşen bir değer buluyoruz. Her ne kadar şirket yetkilileri risk görmeseler de biz olası bir iptal durumuna karşı projeye %80 gibi bir ihtimal koyuyoruz. Bu nedenle de değerlememize 340 milyon dolar olarak yansıtıyoruz. Fakat proje tamamen iptal bile olsa Alarko için 9.8 TL olan mevcut hedefiyatımız 7.4 TL'ye iniyor ki bu da şu anki piyasa fiyatı üzerinden yüksek bir getiri anlamına geliyor. Dolayısıyla proje zaten ucuz olan bir hisseye bir opsiyon değeri veriyor gibi gözüküyor. Bunun yanı sıra 2014 tahminlerine göre 8,2 düzeyinde olan F/K oranı da son derece cazip görünüyor.

Geçtiğimiz 3 ay içinde BIST-100'ün %19 altında performans gösteren BİZİM'i cazip değerlemesi ve defansif yapısı nedeni ile Araştırma Model Portföy'ümüze dahil ediyoruz. Zayıf gelen 3. çeyrek sonuçlarının ardından hisse senedinin gereğinden fazla satıldığını düşünümekteyiz. Ayrıca, geçtiğimiz aylarda Şok'taki hissesini satarak nakit akışı sağlayan şirketin önümüzdeki dönemde mağaza açılışlarına hız vererek büyümesine ivme kazandıracağını tahmin ediyoruz. Diğer perakende şirketleri ile kıyasladığımızda BİZİM, 2015T F/K'ya göre %10 iskontolu işlem görmektedir.

Enka'yı defansif özelliklerinden dolayı model portföyümüze ekliyoruz. Enka'nın genel itibarıyla yaptığı işler bakımından Türkiye'deki piyasa koşullarından oldukça bağımsız olması hisseyi düşen piyasa ortamında daha dayanıklı kılacaktır düşüncesindeyiz. Türkiye'deki tek işi elektrik santralleri olan şirketin söz konusu santralleri de Yap İşlet modeliyle belli bir kar garantisiyle çalışmakta. Ayrıca bu dönemde şirketin sahip olduğu dövizdeki uzun pozisyon da TL'de yaşanabilecek olası değer kayıplarında karlılığa olumlu yansiyabilir.

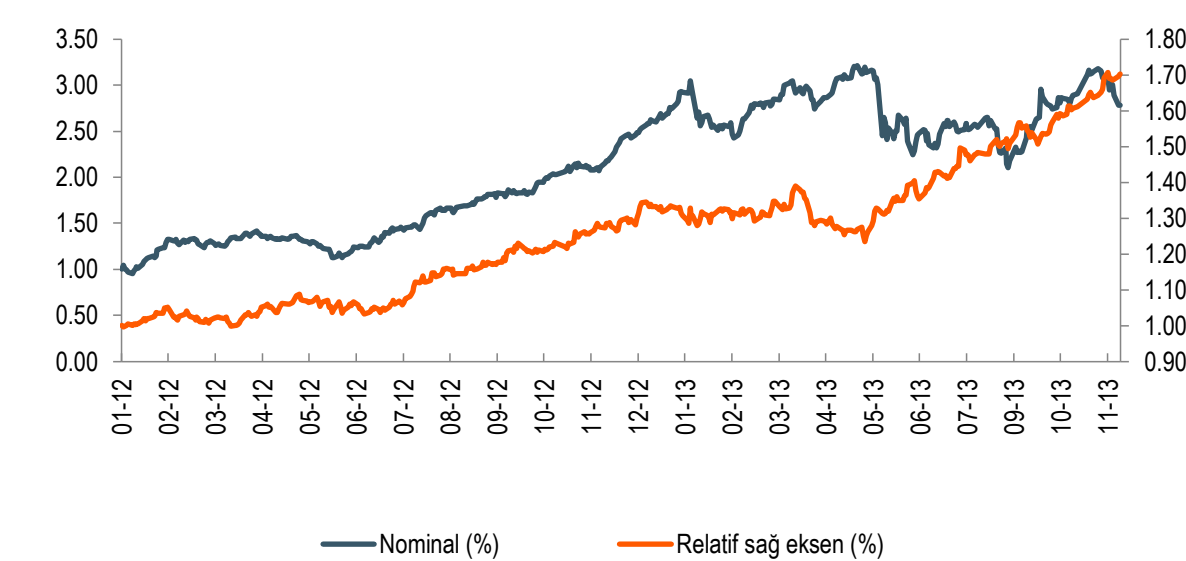
Şirket tarihsel ortalaması olan %52 seviyesinde NAD iskontosu ile işlem görmektedir. İş GYO'nun defansif iş modeli ve yeni konut projelerine girme ihtimali nedeniyle tercih ediyoruz. Hatırlatmak gerekir ki, geçtiğimiz aylarda şirket Zeytinburnu'nda aldıkları arsaya Timur Gayrimenkul ile ortak yeni proje geliştirmeyi planladıklarını duyurmuşlardı. İş GYO için hedef fiyatımız hisse başına 1,81TL olup, yaklaşık %32 yükseliş potansiyeli bulunmaktadır.

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 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 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 gözüküyor. Grup şirketlerinden olan alacaklara yaklaşık %60'lık bir iskonto uygulayarak değerlememize koyduk ve bu şekilde bu riski biraz azaltmaya çalıştık.

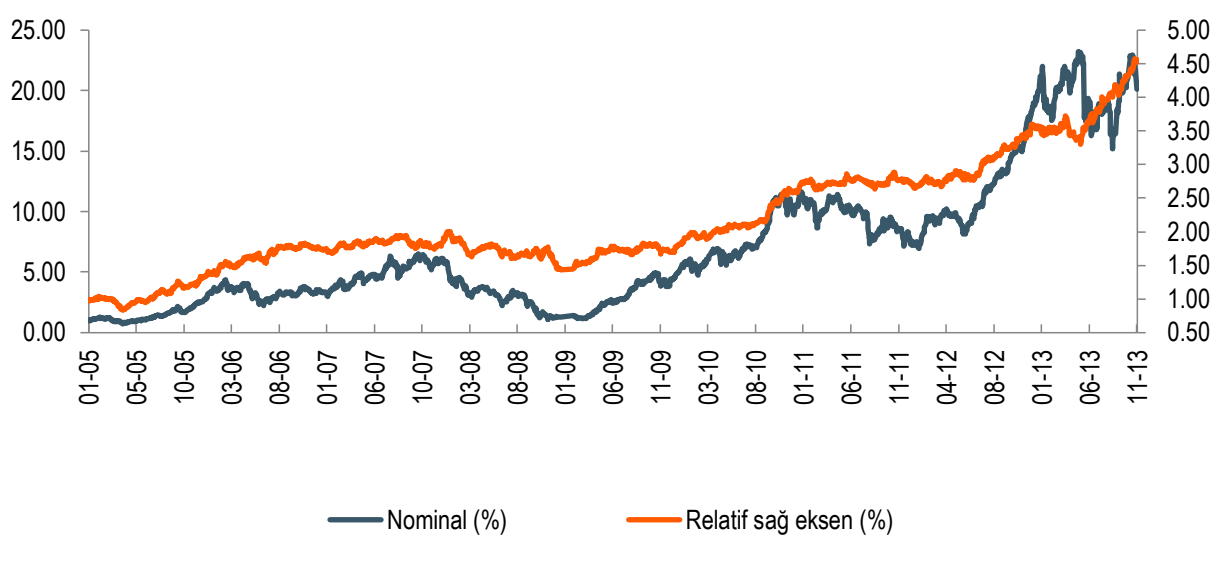
THYAO'yu temelde iki sebepten dolayı portföyümüze ekliyoruz. Öncelikle 3. çeyrek karının açıklanmasından sonra hissenin %5 düşmesi sonucunda beklenenden kötü gelen operasyonel performansın fiyatlara yansıdığını düşünüyoruz. İkinci olarak da güçlü gelen Ekim ayı trafik verilerinin kısa vadede hissede bir momentum yaratabileceğini düşünüyoruz.

TSKB diğer bankalara nazaran faaliyetleri anlamında TL faiz dalgalanmalarından çok daha az etkilenen bir bankadır. Öte yandan, karlılık anlamında bankanın herhangi bir düşüş yaşamadığı 3Ç13 sonuçlarından da görülmektedir. Bankayı korunaklı yapısı dolayısıyla öneri listemizde en çok beğendiğimiz bankalar arasında tutmaktayız. TSKB'nin değerleme anlamında da perakende bankalara göre önemli bir iskontoyla işlem gördüğünü düşünümekteyiz.

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 görüş ve düşünceler, Hisse Senedi Araştırma Bölümüne ait olup, 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 bölümlerde 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.