

16 Mayıs 2011

Piyasalarda Bugün

Piyasa Yorumu

Dünya borsalarındaki bahar havası uzun sürmedi. Yunanistan'ın borcunu yeniden yapılandıracağına yönelik beklentiler, Avrupa ve ABD'de yavaşlama işaretlerine rağmen enflasyonun yükselmeye devam etmesi ve Çin'in para politikasını sıkılaştırmaya devam edeceği endişesi Cuma günü Avrupa ve ABD borsalarında %1 civarında satışlara yol açtı. Gelişmekte olan ülke borsaları küresel piyasalardaki satışlara karşı görece sağlam durdu. MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksindeki düşüş %0.3 olarak gerçekleşti.

Yüksek betaya sahip bir piyasa olarak Türkiye gerek gelişmekte olan ülkeler gerekse gelişmiş ülkelere göre çok daha sert kayıplarla karşılaştı. Cari açığındaki kontrolsüz büyümeye karşı ekonomi yönetiminin daraltıcı maliye ve para politikası tedbirlerinin dozunu artıracığı endişesi Türkiye piyasalarında sert satışlara yol açtı. Türk lirası döviz sepetine karşı %0.7 değer kaybederken, gösterge bononun faizi 12bp artarak %8.74 seviyesine çıktı. İMKB-100 endeksi banka hisselerindeki satışlarla günü %3'e yakın değer kaybıyla kapattı. GE'nin %1.25 payını satacağı iskontolu satacağı beklentisi Garanti Bankası hisselerinden başlayarak sektör geneline yayılan satışlara yol açtı.

Türkiye piyasalarındaki satıcı havanın bugün de devam etmesini bekliyoruz. Bankalar arası ilk işlemlerde gösterge bononun faizi 4bp gevşeyerek %8.78 seviyesinde seyrediyor. Türk lirası dolar-avro döviz sepetine karşı %0.1 yukarıda işlem görüyor. İMKB'nin Asya borsalarındaki satışları izleyerek aşağıda açılması bekleniyor. Bugün yurtdışında istihdam, Merkezi Bütçe ve Tüketici güveni verileri açıklanacak. Yurtdışında Avro bölgesi TÜFE ve ABD Empire İmalat Sanayi verileri izlenecek.

Haberler & Makro Ekonomi

• Mehmet Şimşek Nisan Ayı Bütçe Gerçekleşmeleri İle İlgili Konuştu

Sektörel Haberler

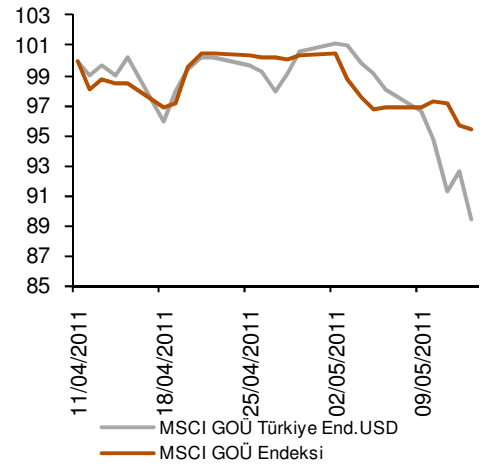
• Karkas et ithalatında gümrük vergisi %60 olarak belirlendi.

Şirket Haberleri

- AKENR TI: Devreye giren santraller sonuçları olumlu etkiledi
- SAHOL TI: Sabancı 1Ç11 Finansal Sonuçları
- AKFEN TI: AKFEN 1Ç11 Finansal Sonuçları: Finansal giderler, FAVÖK'teki iyileşmeyi gölgeledi.
- ANACM TI: Anadolu Cam 1Ç11 sonuçları
- TRKCM TI: Trakya Cam 1Ç11 sonuçları
- SODA TI: Soda Sanayii 1Ç11 sonuçları
- SISE TI: Şişe Cam 1Ç11 sonuçları
- SELEC TI: Selçuk Ecza 1Ç11 sonuçları
- GUBRF TI: Gubretas 1Ç11 sonuçları
- MGROS TI: Migros 1Ç11: Kambiyo giderleri nedeniyle kaydedilen net zarar
- BANVT TI: BANVT 1Ç11: Sonuçlar sürpriz olmadı – zayıf operasyonel performans
- RYSAS TI: REYSAS 1Ç11: Operasyonel tarafta iyileşme gerçekleşmedi.
- PNSUT TI: PNSUT: Sonuçlar beklentilerimize paralel
- PETUN TI: PETUN: Faaliyet giderlerindeki artış şirketin 1Ç11 karını aşağı çekti
- TRGYO TI: Torunlar GYO 1Ç11 finansalları
- SNGYO TI: Sinpaş GYO 1Ç11 finansalları
- CLEBI TI: Çelebi'nin ilk çeyrek zararı 3,3 milyon TL
- AKSA TI: AKSA 1Ç11'de mükemmel sonuçlar açıkladı.

Piyasa Rakamları	Kapanış	1 Gün Δ	1Ay Δ
İMKB-100, TL	64,585	-2.9%	-5.0%
İşlem Hacmi TL mn	3,693	15%	11%
MSCI EM Endeksi	1145	-0.3%	-2.8%
TRLIBOR, 3 Ay%	8.07	0.0 baz	32.1 baz
Gösterge Tahvil	8.74	12.0 baz	2 baz
Eurobond -2030	5.75	0.9 baz	-14.6 baz
US\$/TRY	1.5824	-0.34%	4.2%
EUR/TRY	2.2612	0.45%	0.5%
İMKB 2011T F/K	11.78		
İMKB 2012T F/K	10.54		

MSCI GOÜ Endeksi \$ bazında



MSCI Sektör Endeksleri En İyi / Kötü

En İyi 5	1 Gün Δ	En Kötü 5	1 Gün Δ
Yarı iletkenler	1.6%	Telekom	-0.6%
İlaç&Biotek.	0.8%	Taşımacılık	-0.5%
Teknoloji	0.6%	Teknik ekip.	-0.5%
Sağlık	0.5%	Finansal	-0.5%
Donanım-Yaz.	0.3%	Enerji	-0.4%

İMKB-100 En İyi / En Kötü

En İyi 5	1 Gün Δ	En Kötü 5	1 Gün Δ
GOODY	7%	AYGAZ	-9%
AKSA	7%	BRISA	-9%
IHYAY	7%	EGSER	-8%
DEVA	2%	IHLAS	-8%
BIMAS	2%	NTHOL	-7%

İMKB-100 İşlem Hacmi En Yüksek 5 Şirket

Kodu	Kapanış	1 Gün Δ	Hac. (TL mn)
GARAN	7.20	-3.49%	375
ISCTR	5.14	-3.02%	198
AKBNK	7.44	-1.06%	136
IHLAS	1.26	-8.03%	119
YKBNK	4.23	-5.16%	117

Ajanda

Yurtiçi Ajanda

- 16/05/2011** Merkezi Yönetim Bütçesi-Nisan
Hanehalkı İşgücü Anketi-Şubat
Tüketici Güven Endeksi-Nisan
- 20/05/2011** Program Tanımlı Merkezi Yönetim Bütçesi-Nisan
- 23/05/2011** TCMB Beklenti Anketi (Mayıs II.dönem)

Yurtdışı Ajanda

	Tahm.	Önc.
16/05/2011 JPN:Yerli Şirket Malları Fiyat Endeksi	2,1%	2,0%
JPN:Tüketici Güveni	36,7	38,6
AVR:Euro Bölgesi Çekirdek CPI (YoY)	1,5%	1,3%
AVR:Euro Bölgesi CPI (MoM)	0,6%	1,4%
AVR:Euro Bölgesi CPI (YoY)	2,8%	2,8%
AVR:Euro Bölgesi Ticaret Dengesi	2,0B	-1,5B
BRZ:FGV IPC-S Tüketici Fiyat Endeksi		1,05%
BRZ:FGV Inflation IGP-10 (MoM)	0,52%	0,56%
ABD:Empire İmalat Endeksi	19,75	21,70
ABD:Toplam Net Yabancı Alımları		\$97,7B
ABD:Net Uzun Vadeli Yabancı Alımları		\$26,9B
BRZ:Ticaret Dengesi (FOB) - Haftalık		\$969M
ABD:NAHB Konut Piyasası Endeksi	17	16
ABD:Mortgage Gecikmeleri		8,22%
İNG:Nationwide Tüketici Güveni	46	44

Haberler & Makro Ekonomi

Mehmet Şimşek Nisan Ayı Bütçe Gerçekleşmeleri İle İlgili Konuştu

Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in bütçe gerçekleştirmeleri ile ilgili yaptığı açıklamalara göre, Nisan ayında merkezi yönetim bütçe dengesi 1 milyar TL fazla verdi (geçen sene aynı dönemde 4,5 milyar TL açık verilmişti). Aynı dönemde aylık faiz dışı fazla yıllık bazda %42 genişleyerek 3,7 milyar TL seviyesinde karşımıza çıktı. Böylece yılın ilk dört ayında bütçe açığının yıllık bazda %80 daralarak 3,1 milyar TL, faiz dışı fazlanın ise yıllık bazda %116 artarak 13,5 milyar TL seviyesinde olduğunu görüyoruz. Bütçe gerçekleştirmelerinin detaylarını gün içinde göreceğiz.

Sektörel Haberler

Karkas et ithalatında gümrük vergisi %60 olarak belirlendi.

14 Mayıs 2011 tarihli Resmi Gazete yayımlanan kararla, karkas et ithalatında gümrük vergisi %45'ten %60'a yükseltildi. 19 Mart 2011 tarihinde gümrük vergisinin %30'dan %45' artırıldığını hatırlatmak isteriz. Besicilik faaliyeti yapan BANVT ve TATKS gibi şirketlerin maliyetlerini et ithal eden şirketlere göre dengemesi ve rekabet güçlerini artıracak olması nedeniyle olumlu haber akışı.

Şirket Haberleri

Akenerji

akumbaraci@isyatirim.com.tr

AKENR: Devreye giren santraller sonuçları olumlu etkiledi

Akenerji 1Ç11 finansallarında 1Ç10'da açıkladığı 3 milyon TL net zarara ve 4Ç10'da açıkladığı 24 milyon TL net zarara karşılık 4 milyon TL net kar açıkladı. Bizim beklentimiz 1 milyon TL net kar idi. Tahminimizin sapmasının asıl nedenleri arasında beklenenden daha yüksek gerçekleşen satış hacmi ve AKCEZ katkısının daha yüksek olması bulunuyor.

2010 yılında devreye giren santraller sayesinde yıllık bazda şirketin üretim hacmi arttı. Satışlar 1Ç11'de bizim beklentimiz olan 120 milyon TL'nin üzerinde 137 milyon TL olarak gerçekleşti. Bu rakam yıllık bazda %106 artış göstermesine rağmen çeyreksel bazda %11 oranında bir daralmaya işaret ediyor. Akenerji 1Ç11'de geçen senenin aynı döneminde ürettiği 341 milyon kWh elektriğe karşılık 665 milyon kWh elektrik üretti. Yılın ilk çeyreğinde ise toplam elektrik satışı 1,012 milyon kWh olarak gerçekleşti. 1Ç10'da bu rakam ise 470 milyon kWh idi. Akenerji'nin 1Ç11'de FVAÖK'ü devreye giren hidroelektrik santralleri sayesinde yıllık bazda % 314 artarak 27 milyon TL olarak gerçekleşti. Bizim FVAÖK beklentimiz 18 milyon TL idi.

Akenerji AKCEZ'i özkaynak metoduyla konsolide ediyor ve 1Ç11'de bizim beklentimiz olan 6 milyon TL'nin üzerinde 11 milyon TL tutarında kar kaydetti. Geçen senenin aynı döneminde ise bu rakam 1 milyon zarar idi.

Sonuçlar önceki dönemlere göre daha iyi performans gösterdi. Şu an bütün gözle hisse satışında. Satış sürecinin Haziran ayında tamamlanması bekleniyor.

AKENR TI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	3.59	
PD, mn	1,349	
HAO PD, mn	324	
(x)	2011T	2012T
F/K		28.20
PD/DD	1.57	1.51
FD/FAVÖK	18.57	12.78
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	15.6	15.3
End.Gör.Perf. %	-1.3	1.6

AKENR	(TL mn)	1Ç11	1Ç10	değ.	4Ç10	değ.
Gelirler		137	66	105.8%	153	-10.5%
Brüt Kar marjı		18.3%	9.6%	8.7pp	9.7%	8.6pp
Faaliyet Karı		15	-1	-2196.4%	3	446.5%
Faaliyet Karı marjı		11.0%	-1.1%	12.1pp	1.8%	9.2pp
FVAÖK		27	7	313.9%	12	125.5%
FVAÖK marjı		19.8%	9.8%	10.0pp	7.9%	11.9pp
Net Kar		4	-3	-243.1%	-24	-117.2%
Net Kar marjı		3.0%	-4.3%	7.3pp	-15.7%	18.7pp

Şirket Haberleri

Sabancı Holding

aakalin@isyatirim.com.tr

bdinckoc@isyatirim.com.tr

Bankacılık sektörü Holding'in performansını aşağı çekiyor

Sabancı Holding, Akbank ile paralel şekilde geçen seneki 497mnTL'lik kar rakamının ve 453mnTL'lik piyasa beklentisinin oldukça gerisinde, 401mnTL'lik net kar açıkladı. Finans segmentinde daralan kar marjları, otomotiv ve enerjide iyileşen karlılığa rağmen bu seneki düşük performansın en büyük nedeni. Azalan kambiyo karları nedeniyle 55mnTL'yi bulan finansal giderler de bu sene karın beklenenden daha az gelmesinde en büyük etmenlerin başında geliyor.

Toplam konsolide satış gelirleri, finans segmentinden gelen katkının değişmemesine rağmen, enerji, otomotive ve perakendede sırasıyla görülen %41, %36 ve %22'lik büyüme sayesinde %10 artarak 5.5 milyar TL'ye ulaştı. Toplam gelirler içerisinde finans segmentinin payı geçen senenin aynı döneminde %64 iken, bu çeyrekte %58'e geriledi. Bu gelişme, toplam aktif portföyü içerisinde finansın ağırlığını azaltmak isteyen Sabancı için olumlu.

Konsolide FAVÖK rakamı, Akbank'ın azalan net faiz marjları nedeniyle geçen seneye oranla %12 azalarak 1.2 milyar TL'ye geriledi ve favök marjını da 5 baz puan gerileterek %22'ye çekti. Bunun yanında, 4Ç10'da faaliyete geçen Bandırma Doğalgaz Santrali'nin yüksek verimi sayesinde FAVÖK marjı %7'den %15'e yükselen enerji segmenti, holdingin gelecek dönem karlılığı için umut veriyor.

Holding'in solo net nakit pozisyonu, Aksigorta'nın %31'lik payının 220mn\$'a satılmasının ardından, 2011 ilk çeyreğinde 625mnTL'den 930mnTL'ye yükseldi. Holding'in net finansal giderleri ise geçen seneki 1.6mnTL'lik rakama kıyasla, azalan kambiyo karlarından dolayı dramatik bir şekilde artarak 55mnTL'ye ulaştı ve net kar rakamını oldukça olumsuz etkiledi.

Şirket için tut tavsiyemizi koruyoruz. 8.60 TL'lik hisse hedef fiyatımız, an itibariyle %20'lik bir potansiyele işaret ediyor. Şirket, mevcut aktif değerine oranla %31 iskontolu işlem görüyor ki, bu rakam holding piyasası ortalaması olan %24 rakamının biraz üstünde.

SAHOL TI	TUT	20% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	7.16	8.59
PD, mn	14,609	17,524
HAO PD, mn	6,428	7,711
(x)	2011T	2012T
F/K	8.29	6.95
PD/DD	0.97	0.85
FD/FAVÖK	19.71	16.78
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	14.7	21.6
End.Gör.Perf. %	-4.4	3.7

SAHOL	(TL mn)	1Ç11	1Ç10	Yıllık	4Ç10	Çeyreksele
Satış Gelirleri		5.391,8	4.914,6	9,7%	5.184,7	4,0%
Brüt Kar Marjı		37,9%	42,9%	-5,0pp	41,4%	-3,5pp
Faaliyet Karı		1.056,5	1.224,5	-13,7%	1.097,8	-3,8%
Faaliyet Kar Marjı		19,6%	24,9%	-5,3pp	21,2%	-1,6pp
FAVÖK		1.176,4	1.330,6	-11,6%	1.157,5	1,6%
FAVÖK Marjı		21,8%	27,1%	-5,3pp	22,3%	-0,5pp
Finansal giderler		-55,0	-1,6	n.a.	-53,5	n.a.
Net Kar		401,5	497,4	-19,3%	476,9	-15,8%
Net Kar Marjı		7,4%	10,1%	-2,7pp	9,2%	-1,8pp

Şirket Haberleri

Akfen Holding

bdinckoc@isyatirim.com.tr

Finansal giderler FAVÖK'teki iyileşmeyi gölgeledi

Akfen Holding 1Ç11'de 16mnTL net zarar açıkladı; ki bu rakam geçen sene ve geçen çeyrekte kaydedilen 24mnTL ve 57mnTL'lik net kar rakamlarının oldukça gerisinde. Bu sene biraz daha kötü performans gösterilmesinin ardında Tav İnşaat ve Tav Havalimanları'nın karlılığa yeteri kadar katkıda bulunamamasının yanında, artan finansal giderler büyük rol oynuyor.

Holding bu çeyrekte geçen sene elde edilen rakamın %33 üstünde; toplam 281mnTL'lik satış geliri elde etti. Tav İnşaat ve Tav Havalimanları ile Mersin Limanı'ndan gelen güçlü satış hacmi, bu sene satış rakamlarının güçlü kalmasını sağladı. Tav Havalimanlarında %8 büyüyen trafik rakamları, Mersin Limanı'nda %20 büyüyen konteyner hacmi, güçlü satışların ardındaki en büyük neden.

Holding FAVÖK tarafında da geçen seneye oranla önemli bir gelişme kaydetti. Bu çeyrekte açıklanan 46mnTL'lik düzeltilmiş FAVÖK, geçen seneki 24mnTL'lik rakamının neredeyse iki katına ulaştı. Değerlenen kur ve güçlü operasyonel yönetim TAV havalimanlarında FAVÖK rakamını iki katına çıkarırken, Mersin Limanı'ndaki tarife artışı da geçen seneye oranla FAVÖK'te %50 bir artış sağladı. Toplam konsolide FAVÖK'e etkisi sınırlı da olsa, artan doluluk oranları sayesinde Akfen GYO'daki %85'lik FAVÖK artışı da ileriki çeyrekler için umut verici.

Toplam konsolide borç geçen çeyreğe kıyasla %13 artış göstererek 2.0milyar TL'ye ulaştı. Holding'in solo net borcu ise yine %10 artışla 330mnTL'ye geldi. Net finansal giderler, azalan kambiyo karları ve artan faiz giderlerinden dolayı geçen çeyrekteki 23mnTL'lik rakama kıyasla 68mnTL'ye ulaştı ve FAVÖK tarafındaki iyileşmeyi de gölgeleyerek şirketin bu dönem net zarar açıklamasına neden oldu.

Şirket için al tavsiyemizi koruyoruz. 15.7 TL'lik hedef fiyatımız %39'luk bir getiri potansiyeline işaret ediyor. Şirket, mevcut net katif değerine oranla %38 iskontolu işlem görüyor ki; bu rakam holdingler ortalaması olan %24'ün bir hayli üstünde.

AKFEN TI	AL	39% Potansiyel
(TL)	Çeçerli	Hedef
Kapanış	11.30	15.66
PD, mn	1,644	2,278
HAO PD, mn	460	638
(x)	2011T	2012T
F/K	28.20	11.67
PD/DD	1.93	1.66
FD/FAVÖK	11.80	7.52
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	3.9	2.7
End.Gör.Perf. %	6.7	-7.6

AKFEN	(TLmn)	1Ç11	1Ç10	Yıllık	4Q10	Çeyreksel
Satış Gelirleri		281	211	33.1%	259	8.5%
Brüt Kar Marjı		20%	18%	1.4pp	12%	7.7pp
Faaliyet Karı		20	5	298.8%	14	43.6%
Faaliyet Kar Marjı		7%	2%	4.7pp	5%	1.7pp
FAVÖK		36	17	110.7%	28	32.6%
FAVÖK Marjı		13%	8%	4.8pp	11%	2.4pp
Düzeltilmiş FAVÖK		46	24	88.2%	42	10.1%
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı		16%	12%	4.8pp	16%	0.2pp
Finansal Giderler (net)		-68	-23	n.a.	-62	n.a.
Net Kar		-16	24	n.a.	57	n.a.
Net Kar Marjı		-6%	11%	-16.8pp	22%	-27.5pp

Şirket Haberleri

Anadolu Cam

natasoy@isyatirim.com.tr

Anadolu Cam 2011 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın %66, bir önceki çeyreğin ise %52 üzerinde 32mnTL net kar ile tamamladı. Artan kar marjları ve gelirler şirketin net karını arttıran en önemli etkenler olarak öne çıkıyor. İlk çeyrekte şirket gelirlerini yıllık bazda %20 arttırdı ve 257mn TL gelir elde etti. Hem artan fiyatlar hem de artan satış hacimleri şirketin gelirlerinin artmasına neden oldu. FAVÖK ise 2010 yılının ilk çeyreğine göre %38'lik bir artış gösterdi ve 63 milyon TL olarak gerçekleşti. Bu da şirkete geçen yıl aynı dönemin dört puan üzerinde %25'lik bir FAVÖK marjı sağladı. %23 getiri potansiyeli olan Anadolu Cam için önerimiz AL yönünde.

ANACM TI	AL	23% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	3.45	4.23
PD, mn	1,195	1,465
HAO PD, mn	239	293
(x)	2011T	2012T
F/K	8.22	6.44
PD/DD	1.35	1.15
FD/FAVÖK	4.31	3.63
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	0.5	0.6
End.Gör.Perf. %	-0.8	6.9

Anadolu Cam	mn TL	1Ç11	1Ç10	değişim	4Ç10	değişim
Gelirler		257	214	20%	263	-2%
Brüt Kar Marjı		29%	23%		25%	
Faaliyet Karı		28	13	109%	11	146%
Faaliyet Marjı		11%	6%		4%	
FAVÖK		63	46	38%	45	40%
FAVÖK Marjı		25%	21%		17%	
Finansal Giderler-net		10	16	n.m.	9	9%
Net Kar		32	19	66%	21	52%
Net Kar Marjı		12%	9%		8%	

Şirket Haberleri

Trakya Cam

natasoy@isyatirim.com.tr

Trakya Cam yılın ilk çeyreğini geçen yılın %25 üzerinde 43 milyon TL net kar ile tamamladı. Artan gelirler ve faaliyet karlılığı şirketin net karını arttırmasına neden oldu. Şirket gelirlerini bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 arttırarak 284 milyon TL ciro elde etti. Hem fiyatlardaki hem de satış hacmindeki iyileşmenin şirketin cirosuna olumlu yansıdığını düşünüyoruz. FAVÖK yıllık bazda %24 artış gösterdi ve 83 milyon TL oldu. Bu da şirkete geçen yıla aynı seviyede %29'luk bir FAVÖK marjı sağladı. Operasyonel karlılığı beklentimizin bir miktar üzerinde gelen Trakya Cam hisseleri için AL önerimizi koruyoruz.

TRKCM TI	AL	13% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	3.60	4.06
PD, mn	2,172	2,450
HAO PD, mn	608	686
(x)	2011T	2012T
F/K	11.70	10.07
PD/DD	1.25	1.11
FD/FAVÖK	6.10	5.28
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	2.7	3.1
End.Gör.Perf. %	1.1	15.7

Trakya Cam	mn TL	1Ç11	1Ç10	değişim	4Ç10	değişim
Gelirler		284	230	23%	285	0%
Brüt Kar Marjı		34%	31%		33%	
Faaliyet Karı		51	37	37%	45	13%
Faaliyet Marjı		18%	16%		16%	
FAVÖK		83	67	24%	77	8%
FAVÖK Marjı		29%	29%		27%	
Finansal Giderler-net		1	7	n.m.	16	-91%
Net Kar		43	35	25%	52	-17%
Net Kar Marjı		15%	15%		18%	

Soda Sanayii

natasoy@isyatirim.com.tr

Soda Sanayii geçen yıl aynı dönemin net karını ikiye katlayarak 28 milyon TL net kar elde etti. Hem operasyonel tarafta şirketin karlılığı arttı hem de cirosu arttı geçen yıla göre bu da şirketin net karının iyileşmesine neden oldu. Çeyreksel bazda net kar %2'lik gerileme göstermiş olsa da bunun tek nedeni bir önceki çeyrekte yazılan 15 milyon TL'lik finansal gelirin bu çeyrekte yazılmamış olmasıdır. Şirket her ne kadar satış hacmini açıklamasa da üretim hacmindeki artış şirketin satışlarını arttırdığının açık bir göstergesi. Fiyat artışıyla birleşince bu da şirketin cirosunun yıllık bazda %20 artarak 194 milyon TL seviyesine gelmesine neden oldu. Şirket 2011 yılının ilk çeyreğinde geçen yıl aynı dönemin %57 üzerinde 45 milyon TL FAVÖK elde etti. Bu da şirkete %23'lük bir FAVÖK marjı sağladı. Geçen yıl aynı dönemde şirketin FAVÖK marjı %18 seviyesindeydi. Soda için tahminlerimizin üzerinden geçeceğiz. Hisse için önerimizi AL olarak revize ediyoruz.

SODA TI	TUT	22% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	2.80	3.42
PD, mn	711	868
HAO PD, mn	107	130
(x)	2011T	2012T
F/K	11.29	13.27
PD/DD	1.13	1.05
FD/FAVÖK	5.31	5.54
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	2.2	1.0
End.Gör.Perf. %	17.5	25.0

Soda Sanayii	mn TL	1Ç11	1Ç10	değişim	4Ç10	değişim
Gelirler		194	161	21%	161	20%
Brüt Kar Marjı		27%	24%		19%	
Faaliyet Karı		33	18	86%	17	95%
Faaliyet Marjı		17%	11%		10%	
FAVÖK		45	29	57%	29	55%
FAVÖK Marjı		23%	18%		18%	
Finansal Giderler-net		1	-2	n.m.	15	-93%
Net Kar		28	14	94%	28	-2%
Net Kar Marjı		14%	9%		17%	

Şirket Haberleri

Şişe Cam

natasoy@isyatirim.com.tr

Şişe Cam 2011 yılının ilk çeyreğinde beklentilerin çok üzerinde 123 milyon TL net elde etti. Şirketin net karı geçen yılın aynı dönemine göre %43'lük artış gösterdi. Her iş kolunda görülen iyileşme nedeniyle holding hem gelirlerinde hem de faaliyet karlılığında iyileşme görüldü ve bu da net kara yansıdı. Holdingin gelirleri yıllık bazda %18 artış gösterdi ve 1,092 milyon TL seviyesine yükseldi. En fazl gelir artışı düz cam segmentinde görüldü. Şişe Cam'ın FAVÖK'ü %33 arttı ve 290 milyon TL olarak gerçekleşti. Bu da şirkete %27'lik bir kar marjı sağladı. Trakya Cam ve Soda Sanayii için olan değerlemelerimizi yukarı yönlü revize deacağız. Bu da holdingin net aktif değerine olumlu etki edecektir.

SISE TI	TUT	2% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	3.98	4.04
PD, mn	4,553	4,621
HAO PD, mn	1,411	1,433
(x)	2011T	2012T
F/K	10.14	8.87
PD/DD	1.25	1.11
FD/FAVÖK	4.21	3.73
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	4.9	7.3
End.Gör.Perf. %	18.4	49.5

Sise Cam	(TLmn)	1Q11	1Q10	YoY	4Q10	QoQ
Gelirler		1,093	926	18%	1,101	-1%
Brüt Kar Marjı		33%	28%		31%	
Faaliyet Karı		163	102	60%	135	21%
Faaliyet Marjı		15%	11%		12%	
FAVÖK		290	218	33%	272	6%
FAVÖK Marjı		27%	24%		25%	
Finansal Giderler-net		8	30	n.m.	31	-74%
Net Kar		123	86	43%	144	-15%
Net Kar Marjı		11%	9%		13%	

Selçuk Ecza Deposu

natasoy@isyatirim.com.tr

Selçuk Ecza 2011 yılının ilk çeyreğinde hem bizim hem de piyasa beklentisinin altında 39 milyon TL net kar elde etti. Şirketin net karı geçen yılın aynı dönemine göre %19 geriledi. Her ne kadar gelirler artmış olsa da ve üreticilerden alınan bonuslar değişmemiş olsa da artan rekabetin şirketin karlılığına olumsuz yansıdığını düşünüyoruz. İlaç pazarındaki büyümeye paralel şirketin gelirleri yıllık bazda %10 yükseldi ve 1,317 milyon TL seviyesine geldi. Pazar payı ise değer bazında %35.3 seviyesinden %36 seviyesine, kutu bazında ise %36'dan %36.6 seviyesine yükseldi. Selçuk Ecza'nın brüt kar marjı 2010 yılı ilk çeyreğindeki %7.9'luk seviyesinden %6.9 seviyesine geriledi. Beklentilerimizin çok altında kalan Selçuk Ecza için önerimizi gözden geçiriyoruz.

SELEC TI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	2.37	
PD, mn	1,472	
HAO PD, mn	221	
(x)	2011T	2012T
F/K	7.11	6.70
PD/DD	1.18	1.06
FD/FAVÖK	6.24	5.86
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	1.0	0.9
End.Gör.Perf. %	-2.5	-6.1

Selçuk Ecza	mn TL	1Ç11	1Ç10	değişim	4Ç10	değişim
Gelirler		1,317	1,197	10%	1,270	4%
Brüt Kar Marjı		7%	8%		8%	
Faaliyet Karı		33	44	-26%	44	-26%
Faaliyet Marjı		2%	4%		3%	
FAVÖK		35	46	-24%	46	-25%
FAVÖK Marjı		3%	4%		4%	
Finansal Giderler-net		14	15	-11%	10	39%
Net Kar		39	49	-19%	44	-12%
Net Kar Marjı		3%	4%		3%	

Şirket Haberleri

Gübre Fabrikaları

natasoy@isyatirim.com.tr

Gübretaş 2011 yılı ilk çeyreğinde hem bizim hem de piyasa beklentisinin çok altında yalnızca 6 milyon TL net kar elde etti. Gelirler artan gübre fiyatları ve satış hacmine bağlı olarak yükselse de artan finansal giderler ve Razi operasyonlarında karlılığın düşmüş olması şirketin net karına olumsuz yansıdı. Şirket satış hacmini yıllık bazda %5 arttırırken, gelirlerdeki artış %28 oldu ve şirket konsolide 523 milyon TL gelir elde etti. Razi fabrikasında artan doğalgaz maliyeti yüzünden şirketin FAVÖK'ü geriledi. Yıllık bazda FAVÖK %6 geriledi ve 126 milyon TL oldu. Bu da şirkete konsolide olarak %24'lük marj sağladı. Geçen yıl aynı dönemde şirketin FAVÖK marjı %33 seviyesindeydi. Beklentilerimizin altında bir operasyonel karlılık gösteren Gübretaş hisseleri için önerimizi GÖZDEN GEÇİRİLİYOR olarak değiştiriyoruz.

GUBRFTI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	14.75	
PD, mn	1,232	
HAO PD, mn	271	
(x)	2011T	2012T
F/K	5.91	5.49
PD/DD	1.23	1.05
FD/FAVÖK	2.48	2.33
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	6.6	9.1
End.Gör.Perf. %	-5.6	-12.1

Gubretas	mn TL	1Ç11	1Ç10	değişim	4Ç10	değişim
Gelirler		523	408	28%	419	25%
Brüt Kar Marjı		27%	33%		23%	
Faaliyet Karı		107	117	-8%	65	65%
Faaliyet Marjı		20%	29%		15%	
FAVÖK		126	134	-6%	85	49%
FAVÖK Marjı		24%	33%		20%	
Finansal Giderler-net		-31	-6	n.m.	-60	-47%
Net Kar		6	34	-83%	-2	-378%
Net Kar Marjı		1%	8%		0%	

Torunlar GYO

bberki@isyatirim.com.tr

Torunlar GYO'nun net karı yıllık karşılaştırdığımız zaman %58 azalarak 8.8 milyon liraya geriledi. Net karlılıkta oluşan daralmanın en büyük nedeni ise finansal giderlerin geçen yılki 3.3 milyon TL gelir rakamından 15.7 milyon lira gidere dönüşmesi.

Satış gelirleri özellikle 2010 yılının sonunda açılan Torium AVM'nin katkısıyla yıllık bazda %68 arttı ve 1Ç11'de 42 milyon liraya ulaştı. Konut satış gelirleri ise %19 arttı ve 12.8 milyon liraya yükseldi. Kira gelirleri tarafına baktığımız zaman %102 olan artış Torium AVM'yi çıkardığımız zaman yıllık %27'lik artışı işaret ediyor.

Torunlar GYO'nun toplam kira gelirlerinin Torium AVM'nin katkısıyla 58 milyon liradan 90 milyon liraya çıkmasını bekliyoruz. Hisse mevcut piyasa değerine göre %42 iskontolu işlem görürken sektör ortalaması %3 civarında. Hisse için 12 aylık hedef değerimiz 9.21 lira tavsiyemiz AL yönünde.

TRGYO TI	AL	40% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	6.58	9.21
PD, mn	1,474	2,063
HAO PD, mn	206	289
(x)	2011T	2012T
F/K	21.24	17.01
PD/DD	0.63	0.60
FD/FAVÖK	26.86	19.35
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	7.0	5.0
End.Gör.Perf. %	2.2	6.7

Torunlar GYO	(mInTL)	1Ç11	1Ç10	Yıllık	2010
Gelirler		42.0	25.0	67.8%	232.9
Brüt Marj		60.6%	69.2%		34.4%
Faaliyet Karı		22.0	17.2	28.3%	51.0
Faaliyet Marjı		52.4%	68.6%		21.9%
Finansal Giderler (net)		-15.7	3.3	n.m.	-16.3
Net Kar		8.8	21.0	-58.2%	214.2
Net Marj		20.9%	83.9%		92.0%

Şirket Haberleri

Migros

esuner@isyatirim.com.tr

Migros 1Ç11: Kambiyo giderleri nedeniyle kaydedilen net zarar

Migros 1Ç10'da kaydedilen 59 milyon net kar ve 4Ç10'da kaydedilen 61 milyon TL net zarara kıyasla, 1Ç11'de 134 milyon TL net zarar kaydetti. Euro cinsinden uzun dönem borcundan kaynaklanan 154 milyon TL nakit dışı kambiyo giderlerini şirketin net zarar açıklamasına ana neden olarak gösterebiliriz. Ciroda yıllık bazda %10 artış olmasına rağmen, pazarlama,satış ve dağıtım gideri altında kaydedilen personel ve kira giderlerindeki artış yıllık bazda şirketin FAVOK (bir defaya mahsus giderler ve dava ve yasal karşılıklar dikkate alınarak hesaplanan) rakamının %5 azalmasına neden oldu.

Ciro yıllık bazda %10 artış ve çeyrek bazda %2 azalışla 1Ç11'de 1,575 milyon TL olarak gerçekleşirken, Türkiye operasyonları toplam satış gelirlerinin %95'ini oluşturdu. Yeni mağaza açılımlarıyla ortalama net satış alanı 1Ç11'de yıllık bazda %15.01 artarken, müşteri sayısında aynı dönemde sadece %2.7'lik artış görüldü. Son bir yılda açılan 218 yeni mağazanın, 178 Şok indirim mağazaları formatında oldu.

Brüt kar marjı yıllık bazda sadece 0.2baz puan geriledi. Pazarlama,satış ve dağıtım giderleri altında kaydedilen personel ve kira giderlerinde artış, FAVOK marjının yıllık bazda 1.3 yüzde puan azalmasına neden oldu. Mağaza büyümesini desteklemek adına açılan ek depolar şirketin giderlerinde artışa neden oldu. Fakat, Şok indirim marketlerinin konsept değişikliği için harcanan bir defaya mahsus giderler ve dava ve yasal karşılık giderleri dikkate alındığında, şirket %5.5 FAVOK marjı kaydetti.

Şirket 154 milyon TL kambiyo gideri ve 35 milyon TL banka kredileri faiz gideri dahil 1Ç10'da kaydettiği 23 milyon TL net finansal gelire kıyasla 1Ç11'de 150 milyon TL net finansal gider kaydetti. 2.5 milyar TL tutarında euro cinsi uzun dönem borcu ve 850 milyon TL nakit pozisyonu dikkate alınarak şirketin 1Ç11 Mart 2011 sonu itibarıyla net borcu 1,727 milyon TL. Şirketin 2011 yılı içinde geri ödeme planının olmadığını ve 1.1 milyar Euro olan toplam borcun 98.5 milyon Euro'luk kısmına döviz riskine karşı hedge ettiğini hatırlatmak isteriz. Hedge edilen tutar 2012 ve 2013 yıllarında geri ödenmesi planlanan 141 milyon Euro'nun büyük kısmını karşılıyor. Azerbaycan'daki bağlı ortak hisse satışında 15 milyon TL tutarında bir defaya mahsus nakit girişi olmasına rağmen, işletme sermayesi ihtiyacındaki artış (100 milyon TL) ve 25 milyon TL yatırım harcaması nedeniyle şirket negative 35 milyon TL nakit yarattı. 4.3 milyon TL tutarında bağlı ortak satışından kaynaklanan diğer gider artışı ve 2.4 milyon TL yasal karşılık giderleri net kar rakamını azalmasına neden olan diğer etkenler oldu.

Migros hisseleri için önerimiz bulunmamaktadır. 12 aylık trailing rakamlarına göre, Migros hisseleri 16.6X FD/FAVOK carpanı ile 19.1x carpanı olan BIMAS hisselerine kıyasla %13 ucuz işlem görüyor.

MGROS TI	Ö.Y	
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	23.40	
PD, mn	4,166	
HAO PD, mn	792	
(x)	2011T	2012T
F/K		
PD/DD		
FD/FAVÖK		
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	46.3	16.1
End.Gör.Perf. %	-20.0	-18.7

MGROS	(mn TL)	1Ç11	1Ç10	Değ.	4Ç10	Değ.
Gelirler		1,575	1,434	10%	1,603	-2%
Brüt Kar Marjı		24.7%	24.9%	-0.2pp	23.9%	0.8pp
Faaliyet Karı		36	51	-29%	67	-46%
Faaliyet Kar Marjı		2.3%	3.5%	-1.2pp	4.2%	-1.9pp
FAVÖK		69	82	-16%	100	-31%
FAVÖK Marjı		4.4%	5.7%	-1.3pp	6.3%	-1.9pp
Finansal Giderler-net		(150)	23	na	(110)	36%
Net Kar		-134	59	na	-61	na
Net Kar Marjı		-8.5%	4.1%	-12.6pp	-3.8%	-4.8pp

Şirket Haberleri

Banvit

iurganci@isyatirim.com.tr

esuner@isyatirim.com.tr

BANVT 1Ç11: Sonuçlar süpriz olmadı – zayıf operasyonel performans

Bizim net zarar tahminimiz olan 5 milyon TL ve piyasa beklentisi olan 2 milyon TL net kar rakamının altında kalarak, Banvit 1Ç10'daki 20 milyon TL net kar ve 4Ç10'daki 14 milyon TL net zarara kıyasla 1Ç11'de 8 milyon TL net zarar açıkladı. Hammadde maliyetlerindeki artış ve kanatlı et fiyatlarındaki düşüşle birlikte zayıf operasyonel karlılık, şirketin net zarar kaydetmesine neden oldu.

Bizim tahminimiz olan 250 milyon TL ve piyasa beklentisi olan 246 milyon TL'nin altında kalarak, Banvit yıllık bazda %4 ve çeyrek bazda %5 artışla 1Ç11'de 241 milyon TL ciro kaydetti. Kanatlı et fiyatlarının kırmızı et ithalatıyla birlikte yıllık bazda %1.6 düşmesi ciro büyümesini aşağı çekti. Diğer taraftan, hammadde maliyetleri 2011'in ilk çeyreğinde artmaya devam etti. TUIK verilerine göre, buğday fiyatlarında yıllık bazda %22 artış olurken, mısır fiyatlarında yıllık bazda %11 artış görüldü. Dolayısıyla, şirketin brüt kar marjı artan hammadde maliyetlerinin fiyatlara yansıtılmaması nedeniyle 1Ç10'daki 24%'ten 1Ç11'de %9.9'a geriledi.

Faaliyet giderlerinin satışlara oranı 1Ç10'daki %10.9'dan 1Ç11'DE %11.9'a yükseldi. Sonuç olarak 1Ç10'daki 22 milyon TL FAVOK rakamı 1Ç11'de 0 milyon TL olarak gerçekleşti.

Sonuç olarak, BANVT 1Ç11 sonuçları beklentimiz dahilinde olarak zayıf operasyonel performansa işaret etti. Hisse için 5.70 hedef fiyat ve %14 yukarı potansiyel ile TUT tavsiyemizi koruyoruz.

BANVT TI	TUT	14% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	5.00	5.71
PD, mn	500	571
HAO PD, mn	105	120
(x)	2011T	2012T
F/K	9.15	9.25
PD/DD	2.24	1.92
FD/FAVÖK	7.90	6.73
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	3.3	2.6
End.Gör.Perf. %	6.8	-0.2

BANVT (m n TL)	1Ç11	1Ç10	değişim	4Ç10	değişim
Gelirler	241	231	4%	230	5%
Brüt Kar Marjı	9.9%	24.0%	-14.1pp	10.3%	-0.4pp
Faaliyet Karı	(5)	30	na	(10)	50%
Faaliyet Kar Marjı	-2.0%	13.1%	-15.1pp	-4.2%	2.2pp
FAVÖK	(0)	34	na	-5	na
FAVÖK Marjı	0.0%	14.8%	-14.8pp	-2.3%	2.2pp
Finansal Giderler-net	(6)	(7)	-16%	(10)	-41%
Net Kar	-8	20	na	-14	-39.4%
Net Kar Marjı	-3.5%	8.8%	-12.3pp	-6.0%	2.6pp

Şirket Haberleri

Reysaş Taşımacılık

iurganci@isyatirim.com.tr

REYSAS 1Ç11: Operasyonel tarafta iyileşme gerçekleşmedi.

Bizim tahminimiz olan 4 milyon TL'nin üzerinde olarak, Reysas 1Ç11'de 5 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Araç muayene istasyonları segmentinde gerçekleşen düşük karlılıkla birlikte azalan operasyonel performansa rağmen, düşük finansal giderler ve 1Ç10'da kaydedilen 0.3 milyon TL diğer giderlere kıyasla 1Ç11'de kaydedilen 1.2 milyon TL diğer gelirler şirketin net kar rakamının büyümesini sağladı.

Şirketin cirosu, taşıma ve lojistik segmentinde yeni müşterilerle birlikte görülen büyümeye yıllık bazda %22 arttı. Taşıma ve lojistik segmentinin cirosu yıllık bazda %30 artarak 1Ç10'daki 42 milyon TL'den 1Ç11'de 54 milyon TL'ye yükseldi. Fakat, araç muayene istasyonu gelirleri Maliye Bakanlığı'nın muhasebeleştirme ile ilgili yaptığı düzenlemenin de etkisiyle 1Ç10'daki 8 milyon TL'den 6 milyon TL'ye geriledi.

Taşıma ve lojistik segmentinin brüt kar marjı 1Ç11'de geçen senenin aynı dönemine kıyasla sabit kalarak %20 seviyesinde gerçekleşirken, araç muayene istasyonlarının brüt karı 1Ç10'daki %28'den 1Ç11'de %23'e geriledi. Sonuç olarak şirketin brüt kar marjı 1.2 yüzde puan gerileyerek 1Ç11'de %20.4 oldu. Faaliyet giderlerinin ciroya oranı 1Ç10'daki %7.3'den 1Ç11'de %6'a yükseldi. Sonuç olarak, FAVOK marjı yıllık bazda 2.5 yüzde puan gerileyerek 1Ç11'de %21 olarak gerçekleşti.

Reysas 1Ç11 sonuçları beklentilerimize paralel olarak gerçekleşti. Hisse için 12 aylık 2.34 hedef fiyat ile TUT tavsiyesi vermeye devam ediyoruz.

REYSAS TI	TUT	35% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	1.73	2.34
PD, mn	190	257
HAO PD, mn	116	157
(x)	2011T	2012T
F/K	11.24	10.12
PD/DD	0.92	0.85
FD/FAVÖK	4.69	3.99
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	1.4	1.2
End.Gör.Perf. %	-2.6	-14.6

REYSAS	(mn TL)	1Ç11	1Ç10	Değ.	4Ç10	Değ.
Gelirler		60	50	22%	48	26%
Brüt Kar Marjı		20.4%	21.6%	-1.2pp	18.2%	2.2pp
Faaliyet Karı		9	7	22%	8	12%
Faaliyet Kar Marjı		14.4%	14.3%	0.1pp	16.2%	-1.8pp
FAVÖK		13	12	9%	12	10%
FAVÖK Marjı		21.0%	23.5%	-2.5pp	24.2%	-3.2pp
Finansal Giderler-net		(3)	(5)	-40%	(1)	2.2pp
Net Kar		5	3	43%	2	na
Net Kar Marjı		7.6%	6.4%	1.1pp	3.4%	4.1pp

Şirket Haberleri

Pınar Süt

PNSUT: Sonuçlar beklentilerimize paralel

Beklentimiz olan 17 milyon TL'ye paralel olarak, Pınar Süt yıllık bazda %16 ve çeyrek bazda %57 artışla 18 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Artan operasyonel performansı net kar rakamının artmasına ana neden olarak gösterebiliriz.

Şirketin cirosu, yıllık bazda %4 hacim daralmasına rağmen ortalama satış fiyatlarında yıllık bazda %9 artışla yıllık bazda %5 artarak 145 milyon TL oldu. Öte yandan çeyrek bazda şirketin cirosu %8 oranında hacim daralmasının etkisiyle %2 azaldı.

Brüt kar marjı çığ süt fiyatlarında görülen düşüşle yıllık bazda 4.2 yüzde puan ve çeyrek bazda 3.2 yüzde puan arttı. SET-BIR verilerine göre, ortalama çığ süt fiyatları yıllık bazda %19 ve çeyrek bazda %6.5 geriledi. Fakat, faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki artış FAVOK marjındaki artışı azaltan etmen oldu. Sonuç olarak, FAVOK marjı 1Ç10'daki %13'ten 1Ç11'de %15.8'e yükseldi.

PNSUT 1Ç11 sonuçları şirketin operasyonel performansında iyileşmeye işaret ederken, açıklanan sonuçlar beklentilerimize paralel gerçekleşti.

iurganci@isyatirim.com.tr

esuner@isyatirim.com.tr

PNSUT TI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	16.10	
PD, mn	724	
HAO PD, mn	224	
(x)	2011T	2012T
F/K	11.27	9.99
PD/DD	1.90	1.83
FD/FAVÖK	9.17	7.88
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	1.1	0.5
End.Gör.Perf. %	21.1	11.6

PNSUT (TL mn)	1Ç11	1Ç10	Değ	4Ç10	Değ.
Gelirler	145	138	4.8%	147	-2%
Brüt Kar Marjı	22.7%	18.5%	4.2pp	19.5%	3.2pp
Faaliyet Karı	19	15	31%	11	82%
Faaliyet Kar Marjı	13.3%	10.6%	2.6pp	7.2%	6.1pp
FAVÖK	22.8	18.0	27%	13.9	64%
FAVÖK Marjı	15.8%	13.0%	2.7pp	9.5%	6.3pp
Finansal Giderler- net	0	3	0%	0	0%
Net Kar	18.1	15.5	16%	11.5	57%
Net Kar Marjı	12.5%	11.3%	1.2pp	7.8%	4.7pp

Sinpaş GYO

Sinpaş GYO 2011 yılının ilk çeyreğinde 11.8 milyon lira net kar açıkladı. Şirket geçen sene ilk çeyrekte 4.6 milyon lira net zarar açıklamıştı. Geçen sene son çeyrekte özellikle hız kazanan konut teslimatları biraz yavaşlamış gibi duruyor. Muhasebe standartlarına göre şirket ön satışını yaptığı konutların anahtar teslimini yapmadan finansallara yansıtmadığı için bu sonuçlar Sinpaş'ın bu sene ön satış performansı hakkında bilgi vermiyor. Sinpaş GYO satış gelirlerini yıllık %160 arttırarak 74 milyon liraya çıkardı. Bu sene Sinpaş'ın yaklaşık 1.775 konut teslimatını yapmasını bekliyoruz. Şu an ki piyasa değerine göre Sinpaş GYO hisseleri %17 iskontolu işlem görürken sektör ortalaması yaklaşık %3 civarında. Sinpaş GYO hisseleri için hedef değerimizi şirketin yeni satış hedefleri ile revize edeceğiz.

bberki@isyatirim.com.tr

SNGYO TI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	2.06	
PD, mn	1,030	
HAO PD, mn	381	
(x)	2011T	2012T
F/K	3.85	4.26
PD/DD	0.74	0.65
FD/FAVÖK	4.13	5.13
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	13.6	12.5
End.Gör.Perf. %	1.8	1.2

Sinpaş GYO	(m lnTL)	1Ç11	1Ç10	Yıllık	4Ç10	Çeyreklik
Gelirler		73.5	28.3	159.8%	158.9	-53.7%
Brüt Marj		29.9%	5.3%		23.0%	
Faaliyet Karı		10.1	-8.4	n.m.	22.9	-56.0%
Faaliyet Marjı		13.7%	-29.7%		14.4%	
Finansal Giderler (net)		0.1	4.6		6.8	
Net Kar		11.8	-4.6	n.m.	26.7	-56.0%
Net Marj		16.0%	-16.2%		16.8%	

Şirket Haberleri

Pınar Et ve Un

PETUN: Faaliyet giderlerindeki artış şirketin 1Ç11 karını aşağı çekti

Tahminimiz olan 10 milyon TL'nin biraz altında kalarak, Pınar Et yıllık bazda %2 düşüş fakat çeyrek bazda %3 artışla 1Ç11'de 9.3 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Yüksek faaliyet giderleri nedeniyle gerçekleşen düşük operasyonel performansı net kar rakamının yıllık bazda gerilemesine ana neden olarak gösterebiliriz.

Şirketin ortalama satış fiyatları yıllık bazda %6 artmasına rağmen, satış hacminde yıllık bazda %6 gerileme görülmesi, cironun yıllık bazda %1 gerilemesine neden oldu. Şirket 1Ç10 kaydettiği 83 milyon TL ve 4Ç10'da kaydettiği 82 milyon TL'ye kıyasla 1Ç11'de 82 milyon TL ciro kaydetti. Brüt kar marjı kırmızı et ithalatı ile birlikte düşen fiyatların etkisiyle, yıllık bazda 1.5 yüzde puan artarak 1Ç11'de %19 olarak gerçekleşti.

Faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise yüksek reklam ve personel giderleri nedeniyle 1Ç10'daki %7.9'dan 1Ç11'de %9.7'e yükseldi. Bunun sonucunda, FAVOK marjı 1Ç10'daki %11.9'dan 1Ç11'de %11.6'a geriledi. Sonuç olarak ,PETUN'un 1Ç11 sonuçları çeyrek bazda iyileşme fakat yıllık bazda zayıf operasyonel performansa işaret etti.

iurganci@isyatirim.com.tr

esuner@isyatirim.com.tr

PETUN TI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	7.96	
PD, mn	345	
HAO PD, mn	114	
(x)	2011T	2012T
F/K	11.01	9.96
PD/DD	1.25	1.20
FD/FAVÖK	8.87	7.86
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	0.8	0.5
End.Gör.Perf. %	15.5	19.6

PETUN	(mn TL)	4Ç10	4Ç09	Değ	3Ç10	Değ.
Gelirler		82	83	-1.0%	82	0%
Brüt Kar Marjı		19.0%	17.5%	1.5pp	18.7%	0.3pp
Faaliyet Karı		8	8	-4%	7	4%
Faaliyet Kar Marjı		9.3%	9.6%	-0.3pp	8.9%	0.4pp
FAVÖK		9.5	9.9	-4%	9.3	2%
FAVÖK Marjı		11.6%	11.9%	-0.3pp	11.3%	0.3pp
Finansal Giderler-net		0	1	-65%	0	-38%
Net Kar		9.3	9.4	-2%	9.0	3%
Net Kar Marjı		11.3%	11.4%	-0.1pp	10.9%	0.4pp

Aksa

AKSA 1Ç11'de mükemmel sonuçlar açıkladı.

Aksa yılın ilk çeyreğinde geçen senenin aynı döneminde açıkladığı 1 milyon TL net kara karşılık 43 milyon TL net kar açıkladı. Satışlar 1Ç11'de elyaf bölümünden gelen satış rakamının artmasından dolayı yıllık bazda %30 artarak 384 milyon TL'ye ulaştı. Elyaf tarafından gelen satışların artmasının nedenleri arasında satış hacminin ve ürün fiyatlarının artmasını gösterebiliriz. Şirketin 1Ç11'de kapasite kullanım oranı %93 olarak gerçekleşti. Geçen senenin aynı döneminde ise %86 idi.Şirket yönetimi 2011 yılı için 1 milyar dolar ciro hedefi bulunuyor.

akumbaraci@isyatirim.com.tr

AKSA TI	Ö.Y	
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	4.44	
PD, mn	821	
HAO PD, mn	304	
(x)	2011T	2012T
F/K		
PD/DD		
FD/FAVÖK		
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	6.7	3.5
End.Gör.Perf. %	18.4	22.3

Şirket Haberleri

Çelebi

nokten@isyatirim.com.tr

ihomris@isyatirim.com.tr

Çelebi'nin ilk çeyrek zararı 3,3 milyon TL

Çelebi'nin konsolide gelirleri geçen seneye göre %25 büyüyerek 77,6 milyon TL olurken FAVÖK %18 gerileyerek 6,5 milyon TL oldu. FAVÖK marjı geçen sene ilk çeyrekte %12,8 iken bu çeyrekte %8,4 olarak gerçekleşti. Hem operasyonel karlılıktaki düşüş hem de geçen seneye göre hafif yüksek gelen finansal giderler ve vergi giderleri 3,3 milyon TL zarara neden oldu. Geçen sene ilk çeyrekte Çelebi'nin zararı 2 milyon TL olmuştu.

Gelirlerdeki büyüme özellikle yer hizmetleri ve kargoda gerçekleşti. Yer hizmetleri gelirleri olgunlaşan Türkiye ve Hindistan operasyonlarının katkısıyla %23 büyüyerek 52,3 milyon TL oldu. Çelebi Sabiha Gökçen Havalimanı ve Delhi'de yer hizmetleri faaliyetlerine 2010'un başında başlamıştı. Kargo gelirleriyse yine Türkiye ve Hindistan'da artan hacimlerin etkisiyle %31 büyüyerek 24,5 milyon TL olarak gerçekleşti. Sene başında faaliyete geçen Frankfurt kargo operasyonunun da ilk çeyrekte kargo gelirlerine az da olsa katkısı oldu. Operasyonel giderler personel ve yönetim giderlerindeki artış nedeniyle geçen seneye göre %31 büyüdü ve daha düşük bir FAVÖK marjına yol açtı. Giderlerdeki artışın bir kısmı Hindistan'daki personel ve havaalanı giderlerinden oluşurken geçen sene faaliyette olmayan Almanya operasyonlarından gelen gider de FAVÖK'te ayrıca baskıya neden oldu. Almanya'da ilk çeyrekte 2 milyon TL zarar kaydedildi. Macaristan'da da düşük operasyonel karlılık etkili oldu. Faaliyet giderlerindeki artışın önümüzdeki dönemde gelirlerdeki büyümeye dengeleneceğini düşünüyoruz.

Çelebi'nin zararını ilk çeyreğe has bir durum olarak nitelendirebiliriz. İlk çeyrekte özellikle Türkiye ve Hindistan'da düşük mevsimsellik ve kısıtlı trafik büyümesi görüldü. Dolayısıyla satışların maliyeti ve yönetim giderlerindeki artış gelirlerdeki büyümeden daha hızlı bir şekilde gerçekleşti. İkinci çeyrekte uçak trafiğindeki büyüme ve kargo hacimlerindeki artışın operasyonel karlılıkta önemli ölçüde toparlanm sağlayacağını düşünüyoruz. Almanya'ya baktığımızda sene sonunda pozitif FAVÖK beklemesek de toplam gelirlere yaklaşık %10'luk bir katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

CLEBI TI	G.G	Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	26.40	
PD, mn	642	
HAO PD, mn	141	
(x)	2011T	2012T
F/K	10.71	8.87
PD/DD	3.95	3.42
FD/FAVÖK	6.42	5.71
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	2.2	1.8
End.Gör.Perf. %	10.0	21.3

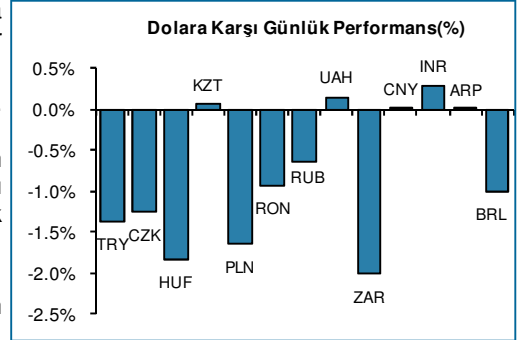
Bugün açıklanan Sermaye Artırımları/Azaltımları ve Temettü Ödemeleri						Hisse Başına		
Kodu	Bedelli (%)	Bedelsiz (%)	Bdsz.Tem. (%)	Brüt Nakit Temettü (%)	Tarih	Baz Fiyat	Temettü	Temettü Verimi
BTCIM				5%	16/05/2011	10.20 TL	0.05 TL	0.49%
BSOKE				5.50%	16/05/2011	2.08 TL	0.06 TL	2.62%
EGGUB				50%	16/05/2011	119.29 TL	0.50 TL	0.42%
ENKAI				7%	16/05/2011	6.05 TL	0.07 TL	1.20%
ERBOS				61.18%	16/05/2011	26.14 TL	0.61 TL	2.35%
FENIS		10.56%	10.03%					
PINSU				23%	30/05/2011		0.23 TL	4.05%
PNSUT				113%	30/05/2011		1.13 TL	7.02%
PETUN				77%	30/05/2011		0.77 TL	9.67%

Döviz Piyasası

- USDTL kuru Cuma günü Avrupa seans saatlerinde 1,5780-1,5860 arasında oldukça dar bir bantta hacimsiz bir piyasada hareket etti. ABD CPI verisinin beklentilere yakın gelmesi piyasaları etkilemedi. Ancak Avrupa Merkez Bankası Trichet'in Yunanistan'la ilgili açıklamaları EURUSD paritesinde tekrar düşüşe neden oldu. Piyasalardaki bu tedirginlik borsalarda satışlara ve USDTL'de tekrar yükselişe sebep oldu. USDTL'nin sabahki seviyelerden satış görmemesi bu hafta için yukarı hareket ihtimalini arttırdı diyebiliriz. USD/TL günü 1,5870, EUR/TL 2,2615 ve TL sepet 1,9242 seviyesinde tamamladı. TL günü Türkiye kapanışına göre USD karşısında %0,51 değer kaybı, EUR karşısında %1,02 değer kaybı ve sepet karşısında %0,81 değer kaybı ile tamamladı.
- Bugün piyasalarda lokallerin USD satış ilgisi piyasa için önemli olacaktır. 1,6000 seviyesine yakın yerlerden lokallerin dolar satmaya başlamasını bekliyoruz. Ancak bu hareketin kuvvetli olmaması durumunda 1,6000 dan sonra 1,6200'lere doğru bir hareket başlayabilir. EURUSD sert düşüşü EURTL'nin üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Fakat TL sepet kritik bir seviye olan 1,9300'e yakın seyrediyor. Bu seviyenin kırılması durumunda TL de değer kaybının hızlanmasını bekleyebiliriz.
- Bugün yerel tarafta başlıca gündem maddeleri Nisan ayı Tüketici Güven Endeksi, Merkezi Hükümet Bilanço'su ve Şubat ayı İşsizlik Oranları olacak. Uluslararası tarafta ise Avrupa'da Euro Bölgesi Çekirdek CPI, Euro Bölgesi CPI ve ABD'de Empire İmalat Endeksi, Toplam Net Yabancı Alımları ve Net Uzun Vadeli Yabancı Alımları verileri açıklanacak.

Döviz Piyasası Verileri		Değişim (%)	
13/05/2011 İtibari ile	Kapanış	Günlük	Yılıçi
Dolar	1.5966	-1.37	-3.29
Euro	2.2504	-0.41	-8.37
Euro/Dolar	1.4095	-0.96	5.58
Sepet	1.9235	-0.81	6.69

Kaynak: Bloomberg



Para Birimleri: Türkiye: TRY, Çek Cum.: CZK, Macaristan:HUF, Kazakistan:KZT, Polonya:PLN, Romanya:RON, Rusya:RUB, Ukrayna:UAH, G.Afrika :ZAR, Çin:CNY, Hindistan:INR, Arjantin:ARP, Brezilya:BRL

Tahvil ve Bono Piyasası

- Sabah saatlerinde yatay hareket eden tahvil piyasası öğleden sonra genel olarak Türk kıymetlerinde gözlenen satış baskısından nasibini aldı. Gün içerisinde gösterge tahvil %8,61-%8,74 bileşik bandında işlem gördü. TL piyasası ve IMKB'deki satışlara paralel, gösterge kıymette getiri günün ikinci yarısında 12bp artarak günü %9,03 basit (%8,74 bileşik) seviyesinden kapattı.
- TCMB'nin bugün 13 milyar TL tutarında haftalık repo geri dönüşü bulunuyor.
- Gösterge kıymette bu sabah geçen kotasyonlar 4bp yukarda %8,78 bileşik seviyesinde bulunuyor.

Eurotahvil Piyasası

- Satış baskısı altında geçen haftanın son gününde gelişmekte olan ülke eurotahvillerinin Cuma gününe tepki alımlarıyla pozitif alanda başladığını gördük. IMF yetkililerden gelen açıklamalar Yunanistan'da iflas ya da yeniden yapılandırmanın sorunlara çözüm getirmeyeceğini piyasalara hatırlattı. Bu haber akışının yanında beklentilerden daha güçlü gelen Euro Bölgesi büyüme verisi yatırımcılara moral verdi. Avrupa'da izlenen önemli gelişmelerden biri İtalya'nın bono ihalesiydi. İtalyan Hazinesi 2016 vadeli tahvil ihalesinde %3,77 bileşik seviyesinden €3,413 milyar; 2040 vadeli tahvil ihalesinde %5,43 bileşik seviyesinden €1,75 milyar borçlandı. 2016 vadede borçlanma maliyeti önceki ay yapılan ihaleye göre gerilerken her iki vadede de talebin arttığını gözlemlendi. İyi açıklanan GDP rakamları ve ABD'den beklentiler dahilinde açıklanan enflasyon verileri piyasalarda alıma destek verdi. New York seansı açılışından sonra beklentilerden iyi gelen University of Michigan Güven Endeksi verisi de pozitif havayı destekledi.
- Türk eurotahvilleri de Cuma gününe tepki alımlarıyla başladı. Avrupa'dan gelen olumlu veriler riskli kıymetlere olan ilgiyi artırdı. 2030 vadeli gösterge eurotahvili hariç, Türkiye ülke eurotahvilleri kısa vadelerde daha büyük olmak üzere bütün vadelerde hafif değer kazandı. Türkiye 2030 vadeli gösterge eurotahvilinin getirisi 1bp yükselerek günü %5,75 bileşik seviyesinden kapattı. Türk 5-yıl vadeli CDS'leri 1bp artışla 157/159 seviyelerinden işlem görüyor.

ÖNERİLERİMİZ

Tahvil ve Bono Piyasası:

- 15-01-2020 Sabit kuponlu kıymet: Uzun vadeli kıymetlerin diğer kıymetlere ve fonlama maliyetlerine göre buldukları seviyelerin hala cazip olduğunu düşünüyoruz, bu nedenle bu kıymetlerde alım öneriyoruz.
- Mevduat: Kısa vadeli kıymetlerin getirilerinin gerilemesi nedeni ile mevduatın kısa vadede kalmak isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Eurotahvil Piyasası:

- %7,50 14-Tem-2017 USD (TUT): Likiditesi artmış olan bu kıymet benzer vadelere göre daha cazip getiri sunuyor. Bu nedenle bu kıymette alım öneriyoruz.
- %7,50 7-Kasım-2019 USD (TUT): Önümüzdeki dönemde USD bazlı eurotahviller arasında 2017 - 2021 vadeleri arasındaki kıymetlerin daha iyi bir performans sergileyeceğini düşünüyoruz.

En Çok İşlem Görenler

Enstrüman	İtfa Tarihi	Vade	Orj. Vade	Dolaşım. Miktar (M il TL)	Günlük Hacim (M il TL)	Haftalık Hacim (M il TL)	Son İşl. Gören Fiyat	Basit Oran (%)	Bileş. Oran (%)	Get Fark 1g (bp)	Get. Fark Hft (bp)	3 ay Bant Düşük (%)	3 ay Bant Yüksek (%)	3 ay Ort. (%)	Dur.	Konv.	PVBP * 100
Hazine Bonoları																	
TRB200711T14	20/07/11	12 m	12 m	4,292	2	61	98.676	7.20	7.41	-6	-16	8.20	8.20	7.76	0.17	0.001	0.17
TRB070911T19	07/09/11	6 m	6 m	754	2	19	97.683	7.40	7.59	0	-15	8.25	8.25	7.90	0.30	0.003	0.30
İskontolu Tahviller																	
TRT200213T25	20/02/13	21 m	22 m	5,646	704	5,523	86.220	9.03	8.74	12	31	8.20	8.74	8.47	1.70	0.049	1.32
TRT030811T14	03/08/11	3 m	22 m	11,175	299	757	98.367	7.39	7.60	-2	-3	7.34	8.34	7.93	0.21	0.020	0.21
TRT080812T26	08/08/12	15 m	21 m	13,412	158	306	90.414	8.60	8.52	-2	3	8.14	9.05	8.66	1.18	0.030	1.01
Sabit Getirili Tahviller																	
TRT150120T16	15/01/20	8.7 y	10 y	8,798	12	162	107.000	9.30	9.52	0	11	9.24	9.84	9.47	5.64	0.002	6.15
TRT280813T13	28/08/13	2.3 y	5 y	3,071	6	7	114.100	9.04	9.24			8.73	9.39	9.11	1.90	0.000	2.22
TRT270116T18	27/01/16	4.7 y	5 y	3,134	3	53	99.500	9.13	9.34	2	11	9.00	9.46	9.25	3.70	0.002	3.76

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.