

26 Ağustos 2011

# Piyasalarda Bugün

## Piyasalar

Dünya Borsaları üç günlük çıkışın ardından Perşembe gününü FED Başkanı Bernanke'nin konuşmasının ardından gelen kar satışları nedeniyle düşüşle kapadı. Almanya'da banka hisselerinin açığa satışına yasak getirilmesi ile ilgili olan spekülasyonlar piyasalara satış getirdi. Asya piyasaları ABD'yi takip ederek Cuma günü ekside açıldı. Bugün Bernanke'nin konuşmasının ardından önümüzdeki hafta piyasalardaki satış dalgası daha kuvvetlenebilir.

Türkiye borsaları gelen kar satışlarıyla Perşembe günü %0.2 puanla ekside kapadı. Tahvil piyasasında kar satışlarına rağmen gösterge tahvilin faizi % 7.94'e geriledi. Türk Lirası ise uzun zamandan beri ilk kez dolar avro sepetine karşı %1'e yakın artış gösterdi. Türk lirasının değer kazanmasında Merkez Bankası Başkanı Başçı'nın Temmuzdan itibaren cari dengede bir düzelme başladığını söylemesi etkili oldu.

Bugün borsanın ABD ve Asya piyasalarındaki satışlara rağmen Türk lirasının değer kazanmasının verdiği destekle yatay açılmasını bekliyoruz. Bernanke'nin konuşmasından önce işlem hacimlerinin zayıf olacağını düşünüyoruz. Yabancı yatırımcıların haftaya Türkiye'de bayram tatili olması nedeniyle yatırımlarını sınırlı tutacaklarını düşünüyoruz. IMKB haftaya Pazartesi yarım gün açık ve daha sonra Cuma gününe kadar kapalı olacak. Sabah ilk işlemlerde gösterge tahvilin faizi %7.94 olurken TL dolar karşısında bir miktar güçlenerek 1.7506 seviyesinde işlem görüyor.

MB Başkanı Erdem Başçı'nın dış ticaret açığı ile ilgili piyasaya verdiği olumlu sinyaller üzerine temmuz dış ticaret verisi bugün izlenecek en önemli bir başlık. Yurtdışı tarafında ise gözler Bernanke'nin konuşmasında olacak. Bernanke'nin konuşmasının Ekim 2011 kontratının açılış fiyatının da belirlendiği IMKB'nin son yarım saatine denk gelmesi piyasalarda heyecanı artıracak.

## Haberler & Makro Ekonomi

- **Bakan Şimşek'ten Temkinli Ancak İlimli Mesajlar**
- **İktisadi Yönelim Anketi Ağustos 2011**

## Sektörel Haberler

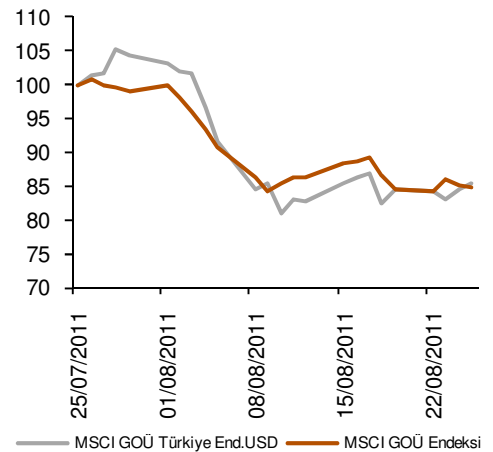
- **Sok'ta hisse devri tamamlandı**
- **Aygaz'ın Totalgaz'ın tüp gaz bayi sözleşmelerinin devir işlemi tamamlandı - Nötr**

## Şirket Haberleri

- **MGROS TI:** Yüksek kambiyo gideri net zarara neden oldu
- **ANELE TI:** Anel Elektrik 2Ç11'de 5 milyon net kar elde etti.
- **AKENR TI:** Hidroelektrik santralleri operasyonel tarafı olumlu etkiledi
- **AKSA TI:** AKSA 2Ç11 finansallarını açıkladı...
- **ULKER TI:** ULKER 2Ç11:Hisse satışından elde edilen finansal gelirler kar rakamını yükseltti.
- **PNSUT TI:** Güçlü 2Ç11 sonuçları
- **SAHOL TI:** SAHOL 2Ç11 Sonuçları: Bir defalık gelirler marjlardaki daralmayı saklayamaz
- **ALARK TI:** ALARK 2Ç11 Sonuçları: Enerji oyuna nihayet dahil oldu.
- **KCHOL TI:** KCHOL 2Ç11: Isınan ekonomi Koc Holding'in kar rakamını olumlu etkiledi.
- **PETUN TI:** Zayıf operasyonel performans, 2Ç11'de düşük kar

| Piyasa Rakamları     | Kapanış | 1 Gün Δ  | 1Ay Δ     |
|----------------------|---------|----------|-----------|
| İMKB-100, TL         | 52,968  | -0.2%    | -13.2%    |
| İşlem Hacmi TL mn    | 2,107   | 7%       | -4.8%     |
| MSCI EM Endeksi      | 973     | -0.5%    | -15.3%    |
| MSCI Türkiye Endeksi | 434     | 1.0%     | -14.7%    |
| TRLBOR, 3 Ay%        | 7.74    | 0.0 baz  | -90.6 baz |
| Gösterge Tahvil      | 7.94    | -4.0 baz | -94 baz   |
| Eurobond -2030       | 5.71    | 0.0 baz  | 0.9 baz   |
| US\$/TRY             | 1.7700  | -0.47%   | 2.9%      |
| EUR/TRY              | 2.5561  | -0.49%   | -0.5%     |
| İMKB 2011T F/K       | 10.87   |          |           |
| İMKB 2012T F/K       | 9.42    |          |           |

### MSCI GOÜ Endeksi \$ bazında



| MSCI Sektör Endeksleri En İyi / Kötü |         |               |         |
|--------------------------------------|---------|---------------|---------|
| En İyi 5                             | 1 Gün Δ | En Kötü 5     | 1 Gün Δ |
| Yarı iletkenler                      | 0.9%    | Perakende     | -1.9%   |
| GYO                                  | 0.4%    | Teknik ekip.  | -1.4%   |
| Sağlık                               | 0.3%    | Temel Tüketim | -1.1%   |
| Telekom                              | 0.1%    | Donanım-Yaz.  | -1.1%   |
| Teknoloji                            | -0.2%   | Enerji        | -0.8%   |

| İMKB-100 En İyi / En Kötü |         |           |         |
|---------------------------|---------|-----------|---------|
| En İyi 5                  | 1 Gün Δ | En Kötü 5 | 1 Gün Δ |
| TSPOR                     | 22%     | FENER     | -18%    |
| BJKAS                     | 9%      | HURGZ     | -5%     |
| EKGYO                     | 6%      | DYHOL     | -5%     |
| GSRAY                     | 6%      | GSDHO     | -4%     |
| TTRAK                     | 4%      | AFYON     | -4%     |

| İMKB-100 İşlem Hacmi En Yüksek 5 Şirket |         |         |              |
|-----------------------------------------|---------|---------|--------------|
| Kodu                                    | Kapanış | 1 Gün Δ | Hac. (TL mn) |
| GARAN                                   | 6.16    | -0.65%  | 358          |
| EKGYO                                   | 2.22    | 6.22%   | 160          |
| ISCTR                                   | 4.32    | -2.26%  | 133          |
| BJKAS                                   | 8.84    | 9.41%   | 107          |
| YKBNK                                   | 3.29    | -1.20%  | 56           |

## Ajanda

### Yurtiçi Ajanda

**26/08/2011** PPK Tutanakları-Ağustos

Dış Ticaret İstatistikleri-Temmuz (İş Yatırım tahmini: 8,26 milyar dolar, Piyasa medyan tahmini: 9,46 milyar dolar)

Turizm İstatistikleri-Temmuz

CLEBI 2Ç11 mali tablo açıklaması (Piyasa net kar beklentisi: 2 milyon TL)

THYAO 2Ç11 mali tablo açıklaması (İş Yatırım net kar beklentisi: -130 milyon TL, piyasa beklentisi: -59 milyon TL)

### Yurtdışı Ajanda

|                                                | Tahm. | Önc.  |
|------------------------------------------------|-------|-------|
| <b>26/08/2011</b> JPN:Tokyo CPI YoY Saat:02:30 |       | 0,5%  |
| JPN:Tokyo CPI-Taze Yiyecekler Hariç YoY        |       | 0,4%  |
| JPN:Tokyo CPI-Gıda ve Enerji Hariç YoY         |       | 0,3%  |
| JPN:Ulusal CPI YoY Saat:02:30                  |       | 0,2%  |
| JPN:Ulusal CPI-Taze Yiyecekler Hariç           |       | 0,4%  |
| JPN:Ulusal CPI-Gıda ve Enerji Hariç YoY        |       | 0,1%  |
| AVR:Euro Bölgesi M3 Para Tabanı s.a. 3         |       | 2,2%  |
| AVR:Euro Bölgesi M3 Para Tabanı s.a.           |       | 2,1%  |
| İNG:GDP (QoQ) Saat:11:30                       |       | 0,2%  |
| İNG:Toplam İş Yatırımları (QoQ)                |       | -3,2% |
| İNG:Toplam İş Yatırımları (YoY)                |       | 2,7%  |
| ABD:GDP QoQ (yılık) Saat:15:30                 | 1,2%  | 1,3%  |
| ABD:Kişisel Tüketim Saat:15:30                 |       | 0,1%  |
| ABD:GDP Fiyat Endeksi Saat:15:30               | 2,3%  | 2,3%  |
| ABD:Çekirdek PCE QoQ Saat:15:30                | 2,1%  | 2,1%  |
| BRZ:Net Borç % GDP Saat:16:30                  |       | 39,7% |
| BRZ:Nominal Bütçe Dengesi Saat:16:30           |       | -5,6B |
| BRZ:Ön Bütçe Dengesi Saat:16:30                |       | 13,4B |
| ABD:Michigan Üniversitesi Güven                | 57,0  | 54,9  |

## Sektörel Haberler

### Sok'ta hisse devri tamamlandı

Bizim Toptan ve Migros Sok'ta hisse devrinin tamamlandığını açıkladılar. Şok'un yeni ortaklık yapısında, Bizim Toptan %10 hisseye sahip olurken, Gozde Girişim Sermayesi %39, Turkish Retail Investments B.V ise %50 hisseye sahip olacak. Geriye kalan %1 hisse ise diğer ortaklara ait olacak. Yeni ortaklık yapısının Bizim Toptan için olumlu buluyoruz. Bu şekilde hali-hazırda kar etmeyen Sok operasyonlarının Bizim Toptan'ın net kar rakamına olumsuz etkisi ortadan kalkmış olacak.

### Aygaz'ın Totalgaz'ın tüp gaz bayi sözleşmelerinin devir işlemi tamamlandı - Nötr

Totalgaz markası altında yeralan bayilik sözleşmeleri ve bu sözleşmeler ile ilgili markaya ait lisansların kullanım haklarının Aygaz'a devir işlemi, Rekabet Kurumu izni ve EPDK onayını sonrasında tamamlanmış olup devir bedeli 32.8 milyon TL peşin ve nakden ödendiğini Aygaz duyurdu. Tüplü gaz pazarında Aygaz'ın ve Totalgaz'ın pazar payı sırasıyla 39% ve 4.5%. Nötr

## Haberler & Makro Ekonomi

### ***Bakan Şimşek'ten Temkinli Ancak İlimli Mesajlar***

Maliye Bakanı Mehmet Şimşek, katıldığı bir TV programında küresel ekonomiye ilişkin endişelere ve Türkiye ekonomisi üzerindeki olası etkilerine dair temkinli ancak ilimli mesajlar verdi. Bakan Şimşek, küresel ekonomide ikinci bir dip ihtimalini kuvvetli bulmadığını ancak uzun dönemde potansiyelin altında seyreden zayıf bir büyüme dönemine girildiğini düşündüğünü belirtti.

Küresel piyasalara dair endişeler beklenti kanalı üzerinden iç talebi zayıflatacaktır. Bakan Şimşek, beklenti kanalı üzerinden gelen karamsar havanın kredi cephesinde hem arz hem de talep üzerinde caydırıcı bir etki yapacağını belirtti. Bu açıdan daha önceden vurgulanan kredi büyümesinin yıllık %25 seviyelerinde gerçekleşme hedefinde ısrar etmenin doğru olmayacağını sözlerine ekledi. Şu ana kadar açıkca ifade edilmese de Merkez Bankası'nın (MB) da bu hedefte ısrar etmeyeceğine inanıyoruz. Ancak bu, kredilerin sınırsız şekilde büyümesine izin verileceği anlamına gelmemeli. Başbakan Yardımcısı Ali Babacan'ın da ifade ettiği üzere kredi büyümesinin aşırı seviyelere çıkmasına izin verilmeyecektir.

Kur cephesinde TL'nin mevcut seviyesi hakkında yorum yapmaktan kaçınan Bakan Şimşek son dönemde kurda görülen zayıflığın kamu dış borcu üzerinde etkisinin kısıtlı olacağını ancak özel sektör dış borcunun yakından takip edilmesi gerektiğini belirtti.

Hükümetin cari açıkla mücadele adına yapısal reformları hayata geçirmek üzere bir eylem planı hazırlığında olduğu görülüyor. Bakan Şimşek önümüzdeki dönemde özellikle dış ticaret açığı verdiğimiz kalemlerde yerli üretimi desteklemek adına yeni bir teşvik sistemi getirilebileceğini belirtti. Hali hazırda devam eden yatırımlar da olası yeni sistemden, şartları yerine getirmeleri halinde, yararlanabilecek.

Önümüzdeki yıllarda büyüme performansının potansiyel büyümenin altında kalması, bütçe içerisinde dolaylı vergilerin geniş pay alması sebebiyle gelirleri zayıflatılabilir. Bakan Şimşek mali cephede alt yapının sağlam olduğunu ve güvenilir bir makro çerçevenin temkinli mali politika adına önem taşıdığını vurguladı. Bakan Şimşek'in yorumu Eylül sonu- Ekim başı açıklanması beklenen Orta Vadeli Program'ın yakından takip edilmesi gerektiğini bir kez daha gösteriyor.

Hükümetin özelleştirmelerdeki kararlılığının da devam ettiği görülüyor. Ek olarak kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması çerçevesinde elde edilen gelirlerin önemli bir kısmının tasarruf edilecek olması da gelirler cephesini kısa vadede destekleyecektir.

İletişim vergilerinin düşürülmesi konusunda Bakan Şimşek mevcut vergileme rejiminin adil olduğunu belirtmesine rağmen gerekli görülmesi halinde iletişim üzerindeki vergi yükünün düşürülmesi konusunda Maliye Bakanlığı'nın işbirliğine hazır olabileceğini sözlerine ekledi. Öte yandan belirli bir tarih vermemesine rağmen Bakan Şimşek kayıt dışı ekonomiyle mücadele adına vergi tabanının genişletilmesi konusunda yapılan çalışmaların önümüzdeki dönemde TBMM'ye sunulacağını belirtti.

Bakan Şimşek'in, orta vadede enflasyonun düşük tek haneli seviyelerde kalması adına maliye politikasının para politikasına verdiği desteğin devam edeceği vurgulaması son dönemde hükümet cephesinden MB'nin para politikasına duruşuna verilen desteğin yinelendiğini gösteriyor.

## Haberler & Makro Ekonomi

### İKTİSADİ YÖNELİM ANKETİ Ağustos 2011

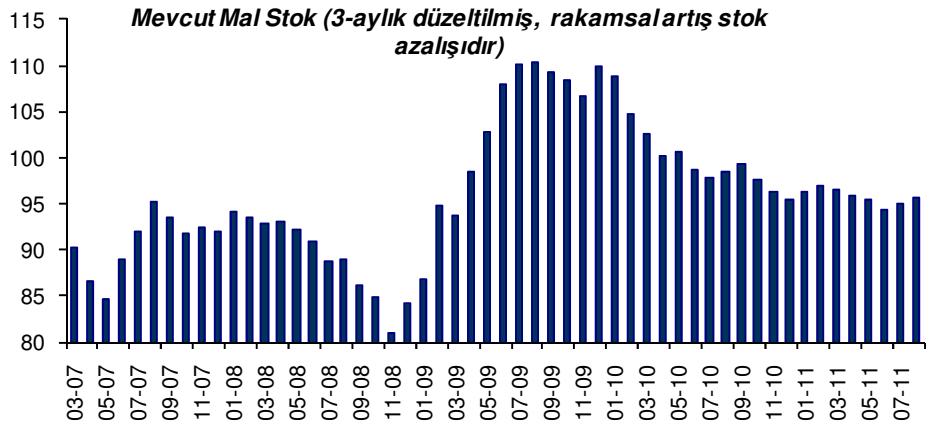
## Beklenti Kanalı Karamsarlığı Körüklüyor

*Reel kesim güven endeksi  
Aralık 2010'dan beri en  
düşük seviyesine geriledi*



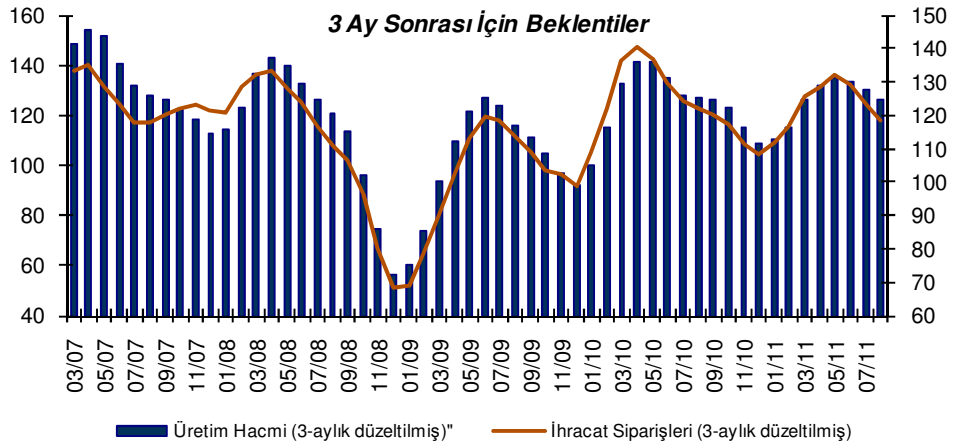
Kaynak: TCMB, İş Yatırım

*Son iki ayda stokların  
erimeye başladığını  
görüyoruz*



Kaynak: TCMB, İş Yatırım

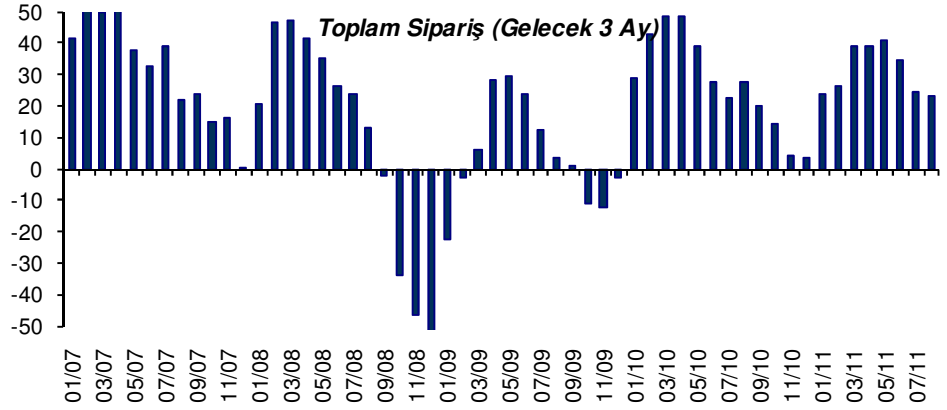
*Türkiye'nin ihracat  
pazarlarında süre gelen  
sorunlar nedeniyle  
daralan dış talebi, üretim  
hacmini olumsuz etkiliyor*



Kaynak: TCMB, İş Yatırım

Toplam sipariş beklentilerinin Aralık 2010'dan bu yana en düşük seviyeye gerilemesi...

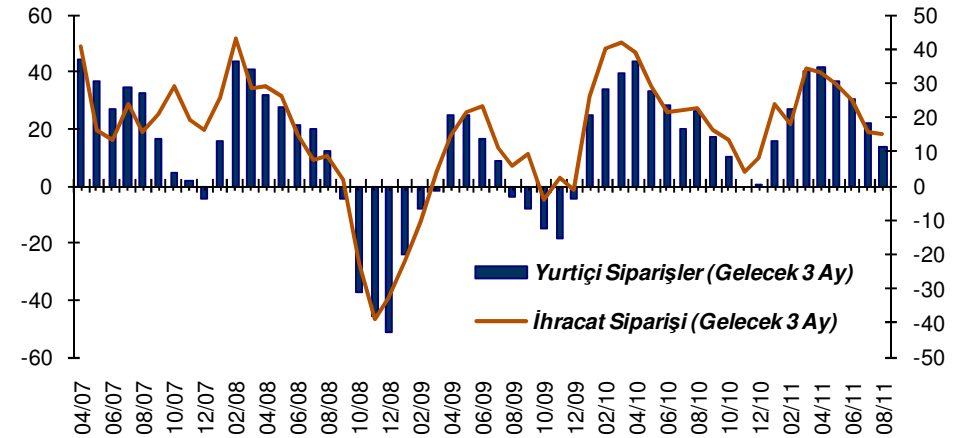
...MB'nin iktisadi aktivitenin hız kesmesine dair endişelerinin haklılığını ortaya koyuyor



Küresel bazda yaşanan sorunlar beklentiler kanalıyla iç talebi sınırlayarak...

...toplam talep cephesindeki karamsar havayı körüklüyor

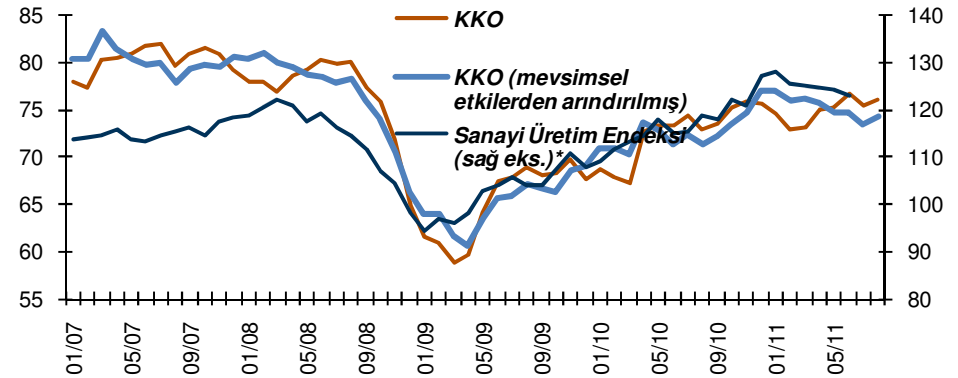
Kaynak: TCMB, İş Yatırım



Mevsimsel etkilerden arındırılmış rakamlara baktığımızda geçen ay %73,4 seviyesinde bulunan KKO'nun %74,3'e yükseldiğini görüyoruz

Ancak dış talebin görece düşük seyrettiği ve iç talebin de yavaşlamaya başladığı bir ortamda KKO'nun aylık bazda yükselişine temkinli yaklaşıyoruz

Kaynak: TCMB, İş Yatırım



Artan küresel risklerin körüklediği karamsarlık nedeniyle katılımcıların yatırım yapma iştahlarının gerilediği görülüyor

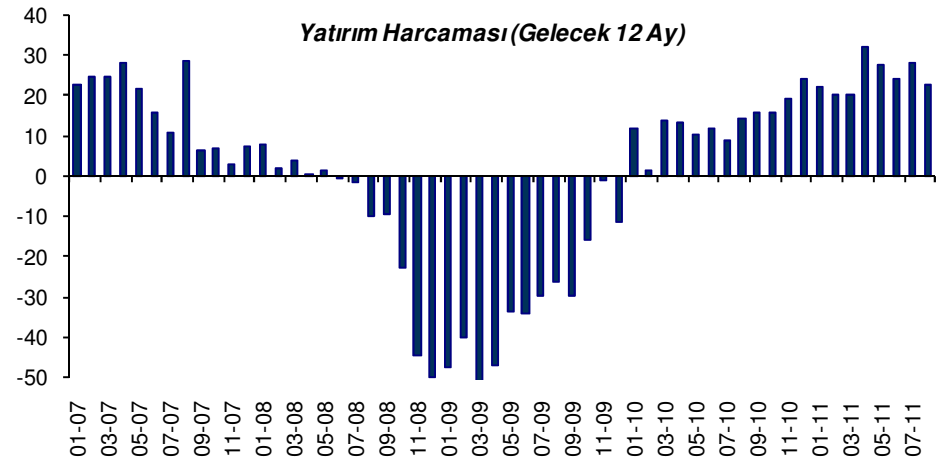
Kaynak: TCMB, İş Yatırım

\*Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış

Küresel piyasalara dair endişelerin beklentiler kanalı üzerinden toplam talebi zayıflatması...

...faizlerin görece düşük seviyelerde sürdürülmesini destekleyecektir

Yatırım Harcaması (Gelecek 12 Ay)



Kaynak: TCMB, İş Yatırım

## Şirket Haberleri

### Migros

esuner@isyatirim.com.tr

#### Yüksek kambiyo gideri net zarara neden oldu

Beklentilerin altında, Migros yılın ikinci çeyreğinde 199 milyon TL net zarar açıkladı. Şirket geçen yılın aynı döneminde 74 milyon TL kar rakamı açıklamıştı. Ciro büyümesiyle birlikte artan karlılığa rağmen gelen zarar yüksek kambiyo giderlerinin neden olduğu finansman giderlerinden kaynaklanmaktadır. Beklentimize paralel, şirket 2Ç11'de yıllık bazda % 11, çeyrek bazda %8 büyüme ile 1,369 milyon TL ciro rakamı elde etti. 2Ç11'de brüt kar marjı yıllık bazda 0.3 baz puan iyileşme gösterirken çeyrek bazda 0.4 baz geriledi. Faaliyet giderlerinin ciroya oranı yılın ikinci çeyreğinde yıllık bazda 0.1 baz puan, çeyrek bazda ise 0.2 baz puan düştü. Neticede şirket yine beklentimize paralel 85 milyon TL FAVÖK rakamı elde etti. FAVÖK marjı ise 2Ç11'de %6.2 olarak gerçekleşirken, geçen yılın aynı dönemindeki %5.9 seviyesinin üzerinde ancak bu yıl ilk çeyrekteki %6.5 seviyesinin altında kaldı. Şirket sürdürlemeyen faaliyetler kalemine kaydettiği Şok operasyonlarından beklentimizin biraz altında 23 milyon TL zarar yazdı. Migros'un 2Ç operasyonel performansı beklentimize paralel. Hisse için 25.46 TL hedef fiyatımızla AL tavsiyemizi koruyoruz.

| MGROS TI        | AL      | 82% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 14.00   | 25.46          |
| PD, mn          | 2,492   | 4,532          |
| HAO PD, mn      | 449     | 816            |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 25.99   | 15.73          |
| PD/DD           | 1.73    | 1.56           |
| FD/FAVÖK        | 12.30   | 10.87          |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi         |
| Ort.Hac.Mn      | 19.8    | 22.5           |
| End.Gör.Perf. % | -8.3    | -40.7          |

| Migros (TLmn)               | 2Ç11   | 2Ç10  | Değ.  | 1Ç11   | Değ.   | 1Y11   | 1Y10  | Değ.  |
|-----------------------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Ciro                        | 1,369  | 1,231 | 11%   | 1,271  | 8%     | 2,640  | 2,384 | 11%   |
| Brüt Kar Marjı              | 26.1%  | 25.7% | 0.3pp | 26.5%  | -0.4pp | 26.3%  | 25.7% | 0.5pp |
| Faaliyet Karı               | 55     | 44    | 25%   | 53     | 3%     | 108    | 91    | 18%   |
| Faaliyet Kar Marjı          | 4.0%   | 3.6%  | 0.4pp | 4.2%   | -0.2pp | 4.1%   | 3.8%  | 0.3pp |
| FAVÖK                       | 85     | 73    | 16%   | 83     | 2%     | 168    | 149   | 12%   |
| FAVÖK Marjı                 | 6.2%   | 5.9%  | 0.3pp | 6.5%   | -0.3pp | 6.4%   | 6.3%  | 0.1pp |
| Finansman Gideri, net (206) | 53     | n.a.  |       | (147)  | 40%    | (352)  | 159   | n.a.  |
| Net kar                     | (199)  | 74    | n.a.  | (128)  | 55%    | (327)  | 133   | n.a.  |
| Net Kar Marjı               | -14.5% | 6.0%  | n.a.  | -10.1% | -4.4pp | -12.4% | 5.6%  | n.a.  |

## Şirket Haberleri

### Anel Elektrik

natasoy@isyatirim.com.tr

Anel Elektrik 2Ç11'de 5 milyon net kar elde etti. Bu rakam çeyreklik bazda %26'lık bir düşüş göstermesine rağmen, yıllık bazda bakıldığında önceki yılın aynı döneminde 2.9 milyon TL net zarar açıklamıştı. Altı aylık toplam kar ise yıllık bazda %23'luk bir düşüş göstererek 13 milyon TL'ye ulaştı. Anel Elektrik satışlarını ve operasyonel karlılığını önemli ölçüde arttırmalarına rağmen, yükselen finansal giderler ve vergi borçları (şirket 1Y11'de 1 milyon TL ver zararı açıklamasına karşın, 1Y10'da 14 milyon TL vergi karı açıkladı) net karda daralmaya neden oldu.

Şirket 2Ç11'de 115 milyon TL satış geliri elde etti. Gelirler çeyreklik bazda ise %46'lık bir büyümeye gösterirken, yıllık bazda yaklaşık ikiye katlandı. Altı aylık toplam gelirler ise 194 milyon TL'ye ulaşırken, önceki yılın aynı dönemine kıyasla %81'lik bir büyümeye gösterdi. 1Y11'de mekanik kontratlar 87 milyon TL'ye yükselerek 7 katlık bir büyümeye gösterirken, elektrik kontratları yıllık bazda 24'luk bir büyümeye göstererek 123 milyon TL'ye çıktı. Önceki yılın ilk altı ayına kıyasladığımız zaman ofis binasındaki yüksek yerleşim oranı şirketin kira gelirlerini yıllık %159 arttırarak 4.4 milyon TL'ye yükseltti.

Anel Elektrik 2Ç11'de 9 milyon TL FAVÖK elde etti ancak bu rakam çeyreklik bazda %18'lik bir düşüşü işaret ediyor. 1Ç11'de %14.1 olan FAVÖK marjı ise 2Ç11'de %8'e geriledi. Altı aylık toplam FAVÖK ise önceki yıla göre 6 milyon TL'den 20 milyon TL'ye yükselirken FAVÖK marjını %5'den %10'a çıkardı.

Şirket yönetimi ile sonuçların detayları, Libya projesi ve potansiyel projeler hakkındaki beklentileri ile ilgili yakın zamanda görüşmeyi planlıyoruz. Operasyonel marjlardaki gelişmeyi olumlu buluyoruz ve şirket için AL olan önerimizi koruyoruz.

| ANELE TI        | AL      | 89% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 1.80    | 3.40           |
| PD, mn          | 198     | 374            |
| HAO PD, mn      | 93      | 176            |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 14.12   | 7.20           |
| PD/DD           | 0.90    | 0.79           |
| FD/FAVÖK        | 8.40    | 7.14           |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi         |
| Ort.Hac.Mn      | 0.8     | 2.3            |
| End.Gör.Perf. % | 5.3     | -8.1           |

| ANELE                 | (TLmn) | 2Ç11  | 2Ç10  | değişim | 1Ç11  | değişim | 1Y11  | 1Y10  | değişim |
|-----------------------|--------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-------|---------|
| Gelirler              |        | 115.4 | 51.8  | 122.7%  | 79.0  | 46.1%   | 194   | 107.5 | 80.7%   |
| Brüt Kar Marjı        |        | 8.8%  | 2.1%  |         | 18.3% |         | 12.6% | 9.6%  |         |
| Faaliyet Karı         |        | 7.6   | -1.6  | -589.0% | 10.6  | -28.3%  | 18.3  | 4.9   | 272.2%  |
| Faaliyet Kar Marjı    |        | 6.6%  | -3.0% |         | 13.5% |         | 9.4%  | 4.6%  |         |
| FAVÖK                 |        | 9.1   | -1.1  | -902.1% | 11.1  | -18.4%  | 20.2  | 5.7   | 255.4%  |
| FAVÖK Marjı           |        | 7.9%  | -2.2% |         | 14.1% |         | 10.4% | 5.3%  |         |
| Finansal Giderler-net |        | -5.0  | -1.1  | 354.5%  | -2.7  | 85.2%   | -7.7  | -1.9  | 305.3%  |
| Net Kar               |        | 5.3   | -2.9  | -285.1% | 7.2   | -26.4%  | 12.5  | 16.2  | -22.8%  |
| Net Kar Marjı         |        | 4.6%  | -5.5% |         | 9.1%  |         | 6.4%  | 15.1% |         |



## Şirket Haberleri

### Akenerji

akumbaraci@isyatirim.com.tr

#### Hidroelektrik santralleri operasyonel tarafı olumlu etiledi

Akenerji 2Ç11 finansallarında 2Ç10da açıkladığı 22 milyon TL net zarara karşılık 40 milyon TL net zarar açıkladı. Bizim beklentimiz 25 milyon TL net zarar ve CNBC-e piyasa beklentisi 14 milyon TL net zarar idi. Tahminimizin sapmasının asıl nedenleri arasında beklenenden daha yüksek gerçekleşen finansal giderler ve AkCEZ katkısının daha düşük olması bulunuyor.

Satışlar 2Ç11'de yıllık bazda %63 artarak 138 milyon TL'ye (bizim beklentimiz: 138 milyon TL, CNBC-e piyasa beklentisi: TL139mn) ulaştı. Akenerji 2Ç11'de geçen senenin aynı döneminde ürettiği 302 milyon kWh elektriğe karşılık 665 milyon kWh elektrik üretti. Yılın ikinci çeyreğinde toplam elektrik satışı 1,049 milyon kWh olarak gerçekleşti. 2Ç10'da bu rakam ise 611 milyon kWh idi. Akenerji'nin 2Ç11'de FAVÖK'ü devreye giren hidroelektrik santralleri sayesinde %30 FAVÖK marjı ile 42 milyon TL'ye ulaştı. Bizim FAVÖK beklentimiz 34 milyon TL ve CNBC-e piyasa beklentisi 29 milyon TL idi.

Akenerji AkCEZ'i özkaynak metoduyla konsolide ediyor ve 2Ç11'de bizim beklentimiz olan 3.3 milyon TL'nin altında 10.5 milyon TL tutarında zarar kaydetti. Geçen senenin aynı döneminde ise bu rakam 9 milyon zarar idi. Sonuç olarak operasyonel taraf beklentilerin üzerinde geldi. Şu an bütün gözler hisse satışında. Akenerji için tahminlerimizin üzerinde geçmeyi planlıyoruz ama şuan için TUT tavsiyemizi koruyoruz.

| AKENR Tİ        | TUT     | 1% Potansiyel |
|-----------------|---------|---------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef         |
| Kapanış         | 3.20    | 3.23          |
| PD, mn          | 1,203   | 1,215         |
| HAO PD, mn      | 301     | 304           |
| (x)             | 2011T   | 2012T         |
| F/K             | -31.99  | 21.95         |
| PD/DD           | 1.65    | 1.52          |
| FD/FAVÖK        | 21.79   | 13.48         |
| (TL)            | 1Ay     | Yıllık        |
| Ort.Hac.Mn      | 4.8     | 12.2          |
| End.Gör.Perf. % | 4.2     | 10.5          |

| AKENR                   | (TLmn) | 2Ç11   | 2Ç10   | Yıllık Değ. | 1Ç11  | Çeyr. Değ. | 1Y11   | 1Y10   | Yıllık Değ. |
|-------------------------|--------|--------|--------|-------------|-------|------------|--------|--------|-------------|
| Satışlar                |        | 137.9  | 84.8   | 62.7%       | 136.5 | 1.0%       | 274    | 155.2  | 76.8%       |
| Brüt Kar Marjı          |        | 31.7%  | 11.1%  |             | 18.3% |            | 25.0%  | 10.2%  |             |
| Faaliyet Karı           |        | 29.7   | -4.6   | n.m.        | 15.1  | 96.8%      | 44.7   | -5.3   | n.m.        |
| Faaliyet Kar Marjı      |        | 21.5%  | -5.2%  |             | 11.0% |            | 16.3%  | -3.4%  |             |
| FVAÖK                   |        | 41.7   | 2.5    | 1550.6%     | 27.0  | 54.0%      | 68.7   | 9.1    | 658.5%      |
| FVAÖK Marjı             |        | 30.2%  | 2.8%   |             | 19.8% |            | 25.0%  | 5.8%   |             |
| Finansal Giderler (net) |        | -63.1  | -11.7  | n.m.        | -22.8 | n.m.       | -86.0  | -16.0  | n.m.        |
| Net Kar                 |        | -39.9  | -22.2  | n.m.        | 4.1   | n.m.       | -35.8  | -29.7  | n.m.        |
| Net Kar Marjı           |        | -28.9% | -26.1% |             | 3.0%  |            | -13.0% | -19.1% |             |

### Aksa

akumbaraci@isyatirim.com.tr

#### AKSA 2Ç11 finansallarını açıkladı...

Aksa Akrilik yılın ikinci çeyreğinde geçen senenin aynı döneminde açıkladığı 18 milyon TL net kara karşılık 28 milyon TL net kar açıkladı. Satışlar 2Ç11'de elyaf bölümünden gelen satış rakamının artmasından dolayı yıllık bazda %21 artarak 437 milyon TL'ye ulaştı. Elyaf tarafından gelen satışların artmasının nedenleri arasında satış hacminin ve ürün fiyatlarının artmasını gösterebiliriz. Şirketin 1Ç11'de kapasite kullanım oranı %92 olarak gerçekleşti. Geçen senenin aynı döneminde ise %89 idi. Şirket yönetimi 2011 yılı için %90 kapasite kullanım oranı ile 1 milyar dolar ciro hedefi bulunuyor.

| AKSA Tİ         | Ö.Y     |        |
|-----------------|---------|--------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef  |
| Kapanış         | 3.97    |        |
| PD, mn          | 734     |        |
| HAO PD, mn      | 272     |        |
| (x)             | 2011T   | 2012T  |
| F/K             |         |        |
| PD/DD           |         |        |
| FD/FAVÖK        |         |        |
| (TL)            | 1Ay     | Yıllık |
| Ort.Hac.Mn      | 7.6     | 6.9    |
| End.Gör.Perf. % | -12.0   | 35.9   |

| aksa                    | (TLmn) | 2Ç11  | 2Ç10  | Yıllık Değ. | 1Ç11  | Çeyr. Değ. | 1Y11  | 1Y10  | Yıllık Değ. |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------------|-------|------------|-------|-------|-------------|
| Satışlar                |        | 436.8 | 361.4 | 20.9%       | 384.5 | 13.6%      | 821   | 657.5 | 24.9%       |
| Brüt Kar Marjı          |        | 13.4% | 13.2% |             | 16.6% |            | 14.9% | 13.0% |             |
| Faaliyet Karı           |        | 38.2  | 26.5  | 44.3%       | 43.5  | -12.2%     | 81.7  | 46.9  | 74.4%       |
| Faaliyet Kar Marjı      |        | 8.7%  | 7.3%  |             | 11.3% |            | 10.0% | 7.1%  |             |
| FVAÖK                   |        | 50.8  | 42.8  | 18.7%       | 55.1  | -7.8%      | 106.0 | 74.8  | 41.6%       |
| FVAÖK Marjı             |        | 11.6% | 11.8% |             | 14.3% |            | 12.9% | 11.4% |             |
| Finansal Giderler (net) |        | -5.4  | -1.5  | n.m.        | 8.7   | n.m.       | 3.3   | -6.1  | n.m.        |
| Net Kar                 |        | 28.0  | 17.9  | 56.3%       | 42.5  | -34.2%     | 70.5  | 30.8  | 129.4%      |
| Net Kar Marjı           |        | 6.4%  | 5.0%  |             | 11.1% |            | 8.6%  | 4.7%  |             |



## Şirket Haberleri

### Sabancı Holding

aakalin@isyatirim.com.tr

bdinckoc@isyatirim.com.tr

**SAHOL 2Ç11 Sonuçları: Bir defalık gelirler marjlardaki daralmayı saklayamaz**

**Aksigorta satışından elde edilen gelir pozitif sürpriz oldu.** Sabancı Holding 2Ç11'de 707mnTL net kar rakamı açıklayarak, piyasa (375mnTL) ve bizim beklentilerimizi (350mnTL) şaşırttı. Yalnız, Aksigorta satışından elde edilen 249mnTL'lik hisse satış geliri, SASA değer düşüklüğü karşılığının düzeltilmesi (34mnTL) ve sabit kıymet satışından elde edilen 40mnTL'lik operasyonel olmayan rakamlar çıkarıldığında, net kar rakamı 400mnTL civarına gelmekte. Altını çizmekte yarar var, Holding Aksigorta satışını Temmuz sonunda bitirdiğini ve nakit girişinin bu dönemde gerçekleştiğini açıklamasına rağmen, bu devirden elde edilen geliri 2.çeyrek finansallarına nakit dışı kar rakamı olarak kaydetmiş.

| SAHOL TI        | AL      | 48% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 5.78    | 8.58           |
| PD, mn          | 11,794  | 17,500         |
| HAO PD, mn      | 5,189   | 7,700          |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 7.41    | 6.20           |
| PD/DD           | 0.80    | 0.71           |
| FD/FAVÖK        | 22.77   | 20.13          |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi         |
| Ort.Hac.Mn      | 16.9    | 18.9           |
| End.Gör.Perf. % | 1.0     | 2.0            |

Şirket yine bu dönemde 5.3 milyar TL satış geliri kaydetti ki bu rakam geçen çeyreğe oranla neredeyse değişmezken, geçen senenin %12 üstünde kaldı. Finans segmentinden elde edilen gelirlerde çeyreksel bazda görülen %13 daralma, endüstri segmentinden gelen %53'lük artışla telafi edildi. Bunun yanında, Akbank'ın düşen net faiz marjlarına diğer segmentlerden bir destek gelmeyince, holding bu dönemde 1milyarTL FAVÖK ile geçen çeyreğe kıyasla %17, geçen seneye kıyasla da %9 aşağıda bir rakam yakalamış oldu.

Şirket için 8.58TL'lik hedef fiyatımız %48 getiri potansiyeline işaret ediyor ve daralan FAVÖK marjına rağmen uzunv adeli yatırımlarından dolayı şirket için AL tavsiyemizi korumaya devam ediyoruz.

| SAHOL                   | (TLmn) | 2Ç11  | 2Ç10  | Yıllık | 1Ç11  | Çeyreksel | 1Y11   | 1Y10  | Yıllık |
|-------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-----------|--------|-------|--------|
| Satış Gelirleri         |        | 5,321 | 4,754 | 11.9%  | 5,401 | -1.5%     | 10,722 | 9,485 | 13.0%  |
| Faaliyet Karı           |        | 880   | 998   | -11.8% | 1,088 | -19.1%    | 1,968  | 2,233 | -11.9% |
| Faaliyet Kar Marjı      |        | 16.5% | 21.0% |        | 20.2% |           | 18.4%  | 23.5% |        |
| FAVÖK                   |        | 1,010 | 1,108 | -8.8%  | 1,214 | -16.8%    | 2,214  | 2,434 | -9.0%  |
| FAVÖK Marjı             |        | 19.0% | 23.3% |        | 22.5% |           | 20.7%  | 25.7% |        |
| Düzeltilmiş FAVÖK       |        | 1,188 | 1,217 | -2.4%  | 1,209 | -1.7%     | 2,396  | 2,651 | -9.6%  |
| Düzeltilmiş FAVÖK Marjı |        | 22.3% | 25.6% |        | 22.4% |           | 22.3%  | 27.9% |        |
| Finansal Giderler (net) |        | -71   | -19   | n.m.   | -55   | n.m.      | -130   | -28   | n.m.   |
| Net Kar                 |        | 707   | 420   | n.m.   | 397   | n.m.      | 1,104  | 918   | n.m.   |
| Net Kar Marjı           |        | 13.3% | 8.8%  |        | 7.4%  |           | 10.3%  | 9.7%  |        |

## Şirket Haberleri

### Pinar Süt

iurganci@isyatirim.com.tr

esuner@isyatirim.com.tr

#### PNSUT: Güçlü 2Ç11 sonuçları

Hem bizim beklentimiz olan 16 milyon TL'nin hem de Bloomberg tahmini olan 20 milyon TL'nin üzerinde olarak, Pinar Süt 2Ç11'de yıllık bazda %26 artışla 23 milyon TL net kar kaydetti. Yüksek ciro ve düşük çiğ süt fiyatları ile artan marjların etkisiyle gerçekleşen yüksek operasyonel performansı net kar rakamının artışının ana nedeni olarak gösterebiliriz. Bekledigimizden düşük gerçekleşen finansal giderler ve vergi giderleri bizim tahminimizin kar rakamından saptmasının ana nedeni oldu.

Tahminlere paralel olarak, şirketin yıllık bazda %11 artışla 155 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Cirodaki artışın ana sebebi %11 oranında artan satış hacmi oldu.

Brüt kar marjı yıllık bazda %12 oranında düşük olan çiğ süt fiyatları ile birlikte 3.1 baz puanı arttı. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı nakliye giderlerindeki artışla birlikte 2Ç10'daki %9.6'dan 2Ç11'de %9.9'a yükseldi. Sonuç olarak, şirket yıllık bazda %42 artışla 20 milyon TL FAVÖK kaydederken, FAVÖK marjı 2Ç10'daki %10.2'den 2Ç11'de %13'e yükseldi. Pinar Süt'ün 2Ç11 sonuçları yıllık bazda operasyonel performansta iyileşmeye işaret ederken beklentilerimize paralel gerçekleşti. Şirket bugün sonuçlar üzerinden web-cast sunumu gerçekleştirecek. Sunum sonrası tahminlerimizin üzerinden geçebiliriz. PNSUT hisseleri için 19.86 hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2012T 6.7x FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerinin 12.5x çarpanına kıyasla ucuz işlem görüyor.

| PNSUT Tİ        | AL      | 48% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 13.40   | 19.86          |
| PD, mn          | 602     | 893            |
| HAO PD, mn      | 193     | 286            |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 9.32    | 7.74           |
| PD/DD           | 1.51    | 1.42           |
| FD/FAVÖK        | 7.53    | 6.73           |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi         |
| Ort.Hac.Mn      | 0.2     | 0.5            |
| End.Gör.Perf. % | 2.0     | 21.4           |

| PNSUT TL mn           | 2Ç11  | 2Ç10  | Değ.  | 1Ç11  | Değ.   | 1Y11  | 1Y10  | Değ.  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Gelirler              | 155   | 139   | 11%   | 145   | 7%     | 299   | 277   | 8%    |
| Brüt Kar Marjı        | 20.6% | 17.5% | 3.1pp | 22.7% | -2.1pp | 21.6% | 18.0% | 3.6pp |
| Faaliyet Karı         | 17    | 11    | 51%   | 19    | -14%   | 36    | 26    | 39%   |
| Faaliyet Kar Marjı    | 10.7% | 7.8%  | 2.8pp | 13.3% | -2.6pp | 11.9% | 9.2%  | 2.7pp |
| FAVÖK                 | 20.2  | 14.2  | 42%   | 22.8  | -12%   | 43    | 32    | 34%   |
| FAVÖK Marjı           | 13.0% | 10.2% | 2.9pp | 15.8% | -2.7pp | 14.4% | 11.6% | 2.8pp |
| Finansal Giderler-net | 0     | 3     | -95%  | 0     | -46%   | 0     | 5     | -93%  |
| Net Kar               | 23    | 18    | 26%   | 18    | 26%    | 41    | 34    | 22%   |
| Net Kar Marjı         | 14.7% | 12.9% | 1.8pp | 12.5% | 2.2pp  | 13.6% | 12.1% | 1.6pp |

## Şirket Haberleri

### Ülker Bisküvi

iurganci@isyatirim.com.tr

esuner@isyatirim.com.tr

#### ULKER 2Ç11:Hisse satışından elde edilen finansal gelirler kar rakamını yükseltti.

Bizim beklentimiz olan 598 milyon TL'nin ve CNBC-E tahmini olan 597 milyon TL'nin biraz altında kalarak, Ülker 2Ç11'de 2Ç10'daki 13 milyon TL'ye kıyasla 588 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Cirodaki düşüş ve artan hammadde maliyetlerinin ürün fiyatlarına yansıtılması birlikte gerçekleşen zayıf operasyonel performansa rağmen, BIM hisse satışından elde edilen finansal gelirler şirketin 2Ç11 net kar rakamını yükseltti. BIM hisse satışından elden edilen 610 milyon TL bir defaya mahsus finansal geliri düşersek, Ülker 2Ç11'de 21 milyon TL net zarar kaydetti.

Yıllık bazda %10 düşüşle şirketin cirosu hem bizim beklentimiz olan 401 milyon TL hem de piyasa beklentisi olan 408 milyon TL'nin altında kalarak, şirket 369 milyon TL olarak gerçekleşti.

Yüksek hammadde giderleri, özellikle şeker, kakao ve buğday, 2Ç11'de marjları baskılamaya devam etti. Girdi fiyatlarındaki artışın satış fiyatlarına yüksek rekabetten dolayı yansıtılamaması sebebiyle brüt kar marjı 4.7 baz puan geriledi. Faaliyet giderlerinin satışlara oranının, reklam giderlerinin düşmesiyle birlikte artması brüt kardaki gerilemeyi karşıladı. Sonuç olarak, beklentimiz olan 24 milyon TL'nin altında kalarak, şirket 10 milyon TL FAVÖK kaydetti. FAVOK marjı ise yıllık bazda 1baz puan ve çeyrek bazda 3.2 baz puan gerileyerek %2.6 olarak gerçekleşti.

Sonuç olarak, şirketin operasyonel performansı beklentilerimizin altında gerçekleşti. İlişkili taraflardan ticari alacaklar/borçlar dikkate alınarak bakıldığında, şirketin net nakit pozisyonu BIM hisse satışı ile birlikte 761 milyon TL'ye yükseldi. Bu naktin operasyonlarına paralel yatırımlarda kullanılması hisse için önemli olacaktır. Sonuç olarak, ULKER hisseleri için 12 aylık 6.58TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 4.2x 2012T FD/FAVOK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %43 ucuz işlem görüyor.

| ULKER TI        | AL      | 25% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 5.24    | 6.58           |
| PD, mn          | 1,407   | 1,766          |
| HAO PD, mn      | 338     | 424            |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 2.12    | 12.96          |
| PD/DD           | 0.86    | 0.83           |
| FD/FAVÖK        | 10.93   | 9.07           |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi         |
| Ort.Hac.Mn      | 1.9     | 4.0            |
| End.Gör.Perf. % | 13.5    | 19.8           |

| ULKER                 | (m n TL) | 2Ç11   | 2Ç10  | Değ     | 1Ç11  | Değ.    | 1Y11  | 1Y10  | Değ.   |
|-----------------------|----------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|-------|--------|
| Gelirler              |          | 369    | 408   | -10%    | 369   | 0%      | 737   | 815   | -9%    |
| Brüt Kar Marjı        |          | 20.5%  | 25.1% | -4.7pp  | 20.7% | -0.2pp  | 20.6% | 24.4% | -3.9pp |
| Faaliyet Karı         |          | 2      | 8     | -71%    | 14    | -84%    | 17    | 45    | -63%   |
| Faaliyet Kar Marjı    |          | 0.6%   | 2.0%  | -1.3pp  | 3.9%  | -3.3pp  | 2.3%  | 5.6%  | -3.3pp |
| FAVÖK                 |          | 9.6    | 14.5  | -34%    | 21.5  | -56%    | 31    | 59    | -47%   |
| FAVÖK Marjı           |          | 2.6%   | 3.6%  | -1.0pp  | 5.8%  | -3.2pp  | 4.2%  | 7.2%  | -3.0pp |
| Finansal Giderler-net |          | 622    | 13    | na      | 6     | na      | 628   | 9     | na     |
| Net Kar               |          | 588    | 10    | na      | 16    | na      | 605   | 60    | na     |
| Net Kar Marjı         |          | 159.5% | 2.4%  | 157.1pp | 4.5%  | 155.1pp | 82.0% | 7.4%  | 74.7pp |

## Şirket Haberleri

### Pınar Et ve Un

iurganci@isyatirim.com.tr

esuner@isyatirim.com.tr

#### PETUN: Zayıf operasyonel performans, 2Ç11'de düşük kar

Tahminlerin altında kalarak (İs Yatırım: 10 milyon TL, Bloomberg: 9 milyon TL), Petun 2Ç10'daki 8 milyon TL'ye kıyasla 2Ç11'de 5 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Net kardaki düşüşe ana neden olarak marjlardaki daralmayı gösterebiliriz.

Tahminlerin altında kalarak şirket yıllık bazda %7 artışla 95 milyon TL ciro kaydetti. Karkas et fiyatlarının hükümetin et ithalatına düşük gümrük vergisiyle birlikte izin vermesiyle birlikte yıllık bazda %5 gerilemesine rağmen, brüt kar marjı 0.7 baz puan geriledi. Paketlenmiş et sektöründe yüksek rekabetten dolayı fiyatların azaldığını düşünüyoruz. Ek olarak, faaliyet giderlerini pazarlama maliyetlerindeki ciddi artışla birlikte artarak ciroya oranı 2Ç10'daki %8.3'ten 2Ç11'de 11.8'e yükseldi. Sonuç olarak FAVOK yıllık bazda %40 gerileyerek 5.4 milyon TL olurken, FAVOK marjı 4.4 baz puan düşerek 5.7% oldu.

Pınar Et'in Banvit ve Tat Konserve'ye kıyasla besicilik yapmayarak ve sözleşmeli çiftliklerden et temin ettiği düşünüldüğünde, düşük et fiyatlarından yararlanacağı öngörülmüyordu. Fakat 2Ç11 sonuçlarda marjlarda gerilemeye işaret etti. Şirket bugün düzenleyeceği web-cast sunumda 2Y11 ile ilgili tahminlerini paylaşacak. Hisse ile ilgili halihazırda hedef fiyatımız bulunmamaktadır.

| PETUN Tİ        | G.G     | Potansiyel |
|-----------------|---------|------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef      |
| Kapanış         | 5.96    |            |
| PD, mn          | 258     |            |
| HAO PD, mn      | 85      |            |
| (x)             | 2011T   | 2012T      |
| F/K             | 6.47    | 5.85       |
| PD/DD           | 0.89    | 0.85       |
| FD/FAVÖK        | 6.12    | 5.45       |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi     |
| Ort.Hac.Mn      | 0.1     | 0.4        |
| End.Gör.Perf. % | -1.3    | 21.6       |

| PETUN TL mn           | 2Ç11  | 2Ç10  | Değ    | 1Ç11  | Değ.   | 1Y11  | 1Y10  | Değ.   |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
| Gelirler              | 95    | 89    | 7%     | 83    | 14%    | 177   | 172   | 3%     |
| Brüt Kar Marjı        | 15.6% | 16.2% | -0.7pp | 17.5% | -1.9pp | 17.3% | 16.8% | 0.4pp  |
| Faaliyet Karı         | 4     | 7     | -50%   | 8     | -55%   | 11    | 15    | -24%   |
| Faaliyet Kar Marjı    | 3.7%  | 8.0%  | -4.2pp | 9.5%  | -5.8pp | 6.4%  | 8.7%  | -2.3pp |
| FAVÖK                 | 5.4   | 9.0   | -40%   | 9.8   | -45%   | 15    | 19    | -20%   |
| FAVÖK Marjı           | 5.7%  | 10.2% | -4.4pp | 11.9% | -6.1pp | 8.6%  | 11.0% | -2.4pp |
| Finansal Giderler-net | 1     | 1     | -26%   | 0     | na     | 1     | 2     | -44%   |
| Net Kar               | 5     | 8     | -31%   | 9.4   | -42%   | 15    | 17    | -15%   |
| Net Kar Marjı         | 5.8%  | 8.9%  | -3.1pp | 11.4% | -5.6pp | 8.4%  | 10.1% | -1.8pp |

## Şirket Haberleri

### Alarko Holding

bdinckoc@isyatirim.com.tr

aakalin@isyatirim.com.tr

#### ALARK 2Ç11 Sonuçları: Enerji oyuna nihayet dahil oldu.

Alarko Holding'in ikinci çeyrek net karı, piyasanın ve bizim sırasıyla 16 milyon TL ve 23 milyon TL olan beklentilerin üzerinde 46 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Beklentimizin, açıklanan rakamın altında kalmasının sebebi enerji sektöründe FAVÖK marjını daha az tahmin etmemizden kaynaklanıyor.

Şirketin satış gelirinin geçen yılın rakamına kıyasla 8 milyon TL artarak 300 milyon TL seviyesinde gerçekleştiği görülüyor. Enerji alt grubunda %45'lik artışa rağmen (2010 ikinci çeyreğinde 131 milyon TL'den 2011 ilgili dönemde 191 milyon TL'ye artış kaydetti), tahattüt işleri grubunda görülen daralma (yıllık bazda 50 milyon TL azalarak) satış gelirlerindeki büyümeyi kısıtladı.

Alarko Holding'in ilgili dönemde 53 milyon TL FAVÖK rakamına ulaştığı görülüyor. Geçen senenin aynı dönemde bahsi geçen rakam eksi 15 milyon TL seviyesindeydi. FAVÖK rakamının yüksek gelmesinin temel kaynağı enerjiden gelen güçlü karlılık rakamı. Enerji grubu ikinci çeyrekte 44 milyon TL FAVÖK açıkladı ve bu rakam %23 FAVÖK marjına tekabül ediyor; ki bu oran geçen sene negatif %16 idi. Diğer alt grupların FAVÖK'e olan katkıları ise bu sınırlı kaldı.

Holding'den gelen güzel sonuçlar bugün Alarko Holding'in hisselerine yukarı yönlü destek verebilir. Son bir ayda Alarko Holding hisseleri piyasaya göre %4 aşağıda seyreliyordu. Hisse için hedef fiyatımız %48 getiri potansiyeli ile 4,1 TL seviyesinde bulunuyor. Ancak şirketin enerji segmenti hariç gruplarındaki görece zayıf performansının devam etmesinden dolayı tut önerimizi koruyoruz.

| ALARK TI        | TUT     | 48% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 2.77    | 4.09           |
| PD, mn          | 619     | 914            |
| HAO PD, mn      | 167     | 247            |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 14.43   | 14.37          |
| PD/DD           | 0.73    | 0.70           |
| FD/FAVÖK        | 4.01    | 3.95           |
| (TL)            | 1Ay     | Yılıçi         |
| Ort.Hac.Mn      | 0.9     | 1.7            |
| End.Gör.Perf. % | -3.8    | -6.5           |

| ALARK                   | (TLmn) | 2Ç11  | 2Ç10  | Yıllık | 1Ç11  | Çeyreksele | 1Y11  | 1Y10  | Yıllık |
|-------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|------------|-------|-------|--------|
| Satış Gelirleri         |        | 300.7 | 282.1 | 6.6%   | 239.9 | 25.3%      | 540.6 | 538.2 | 0.4%   |
| Brüt Kar Marjı          |        | 29.6% | 7.5%  |        | 17.5% |            | 24.2% | 11.8% |        |
| Faaliyet Karı           |        | 43.6  | -22.7 | n.m.   | -3.5  | n.m.       | 40.1  | -21.0 | n.m.   |
| Faaliyet Kar Marjı      |        | 14.5% | -8.1% |        | -1.5% |            | 7.4%  | -3.9% |        |
| FAVÖK                   |        | 52.9  | -15.1 | n.m.   | 5.7   | n.m.       | 58.6  | -5.5  | n.m.   |
| FAVÖK Marjı             |        | 17.6% | -5.4% |        | 2.4%  |            | 10.8% | -1.0% |        |
| Finansal Giderler (net) |        | 10.9  | -13.2 | n.m.   | 7.9   | n.m.       | 18.8  | -13.7 | n.m.   |
| Net Kar                 |        | 46.4  | -7.1  | n.m.   | 12.4  | n.m.       | 58.7  | 0.6   | n.m.   |
| Net Kar Marjı           |        | 15.4% | -2.5% |        | 5.2%  |            | 10.9% | 0.1%  |        |

## Şirket Haberleri

### Koç Holding

bdinckoc@isyatirim.com.tr

aakalin@isyatirim.com.tr

#### KCHOL 2Ç11 Sonuçları: Isınan ekonomi Koc Holding'in kar rakamını olumlu etkiledi.

Hem piyasa beklentisi olan 481 milyon TL ve hem de bizim 475 milyon TL tahminizin üzerinde olarak, Koc Holding 557 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Sanayi segmentinde görülen ciddi ciro artışı, özellikle finans segmentinden dolayı daralan kar marjlarına rağmen bu çeyrekte operasyonel performansının güçlü gelmesini sağladı.

1Y11'de gerçekleşen güçlü GSMH büyümesi ile birlikte enerji, otomotiv ve dayanıklı tüketim segmentlerinde görülen güçlü satış hacmi, şirketin konsolide cirosunu geçen senenin aynı dönemindeki 15.2 milyar TL'ye kıyasla yıllık bazda %40 artışla 18.9 milyar TL'ye yükselmesini sağladı.

FAVÖK marjı ise hem yıllık hem de çeyrek bazda 2 yüzde puan gerileyerek %8 olurken, şirket yıllık bazda %20 ve çeyrek bazda %7 artışla 1.6 milyar TL FAVÖK kaydetti. FAVÖK marjındaki gerilemenin nedenlerini ise i) Yapı Kredi'den gelen net faiz marjı ii) Otomotiv segmentinde yüksek hammadde maliyetleri iii) Arçelik'in artan faaliyet giderleri iv) Enerji segmentinde kaydedilen stok değer kaybını sıralayabiliriz.

Sonuç olarak, holding'in sonuçları olumlu gelmesine rağmen, iştirakler (ki toplam net aktif değer %95'ini oluşturuyor) finansal sonuçlarını daha önce açıkladığı için, bu sonuçların hisse fiyatına yansımalarının sınırlı olacağını düşünüyoruz. Holding için hedef fiyatımız olan 8.6TL %48 getiri potansiyeli vaatse de, mevcut net aktif değerine oranla düşük iskontolu işlem görmesi nedeniyle tut tavsiyemizi koruyoruz.

| KCHOL TI        | TUT     | 48% Potansiyel |
|-----------------|---------|----------------|
| (TL)            | Geçerli | Hedef          |
| Kapanış         | 5.80    | 8.59           |
| PD, mn          | 14,008  | 20,746         |
| HAO PD, mn      | 3,082   | 4,564          |
| (x)             | 2011T   | 2012T          |
| F/K             | 6.62    | 6.71           |
| PD/DD           | 0.99    | 0.90           |
| FD/FAVÖK        | 9.17    | 8.54           |
| (TL)            | 1Ay     | Yıllık         |
| Ort.Hac.Mn      | 12.3    | 16.2           |
| End.Gör.Perf. % | -4.5    | -1.1           |

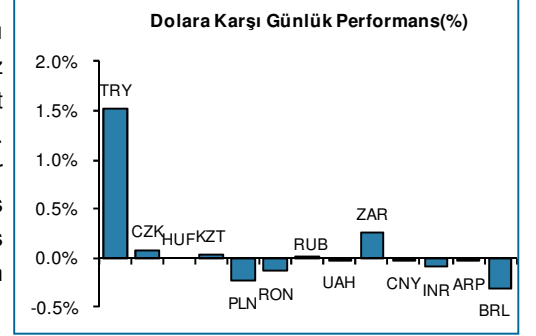
| KCHOL                   | (TLmn) | 2Ç11     | 2Ç10     | Yıllık | 1Ç11     | Çeyrek | 1Y11    | 1Y10     | Yıllık |
|-------------------------|--------|----------|----------|--------|----------|--------|---------|----------|--------|
| Satış Gelirleri         |        | 18,914.1 | 13,492.0 | 40.2%  | 15,158.0 | 24.8%  | 34,072  | 24,595.8 | 38.5%  |
| Brüt Kar Marjı          |        | 15.4%    | 18.1%    |        | 17.9%    |        | 16.5%   | 18.9%    |        |
| Faaliyet Gelirleri      |        | 1,314.4  | 1,066.7  | 23.2%  | 1,214.0  | 8.3%   | 2,528.4 | 1,913.5  | 32.1%  |
| Faaliyet Kar Marjı      |        | 7.5%     | 8.7%     |        | 8.8%     |        | 8.1%    | 8.6%     |        |
| FAVÖK                   |        | 1,567.3  | 1,308.9  | 19.7%  | 1,460.4  | 7.3%   | 3,027.8 | 2,390.3  | 26.7%  |
| FAVÖK Marjı             |        | 9.0%     | 10.7%    |        | 10.6%    |        | 9.7%    | 10.8%    |        |
| Finansal Giderler (net) |        | -213.0   | -124.3   | n.m.   | 23.6     | n.m.   | -189.4  | -196.0   | n.m.   |
| Net Kar                 |        | 557.2    | 406.9    | n.m.   | 597.2    | n.m.   | 1,154.4 | 765.7    | n.m.   |
| Net Kar Marjı           |        | 3.2%     | 3.3%     |        | 4.3%     |        | 3.7%    | 3.4%     |        |

## Döviz Piyasası

- Dün gün içerisinde yabancılardan TL'ye oldukça yüklü talep gördük. Ve önemli 1,7600 desteğini kırıldı. Bugün Bernanke'nin açıklamaları oldukça kritik olacak. Dün USD/TL günü 1,7760, EUR/TL 2,5670 ve TL sepet 2,1715 seviyesinde tamamladı. TL günü Türkiye kapanışına göre USD karşısında %1,66, EUR karşısında %1,89 ve sepet karşısında %1,78 değer kazancı ile tamamladı.
- Yerel tarafta günün odak noktası yayınlanacak olan son Para Politikası Kurulu tutanakları ve Temmuz ayı dış ticaret istatistikleri olacak. Temmuz ayı cari açığı hakkında önemli bilgi taşıması açısından önemli olan ticaret açığı verisi için İş Yatırım olarak beklentimiz \$8,26 milyar seviyesinde. Uluslararası tarafta ise piyasalar FED'den gelebilecek üçüncü bir gevşeme planı sinyalini arayacağı Jackson Hole toplantısına odaklanmış durumda. Günün diğer veri güncellemeleri İngiltere'de GSYH ve toplam iş yatırımları; ABD'de GSHY, kişisel tüketim, GDP fiyat endeksi ve Michigan Üniversitesi güven endeksi olacak.

| Döviz Piyasası Verileri |         | Değişim (%) |        |
|-------------------------|---------|-------------|--------|
| 25/08/2011 İtibari ile  | Kapanış | Günlük      | Yıllık |
| Dolar                   | 1.7563  | 1.51        | -12.09 |
| Euro                    | 2.5241  | 1.82        | -18.31 |
| Euro/Dolar              | 1.4372  | -0.30       | 7.65   |
| Sepet                   | 2.1402  | 1.70        | 18.71  |

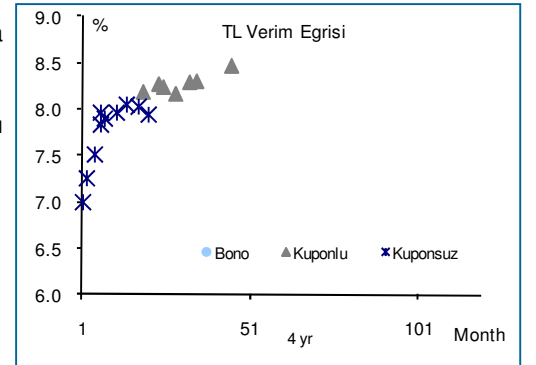
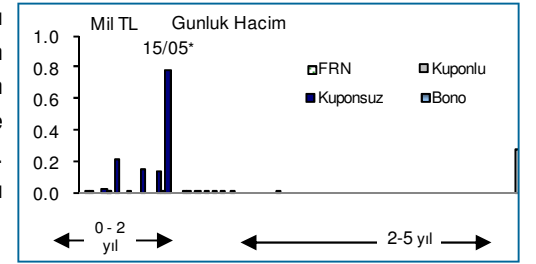
Kaynak: Bloomberg



**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

- Haftanın geride kalan kısmına benzer bir şekilde tahvil ve bono piyasası hacimsiz bir günü geride bıraktı. Dün günün önemli sayılabilecek bir gelişmesi kapasite kullanım oranı endeksinin geçtiğimiz aydan yüksek gelmesiydi. Ekonomideki yavaşlamanın telaffuz edildiği bugünlerde bu verinin iyi gelmesi piyasalar tarafından olumlu karşılandı. Açıklamadan sonra gösterge kıymetin faizinde 5 baz puanlık bir gevşeme görüldü. Gün içerisinde 9-yıl vadeli sabit kuponlu kıymet ve orta vadeli TÜFE'ye endeksli kıymetler göreceli olarak daha çok talep görmeye devam ettiler. 21-ay vadeli gösterge kıymet ise %7,93-%8,06 bandında işlem gördüğü günde kapanışı 4bp aşağıda %7,94 seviyesinden yaptı.
- Dış ticaret istatistikleri verilerinin etkili olacağı bugün gösterge kıymet faizinin %7,85 - %8,00 bileşik aralığında işlem görmesini bekliyoruz.
- Gösterge kıymette (15/05/13) bu sabah geçen kotasyonlar 1bp yukarıda %7,86 bileşik seviyesinde bulunuyor.
- TCMB'nin bugün 10 milyar TL tutarında haftalık repo geri dönüşü bulunuyor.



Uğursel Önder  
uonder@isyatirim.com.tr

Uğur N. Küçük  
ukucuk@isyatirim.com.tr



## Eurotahvil Piyasası

- Çarşamba günü iyi açıklanan ABD dayanıklı mal siparişleri Amerikan hisse senedi endekslerinin pozitif alanda kapanmasını sağlarken gelişmekte olan ülke eurotahvilleri yeni işlem gününe yatay pozitif'e yakın seviyelerden başladı. Ancak Avrupa'dan gelen haber akışının piyasaların pozitif alana geçişi büyük ölçüde engellediğini gördük. Gün içerisinde, Yunanistan'a ikinci destek paketi ile ilgili müzakereler devam etti. 16 Ağustos'ta ikinci pakete destek vermesi için Yunanistan'dan teminat isteyen Finlandiya taleplerini tekrar dile getirdi. Avusturya, Hollanda gibi diğer ülkelerin de benzeri teminat isteklerinde bulunabileceğini konuşuluyor. Almanya Başbakanı Merkel teminat isteklerinin yersiz olduğunu söylese de piyasalar ikinci destek paketinin sekteye uğrayacağını fiyatlandırmaya devam etti. Yunan 2 yıllık bonoları dün de % 41 civarında işlem gördü. Yunan 10 yıllıkların ve Alman bundslarının spreadi ise 1,622 baz puan olan yeni tarihi zirvesine ulaştı. Öğlen saatlerinde Amerika'da açıklanan ön işsizlik verileri zayıf geldi ancak zaten satıcılı seyri takip eden piyasalar bu haberlere fazla tepki vermediğini gördük. Ancak güvenilir liman olarak kabul edilen ve son günlerde sürekli artan talebin etkisinde daha da düşük seviyelere inen ABD 10 yıllıkları gelen verilerden sonra %2,21'e geriledi.
- Türk eurotahvil piyasası çelişkili haber akışın etkisinde gün boyunca net bir yön bulmaktan zorlandı. Bazı orta ve uzun tahvilleri \$0,30-0,50'lik artışlarla yeşil alana geçmeyi başarırken kısa vadelerde kazançlar daha sınırlı oldu. Fiyat ve faizinde değişiklik olmayan tek kıymet olan Türkiye 2030 vadeli gösterge eurotahvil dün %5,72 bileşikden kapatırken, Türkiye 5 yıl vadeli CDS'leri de 6bp daralarak 246/249 seviyesinde işlem görüyor.

## ÖNERİLERİMİZ

### Tahvil ve Bono Piyasası:

- **15-01-2020 Sabit kuponlu kıymet:** Uzun vadeli tutmak amacı ile 10-yıl vadeli kıymetlerin mevcut seviyelerde cazibesini yitirmeye başladığı için "al" önerimizi "tut" a çeviriyoruz .
- **TÜFE-Endeksli Kıymetler:** 2012 ve 2013 vadeli TÜFE endeksli kıymetlerin işaret ettiği breakeven enflasyon seviyeleri enflasyon tahminlerimizin üzerinde olduğu için bu vadelerdeki TÜFE endeksli kıymetleri önermiyoruz.
- **Mevduat:** Kısa vadeli kıymetlerin getirilerinin gerilemesi nedeni ile mevduatın kısa vadede kalmak isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

### Eurotahvil Piyasası:

- 2025-2036 vadeleri arasındaki kıymetlerin diğer vadeli kıymetlere nazaran daha iyi performans göstermesini bekliyoruz ve aşağıdaki kıymetleri öneriyoruz:
- **7 3/8% 20-Mayıs-25 USD, 11 7/8% 15 Ocak 2030 USD, 8% 14 Şubat 2034 USD, 6 7/8 % 17 Mart 2036 USD**

## En Çok İşlem Görenler

| Enstrüman                       | İtfa Tarihi | Vade  | Orij. Vade | Dolaşım. Miktar (Mİl TL) | Günlük Hacim (Mİl TL) | Haftalık Hacim (Mİl 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 |
|---------------------------------|-------------|-------|------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|----------------|-----------------|------------------|--------------------|---------------------|----------------------|---------------|------|-------|------------|
| <b>Hazine Bonoları</b>          |             |       |            |                          |                       |                         |                      |                |                 |                  |                    |                     |                      |               |      |       |            |
| TRB070911T19                    | 07/09/11    | 6 m   | 6 m        | 754                      | 0                     | 2                       |                      |                |                 |                  |                    | 8.04                | 8.04                 | 7.59          | 0.03 | 0.002 | 0.03       |
| <b>İskontolu Tahviller</b>      |             |       |            |                          |                       |                         |                      |                |                 |                  |                    |                     |                      |               |      |       |            |
| TRT150513T11                    | 15/05/13    | 21 m  | 22 m       | 10,386                   | 789                   | 3,783                   | 87.676               | 8.17           | 7.94            | -4               | 10                 | 7.78                | 9.06                 | 8.40          | 1.65 | 0.038 | 1.32       |
| TRT250412T11                    | 25/04/12    | 8 m   | 21 m       | 14,781                   | 224                   | 955                     | 95.063               | 7.80           | 7.90            | -6               | 21                 | 7.62                | 8.99                 | 8.49          | 0.64 | 0.005 | 0.60       |
| TRT071112T14                    | 07/11/12    | 14 m  | 22 m       | 18,298                   | 159                   | 531                     | 91.123               | 8.10           | 8.04            | 3                | 16                 | 7.83                | 9.18                 | 8.74          | 1.16 | 0.022 | 1.00       |
| <b>Sabit Getirili Tahviller</b> |             |       |            |                          |                       |                         |                      |                |                 |                  |                    |                     |                      |               |      |       |            |
| TRT150120T16                    | 15/01/20    | 8.4 y | 10 y       | 10,307                   | 286                   | 655                     | 110.300              | 8.74           | 8.93            | 0                | -19                | 8.90                | 9.98                 | 9.50          | 5.67 | 0.000 | 6.27       |
| TRT170615T16                    | 17/06/15    | 3.8 y | 5 y        | 8,514                    | 22                    | 42                      | 105.500              | 8.29           | 8.46            |                  | -13                | 8.37                | 9.66                 | 9.27          | 3.12 | 0.002 | 3.33       |
| TRT280813T13                    | 28/08/13    | 2 y   | 5 y        | 3,071                    | 7                     | 30                      | 114.400              | 8.11           | 8.27            | 15               | 14                 | 8.02                | 9.64                 | 9.07          | 1.64 | 0.162 | 2.00       |

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.