

Türk Hisse Senetleri

5 Temmuz 2011

Başlıca Hisse Önerilerimiz

- Sene başından bu güne %10'luk düşüş...** Nisan ayındaki güçlü performansın ardından IMKB-100 endeksi dolar bazında Mayıs'ta %13.5, Haziran'da ise %2 düşerken, Merkez Bankası izleyen ikinci ayda da faiz oranlarında değişikliğe gitmedi ve yatırımcılarda Banka'nın piyasanın gerisinde kaldığı izlenimini oluşturdu. Banka hisselerinin zayıflayan görünümünün yanı sıra Yunanistan borç krizinin getirdiği endişeler ile yükselen piyasalara olan risk iştahının zayıflaması da Türk hisse senetlerindeki kar satışlarını tetikledi. MSCI Türkiye endeksinin kaydettiği yıllık %10'luk düşüş yükselen piyasaların getirilerinin gerisinde kaldı.
- Global piyasalardaki hareketsizlik ile birlikte Türkiye'nin zayıflayan makro ekonomik görünümü Türk hisse senetleri için kısa vadede tehlikeli bir kombinasyon oluşturmaktadır. Diğer taraftan hisseler göreceli olarak daha düşük F/K FD/VAFÖK oranları üzerinden işlem görse bile, değerlendirme seviyeleri orta vadedeki hareketsiz görünümüne de göz önünde bulundurulduğunda yeteri kadar cazip olmadığını düşünüyoruz.
- Bankacılık sektöründe düşen getirinin 2013 yılına kadar devam edeceğine inanıyoruz...** Türk bankacılığındaki düşük büyümenin genel olarak üç şekilde olması bekleniyor. 1) Kredi büyümesinin hız kaybetmesi 2) Sorunlu kredi oluşumunun hız kazanması 3) Ücret komisyon gelirlerindeki büyümenin yavaşlaması. Enflasyon ne kadar yükselirse faiz oranlarının da o kadar yükselmesi ve borçların varlıklara oranla daha kısa süreli olmasından dolayı bankacılık sektöründeki Net faiz marj oranlarının baskı altında kalmasını bekliyoruz. Yıllık 1111 baz puanı takiben net faiz marjlarının 2011 yılında yıllık 70 baz puan düşeceğini tahmin ediyoruz.
- 2Y12'de beklediğimiz ekonomik iyileşmenin fiyatlaması oluşana kadar Türk bankaları düşük performans sergileyebilir...** 2013 yılına kadar düşmesini beklediğimiz getiriler ve yasal riskler (ZK ile ilgili konular, kredi büyümesindeki taleple ilgili alınan önlemler, SWAP işlemlerine karşılık kısıtlamaları getirilmesi olasılığı bu beklentimizi desteklemektedir.
- Sanayi hisselerinde daha iyimseriz...** Yılın ikinci yarısında hükümetin iç talebi frenlemek ve cari açık büyümesini yavaşlatmak için gerekli önlemleri almasını bekliyoruz. 2Y11'deki yavaş ekonomik büyüme ve yükselen enflasyonun etkileri sanayi hisselerinin karlarında negatif etki gösterebilir. Ayrıca, tüketici tarafında da yeni önlemlerin alınmasını bekliyoruz. TL'deki olası düşüş şirketlere kur kayıpları olarak darbe vurabilir. Daralan makro-ekonomik ortamı göz önüne aldığımızda faize daha az duyarlı sanayi hisselerini beğeniyoruz. Faiz değişimlerine karşı daha dayanıklı iş yapılarına bakıldığında beğendiklerimize ISGYO ve BİZİM'i de eklerken, otomobil sektörünün engellerle karşılaşacağını beklediğimiz için TOFAŞ'ı beğendiklerimiz listesinden çıkartıyoruz.
- Portföye eklemek için sektör bazlı değil, hisse bazlı seçimler yaptık. En beğendiğimiz hisseler ANACM, BİZİM, EKGYO, ISGYO, KOZAL bankalarda ise HALKB ve YKBNK.**

MSCI Performansı (1 Mayıs 2010=100)



IMKB'nin benzer ülkelere göre performansı

Getiri (USD)	Y-b-b	Son 3 Ay	Son 1 Ay
Brezilya	-2%	-3%	2%
Rusya	10%	-6%	2%
Hindistan	-9%	-3%	0%
Çin	-1%	-5%	0%
Türkiye	-10%	-13%	1%
MSCI EM	0%	-4%	-4%
EMEA	2%	-7%	1%
EM Avrupa	8%	-7%	1%

Kaynak: www.msicbarra.com

EM Karşılaştırmalı Tablo

Ülke	F/K 2011B	FD/VAFÖK 2011B
Brezilya	10.0	9.0
Çek Cumhuriyeti	11.4	6.3
Mısır	5.6	5.8
Ma aristan	10.0	7.1
Güney Kore	10.6	8.7
Malezya	15.2	9.4
Polonya	14.3	8.7
Rusya	10.7	6.6
Tayvan	5.8	5.5
Tayland	13.7	9.6
Gen.Ülke Ort.	11.9	8.1
Türkiye	10.2	7.0
% (iskonto/prim)	-14%	-13%

Kaynak: Bloomberg

Yatırım Finansman Önerilen Hisseler Portföyü

KOD	Hisse Fiyatı (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Yükselme Potansiyeli
ANACM	3.98	4.60	16%
BİZİM	26.80	37.80	41%
EKGYO	2.72	3.40	25%
ISGYO	1.23	1.95	58%
KOZAL	21.45	30.35	41%
HALKB	11.90	14.70	24%
YKBNK	4.07	5.03	24%

Yatırım Finansman Araştırma

arastirma@yfas.com.tr

+90 (212) 317 69 35

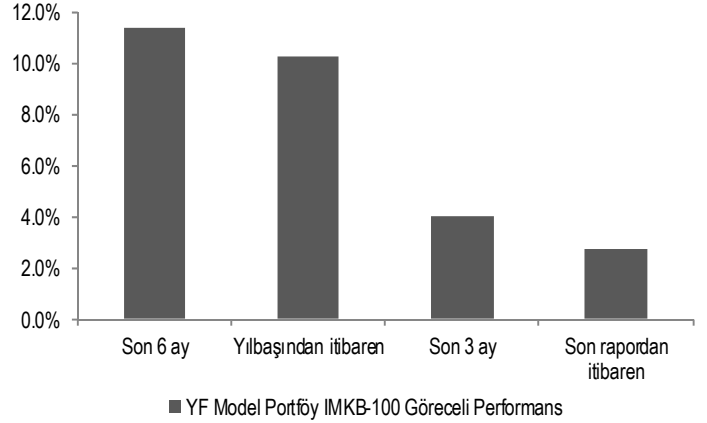
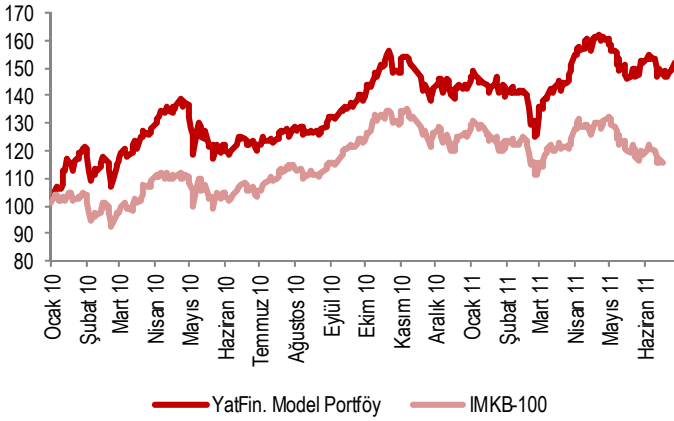
Hisse Portföyümüz

Hisse		Fiyat (TL)			Piy. Değ		Gün	IMKB-100'e göreceli performans			
Şirket	Kod	Fiyat	Hedef	Yük. Pot.	TL(mn)	USDmn		1-ay	YBB	1-yıl	Ekl. bu yana
Anadolu Cam	ANACM	3.98	4.60	16%	1,378	857	139	-2.2%	28.3%	70.8%	26.7%
Bizim Toptan	BIZIM	26.80	37.80	41%	1,072	667	Yeni Giriş	-6.3%	n.a.	n.a.	Yeni Giriş
Emlak GYO	EKGYO	2.72	3.40	25%	6,800	4,231	174	-6.9%	47.1%	n.a.	26.9%
İs GYO	ISGYO	1.23	1.95	58%	738	459	Yeni Giriş	-8.0%	0.0%	36.6%	Yeni Giriş
Koza Gold	KOZAL	21.45	30.35	41%	3,271	2,035	47	0.9%	9.3%	36.6%	4.1%
Halk Bank	HALKB	11.90	14.70	24%	14,875	9,255	353	0.1%	-2.6%	-8.1%	-8.6%
Yapi Kredi Bank	YKBNK	4.07	5.03	24%	17,692	11,008	47	0.0%	-12.6%	-17.9%	-1.3%

Kaynak: Yatırım Finansman, IMKB

Portföy Performansı

Hisse senedi portföyümüz yılbaşından bu yana IMKB-100 endeksinin %10.2 üzerinde getiri sağladı. 18 Mayıs'ta yayınladığımız bir önceki raporumuzdan bu yana ise %2.7 endeksin üzerinde getiri sağladı.



Kaynak: Yatırım Finansman, IMKB

Kaynak: Yatırım Finansman, IMKB



Portföye eklenen hisseler:

Bizim Toptan: Bizim Toptan'ı cash&carry sektöründe güçlü bir performans göstermesi ve şirketin sektör ortalamasından daha hızlı bir büyüme sergilemesini beklediğimizden dolayı portföye ekliyoruz.

Bizim Toptan %35'lik pay ile bu segmentte pazar lideridir ve daha küçük mağaza formatı ve faaliyet avantajları sayesinde rakipleri Metro ve Tespo'ya göre daha hızlı büyümesi beklenmektedir. Şirket ayrıca tütün mamullerinin toplam satış içindeki payını azaltmayı hedeflemektedir. Ana kategorilerdeki %10-11'lik brüt marja karşılık tütün mamullerinin brüt marjı yaklaşık %2'ler seviyesinde bulunmaktadır. Bizim Toptan her yıl 10-12 yeni mağaza açmayı ve büyümeyi kendi kaynakları ile finanse etmeyi planlamaktadır. Bizim Toptan, geçtiğimiz günlerde, fazla nakdini değerlendirmek ve satın alma maliyetlerinde avantaj sağlamak amacıyla Şok marketlerine yatırım yaptı. Şirket için 37.8 TL hedef fiyat ve %41 yukarı potansiyel ile "Endeksin üzerinde getiri" tavsiyesi veriyoruz.

İş GYO: İş GYO'yu öneri listemize dahil ediyoruz. Şirketin, kira gelirleri ile sağladığı düzenli nakit akışı ve döviz bazlı gelirleri ile sağlam yapısını koruyacağını düşünüyoruz. 2010 yılında %7 kira getirisi sağlayan şirketin, kira getirisinin geçen yıl gerçekleşen 2 yeni otel yatırımıyla daha da iyileşmesini bekliyoruz. Öte yandan, Şirketin toplam Net Aktif Değeri'ne göre mevcut iskontosunu göz önüne alırsak, kira getirisinin efektif olarak %13 seviyesinde olduğunu ve bu seviyenin artan faiz ortamında da cazip duracağını düşünüyoruz. İş GYO, NAD'ine göre %47 iskontolu işlem görmektedir. Şirket, bu yıl İzmir projesinin inşaatına başlayacaktır. Önümüzdeki dönemde de, Tuzla karma-konut-operasyon merkezi projesine, Üsküdar konut projesine ve Kartal projesine başlamak planlanmaktadır. Planlanan projeler neticesinde, İş GYO'nun net aktif değer iskontosunun azalmasını öngörüyoruz. Şirket için 1.95 TL hedef fiyat ve %58 yukarı potansiyel ile "Endeksin üzerinde getiri" tavsiyesi veriyoruz.

Portföyden çıkarılan hisseler:

Tofaş Fabrika: Yurtiçi otomobil sektörünün yılın ikinci yarısında ekonomiyi soğutma çabaları sırasında zorluklarla karşılaşabileceğini düşündüğümüz için Tofaş'ı model portföyümüzden çıkarıyoruz. Otomotiv sektörüne karşı önlemlerle karşılaşabileceğimiz gibi bankacılık sektörü üzerinden de cari açık endişelerini arttıran yüksek satış performansını yavaşlatmak için de önlemler alınabilir. Ayrıca 1Y11'de tüketicilerin fiyatlar yükselmeden ve olası yavaşlatıcı önlemler alınmadan araç almak istemesi ile talep önceden oluşmuştu - ki bunun da 2Y11 de talepte doğal bir yavaşlama oluşturmasını öngörüyoruz. Ek olarak Liranın değer kaybetmesi de üreticiler üzerinde bir maliyet baskısı yaratacaktır. Böyle bir ortamda Tofaş'ın değerlemesini beğenmemize karşın, şirketin önümüzdeki dönemde "endeksin üzerinde" getiri sağlayamayabileceğini düşünüyoruz.

Hisse Önerilerimiz

ANACM- Anadolu Cam

Kod	Öneri		Kapanış
ANACM	End. Üzeri	getiri	TL3.98
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	8.0	10.3	11.9
FD/VAFÖK	4.7	5.1	5.3
Piyasa Değ (TLm)			1,378
Hedef Değ(TLm)			1,593
Hedef Fiyat			4.60
Yük. Pot.			16%
Halka Açıklık			20%

Anadolu Cam'ın Rusya'daki faaliyetlerinde bu sene gerçekleştirilen %15'lik zam ve artan kapasite kullanım oranı nedeniyle iyileşme bekliyoruz. 2011 için %28.3 FAVÖK marjı bekliyoruz (2005'den itibaren en yüksek marj). Türkiye, Ukrayna ve Rusya'daki yatırımlarla toplam üretim kapasitesinin 2013 yılına kadar %29 artmasını bekliyoruz. Bu yatırımlara rağmen iyileşen faaliyet performansı sayesinde borçluluk oranında ciddi bir artış olmayacaktır. Şişecam Grubundaki yeniden yapılandırma sürecinin devamı halinde Anadolu Cam'ın iştirak portföyünde yer alan Paşabahçe, Camiş ve Soda hisseleri satılabilir. Orta vadede ise Topkapı fabrikasının (Eskişehir'e taşındıktan sonra) satışı gündeme gelebilir. Anadolu Cam için hedef fiyatımız 4.60 lira olup, %16 getiri potansiyeli sunmaktadır.

BİZİM – Bizim Toptan

Kod	Öneri		Kapanış
BİZİM	End. Üzeri getiri		TL26.8
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	n.m.	29.7	24.7
FD/VAFÖK	18.3	15.0	12.4
Piyasa Değ (TLm)			1,072
Hedef Değ(TLm)			1,512
Hedef Fiyat			37.80
Yük. Pot.			41%
Halka Açıklık			40%

%35'lik payı ile cash&carry segmentinde pazar lideri olan Bizim Toptan'ın, daha küçük mağaza formatı ve operasyonel avantajları sayesinde rakipleri Metro ve Tespo'ya göre daha hızlı büyümesi beklenmektedir. Şirket, küçük mağaza tipleri sayesinde şehirlerde yer kısıtının olduğu kilit bölgelere daha kolay girebilmektedir. Brüt kar marjını 2007'de %7 seviyesinden 2010'da %8,5 seviyesine taşıyan Bizim Toptan, tütün mamullerinin toplam satış içindeki payının azaltarak marjlarını daha da arttırmayı hedeflemektedir. Tütün mamullerinin 2007'deki %45'lik payına karşılık 2010 toplam satışındaki payı %29'dur. Firmanın bu oranı orta vadede %20 seviyelerine düşürmesini bekliyoruz. Tütün mamullerinin %2 brüt marjına karşılık ana kategorideki ürünlerin brüt marjı %10-11 seviyelerindedir. Bizim Toptan, mevcut 111 mağazasına her sene 10-12 tane daha eklemeyi planlamaktadır. Şirket büyümesini kendi kaynakları ile finanse etmektedir ve finansal borcu çok azdır. Bizim Toptan için Hedef fiyatımız 37.8 TL olup, %41 getiri potansiyeli sunmaktadır.

EKGYO – Emlak Konut REIT

Kod	Öneri		Kapanış
EKGYO	End. Üzeri getiri		TL2.72
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	14.5	26.1	8.2
FD/VAFÖK	10.1	20.2	6.7
Piyasa Değ (TLm)			6,800
Hedef Değ(TLm)			8,504
Hedef Fiyat			3.40
Yük. Pot.			25%
Halka Açıklık			25%

Emlak Konut GYO'nun 1Ç11'deki 5.7 milyar TL'lik Net Aktif Değeri'nin, ihale edilmiş 6 projenin de portföye dahil edilmesiyle 2011 yıl sonunda 7.2 milyar TL seviyesine yükselmesini beklemekteyiz. Arsa portföyünde bulunan ama henüz ihale edilmemiş arsaların da ihale edilmesiyle değerlemenin daha da yukarı seviyelere taşınacağını düşünüyoruz. Emlak Konut GYO, son olarak 1.1 milyon metrekare büyüklüğündeki arsayı TOKİ'den satın almış ve ihale edebileceği arsa portföyüne dahil etmiştir. Ekonomi ve konut kredileri üzerindeki soğutma çabalarına rağmen, Emlak Konut GYO 2011 1. çeyreğinde 3.8 bin adet konut satarak güçlü satış performansını devam ettirmiştir. Şirket, 2010 yılında toplam 7.8 bin adet konut satmıştı. Emlak Konut GYO, %75 ana hissedarı olan TOKİ'den yaptığı arsa alımları ile imar açısından yapılaşmaya uygun ve yüksek getiri sağlayabilecek arsalarla erişebilmektedir. Konut teslimatlarının 2012 ve 2013'de hızlanacağını beklemekteyiz. Bu doğrultuda, Emlak Konut GYO'nun 2010-2013 yılı döneminde satış gelirleri ve VAFÖK rakamlarını sırasıyla %25 ve %34 yıllık bileşik büyüme oranı ile yükseltmesini tahmin ediyoruz.



ISGYO – Is REIT

Kod	Öneri		Kapanış
ISGYO	End. Üzeri getiri		TL1.23
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	12.1	11.0	10.1
FD/VAFÖK	8.9	7.9	7.4
Piyasa Değ (TLm)			738
Hedef Değ(TLm)			1,168
Hedef Fiyat			1.95
Yük. Pot.			58%
Halka Açıklık			48%

İş GYO, neredeyse tüm binalarında %100 doluluğa sahip iken, binalardan elde ettiği kira gelirleri ile düzenli bir nakit akışına sahiptir. Kira gelirlerinin %50 Dolar %17 ise Euro para biriminden elde ediliyor olması, Şirketin, muhtemel kur artışlarından olumlu etkilenmesini sağlayacaktır. İş GYO, 2010 yılında 74 milyon TL kira geliri elde ederken, kira geliri elde ettiği binalar, toplam portföyünün %88'ini oluşturmaktadır. Şirket, 2010 yılında 26 milyon Euro bedelle iki otel yatırımı gerçekleştirirken, kira getirisinin, 2010 yılındaki %7 seviyesinden, 2011 yılında %7.3 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Öte yandan, Şirketin toplam Net Aktif Değeri'ne göre mevcut iskontosunu göz önüne alırsak, kira getirisinin efektif olarak %13 seviyesinde olduğunu ve bu seviyenin artan faiz ortamında da cazip duracağını düşünüyoruz. İş GYO, NAD'ine göre %47 iskontolu işlem görmektedir. Şirket, bu yıl İzmir projesinin inşaatına başlayacaktır. Önümüzdeki dönemde de, Tuzla karma-konut-operasyon merkezi projesine, Üsküdar konut projesine ve Kartal projesine başlamayı planlamaktadır. İş GYO, Kayı Holding ile ortak bir şirket kurarak, Rusya pazarındaki muhtemel yatırımları değerlendirmektedir. Şirketin, portföyünü otel yatırımlarıyla farklılaştırabilecek olması da beğendiğimiz özellikleri arasındadır.

KOZAL – Koza Gold

Kod	Öneri		Kapanış
KOZAL	End. Üzeri getiri		TL21.45
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	13.9	9.8	8.3
FD/VAFÖK	8.7	6.3	5.5
Piyasa Değ (TLm)			3,271
Hedef Değ(TLm)			4,628
Hedef Fiyat			30.35
Yük. Pot.			41%
Halka Açıklık			29%

Koza Altın'ın kaynak ve rezervleri, 2005 yılında sırasıyla 0.9 milyon ons ve 0.4 milyon ons seviyesinde iken, 2010 yılında 7.8 milyon ons ve 2.1 milyon ons'a yükselmiştir. Koza Altın, mevcut 2 ana madende faaliyet göstermekte iken, önümüzdeki 3 yıl süresince 3 yeni madeni daha faaliyete açmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda, Şirketin, üretim hacminin, 2010 yılındaki 256 bin ons seviyesinden 2014 yılında 534 bin ons seviyesine yükseltmesini beklemekteyiz. Nakit maliyetlerin benzer şirketlere göre düşük oluşu, Koza Altın'ı avantajlı kılmaktadır. Koza Altın, 2010 yılında ons başına 320 dolar nakit maliyet ile faaliyet gösterirken, benzer şirketler aynı dönemde ortalama ons başına 473 dolar nakit maliyet ile faaliyet göstermiştir. Emtia olarak altın'ın 2011 yılında da güvenli bir yatırım aracı olarak tercih edileceğini ve bu durumun altın fiyatlarını destekleyeceğini düşünüyoruz. Modelimizde, 2011 için öngördüğümüz altın fiyatı ons başına 1,440 dolar iken, 2012 yılı için öngördüğümüz altın fiyatı ons başına 1,330 dolar'dır. Koza Altın, Türkiye genelinde 480'den fazla ruhsatlı alana sahiptir.



HALKB- Halkbank

Kod	Öneri		Kapanış
HALKB	End. Üzeri getiri		TL11.90
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	7.4	7.8	7.8
Öz Serm. Karl. (%)	30.5	23.6	20.2
F/DD	2.0	1.7	1.5
Piyasa Değ (TLm)			14,875
Hedef Değ(TLm)			18,375
Hedef Fiyat			14.70
Yük. Pot.			24%
Halka Açıklık			25%

Halkbank'ı 14.70 TL hisse senedi fiyatı ve %24'lük yükselme potansiyeli sunmakta olduğu için beğendiğimiz hisse listesinde tutmaya devam ediyoruz. Halkbank IMKB-100 endeksinde ZK ile ilgili ilk endişelerin çıktığı Ekim 2010'dan bu yana %8 düşük performans sergiledi. Halkbank ana iş alanına daha fazla yoğunlaştığı için yüksek bir kazanç kalitesine sahiptir. Bize göre, daha iyi bir F/K oranı yüksek F/DD oranını telafi edecek niteliktedir.

Halkbank'ın olumlu yanları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

(i) **Düşük kredi/mevduat oranı...** 84% 1Ç11'de Halkbank'ın fonlama maliyetleri üzerinde daha az baskı oluşturmaktadır.

(ii) **Daha fazla kredi verme imkânı...** Menkul kıymetler portföyü varlıklarının %27'sini oluşturmaktadır. Bu nedenle de halen kredilerdebüyümek için yeri vardır. Perakende segmentinde varlığını artırması karlılığını sürdürmesine yardımcı olmaktadır.

(iii) **Net ücret komisyon gelirini artırma imkanı...** Halkbank için ücret ve komisyon geliri yaratmak için hala kullanılmamış ürün portföyü vardır. Bunlara perakende ve KOBİ segmentlerindeki büyümeyi de eklersek ücret komisyon geliri yaratmak olasıdır.

(iv) **Varlık kalitesinde sürekli iyileşme...** Kredi genişlemesi sorunlu kredi miktarını artırmadan gerçekleşti. KOBİ kredilerine yoğunlaşmasına rağmen aktif kalitesinin bozulmadan devam ediyor olması bankanın müşteri tabanını iyi tanıdığı anlamına gelmektedir.

(v) **Döviz tarafından ZK'lerde yapılan artışların Halkbank üzerinde daha az bir etkisi olacak...** Bugüne kadar banka TL fonlamanın yüksek olması nedeniyle ZK artışlarından olumsuz etkilendi. Ancak, Merkez Bankası'nın döviz tarafında bir ZK artışı yapması ihtimalini TL tarafına kıyasla daha fazla olduğunu düşünüyoruz. Halkbank'ın döviz fonlamanına daha az olmasından dolayı bu olası olumsuz gelişmenin etkisi de sınırlı olacaktır.

Halkbank'ın 2011'in geri kalanında da başarılı operasyonel performansını sürdürmesini ve böylece %23 özsermaye karlılığı elde etmesini bekliyoruz. Sermaye piyasası karındaki azalma ve sorunlu kredi tahsilatının normalleşmesi ise operasyonel performansın olumlu etkilerini bir miktar sınırlayabilir..

2011 yılı faaliyet giderleri büyümesi uyarı niteliği taşıyor. 2010'daki başarılı dönemin ardından çalışan başına insan kaynakları maliyetleri 1Ç11'de %10 arttı ve toplam faaliyet giderleri de bu dönemde yıllık bazda %24 yükseldi. Halkbank 2011 yıl geneli için %15 civarında bir faaliyet gideri artışı bütçelemete ancak biz bu artışın %20 olabileceğini tahmin ediyoruz.

Halk Bankası'nın ikinci halka arzı ve Ziraat Bank'ın halka arzı Halkbank için iki ana olumsuz etken olmasına rağmen bu her iki konuda da ani bir sonuç çıkmasını beklemiyoruz.



YKBNK- Yapı Kredi Bank

Kod	Öneri		Kapanış
YKBNK	End. Üzeri getiri		TL4.07
TLm	2010	2011B	2012B
F/K	8.6	8.9	9.0
Öz Serm. Karl. (%)	22.0	17.6	14.9
F/DD	1.7	1.5	1.3
Piyasa Değ (TLm)			17,692
Hedef Değ(TLm)			21,866
Hedef Fiyat			5.03
Yük. Pot.			24%
Halka Açıklık			18%

Yapı krediyi hedef 5.03TL hedef fiyat ve %24 yükselme potansiyali ile en beğenilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz ZK artışı ile ilgili endişerinin ilk ortaya çıktığı Ekim 2010'dan bu yana YKB IMKB-100'e göre %20 düşük performans sergiledi. Olumsuz 1Ç11 sonuçları da hisse fiyatı üzerinde etkili oldu (2011 1. Çeyrek sonuçlarının açıklanmasının ardından %15 düştü). YKB hisse fiyatının çok gerilediğini ve bu gerilemede olumsuz etmenlerin hemen hemen tamamının fiyata yansıdığını düşünüyor ve bu nedenle önümüzdeki günlerde YKB hisselerinin toparlanmasını bekliyoruz.

(i) **Büyüyen faaliyet karlılığı ve artan verimlilik...** Net ücret komisyon gelirinde %15 büyüme beklerken faaliyet giderlerinin enflasyon artışının altında kalmasını bekliyoruz.

(ii) **Geçmiş dönemlerdeki şube genişlemesinden kaynaklanan büyüme potansiyeli...** Geçmiş dönemlerdeki şube genişlemesi ekonomik daralma dönemine denk geldiği için tam verimli olamamıştı ama önümüzdeki dönemlerde pozitif sonuçlar doğurmasını bekliyoruz.

(iii) **Gelişen finansal güçlülük...** 2011'de sorunlu kredi yapısındaki iyi görünümün risk maliyetini %2 civarında şekillendireceğini düşünüyoruz. 1Ç11'de ayrılan 86 milyon TL'lik genel karşılık gideri önümüzdeki dönemde oluşabilecek herhangi bir olumsuzluğa karşı önemli bir savunma kalkanı oluşturacaktır. Bu gelişmelerin bankanın net faaliyet gelirinde yıllık bazda %11'lik bir artış sağlamasını ve özsermaye karlılığının 2011 yılında %17.6% ile sektör için beklediğimiz ortalamanın üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

YKB'nin dezavantajları ise

(i) **Yüksek kredi/mevduat oranı ve (ii) ve düşük menkul kıymet portföyü.** %103 kredi/mevduat oranı büyük bankalar arasındaki en yüksek seviyede ancak şube genişlemesi mevduat toplama performansını arttırabilir. Bunun yanısıra YKB'nin menkul kıymet plasmanı çok yüksek değil (toplam varlıklarının %20'si). Bu iki nedenden ötürü 2011'de YKB'nin net faiz marjındaki daralmanın 90bps ile bankacılık sektör ortalamasının üstünde olmasını beklemekteyiz.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 317 69 32

research@yfas.com.tr

Bu bültende yer alan 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. Bu görüşlerin mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabileceği dikkate alınmalıdır. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan veri, bilgi ve grafikler Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin güvenilirliğine inandığı kaynaklardan alınmış ve/veya üretilmiştir. Ancak bilgi, veri ve grafiklerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiş olup, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve gösterilen tüm özen ve dikkate rağmen doğabilecek veri ve analist değerlendirme, ayırma, kaydetme vb. hatalarından dolayı sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda yapılan yorum, tahmin ve tavsiyeler Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup, önceden belirtilmeden değişiklik yapma hakkı saklıdır. Bu rapor Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. müşterileri için genel bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olduğundan, raporda yer alan yorum ve tavsiyelerin yatırımcıların alım satım kararlarını destekleyecek yeterlilikte olmayabileceği dikkate alınmalıdır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten ve içinde yer alan bilgi ve yorumlar, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'den önceden yazılı izin alınmadan kısmen veya tamamen, üretilemez, dağıtılamaz, yayınlanamaz.

Emre Birkan

Genel Müdür Yardımcısı

emre.birkan@yfas.com.tr

+90 (212) 317 69 00

Araştırma Bölümü (arastirma@yfas.com.tr)

Zümrüt Can Ambarcı

Araştırma Müdürü

zumrut.ambarci@yfas.com.tr

+90 (212) 317 69 35

Levent Durusoy

Baş Ekonomist

levent.durusoy@yfas.com.tr

+90 (212) 317 69 33

Kurumsal Finansman (kurumsalfinansman@yfas.com.tr)

Pervin Bakankuş

Müdür Yardımcısı

pervin.bakankus@yfas.com.tr

+90 (212) 317 68 70

Yurtiçi Türev Piyasaları

Cihan Aluç

Müdür

cihan.aluc@yfas.com.tr

+90 (212) 317 68 32

Oya Altıngözlü Pekel

Müdür Yardımcısı

oya.pekel@yfas.com.tr

+90 (212) 317 68 62

Şube/İrtibat Bürolarımız

İstanbul

Akmerkez

+90 (212) 317 69 00

Merkez

+90 (212) 263 00 24

Çiftehavuzlar

+90 (216) 302 88 00

Bakırköy

+90 (212) 543 05 04

Kozyatağı

+90 (216) 386 74 00

TSKB (Acente)

+90 (212) 334 50 50

Ankara - Kızılay

+90 (312) 417 30 46

İzmir

+90 (232) 441 80 72

Samsun

+90 (362) 431 46 71

Bursa

+90 (224) 224 47 47

Adana

+90 (322) 458 77 55

Antalya

+90 (242) 243 02 01

İzmit

+90 (262) 325 40 30