

2013 Strateji Raporu

Hisse Piyasası için zorlu denizlere doğru

3 Temmuz 2013

Gelişmekte olan piyasalardan kaçış Türkiye hisse senedi piyasalarının yeniden derecelendirme hikayesini gölgeledi

Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren, ikinci yatırım yapılabilir not artışının hemen ardından Türk hisse senetleri için kar realizasyon dönemi başladı. Yatırımcı algısı, FED'in önümüzdeki aylarda varlık alımlarını yavaşlatacağı açıklamalarıyla daha belirgin bir şekilde bozuldu ve tüm dünyada gelişmekte olan ülkelerden yaşanan para çıkışından Türkiye de nasibini aldı. MSCI Türkiye endeksi 22 Mayıs'daki zirvesinden %22 oranında geriledi ve böylece yılbaşından itibaren sağlanan tüm pozitif yönlü ayrışmayı geri verdi.

Hisse piyasası için daha zorlu koşullara doğru

Önümüzdeki dönemde hisse senetleri piyasaları için daha yüksek bir kur ve faiz oynaklığının olduğu, üçlü seçim maratonu öncesinde politik oynaklığın arttığı ve FED'in çıkış stratejilerinin yarattığı korkularla bezenmiş yeni ve zor koşullardan oluşan bir döneme girildiğini düşünüyoruz. Bundan sonraki dönemde, global anlamda ise riskten kaçınıldığı ve gelişmekte olan piyasalarda yeniden fiyatlamaların devam ederek beraberinde yüksek oynaklığı getireceği bir döneme girileceği ve bu koşulların Türk hisse senetlerinde de yüksek oynaklık yaratacağı düşüncesindeyiz.

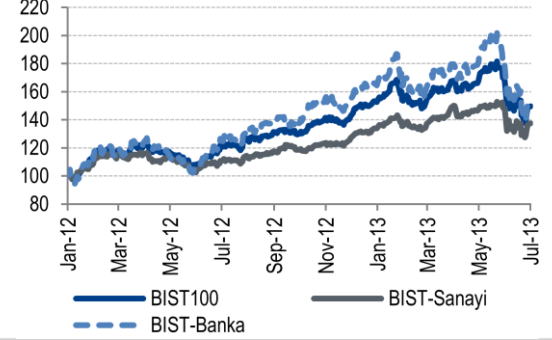
BIST-100 hedefimizi revize ederek 99,600 seviyesinden 83,000'e indiriyoruz

Bu koşullarda yılsonu makro tahminlerimizi revize ederek 2013 sonu büyüme beklentimizi %4,3'ten %3,4'e indiriyoruz. Artan risk primi karşısında ortalama sermaye maliyeti oranını değiştirmekle birlikte TL ve USD bazlı modellerimizde kullandığımız risksiz faiz oranını 100 baz puan artırarak sırasıyla %8 ve %5.5'a yükselttik. İlgili revizyonlar sonrası, BIST-100 endeksi için 12 aylık hedef değerimizi %9 yükselme potansiyeline işaret edecek şekilde 83,000 olarak belirledik. Bu tahminlerimizin faizlerdeki dalgalı seyre karşı son derece duyarlı olduğunu belirtmek isteriz. Örneğin Türkiye ve ABD 10 yıllık tahvil faizlerinde 50 baz puanlık bir artış bizim 12 aylık BIST-100 hedefimizi %4 oranında aşağı çekiyor. Özellikle sonbahar aylarında FED'in varlık alımlarını azaltma olasılığı ile birlikte faiz oranlarının dalgalanacağını ve bu değişkenlere göre de değerlendirme oranlarının aşağı yönlü riskinin bulunduğunu düşünmekteyiz. Daha yüksek faiz ve kur oynaklığını tahminlerimize yansıtarak yıl sonu net kar artışı projeksiyonumuzu %14'ten %7'ye indiriyoruz. Sınırlı yukarı yönlü potansiyel ve bozulan temel göstergeler sonrası piyasa için görüşümüz nötr ve önümüzdeki dönemlerde piyasalardaki oynaklığın yüksek kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan Türkiye uzun vadeli olarak cazip bir piyasa olma özelliğini korurken halen yüksek büyüme ve güçlü demografik bir yapıya sahip olma hikayesini korumaktadır.

Portföyümüzdeki defansif hisse ağırlığını artırıyoruz

Model portföyümüzü defansif yönlü olarak değiştirerek yüksek düzeyde seyreden faiz ve kur oynaklığına karşı bir esneklik sağlayacağı düşüncesindeyiz. Yatırım tamamına paralel olarak **Aselsan** ve **Tekfen Holding**'i model portföyümüze dahil ediyoruz. Diğer taraftan faize duyarlı GYO'ların ağırlığını düşürerek **Emlak Konut** ve **Yapi Kredi Bankası**'nı model portföyümüzden çıkarıyoruz.

BIST-100 ve Model Portföy Performansları



YF Model Portföy Listesi

Sembol	Piyasa Değeri (mn TL)	Hedef Fiy. (TL)	Yukarı Potansiyel	2013 F/K
HALKB	20,688	21.00	26.9%	7.
TCELL	24,970	12.20	7.5%	11.9
TRKCM	1,894	3.40	24.5%	18.6
THYAO	10,405	9.00	19.4%	6.9
KOZAL	3,675	39.00	61.8%	6.6
UYUM	140	2.90	24.5%	113.1
ASELS	4,440	10.70	20.5%	14.6
TKFEN	2,538	8.55	24.6%	9.8

Makroekonomik Tahminler

	2011	2012	2013T
GSYİH (TRY mlyr)	1,298	1,417	1,563
GSYİH Büyüme	8.8%	2.2%	3.4%
TÜFE (yıllık; yılsonu)	10.5%	6.3%	7.1%
Faiz (Gösterge, yılsonu)	11.04%	6.16%	7.10%
Faiz (Politika faizi, yılsonu)	5.75%	5.50%	5.50%
USD/TRY (yılsonu)	1.8889	1.7776	1.9650
USD/TRY (ortalama)	1.6 25	1.7919	1.8720
Cari Denge (USD mlyr)	-77.2	-47.5	-56.6

MSCI Türkiye Endeks Performansı

	Piyasa Özeti				
2 Tem 2013	Kapanış	ABB*	3A	YBB*	12A
BIST-100	76,439	0.2%	-11.1%	-2.3%	23.4%
BIST-Sanayi	66,160	0.1%	-8.5%	2.4%	23.5%
BIST-Banka	107,849	0.5%	-13.1%	-5.1%	22.0%
MSCI EM	932.1	-0.9%	-10.3%	-11.7%	-1.0%
MSCI EMEA	305.5	0.7%	-8.3%	-14.5%	-3.1%
MSCI EM - Avrupa	410.2	0.2%	-9.9%	-13.3%	0.0%
MSCI Türkiye	569.5	-0.1%	-17.7%	-10.2%	16.3%

* ABB: Ay Başından Bugüne, YBB: Yılbaşından Bugüne

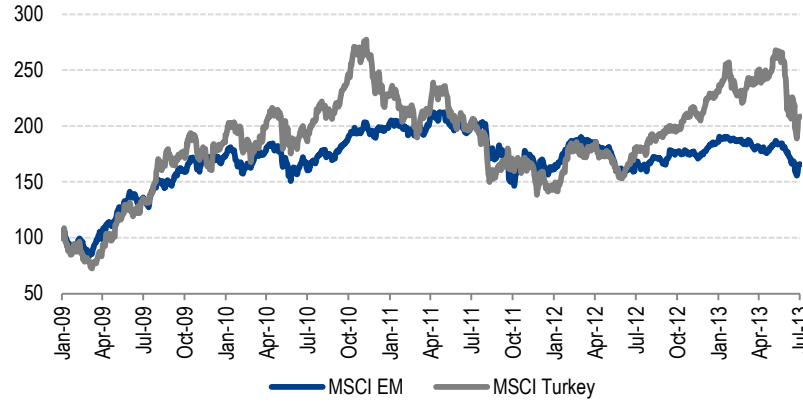
**Yatırım Finansman
Araştırma**
(+90 - 212) 317 6935

I. Hisse Stratejisi

Hisse senetlerini ileride zor günler bekliyor

Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren, ikinci yatırım yapılabilir not artışının hemen ardından Türk hisse senetleri için kar realizasyon dönemi başladı. Yatırımcı algısı, FED'in önümüzdeki aylarda varlık alımlarını yavaşlatacağı açıklamalarıyla daha belirgin bir şekilde bozuldu ve tüm dünyada gelişmekte olan ülkelerden yaşanan para çıkışından Türkiye de nasibini aldı. MSCI Türkiye endeksi 22 Mayıs'daki zirvesinden %22 oranında geriledi ve böylece yılbaşından itibaren sağlanan tüm pozitif yönlü ayrışmayı geri verdi.

Grafik 1: MSCI Türkiye ve MSCI Gelişen Pazarlar Performans karşılaştırması



Kaynak: MSCI Barra

MSCI Türkiye Endeksi, %12 değer kaybeden MSCI Gelişen Pazarlar endeksine benzer bir performans ile sene başından beri %10 değer kaybetti. Türkiye hisse senetleri pazarı şu anda benzer gelişmekte olan piyasalar 2013 T F/K çarpanlarına göre %20 iskontolu işlem görmektedir olup BİST'in 22 Mayıs'ta ulaştığı zirvenin oldukça gerisindedir.

En son bozulan yatırım ortamının yaratacağı sonuçlar, özellikle de küresel nakit arzındaki belirsizlik söz konusu olduğunda, küresel eğilimlere bağlı olacaktır. ABD Merkez Bankası'nın son açıklamaları riskleri olumsuz etkiledi zira Amerikan bono alımlarına akıtılan paralar Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalara da aktı. Türk hisse senetleri için kur ve faiz dışında önümüzdeki dönemde gerçekleşecek üç seçimden kaynaklanan politik belirsizliklerin makroekonomik alanda artan değişkenlik ve Fed kaynaklı endişelerden dolayı yeni bir dönemim başladığını düşünüyoruz. Küresel çapta riskten kaçışın gelişen ülke piyasalarında yeniden fiyatlanma sürecince önümüzdeki dönemde Türk piyasalarına yüksek değişkenlik yaratacağını düşünüyoruz.

İleriki dönemde Türk hisse senetleri için karlarda aşağı yönlü bir düzeltere yapılmasını bekliyoruz. Özellikle de açık kredilere de getirilen son düzenlemelerin dışında düşük faiz avantajından artık faydalanamayacak bankalar ve kur değişkenliğinden olumsuz etkilenecek sanayi şirketlerinin kar beklentilerinde revizyon yapılmasını bekliyoruz.

Tablo 1: BIST 100 ve MSCI Gelişen Pazarlar Performansları

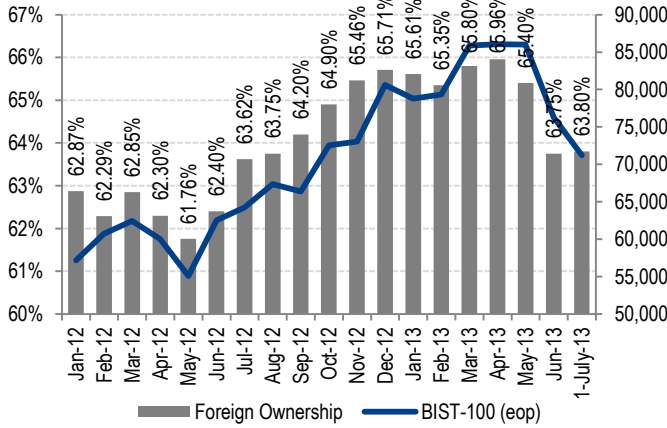
Piyasa Özeti					
2 Temmuz 2013	Kapanış	ABB*	3Ay	YBB*	12Ay
BIST-100	76,439	0.2%	-11.1%	-2.3%	23.4%
BIST-Sanayi	66,160	0.1%	-8.5%	2.4%	23.5%
BIST-Banka	107,849	0.5%	-13.1%	-5.1%	22.0%
MSCI EM	932.1	-0.9%	-10.3%	-11.7%	-1.0%
MSCI EMEA	305.5	0.7%	-8.3%	-14.5%	-3.1%
MSCI EM - Avrupa	410.2	0.2%	-9.9%	-13.3%	0.0%
MSCI Türkiye	569.5	-0.1%	-17.7%	-10.2%	16.3%
Kapanış					
Türkiye 5-yıllık CDS	181.8				
Eurobond-30	5.29%				
Tahvil	7.34%				
BIST O/N repo	5.22%				

* ABB: Ay Başından Bugüne, YBB: Yılbaşından Bugüne

Kaynak: BIST, MSCI Barra

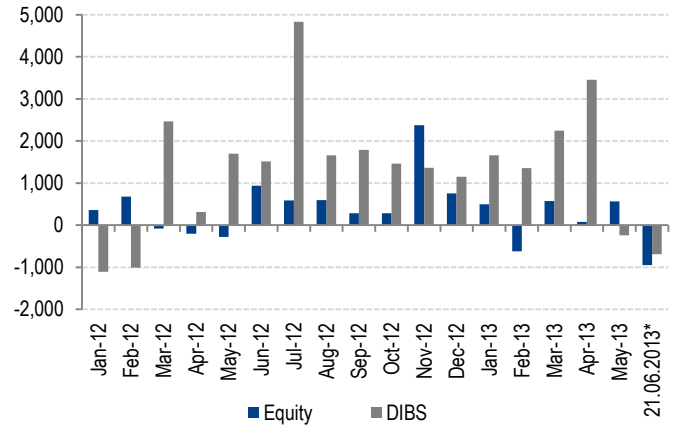
Türkiye'deki varlık alımlarına şimdiye kadar (21 Haziran 2013'e kadar) net USD 8 milyarlık net para akışı gerçekleşti. Bu miktarın USD 137 milyonluk kısmı hisse senetleri piyasasına aktı. Diğer taraftan BIST 100'de yabancı sahiplik oranı gelişen pazarlardaki çekilmeyle eş zamanlı olarak sene başındaki %65.7'den %63.8'e geriledi.

Grafik 2: BIST'teki Yabancı Yatırımcı Payı



Kaynak: BIST

Grafik 3: BIST'e Net Yabancı Sermaye Girişleri



BIST-100 endeksi için hedef değerimizi 83,000 olarak aşağı yönlü revize ediyoruz

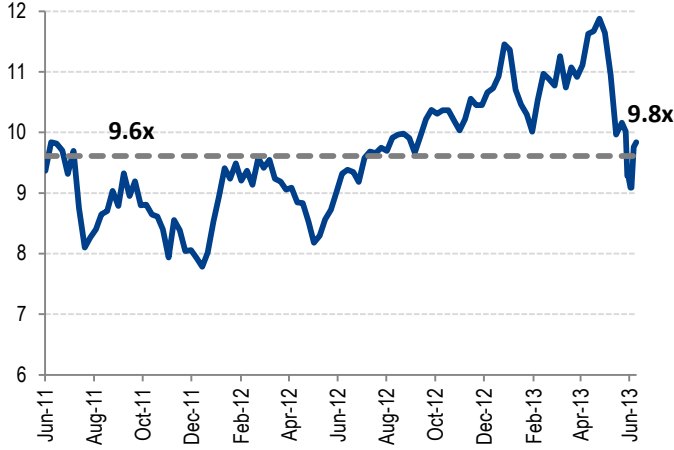
Bu koşullarda yılsonu makro tahminlerimizi revize ederek 2013 sonu büyüme beklentimizi %4,3'ten %3,4'e indiriyoruz. Artan risk primi karşısında ortalama sermaye maliyeti oranını değiştirmekle birlikte TL ve USD bazlı modellerimizde kullandığımız risksiz faiz oranını 100 baz puan artırarak sırasıyla %8 ve %5.5'a yükselttik. İlgili revizyonlar sonrası, BIST-100 endeksi için 12 aylık hedef değerimizi %9 yükselme potansiyeline işaret edecek şekilde 83,000 olarak belirledik. Bu tahminlerimizin faizlerdeki dalgalı seyre karşı son derece duyarlı olduğunu belirtmek isteriz. Örneğin Türkiye ve ABD 10 yıllık tahvil faizlerinde 50 baz puanlık bir artış bizim 12 aylık BIST-100 hedefimizi %4 oranında aşağı çekiyor. Özellikle sonbahar aylarında FED'in varlık alımlarını azaltma olasılığı ile birlikte faiz oranlarının dalgalanacağını ve bu değişkenlere göre de değerlendirme oranlarının aşağı yönlü riskinin bulunduğunu düşünmekteyiz.

Daha yüksek faiz ve kur oynaklığını tahminlerimize yansıtarak yıl sonu net kar artışı projeksiyonumuzu %14'ten %7'ye indiriyoruz. Sınırlı yukarı yönlü potansiyel ve bozulan temel göstergeler sonrası piyasa için görüşümüz nötr ve önümüzdeki dönemlerde piyasalardaki oynaklığın yüksek kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan Türkiye uzun vadeli olarak cazip bir piyasa olma özelliğini korurken halen yüksek büyüme ve güçlü demografik bir yapıya sahip olma hikayesini korumaktadır.

Tablo 2: Araştırma Kapsamımızdaki Hisselerin Net Kar Büyüme Tablosu

YF Araştırma Kapsamı	2011	2012	2013T Önceki	2013T Mevcut
Net Kar Büyümesi (Banka)	-5.7%	13.4%	18.0%	10.0%
Net Kar Büyümesi (Sanayi)	1.8%	25.7%	10.9%	4.1%
Net Kar Büyümesi (Toplam)	-1.5%	20.6%	13.9%	6.6%

Kaynak: BIST, Yatırım Finansman Araştırma

Grafik 4: BIST-100'ün ileriye dönük 12 aylık F/K oranı

Kaynak: Bloomberg

Grafik 5: Gelişmekte olan Ülkelerin F/K oranları

EM EMEA	F/K 2013T	F/K 2014T
Çek Cumhuriyeti	12.0	10.6
Mısır	8.5	6.5
Macaristan	9.4	8.6
Fas	13.1	11.9
Polonya	11.9	11.4
Rusya	5.1	5.0
Hindistan	13.6	12.4
Endonezya	15.3	12.9
Filipinler	18.8	17.1
Güney Afrika	12.9	11.1
EM EMEA Ort.	12.1	10.7
EM Tüm Ort.	12.8	11.3
Türkiye	10.2	9.5
% iskonto-EM EMEA	-15.6%	-11.8%
% iskonto-EM Tüm	-20.3%	-15.9%

Mevcut fiyat seviyelerinde, BIST100 endeksinin ileriye dönük F/K oranı son 2 yıl ortalaması olan 9.6x'ya yakın seviyelerdedir. Fakat, önümüzdeki dönemde makro değişkenlere bağlı olarak (GSYH büyümesi, kur tahminleri vb.) kar beklentilerinin aşağı yönlü revizyonu ile birlikte, piyasa F/K'sının mevcut 9.8x seviyesinin bir miktar daha üzerine çıkabileceğini düşünüyoruz.

Defansif yapıya sahip hisseler daha ön plana çıkacak

Model portföyümüzü, faiz oranlarında ve döviz kurlarında görülen yüksek dalgalanmaya direnç göstereceğine inandığımız daha defansif hisseler ile yeniden düzenledik. Yatırım temamız doğrultusunda **Aselsan'ı ve Tekfen Holding'i** portföyümüze eklerken, bankalar ve GYO'lar gibi faize daha duyarlı sektörlerde faaliyet gösteren **Emlak Konut ve Yapı Kredi Bankası'nı** ise model portföyümüzden çıkarttık.

Bu görüşümüze paralel olarak, model portföyümüz **HALKB, ASELS, TKFEN, TRKCM, THYAO, KOZAL, UYUM ve TCELL** hisselerinden oluşmaktadır.

Araştırma Kapsamımızdaki Hisselerin Döviz Kurlarına Karşı Hassasiyeti

Döviz kurlarında son dönemde gerçekleşen hareketlerin, Araştırma kapsamımızdaki hisseler üzerindeki etkisini analiz ettik. Baz senaryomuzda, makroekonomi ekibimizin belirlemiş olduğu tahminler doğrultusunda, yıl sonu TL/Dolar kurunu 1.96, TL/Euro kurunu ise 2.52 olarak almaktayız. Bu sebeple, yüksek döviz açık pozisyonuna sahip oldukları için, **MGROS, KCHOL ve TTKOM**, en çok kur farkı gideri yazabilecek ve bu doğrultuda net kar rakamı negatif etkilenebilecek şirketlerdendir. Öte yandan, **TRKCM, MRDIN ve ASELS** ise TL'nin değer kaybetmesi ile en çok faydalanan şirketlerdendir. Aşağıdaki tabloda, kurların mevcut tahminlerimizinde +/- %5 sapması durumunda, şirketlerin net karlarının ne doğrultuda etkilenecekleri gösterilmiştir.

Hesaplamalarımız, şirketlerin sadece döviz pozisyonlarına dayanmaktadır. Öte yandan, bu analize, operasyonel dinamikler de katılacak olursa, TL'nin değer kazanması ya da kaybetmesi daha farklı etki edebilecektir. Mesela, Finansal raporlamasını diğer para birimleri cinsinden yapan şirketler (örneğin **THYAO ve ENKAI**), operasyonel performans açısından, TL'nin değer kaybetmesi durumunda olumlu etkilenebilirler. Ek olarak, ihracatçılar ve cirosunun bir kısmını yurtdışından elde edebilen şirketler (örneğin **TKFEN ve TAVHL**) doğal bir 'hedge' dan faydalanabilecektir.

Sembol	Yabancı Para Pozisyonu – 1Ç13			Net Kar 2013T	Kur Farkı Geliri/Gideri (2013T Net Kara oranı)	Döviz Kurunun Net Kar üzerindeki duyarlılığı	
	mn \$	mn EUR	(Toplam – mn TL)			%5 aşağıda olursa	%5 yukarıda olursa
MGROS	3	-884	-2,026	-20	750%	-554%	554%
KCHOL	-3,982	-341	-7,708	2,050	-38%	21%	-21%
TTKOM	-1,506	-1,118	-5,412	2,282	-20%	13%	-13%
SNGYO	-179	0	-324	112	-17%	9%	-9%
TRGYO	-283	-138	-832	345	-12%	7%	-7%
EREGL	-96	-71	-439	710	-10%	6%	-6%
ISGYO	-15	-22	-79	94	-6%	4%	-4%
ANACM	23	-54	-83	111	-6%	4%	-4%
TCELL	-659	13	-1,163	2,106	-6%	3%	-3%
FROTO	-27	-448	-1,085	722	-3%	2%	-2%
TKFEN	-2	-31	-189	259	-2%	2%	-2%
TTRAK	-21	1	-48	277	-1%	1%	-1%
EKGYO	0	0	0	620	0%	0%	0%
TOASO	0	27	63	444	-5%	0%	0%
BIMAS	0	0	0	407	0%	0%	0%
UYUM	0	0	0	1.2	0%	0%	0%
BIZIM	0	0	1	38	0%	0%	0%
AKCNS	2.3	-1.0	2.0	124	0%	0%	0%
ADANA	6.1	0.4	12.0	58	1%	-1%	1%
CIMSA	3	2	11	117	1%	-1%	1%
SAHOL	-202	353	446	2,130	1%	-1%	1%
ARCLK	-110	50	-45	645	-1%	-1%	1%
DOAS	-16	31	45	247	2%	-1%	1%
TAVHL	39	-1	98	276	3%	-1%	1%
SISE	281	-67	370	425	9%	-4%	4%
MRDIN	8	0	15	26	8%	-4%	4%
ASELS	31	80	247	305	6%	-4%	4%
TRKCM	84	-19	108	102	11%	-5%	5%
KOZAL	-11	0	-21	555	1%	9%	10%

Kaynak: BIST, Yatırım Finansman Araştırma

II. Değerleme Güncellemesi

FINANSALLAR	Tavsiye	Halka Açıklık Piyasa Değeri		Ortalama	Hisse	Yeni	Eski	Yükselme	F/K		HİSSE PERFORMANSI (Relatif BIST100)			
		Oranı (%)	(TRYmn)		Fiyatı (TRY)	HF (TRY)	HF (TRY)	Potansiyeli (%)	Son 12 ay	Son 12 ay	1 ay	3 ay	12 ay	YBB
AKBNK	Endekse Paralel Getiri	42%	31,600	192	7.90	8.30	10.70	5%	9.7	1.5	-1%	-6%	0%	-7%
ALBRK	Endeks Üzeri Getiri	21%	1,701	1.1	1.89	1.90	2.25	1%	8.2	1.3	-2%	8%	41%	14%
ASYAB	Endeks Üzeri Getiri	51%	1,629	33	1.81	2.00	2.70	10%	8.8	0.7	5%	-14%	-19%	-16%
GARAN	Endekse Paralel Getiri	48%	34,944	419	8.32	8.90	11.50	7%	10.9	1.6	-4%	0%	-2%	-7%
YKBK	Endeks Üzeri Getiri	18%	19,388	171	4.46	5.20	7.00	17%	10.0	1.1	-10%	-11%	0%	-11%
VAKBN	Endeks Üzeri Getiri	25%	12,000	112	4.80	5.60	7.70	17%	7.7	1.0	-9%	-7%	6%	7%
HALKB	Endeks Üzeri Getiri	49%	20,563	242	16.45	21.00	24.00	28%	7.4	1.6	-8%	-4%	-2%	-2%
ISCTR	Derecelendirilmedi	31%	25,560	282	5.68	-	-	-	7.0	1.1	-8%	-7%	-1%	-4%
TSKB	Derecelendirilmedi	39%	2,639	5	2.03	-	-	-	8.5	1.5	4%	7%	7%	10%
SKBNK	Endeks Üzeri Getiri	10%	1,880	3	1.88	2.00	2.30	6%	7.8	1.0	14%	-1%	45%	7%

SANAYİLER	Tavsiye	Halka Açıklık Piyasa Değeri		Ortalama	Hisse	Yeni	Eski	Yükselme	F/K		HİSSE PERFORMANSI (Relatif BIST100)			
		Oranı (%)	(TRYmn)		Fiyatı (TRY)	HF (TRY)	HF (TRY)	Potansiyeli (%)	Son 12 ay	Son 12 ay	1 ay	3 ay	12 ay	YBB
ADANA	Endekse Paralel Getiri	58%	378	1	4.29	4.65	5.00	8%	7.8	9.4	3%	25%	10%	24%
AKCNS	Endekse Paralel Getiri	19%	2,326	2	12.15	12.40	12.70	2%	18.3	12.3	11%	28%	34%	27%
AKSEN	Endeks Üzeri Getiri	21%	2,079	13	3.39	4.80	5.90	42%	20.3	11.8	-6%	-20%	-23%	-24%
ANACM	Endeks Üzeri Getiri	20%	1,121	3	2.70	3.40	3.45	26%	12.1	6.7	6%	10%	0%	4%
ARCLK	Endekse Paralel Getiri	25%	8,616	17	12.75	13.15	13.50	3%	16.2	10.0	1%	13%	20%	16%
ASELS	Endeks Üzeri Getiri	14%	4,460	14	8.92	10.70	12.00	20%	16.1	17.6	2%	-5%	35%	10%
BIMAS	Endekse Paralel Getiri	60%	12,448	30	41.00	44.50	45.00	9%	36.9	23.8	4%	5%	-6%	-2%
BIZIM	Endeks Üzeri Getiri	35%	1,252	3	31.30	31.50	33.50	1%	44.4	16.4	9%	14%	0%	16%
CIMSA	Endekse Paralel Getiri	25%	1,797	4	13.30	12.50	12.40	-6%	13.5	9.7	13%	48%	37%	59%
DOAS	Endeks Üzeri Getiri	26%	2,187	6	9.94	12.50	14.50	26%	8.9	8.4	-4%	6%	50%	29%
EKGYO	Endeks Üzeri Getiri	25%	6,975	44	2.79	3.55	3.70	27%	9.4	8.6	2%	10%	4%	-6%
ENKAI	Endekse Paralel Getiri	12%	15,776	22	4.93	5.85	6.10	19%	14.5	9.2	6%	11%	-4%	10%
EREGL	Endekse Paralel Getiri	32%	6,895	64	1.97	2.35	2.60	19%	13.0	7.2	-1%	10%	-9%	-5%
FROTO	Endekse Paralel Getiri	18%	9,264	11	26.40	24.30	26.25	-8%	13.5	13.5	4%	16%	40%	30%
ISGYO	Endeks Üzeri Getiri	48%	901	6	1.43	1.85	2.05	29%	13.6	10.6	4%	13%	9%	6%
KCHOL	Endekse Paralel Getiri	22%	23,787	54	9.38	9.65	10.10	3%	10.7	4.8	-1%	2%	13%	5%
KOZAL	Endeks Üzeri Getiri	29%	3,630	37	23.80	39.00	49.00	64%	6.5	3.9	-19%	-34%	-44%	-42%
MGROS	Endekse Paralel Getiri	19%	3,721	29	20.90	23.25	27.50	11%	60.6	12.8	0%	5%	-4%	-1%
MRDIN	Endekse Paralel Getiri	33%	496	1	4.53	5.30	6.20	17%	14.8	10.6	-2%	0%	-30%	-8%
SAHOL	Endekse Paralel Getiri	44%	20,812	66	10.20	11.50	12.40	13%	9.8	27.1	-4%	4%	9%	7%
SISE	Endekse Paralel Getiri	29%	4,065	40	2.71	3.20	3.50	18%	13.8	5.9	-4%	-1%	-16%	-5%
SNGYO	Endekse Paralel Getiri	37%	690	7	1.15	1.70	1.95	48%	13.8	35.6	-8%	-5%	-25%	-14%
TAVHL	Endeks Üzeri Getiri	40%	4,232	27	11.65	13.20	12.50	13%	14.4	7.3	11%	11%	6%	35%
TCELL	Endeks Üzeri Getiri	25%	24,970	126	11.35	12.20	14.10	7%	11.7	6.4	11%	5%	2%	1%
THYAO	Endeks Üzeri Getiri	50%	10,378	156	7.52	9.00	9.70	20%	9.1	7.7	12%	33%	122%	44%
TKFEN	Endeks Üzeri Getiri	35%	2,531	15	6.84	8.55	8.75	25%	7.1	6.2	11%	4%	-8%	2%
TOASO	Endeks Üzeri Getiri	24%	6,475	16	12.95	13.70	14.00	6%	14.2	8.1	4%	18%	47%	38%
TRGYO	Endekse Paralel Getiri	14%	1,875	5	3.75	4.70	5.20	25%	6.2	22.0	3%	13%	26%	22%
TRKCM	Endeks Üzeri Getiri	28%	1,887	11	2.72	3.40	3.70	25%	28.7	9.9	0%	6%	4%	15%
TTKOM	Endeks Üzeri Getiri	13%	25,760	29	7.36	8.70	10.50	18%	10.8	6.4	14%	11%	-10%	18%
TTRAK	Endekse Paralel Getiri	24%	3,522	8	66.00	59.50	60.00	-10%	13.3	11.8	26%	26%	83%	24%
UYUM	Endeks Üzeri Getiri	30%	137	2	2.28	2.90	2.93	27%	-9.8	-105.0	17%	44%	-31%	7%

III. Model Portföy

Tablo 3: Yatırım Finansman Model Portföy Listesi & Performansı

Şirket	Hisse	İMKB Kodu	Portföye Giriş Fiyatı	Fiyat (TL)		Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri		Portföy Giriş ve Taşıma Süresi		Getiri	
				Cari	Hedef		Milyon TL	Milyon \$	Portföye Giriş Tarihi	Portföyde Taşıma Süresi	Relatif	Nominal
Halk Bankası	HALKB		18.42	16.45	21.00	27.7%	20,563	10,701	12 Mar 2013	112	-3%	-11%
Turkcell	TECELL		11.90	11.35	12.20	7.5%	24,970	12,994	12 Mar 2013	112	4%	-5%
Tekfen Holding	TKFEN		6.84	6.84	8.55	25.0%	2,531	1,317	2 Tem 2013	0	0%	0%
Aselsan	ASELS		8.92	8.92	10.70	20.0%	4,460	2,321	2 Tem 2013	0	0%	0%
Trakya Cam	TRKCM		2.91	2.72	3.40	25.0%	1,887	982	15 Nis 2013	78	4%	-6%
Türk Hava Yolları	THYAO		3.69	7.52	9.00	19.7%	10,378	5,400	6 Kas 2012	238	92%	104%
Koza Altın İşletmeleri	KOZAL		41.95	23.80	39.00	63.9%	3,630	1,889	12 Mar 2013	112	-38%	-43%
Uyum Gıda	UYUM		2.17	2.28	2.90	27.2%	137	71	29 May 2013	34	20%	5%
Portföy (2013 başından bu yana)											4.4%	2.0%
Portföy (2012)											14.9%	75.3%
Portföy (2011)											13.8%	-11.6%
Portföy (2010)											11.5%	39.3%

*02.07.2013 Ağırlıklı Ortalama Fiyatlarıyla

Kaynak: BIST, Yatırım Finansman Araştırma

Tekfen Holding'i en beğendiğimiz öneriler arasına dahil ediyoruz Tekfen'i artan bekleyen iş büyüklüğü (backlog), gelişen mühendislik kapasitesi, tarım tarafında entegre yatırımları ve TRY782mn net nakdi nedeniyle cazip bulmaktayız. Türkiye'de en büyük makine parkına sahip (\$350mn değerinde, inşaat tarafı için hesapladığımız değer %53'üne denk geliyor) inşaat taahhüt şirketlerinden biri olan Tekfen 1Ç13 itibarı ile \$2.4mr bekleyen iş büyüklüğüne ulaştı (yıllık %25, çeyrekse bazda %11 büyüme). Tekfen ayrıca Azerbaycan, Irak ve Türkiye'de yaklaşık \$1.5mr değerinde yeni proje almayı planlıyor. Tarım tarafında yapılan \$300mn değerindeki hammadde ve kapasite yatırımları orta vadede şirketin majlarına olumlu yansıyacak. 2015 yılında tamamlanması beklenen yatırım nedeniyle şirket ayrıca teşvikten yararlanacak. 1Ç13'te Tekfen FAVÖK bakımından yıl sonu hedefinin %41'ini yakaladı; inşaat tarafında %28 ve tarım tarafında %64. Bu bakımdan 2Ç13 finansalları ile yıl sonu hedeflerinde yukarı yönlü bir revizyon olabilir bu da hisse fiyatına olumlu yansıyacaktır.

Aselsan'ı Model Portföyümüze ekliyoruz. Şirketin 3.8 milyar dolar olan beklemedeki siparişleri öngörülebilir bir satış programı sağlamaktadır. Bu tutarın önümüzdeki dönemde 4 milyar doların üstüne çıkması beklenmektedir. Şirketin satışlarının büyük bir kısmı USD ve EUR bazlıdır dolayısıyla döviz kaynaklı risklere karşı daha dirençlidir. Şirket savunma sanayi harcamalarından önemli pay alacak konumdadır. Şirket Ankara merkezli savunma şirketlerinin oluşturduğu sanayii kümesinin ana şirketi olup bu sektörün gelişimindeki rolü önemlidir. Savunma sanayii ihracatının 2016 yılında 2 milyar dolara yükselmesi hedeflenmektedir. Bu yükselişte Aselsan önemli bir paya sahip olacaktır. Aselsan ihracatının orta vadede şu andaki 155 milyon dolardan 500 milyon dolara yükselmesini öngörüyoruz. Şirketin 2023 yılına kadar kurumlar vergisinden muaf olması da şirketin öne çıkan önemli özelliklerindendir.

Emlak Konut GYO'yu, en beğendiğimiz şirket önerileri listemizden çıkarıyoruz. Son dönemde faizlerde görülen yükselişin ve görece daha yüksek faiz ortamının kredi maliyetlerini yükseltebileceğini ve gayrimenkul sektörü yatırım koşullarının zorlaşabileceğini düşünüyoruz. Emlak Konut, Haziran başında gerçekleştirmeyi planladığı ikincil halka arzını, yurtiçi piyasalardaki dalgalanmalar sebebiyle daha uygun bir tarihte yapılmak üzere geri çekmişti. Emlak Konut hisselerinin, ertelenen ikincil halka arz sebebiyle baskı altında kalmasını bekliyoruz. Öte yandan, Emlak Konut, 2013 yıl başından bu yana 6,499 konut satmıştır, ve tüm yıl konut satış hedefi olan 15,000 adete paralel bir performans sergilemektedir. Hisse model portföyümüze dahil edildiği tarihten itibaren %10 mutlak getiri sağlarken aynı dönemde BIST-100 karşısında %5 endeks altı performans göstermiştir.

Faize duyarlı sektörlerdeki ağırlığımızı azaltma stratejimize paralel olarak Yapı Kredi Bank'ı Model Portföyümüzden çıkarıyoruz. Faizlerdeki düşüş trendinin sona ermesi ve son dönemdeki regülasyon değişiklikleri nedeniyle banka karlarında önemli bir aşağı yönlü revizyon bekliyoruz. Mevduat faizleri yükselmeye başlarken, Merkez Bankası'nın sıkılaştırma politikası nedeniyle bankaları faiz koridorunun üst bandından borçlanmaya yöneltmesi de fonlama maliyetinin artmasına neden oldu. Halkbank'ı Model Portföyümüzde tutmaya devam ederken Yapı Kredi Bankası'nı portföyden çıkarıyoruz. Yapı Kredi biz portföye dahil ettiğimizden bu yana %10 getiri sağlarken BIST-100 endeksinin ise 5% altına getiri elde etti.

HALKB – HALK BANKASI

- Yüksek öz sermaye karlılığı, benzerlerine göre cazip çarpanlar ile işlem görmesi ve ücret ve komisyon gelirlerindeki artış potansiyeli nedeniyle beğenmekteyiz. Bankanın KOBİ odaklı kredi portföyü yapısından yılın geri kalanında da olumlu etkilenmesini beklemekteyiz.
- Halkbank yılın ilk çeyreğinde %22.6 özsermaye karlılığı açıklarken sektör ortalaması %15 seviyesindeydi ve ayrıca şirketin öz sermaye karlılığı benzerlerinin de üzerindedir. Yönetim 2013 yılı için %22-24 oranındaki özsermaye karlılığı hedefini sürdürmektedir.
- Halkbank'ın ticari bankacılığa odaklı olmasından dolayı önümüzdeki dönemde daha avantajlı bir konumda olduğunu düşünüyoruz (ticari kredilerin toplam kredilerdeki oranı %72). Hükümet ticari kredilerdeki yavaşlamanın ardından bankalara ticari kredilerini arttırması yönünde bir paket üzerinde çalışıyor ve bu da -gerçekleşmesi durumunda- Halkbank açısından olumlu olacaktır. Diğer taraftan KOBİ kredilerinde, (toplam kredilerin %37'si) Halkbank vade yapısı ve fiyatlama bakımından en cazip bankalardan biridir.
- Halkbank yeni tanıttığı kredi kartı "Paraf" ile kredi kartı pazarındaki pazar payını arttırmaktadır. Bununla birlikte bankanın ücret ve komisyon tarafına daha fazla odaklanması neticesinde Halkbank'ın önümüzdeki dönemde sektörün üzerinde ücret ve komisyon geliri elde etmesini bekliyoruz. Yönetim 2013 yılında ücret ve komisyon gelirlerinde %15-18 arasında artış bekliyor.

TCELL – TURKCELL

- Turkcell artan rekabet ortamında son üç yıllık bir sürede FVAÖK marjını %30 seviyelerinin üstünde korumayı başarmıştır. İleriye dönük olarak data ve internet hizmet gelirlerinin artması ve iştiraklerden elde edilen katkıların iyileşmesi ile karlılığın daha da artmasını öngörüyoruz.
- SPK son müdahalesinde 7 kişiden oluşan yönetim kuruluna 3 bağımsız üye atadı. Şu anda kanunlaştırılmayı bekleyen taslak yasaya göre SPK yönetim kurulunda süresi dolan ve yerlerine yeni üye atanmayan üyeleri de atayabilecek.
- Son üç yıl ortaklar arasındaki çeşitli anlaşmazlıklardan dolayı şirket temettü dağıtımını yapmamıştır. 2010 yılı karından toplam 1.33 milyar TL dağıtılması teklif edilmiş ancak onaylanmamıştır. 2011 ve 2012 yılı karlarından ise ödenmek üzere herhangi bir temettü teklifi yapılmamıştır. Şirketin şu andan birikmiş karı 8.1 milyar TL'dir ve önümüzdeki dönemde bu tutarın bir kısmının temettü ödemelerinde dağıtılması beklenmektedir.

Temel Göstergeler

HALKB	Halk Bankası	
Sektör	TRY	Bankacılık USD
Kapanış Fiyatı	16.55	8.60
Hedef Fiyat	21.00	10.92
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	240.5	129.9
Piyasa Değeri (mn)	20,688	10,755
Şirket Değeri (mn)	26,250	13,647
Yükselme Potansiyeli	26.9%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-17.7%	-13.8%	21.1%	-3.5%
BIST100'e göre relatif	-7.5%	-3.1%	-2.0%	-1.4%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	2,045	2,595	2,605	2,795
Büyüme		27%	0%	7%
Özkaynak	8,640	12,323	14,599	16,826
Growth		43%	18%	15%
Toplam Varlıklar	91,124	108,282	124,095	141,022
Growth		19%	15%	14%
Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
F/DD	2.4	1.7	1.4	1.2
F/K	10.1	8.0	7.9	7.4
Özsermaye Karlılığı	23.7%	21.1%	17.8%	16.6%

Temel Göstergeler

TCELL	Turkcell	
Sektör	TRY	Telekom USD
Kapanış Fiyatı	11.35	5.90
Hedef Fiyat	12.40	6.45
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	125.7	68.6
Piyasa Değeri (mn)	24,970	12,982
Şirket Değeri (mn)	27,280	14,182
Yükselme Potansiyeli	9.3%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-1.7%	-6.6%	25.3%	-1.7%
BIST100'e göre relatif	10.4%	5.0%	1.4%	0.4%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	9,370	10,507	11,180	11,759
Büyüme		12%	6%	5%
FAVÖK	2,913	3,242	3,425	3,668
Büyüme		11%	6%	7%
Net Kar	1,183	2,083	2,106	2,333
Büyüme		76%	1%	11%
Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	31.1%	30.9%	30.6%	31.2%
Net Kar Marjı	12.6%	19.8%	18.8%	19.8%
Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	2.3	2.0	1.9	1.8
FD/FAVÖK	7.3	6.6	6.2	5.8
F/K	21.1	12.0	11.9	10.7

KOZAL – KOZA ALTIN

- Koza Altın'ın güçlü yönleri ve faaliyetleri ile son dönemdeki hisse performansındaki zayıflığın hissede cazip seviyeler sunduğunu düşünüyoruz.
- Koza Altın, 2012 yıl sonunda altın rezervlerini 3.7 mn ons'a, altın kaynaklarını ise 12.6 mn ons'a güncellemiştir. Koza Altın 2012 yılında 338 bin ons altın üretmiştir ve altın üretiminin 2013 yılında 354 bin ons, 2014 yılında ise 454 bin ons'a yükselmesini bekliyoruz. 2013 yıl sonunda Himmetdede madenin, 2014 yıl sonunda ise Diyadin madenin devreye girmesini bekliyoruz.
- Koza Altın, rakiplerine görece düşük nakit maliyet modeli ile üretimine devam etmektedir. 2013 2. Çeyrek'ten itibaren altın üretiminin yükselmesini ve nakit maliyetlerin de önemli seviyede gerilemesini bekliyoruz. Tüm yıl nakit maliyet tahminimiz 400 Dolar/ons seviyesindedir.
- Koza Altın değerlememiz için en temel risk altın fiyatlarıdır; değerlendirme en yüksek hassasiyeti altın fiyatlarına göstermektedir. Altın fiyatları yılbaşıdan bu yana %28 gerilerken (31.12.2012: 1,657 dolar/ons 28.06.2013: 1,192 dolar/ons) Koza Altın hisse fiyatı ise aynı dönemde %44 gerilemiştir. Koza Altın, faaliyetlerini planları doğrultusunda ilerletirken, hisse performansındaki gerileme çoğunluklu altın fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmaktadır.

ASELS – ASELSAN

- Aselsan'ı defansif özelliğinden dolayı en beğenilen hisse portföyümüze dahil ediyoruz. Şirketin ağırlıklı olarak döviz cinsinden olan satışları kur riskine karşı koruma sağlamaktadır. Şirketin 3.8 milyar dolar olan beklemedeki siparişleri öngörülebilir bir satış programı sağlamaktadır. Bu tutarın önümüzdeki dönemde 4 milyar doların üstüne çıkması beklenmektedir.
- Türkiye'nin lider savunma sanayi şirketi olarak önümüzdeki dönemde başlatılacak projelerden pay alması beklenmektedir. Aselsan'ın MİLGEM, uzun menzilli hava savunma füze sistemi ve Altay tankı projesinde yer alması beklenmektedir. Savunma sanayi cirosunun 2016 yılına kadar USD8 milyara ulaşması hedeflenmekte, bunun USD 2 milyarlık kısmının ise ihracat ile gerçekleştirilmesi öngörülmektedir.
- Şirket Ankara merkezli savunma şirketlerinin oluşturduğu sanayii kümesinin ana şirketi olup bu sektörün gelişimindeki rolü önemlidir.
- Şirketin 2023 yılına kadar kurumlar vergisinden muaf olması da şirketin öne çıkan önemli özelliklerindendir.
- Bu faaliyetleri yatırımcıları bilgilendirmek açısından faydalı olacaktır şirkete ilgi artacaktır.

Temel Göstergeler

KOZAL	Koza Altın	
Sektör	TRY	USD
Kapanış Fiyatı	24.10	12.53
Hedef Fiyat	39.00	20.28
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	37.0	20.1
Piyasa Değeri (mn)	3,675	1,911
Şirket Değeri (mn)	5,948	3,092
Yükselme Potansiyeli	61.8%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-27.0%	-41.1%	-30.6%	-42.4%
BIST100'e göre relatif	-17.9%	-33.7%	-43.9%	-41.2%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	806	1,043	1,030	1,379
Büyüme		29%	-1%	34%
FAVÖK	621	802	762	1,013
Büyüme		29%	-5%	33%
Net Kar	460	642	610	825
Büyüme		40%	-5%	35%
Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	77.0%	76.9%	74.0%	73.5%
Net Kar Marjı	57.1%	61.6%	59.2%	59.8%
Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	3.4	2.6	2.7	2.0
FD/FAVÖK	4.4	3.4	3.6	2.7
F/K	8.0	5.7	6.0	4.5

Temel Göstergeler

ASELS	Aselsan	
Sektör	TRY	USD
Kapanış Fiyatı	8.88	4.62
Hedef Fiyat	10.70	5.56
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	13.9	7.5
Piyasa Değeri (mn)	4,440	2,308
Şirket Değeri (mn)	5,350	2,781
Yükselme Potansiyeli	20.5%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-9.8%	-15.8%	65.8%	6.7%
BIST100'e göre relatif	1.3%	-5.3%	34.2%	9.1%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	1,502	1,633	2,067	2,497
Büyüme		9%	27%	21%
FAVÖK	182	322	395	480
Büyüme		77%	23%	21%
Net Kar	160	294	313	380
Büyüme		83%	6%	22%
Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	12.1%	19.7%	19.1%	19.2%
Net Kar Marjı	10.7%	18.0%	15.1%	15.2%
Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	3.1	2.8	2.2	1.9
FD/FAVÖK	25.5	14.4	11.7	9.7
F/K	27.7	15.1	14.2	11.7

TRKCM – TRAKYA CAM

- Geçen seneki zayıf faaliyet performansının ardından, (i) görece düşük faiz oranları ve 2012'ye göre hızlanacak GSYH büyümesi ile talep pazarlarında (gayrimenkul ve otomotiv) oluşan daha olumlu görünüm, (ii) enerji fiyatlarından kaynaklı maliyet baskısının azalması (doğalgaz fiyatlarının \$ bazında sabit kalacağını öngörüyoruz) ve yapılan fiyat artışları (2Ç13'te yaklaşık %7) sayesinde kar marjlarında görülecek iyileşme ile 2013 senesinin şirket için daha iyi bir dönem olacağını düşünüyoruz.
- Şirketin agresif kapasite artırımı planları (2016'ya kadar %65 yükseliş) ve kentsel dönüşüm gibi orta-uzun vadede talep yaratmayı sürdürecektir projeler sayesinde sunacağı güçlü büyüme potansiyelinin de (Bulgaristan faaliyetleri dahil FAVÖK'te 2015'e kadar ortalama %30'luk artış ile diğer şirketlerin üzerinde) önümüzdeki dönemde hisse performansına katkı sağlayacağını düşünüyoruz.
- Hızlı büyüme vizyonu çerçevesinde Trakya Cam, (i) Hindistan gibi daha yüksek gelişme potansiyeli sunan pazarlara giriş yaptı (Haziran 2013'te Hintli düzcam üreticisi HNGFL'ye %50 oranında ortak oldu) ve (ii) satın almalar veya ortaklıklar ile birlikte özellikle işlenmiş camlar alanında ürün yelpazesini genişletmeyi hedefliyor (Mayıs 2013'te Alman oto camı üreticisi Fritz Holding'in tamamını satın aldı). Trakya Cam'ın bu çabalarının sürdürülebilir büyümeye ulaşması ve küresel pazardaki yerini sağlamlaştırması açısından önemli buluyoruz.
- Her ne kadar hisse 2013 tahminlerinde benzerlerine göre primli işlem görse de; şirketin büyüme ile düzeltilmiş fiyat kazanç oranı olan 0.5x benzerlerinin oldukça altında ve çarpanların görünümü kapasite artışlarının finansallara yansımaları ile ciddi şekilde iyileşerek 2014 tahminlerinde ortalama %17 iskontolu hale geliyor.

THYAO – TURK HAVA YOLLARI

- Şirket Airbus'dan 117 ve Boeing'den de 95 yeni uçak siparişinde bulunmuştur. Bu siparişlerle şirketin filo sayısı şu andaki 220 uçaktan 2021 yılında 423 uçağa yükselecektir. Ortalama uçak yaşı ise 6.6 yıldan 5 yıla düşecektir.
- Orta dönemde yıllık ortalama %13 yolcu büyümesi ile önümüzdeki dönemde büyüme potansiyeli oldukça caziptir. Yolcu doluluk oranının da 2013 yılında transfer yolcu sayısındaki artışla %80 seviyelerinin üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Şirket denizyolu kapasitesini %10 artırırken global oyuncular aynı pazarda konsolidasyondan dolayı kapasitelerini toplamda %3 azalttı. Türk Hava Yolları'nın uzun menzil yolcularını 2013 yılında %24 artırımını öngörüyoruz.

Temel Göstergeler

TRKCM	Trakya Cam	
Sektör	TRY	USD
Kapanış Fiyatı	2.73	1.42
Hedef Fiyat	3.40	1.77
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	10.8	5.9
Piyasa Değeri (mn)	1,894	985
Şirket Değeri (mn)	2,359	1,226
Yükselme Potansiyeli	24.5%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-11.1%	-5.5%	29.1%	12.8%
BIST100'e göre relatif	-0.1%	6.3%	4.5%	15.2%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	1,255	1,249	1,177	1,396
Büyüme		0%	n.m.	19%
FAVÖK	356	202	220	301
Büyüme		-43%	n.m.	37%
Net Kar	224	72	102	154
Büyüme		-68%	41%	51%
Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	28.3%	16.2%	18.7%	21.6%
Net Kar Marjı	17.9%	5.8%	8.7%	11.0%
Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	1.4	1.1	1.3	1.1
FD/FAVÖK	4.8	6.8	6.7	4.9
F/K	8.6	21.2	18.3	12.1

Temel Göstergeler

TRKCM	Türk Hava Yolları	
Sektör	TRY	USD
Kapanış Fiyatı	7.54	3.92
Hedef Fiyat	9.00	4.68
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	155.1	83.6
Piyasa Değeri (mn)	10,405	5,410
Şirket Değeri (mn)	12,420	6,457
Yükselme Potansiyeli	19.4%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-0.3%	18.8%	174.6%	40.8%
BIST100'e göre relatif	12.0%	33.5%	122.3%	43.9%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	11,815	14,909	19,161	22,152
Büyüme		26%	29%	16%
FAVÖK	1,150	2,078	3,126	3,379
Büyüme		81%	50%	8%
Net Kar	19	1,133	466	1,533
Büyüme		n.m.	-59%	229%
Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	9.7%	13.9%	16.3%	15.3%
Net Kar Marjı	0.2%	7.6%	2.4%	6.9%
Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	1.6	1.3	1.0	0.8
FD/FAVÖK	16.3	9.0	6.0	5.5
F/K	n.m.	9.2	22.3	6.8

UYUM – UYUM GIDA

- Yüksek getiri potansiyeli... Şirkette devam eden yapılandırma marjlarda iyileşmeye ve şirketin bilançosunda güçlenmeye olanak sağlayacaktır.
- Makro ortaklığından olumlu etkilenecek... Ankara merkezli perakende zinciri Makro Market'in Uyum'un %47.3'ünü satınalmasından sonra şirkette yönetim değişimi gerçekleşti ve yeniden yapılandırma süreci başladı. Faaliyet giderlerinde kesinti ile birlikte Makro'nun satınalma gücünün pozitif etkisi Uyum'a olumlu yansımaktadır. Yeni yönetimin stratejisi karlılık odaklı daha kontrollü büyüme; bu da önümüzdeki dönemde marjlarda daha fazla iyileşmeye işaret etmektedir.
- Atıl gayrimenkulleri nakde dönüştürüyor... Bunun yanısıra şirket atıl duran gayrimenkullerini satma yönünde karar aldı. Şu aşamada Uyum'un satılabilir 4 varlığı bulunmaktadır. Bu varlıkların yaklaşık değeri TRY50mn seviyesinde olup şirketin piyasa değerinin %40'ına denk gelmektedir.
- Uyum'un iş modelini beğenmekteyiz. Şirket geliştirmekte olan bölgelerde toplu konut alanlarında mağaza açarak genişlemeyi sürdürmekte; bu da şirkete rekabetten kaçınma olanağı sağlamaktadır. Ayrıca site marketçiliği konsepti şirkete m2 başına benzerlerine oranla oldukça yüksek ciro elde etme imkanı sağlamaktadır.
- Halka arz fiyatına göre 22% iskontolu... 2010 yılında yapılan halka arzdan (halka arzda TRY175mn piyasa değeri ile satıldı; mevcut piyasa değerinin %37 üzeri) bu yana mağaza ve satış alanında sırasıyla %70 ve %74 büyüme elde eden UYUM'un daha yüksek fiyat seviyelerinde olması gerektiğini düşünmekteyiz.

Temel Göstergeler

UYUM	Uyum Gıda	
Sektör	TRY	Perakende USD
Kapanış Fiyatı	2.33	1.21
Hedef Fiyat	2.90	1.51
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	2.0	1.1
Piyasa Değeri (mn)	140	73
Şirket Değeri (mn)	174	90
Yükselme Potansiyeli	24.5%	

Hisse Performansı	1M	3M	12M	YTD
Mutlak	6.4%	30.9%	-13.4%	6.4%
BIST100'e göre relatif	19.5%	47.1%	-29.9%	8.7%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	251	335	387	460
Büyüme		33%	16%	19%
FAVÖK	-3.6	-3.7	15	20
Büyüme		3%		36%
Net Kar	-12	-16	1.2	3.9
Büyüme		33%		214%

Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	-1.4%	-1.1%	3.8%	4.4%
Net Kar Marjı	-4.7%	-4.7%	0.3%	0.8%

Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	0.7	0.5	0.4	0.4
FD/FAVÖK			11.6	8.5
F/K			113.1	36.0

TKFEN – TEKFEN HOLDING

- Tekfen'i artan bekleyen iş büyüklüğü (backlog), gelişen mühendislik kapasitesi, tarım tarafında entegre yatırımları ve TRY782mn net nakdi nedeniyle cazip bulmaktayız.
- Türkiye'de en büyük makine parkına sahip (\$350mn değerinde, inşaat atrafı için hesapladığımız değerin %53'üne denk geliyor) inşaat tahhüt şirketlerinden biri olan Tekfen 1Ç13 itibarı ile \$2.4mr bekleyen iş büyüklüğüne ulaştı (yıllık %25, çeyrek bazda %11 büyüme). Tekfen ayrıca Azerbaycan, Irak ve Türkiye'de yaklaşık \$1.5mr değerinde yeni proje almayı planlıyor.
- Tarım tarafında yapılan \$300mn değerindeki hammadde ve kapasite yatırımları orta vadede şirketin majlarına olumlu yansımalar. 2015 yılında tamamlanması beklenen yatırım nedeniyle şirket ayrıca teşvikten yararlanacak.
- 1Ç13'te Tekfen FAVÖK bakımından yıl sonu hedefinin %41'ini yakaladı; inşaat tarafında %28 ve tarım tarafında %64. Bu bakımdan 2Ç13 finansalları ile yıl sonu hedeflerinde yukarı yönlü bir revizyon olabilir bu da hisse fiyatına olumlu yansıyacaktır.

Temel Göstergeler

TKFEN	Tekfen Holding	
Sektör	TRY	Holdingler USD
Kapanış Fiyatı	6.86	3.57
Hedef Fiyat	8.55	4.45
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri	
Ortalama İşlem Hacmi (3A, mn)	15.2	8.3
Piyasa Değeri (mn)	2,538	1,320
Şirket Değeri (mn)	3,164	1,645
Yükselme Potansiyeli	24.6%	

Hisse Performansı	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak	-1.2%	-7.1%	14.4%	-0.4%
BIST100'e göre relatif	11.1%	4.4%	-7.4%	1.8%

Finansallar (mn TRY)	2011	2012	2013T	2014T
Net Satışlar	3,211	4,076	4,177	4,333
Büyüme		27%	2%	4%
FAVÖK	283	307	347	466
Büyüme		9%	13%	34%
Net Kar	242	299	259	225
Büyüme		23%	-14%	-13%

Marjlar	2011	2012	2013T	2014T
FAVÖK Marjı	8.8%	7.5%	8.3%	10.7%
Net Kar Marjı	7.5%	7.3%	6.2%	5.2%

Çarpanlar	2011	2012	2013T	2014T
FD/Satışlar	0.6	0.5	0.4	0.4
FD/FAVÖK	6.6	6.1	5.3	4.0
F/K	10.5	8.5	9.8	11.3

IV. Ek

Tablo 4:: Makroekonomik İndikatörler & YF Tahminleri

	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013F</u>
GSYİH (TRYmilyar)	951.5	952.6	1098.8	1298.1	1416.8	1562.9
GSYİH (US milyar)	742.1	616.7	731.6	774.2	786.3	834.1
GSYİH Real Growth (%)	0.7%	-4.8%	9.2%	8.8%	2.2%	3.4%
TÜFE (yıllık, yılsonu)	10.1%	6.3%	6.4%	10.5%	6.2%	7.1%
ÜFE (yıllık, yılsonu)	8.1%	5.9%	8.9%	13.3%	2.5%	8.2%
Faiz (Gösterge, yılsonu)	16.45%	8.75%	7.08%	11.04%	6.15%	7.10%
Faiz (Politika Faiz, yılsonu)	15.00%	6.50%	6.50%	5.75%	5.50%	5.50%
USD/TRY (yılsonu)	1.5218	1.4873	1.5367	1.8889	1.7776	1.9650
USD/TRY (yılsonu)	1.2994	1.5467	1.4987	1.6725	1.7919	1.8720
Faiz Dışı Fazla (IMF-tanımlı, GSYİH oranı)	1.9%	-2.4%	-0.5%	1.0%	0.3%	-0.4%
Bütçe Dengesi (GSYİH oranı)	-1.8%	-5.5%	-3.6%	-1.5%	-2.0%	-2.6%
İhracat (USD milyar)	132.	102.1	113.9	135.0	152.5	157.3
İthalat (USD milyar)	202.0	140.9	185.5	240.8	236.5	250.7
Dış Ticaret Dengesi (USD milyar)	-69.9	-38.8	-71.6	-105.9	-84.1	-93.4
Cari Denge (USD milyar)	-41.5	-13.4	-46.6	-77.2	-47.5	-56.6

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine, Maliye Bakanlığı, Devlet Planlama Teşkilatı ve Yatırım Finansman Araştırma

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul Tel: +90 (212) 317 69 00
arastirma@yf.com.tr

Faks: +90 (212) 317 69 32

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Emre Birkan	Genel Müdür Yardımcısı	emre.birkan@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 00
-------------	------------------------	-----------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Zümrüt Can Ambarcı	Müdür	zumrut.ambarci@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 35
--------------------	-------	--------------------------	---------------------

Levent Durusoy	Baş Ekonomist	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 33
----------------	---------------	--------------------------	---------------------

Strateji Bölümü

Hakan Tezcan	Stratejist	hakan.tezcan@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 59
--------------	------------	------------------------	---------------------

Göksel Tekiner	Bölüm Yöneticisi	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 44
----------------	------------------	--------------------------	---------------------

Hüseyin Sert	Uzman Yrd.	huseyin.sert@yf.com.tr	+90 (212) 317 69 47
--------------	------------	------------------------	---------------------

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş	Müdür	pervin.bakankus@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 70
-----------------	-------	---------------------------	---------------------

Türev Ürünleri Bölümü

Oya Altıngözlü Pekel	Müdür	oya.pekel@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 62
----------------------	-------	---------------------	---------------------

Şubelerimiz

Akmerkez	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 263 00 24
Adana	+90 (322) 458 77 55	Ankara – Çankaya	+90 (312) 438 14 37
Ankara – Kızılay	+90 (312) 417 30 46	Antalya	+90 (242) 243 02 01
Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Çiftehavuzlar	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
İzmit	+90 (262) 325 40 30	Konya	+90 (332) 237 76 77
Kozyatağı	+90 (216) 386 74 00	Samsun	+90 (362) 431 46 71
TSKB (Acente)	+90 (212) 334 50 50		