

YATIRIM DÜNYASI

Aylık Strateji ve Portföy Önerileri

(Temmuz 2013)

Haziran ayına 85.990 seviyesinden başlayan BIST-100 Endeksi, ayı %11,3 kayıpla 76.295 seviyesinden kapattı. Bankalarda aylık ortalama kayıp %15,41 olurken, Sanayi hisselerinde aylık ortalama kayıp %7,44 olarak gerçekleşti. Haziran ayı başında €//\$ paritesi 1,2997 iken, ay sonunda 1,3007 seviyesine yükselmiştir.

Dünya piyasalarında, FED diğer merkez bankalarının aksine 5 yıldır devam eden yüksek likidite programının yaklaşık olarak ne zaman sonlandıracağına dair sinyaller verdi. Böylece, global likiditeye sonun başlangıcına da start vermiş oldu ve dolara yönelik tüm dünyada riskli varlıklardan kaçış trendini başlatmış oldu. Global likiditenin ne hızla daralacağını kestirmek için piyasaların bundan sonra makro verilere daha fazla odaklanacağı ve riskli varlıkların portföylerdeki oranının düşük tutulmaya çalışılacağı bir ortamın bir süre daha devam etmesi beklenebilir. Bu ortamda kısa vadede pozisyon risklerinin minimize edilmesi uygun bir hareket tarzı olacaktır. Öte yandan, FED'in ekonomide toparlanma beklentisinin açıklanan verilerle de teyid edilmesi başta hisse seneleri olmak üzere piyasaların tekrar güçlenmeye başladığı bir ortamı getirecektir.

2011 yılı sonundan itibaren ciddi bir gerileme trendine girmiş olan Türkiye'nin kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki son yükseliş ve TL'nin sepet karşısında %8'e varan değer kaybı hem değerlendirme (iskonto oranı) kanalından hem de kâr beklentileri kanalından olmak üzere iki kanaldan şirket hedef değerlerini olumsuz etkilemektedir.

Küresel piyasalarda gelişen ekonomilere kısa vadeli fon akımlarının azaldığı, dış kredilerin pahalılandığı bir ortama girilmiş durumda. Yurtiçinde kısa vadeli fonların sağladığı düşük faiz ortamı ile buna bağlı olarak artan tüketim ve yatırım harcamalarının hız kaybetmesi çok muhtemeldir. Dolayısıyla cari açık üzerinde yeni baskıların oluşmaması önemli bulunmakta ve döviz girişinin yavaşlayacağı sonbahar aylarında risklerin artabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Kısa vadeli ve orta/uzun vadeli bir perspektifte, BIST-100'ün kısa vadede riskli ancak orta/uzun vadede değerlemeler bazında yatırım için uygun seviyede olduğunu düşünüyoruz.

Son dalgalanmanın başlangıcı öncesinde BIST 100 için 100 binli hedefler mevcut iken, şimdilerde bunun yüzde yirmi civarında iskontolandığını görüyoruz. Bu ortamın devam etmesi durumunda mevcut 75-76.000 civarındaki seviyesine %12 civarında bir potansiyeli kalan borsada daha seçici olunması gereken bir dönemde bulunuyoruz.

Yurtiçinde önümüzdeki dönemde, dış denge başta olmak üzere büyüme ve bütçe dengesi gibi makro veriler ile şirket performansları yakından izlenecektir. Ayrıca, 2014 Mart'ında gerçekleşecek yerel seçimler için yeni bir seçim dönemine girilmiş olması, bütçe dengelerinin daha yakından izlenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Teknik görünüm:

BIST 100 Endeksinde 75.000 seviyesinin destek olarak korunduğu süreçte 200 günlük üssel ortalamanın bulunduğu 78.000 seviyesi direnç olmaya devam edecektir. Direncin geçilmesi halinde 80.000 hedeflenebilecekken, gerilemelerde 70.000-72.000 bandına yönelik geri çekilme etkili olabilir.

PORTFÖYDEKİ DEĞİŞİKLER...

Portföy önerilerimize bu ay TSKB'yi ekliyoruz.

İMKB30 endeksinde dahil olan hisse önerilerimiz; GARAN, HALKB, KOZAL, MGROS, THYAO ve TTKOM, İMKB30 dışındaki önerilerimiz ise ANACM, GSDHO, ISFIN, TKFEN ve TSKB'dir.

İMKB'DE GEÇEN AY

	Kapanış	Getiri
BIST 100 (TL)	76295	%-11,3
BIST 100 (USD)	39588	%-14,1
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (milyon TL)	3.412	
Kazandıranlar		
TTRAK		15,3%
NTHOL		15,0%
AKGRT		4,9%
AEFES		4,1%
TATKS		3,7%
Kaybettirenler		
MARTI		-34,5%
KOZAA		-30,6%
PRKME		-28,7%
FENER		-22,2%
YKBNK		-21,6%
İşlem Hacmi En Yüksek	(milyon TL)	
GARAN		13.325
ISCTR		7.833
HALKB		7.428
THYAO		5.427
AKBNK		5.286



GEDİK Yatırım

www.gedik.com

PORTFÖY ÖNERİLERİ–Temmuz 2013

PORTFÖYDEKİ DEĞİŞİKLİKLER...

Portföy önerilerimize bu ay TSKB'yi ekliyoruz.

Geçtiğimiz ay BIST-100 endeksi aylık bazda yüzde 11,3 düşerek 76.294,51 puandan, BIST-30 endeksi ise yüzde 12,3 düşerek 92.705,75 puandan kapattı. Buna karşılık portföyümüzdeki BIST-30 hisselerinin ortalama aylık getirisi yüzde -11,3 ile BIST-30'a göre daha iyi, portföyümüzdeki BIST-30 dışındaki hisselerin aylık getirisi yüzde -7,1 ile BIST ortalamasından daha iyi gerçekleşmiştir.

GÖRECELİ BORSA PERFORMANSI

	Son Kapamış	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli(%)	SON 1AY	SON 3AY	SON 12AY	2012 Kar büyümesi(%)	2013 Kar büyümesi(%)	2012 FAVÖK büyümesi(%)	2013 FAVÖK büyümesi(%)	FD/FAVÖK 2012	FD/FAVÖK 2013T	F/K 2012	F/K 2013T
BANKALAR														
HALKBANK	16,45	22,86	39,0	-6,5	-2,8	-1,3	26,9	6,8	-	-	-	-	8,4	7,4
GARANTİ BANKASI	8,24	10,46	26,9	-3,4	-1,8	-7,0	-0,01	14,8	-	-	-	-	12,7	9,9
TSKB	1,99	2,51	26,1	2,1	6,2	7,8	20,33	4,5	-	-	-	-	8,2	8,0
HOLDİNG ve YAT. ŞİRKET														
GSD HOLDİNG	1,21	1,80	48,8	-8,8	14,3	60,0	22,0	-	24,3	-	-	-	6,0	-
TEKFEN HOLDİNG	6,60	8,28	25,5	6,7	0,9	-1,4	23,5	-31,2	-26,2	13,2	7,2	5,5	9,0	11,9
ULAŞTIRMA														
TÜRK HAVA YOLLARI	7,58	8,50	12,1	11,8	30,5	44,4	6020,8	5,5	77,4	23,0	6,9	6,5	6,6	8,7
MADENCİLİK														
KOZA ALTIN	23,90	42,64	78,4	9,4	-5,1	18,4	39,4	-10,3	30,6	-11,4	7,0	3,7	10,2	6,2
CAM&SERAMİK														
ANADOLU CAM	2,71	3,33	22,8	5,8	9,9	5,1	-46,7	55,7	-7,1	22,1	6,7	5,6	15,6	10,1
PERAKENDE TİCARET														
MİGROS	19,75	27,00	36,7	-4,0	-0,5	-5,3	153,9	36,3	6,5	14,8	13,2	10,8	43,5	29,3
FINANSAL														
KIRALAMA&FAKTORİNG														
İŞ FİNANSAL	0,96	1,22	27,0	5,1	15,4	5,5	-22,2	223,8	17,8	20,3	-	-	9,7	7,4
TELEKOMÜNİKASYON														
TÜRK TELEKOM	7,42	7,61	2,6	13,8	12,5	19,6	27,5	-3,6	-0,5	5,6	5,9	6,0	9,2	10,2

BIST-30, PORTFÖY ÖNERİLERİ

Garanti Bankası

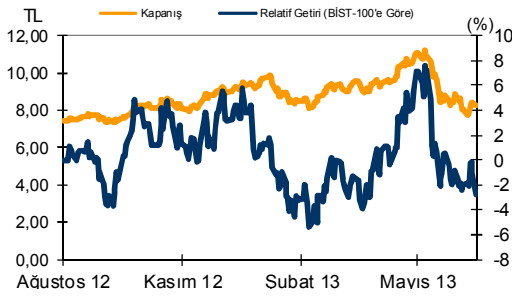
Potansiyel: %27 ÖNERİ: AL

Özet Veriler

Son Fiyat(TL)	8,24
Hedef Fiyat(TL)	10,46
Hisse Sayısı (bin adet)	4.200.000
Piyasa Değeri (mn TL)	34.608
Halka Açıklık Oranı(%)	48
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	332.143.261

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD
2008	6,24	1,12
2009	9,00	1,95
2010	10,50	1,97
2011	8,07	1,38
2012	12,67	1,80
2013(T)	9,90	1,35

- Garanti Bankası 2013 ilk çeyrek finansallarında piyasa beklentisinin üzerinde, net karını %17 artışla 1 milyar TL olarak açıkladı. (Piyasa Beklentisi: 931 m n TL).Bankanın 2013 ilk çeyreğinde %5.4 olarak gerçekleşen net faiz marjında 2012'nin sonundaki %5.8'e göre daralma beklemediğimiz ölçüde diyebiliriz. 2012 ilk çeyreği ile kıyaslandığında ise net faiz marjının %4.3'den %5.4'e yükseldiğini görüyoruz. Öte yandan, 2013 yılı ilk çeyreğine özsermaye karlılığı %18,5 olarak gerçekleşti ki sektördeki en yüksek rakamlardan biridir.
- Yılın geri kalanında Merkez Bankası'nın mevcut politikasına devam etmesi beklentisi göz önüne alındığında net faiz marjında sektörde olduğu gibi Garanti için de 2012 sonuna göre daha iyi bir tablo söz konusu. Bu bakımdan kârlılıkta 2013 yılının Garanti için 2012'den daha iyi bir yıl olmasını bekliyoruz.
- Net ücret ve komisyon gelirlerindeki ilk çeyrekte yakalanan %29'luk artış yılın geri kalanında bu hızda olmayacağını ancak yıllık bazda en az 2012 rakamlarının yakalanacağını düşünüyoruz.
- Özette 2013'e iyi başlayan Garanti Bankası'nın yıl sonu karının 3.5 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Hisse için 10.46 TL olan hedef fiyatımız yüzde 27 gibi cazip bir getiri potansiyeline işaret etmektedir.



	Krediler/ Mevduat(%)	Net Faiz Gelirleri	Net Kâr (mn.TL)
2008	94,67	3.178	1.750
2009	79,18	5.080	2.962
2010	89,22	4.755	3.128
2011	99,14	4.689	3.071
2012	104,96	5.719	3.070
3A 12	100,09	1.342	862
3A 13	101,32	1.803	1.004
2013(T)	102,00	6.400	3.524

T. Halk Bankası

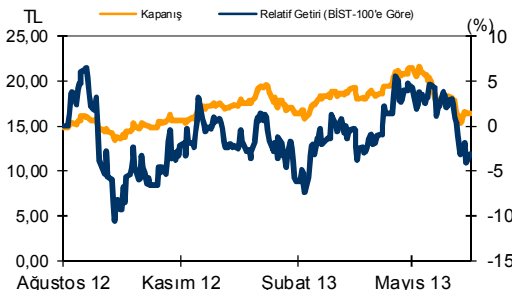
Potansiyel: %39 ÖNERİ: AL

Özet Veriler

Son Fiyat(TL)	16,45
Hedef Fiyat(TL)	22,86
Hisse Sayısı (bin adet)	1.250.000
Piyasa Değeri (mn TL)	20.563
Halka Açıklık Oranı(%)	49
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	182.832.860

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD
2008	5,65	1,37
2009	9,12	2,58
2010	8,15	2,22
2011	6,05	1,45
2012	8,43	1,90
2013(T)	7,42	1,31

- Halkbank 2013 yılı 1. çeyreğinde beklentimizin üzerinde 713 milyon TL net kar açıkladı. 2012 yılı ilk çeyreğine göre net karını %31 artıran bankanın sermaye yeterlilik rasyosu çeyreksel bazda %16.2'den %15.9'a gerilemiştir.
- Halkbank'ın özkaynakları Mart 2013 itibarıyla yılbaşına göre %5 büyüyerek 12.9 milyar TL'ye ulaşmasına rağmen, kredi büyümesi yılbaşına göre sadece %4,7 büyümüştür. Takipteki alacak oranı ise önceki çeyreğe paralel Mart 2013 itibarıyla yüzde 2.98 gibi düşük seviyede, net faiz marjı ise %5.54 seviyesinde bulunmaktadır. Halkbank'ın Mart 2013 itibarıyla sektör ortalamasının oldukça üzerinde (%22.9) olan yıllık özkaynak karlılığı ve önümüzdeki yıllara ilişkin kar büyümesi beklentileri dikkate alındığında Halkbank'ın diğer büyük bankalara göre halen ucuz olduğu görülmektedir.
- Bankanın başanlı risk yönetimini, güçlü mevduat tabanını, dengeli kredi portföyünü ve 4. çeyrek verilerine göre önceki çeyreğe göre 3.35 puan gerileyerek %31.85 olan Maliyet/Gelir rasyosunun düşen seyirini beğenmekteyiz. Ağırlıklı TL olan bilançosunda, fonlama maliyetinin düşüşüyle, marjlar üzerindeki baskının azalmasını beklemekteyiz.
- Banka birçok alanda ücret ve komisyon geliri elde etmiyordu. 2013 1. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %35 oranında büyüyen ücret ve komisyon gelirleri, toplam gelirler içinde düşük bir paya sahip olsa da büyüme potansiyelinin yüksek olmasının banka açısından önemli olduğunu düşünüyoruz.



	Krediler/ Mevduat(%)	Net Faiz Gelirleri	Net Kâr (mn.TL)
2008	64,16	2.126	1.018
2009	73,85	3.109	1.631
2010	80,86	3.191	2.010
2011	84,86	3.473	2.045
2012	82,39	4.476	2.595
3A 12	81,80	1.032	544
3A 13	85,78	1.245	713
2013(T)	83,44	4.843	2.772

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BIST-30, PORTFÖY ÖNERİLERİ

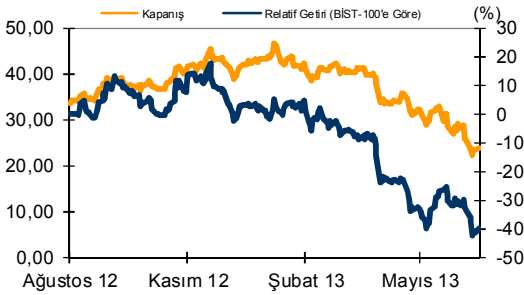
Koza Altın

Potansiyel:% 78 ÖNERİ: AL

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	23,90
Hedef Fiyat (TL)	42,64
Hisse Sayısı (bin adet)	152.500
Piyasa Değeri (mn TL)	3.645
Halka Açıklık Oranı(%)	29
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	21.298.085

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	-	-	0,25	0,16
2009	-	-	0,07	0,05
2010	13,34	7,16	8,55	6,30
2011	8,31	4,40	5,30	4,06
2012	10,21	4,68	6,98	5,40
2013(T)	6,20	1,71	3,68	2,67



- Koza Altın'ın 1Ç13 döneminde cirosu 1Ç12 dönemine göre %63 azalarak 303,57 milyon TL olarak açıklandı. Miktar bazında ise satışlar 1Ç13 döneminde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %35 düşerek 63,9 bin ons seviyesinde gerçekleşti. Şirket'in altın üretimi ise 2013 yılı ilk çeyreğinde, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %26 azalışla 72.164 ons (7,27 g/t tenör) seviyesine gerilemiş olup, bu azalış Ovacık ve Mastra madenlerinde işlenen ortalama altın tenöründeki düşüştü kaynaklanmaktadır.
- 1Ç13 döneminde FAVÖK ise 1Ç12 dönemine göre %19 düşerek 186,3 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllık bazda düşüş, yeni madenlerin devreye girmesiyle beraber oluşan maliyetlerden kaynaklanmaktadır.
- Önümüzdeki dönemde üretime başlaması planlanan Himmetdede ve Mollakara-Diyadin madenlerinde altın üretimine geçilecek olması hisseye olumlu yansıtılabilir. Özellikle 4Ç13 döneminde üretime başlaması planlanan Himmetdede madenin 58 bin onsluk üretim katkısı pozitif olacaktır.
- Yapılan yeni kanuni düzenlemeler ile maden arama ruhsatı süresi 7 yıla çıkmıştır. Bu düzenleme Türkiye genelinde 51 işletme ve 419 arama ruhsatına sahip Koza Altın için olumlu olacaktır.
- Altın fiyatlarındaki hızlı düşüş ve dalgalı seyir, hisse açısından en önemli risk olarak göze çarpmaktadır.
- 2013 tahmini verilerine göre 6,2x F/K ve 3,7x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem gören hisseyi, fiyat seviyeleri itibarıyla cazip buluyoruz.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	196	129	80
2009	342	258	147
2010	472	348	236
2011	806	618	460
2012	1.043	807	642
3A 12	304	244	190
3A 13	186	132	111
2013(T)	984	716	576

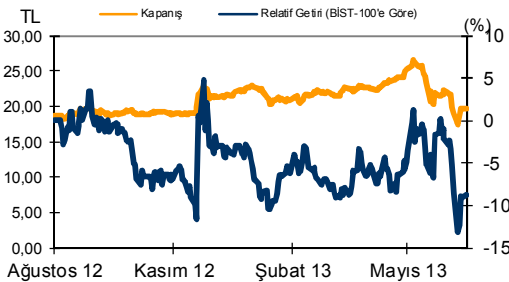
Migros Ticaret

Potansiyel:% 37 ÖNERİ: TUT

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	19,75
Hedef Fiyat (TL)	27,00
Hisse Sayısı (bin adet)	178.030
Piyasa Değeri (mn TL)	3.516
Halka Açıklık Oranı(%)	19
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	35.827.957

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	18,33	0,63	7,20	0,46
2009	32,49	2,34	12,19	0,84
2010	122,92	3,89	19,40	1,31
2011	-	1,88	10,17	0,67
2012	43,46	3,03	13,16	0,81
2013(T)	29,30	2,48	10,78	0,67



- Migros 1Ç13 döneminde mağaza sayısının 1Ç12 dönemine göre %18,7 artışı olmasına rağmen, konsolide satış gelirlerini 1Ç12 dönemine göre sadece %9 artırmış ve 1,59 milyar Euro satış geliri elde etmiştir.
- Yeni mağaza açılışları ile beraber giderlerinde artış görülen Migros'un FAVÖK'ü 1Ç12'ye göre %3 artışla 94 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece 1Ç13 döneminde, 1Ç12'ye göre %43 azalışla 35 milyon TL net kâr açıklamıştır.
- Mağaza bazında yüksek büyüme büyüme ve güçlü nakit üretimi göz önüne alındığında, FAVÖK'ün de büyümesiyle birlikte Migros'ta hızla net borç/FAVÖK oranının düşmesini beklemekteyiz. FAVÖK tarafında 3 yıllık süreçte ortalama büyüme beklentisi %14 civarındadır.
- Şirket 2013 yılı için; çift haneli satış büyümesi, %25,5-%26 bandında brüt kâr marjı, %6-6,5 FAVÖK marjı ve 100-150 mağaza ile 2-3 hipermarket açma hedefi bulunmaktadır.
- Şirket'in Euro bazında yüksek döviz açık pozisyonu nedeniyle kârın EUR/TL kuruna karşı hassasiyet göstermektedir.
- BC Partners'in Şirket'te bulunan %80,5 payını 2013 yılı içinde satması beklentisi ile beraber oluşan çağrı beklentisi devam etmektedir. Olası bir yatırımın Migros açısından %16 gibi bir iç verim oranına işaret edeceğini düşünüyoruz.
- İç talep temelli büyüme beklentisinin perakendecilik sektörünü olumlu etkilemesini düşünüyoruz. 29,3x F/K ve 10,8x FD/FAVÖK seviyelerindeki yüksek çarpanlarına rağmen defansif yapısı nedeniyle hisseyi önerilerimizde tutmaya devam ediyoruz.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	3.133	198	133
2009	5.711	394	108
2010	5.160	347	43
2011	5.753	376	-163
2012	6.482	401	88
3A 12	1.455	91	62
3A 13	1.591	94	35
2013(T)	7.352	460	120

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BIST-30, PORTFÖY ÖNERİLERİ

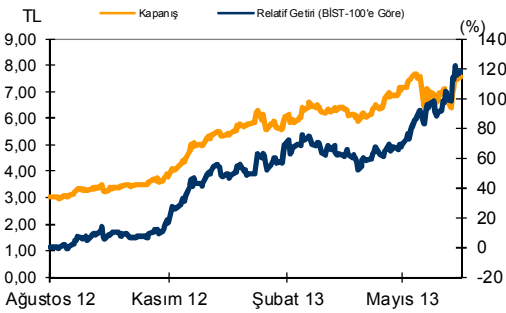
Türk Hava Yolları

Potansiyel:% 12 ÖNERİ: TUT

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	7,58
Hedef Fiyat (TL)	8,50
Hisse Sayısı (bin adet)	1.380.000
Piyasa Değeri (mn TL)	10.460
Halka Açıklık Oranı(%)	50
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	120.108.914

Piyasa	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	0,88	0,33	2,25	0,37
2009	8,92	1,45	5,42	0,95
2010	18,85	1,44	9,42	1,03
2011	137,39	0,57	7,42	0,74
2012	6,63	1,39	6,87	0,96
2013(T)	8,72	1,61	6,47	0,98



- THY'nin Mayıs ayında Ücretli Yolcu Kilometre faktörünü, yıllık bazda %27.8 artırmış; böylece Ocak-Mayıs döneminde kümülatif olarak bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %28,3 oranında bir artışla 34.598.786 seviyesine yükselmiştir.
- Yolcu sayılarına bakıldığında, ilk beş aylık dönemde yıllık bazda %26,1 büyüme ile 18.030.851 seviyesine ulaşılmıştır. Doluluk oranının ise yıllık bazda yüzde 3,9 puan artış ile %78,5'e yükseldiğini görmekteyiz.
- Şirket'in doluluk oranındaki iyileşmenin, yolcu gelirlerinden feragat etmeden gerçekleşmesini, ücretli yolcu kilometre faktöründeki ortalama %28 gibi bir artış oranı yakalamasıyla teyid edebiliriz.
- Şirket 2013 yılında, 2012'de ulaşılan 39 milyon yolcu sayısının %18 üzerinde 46 milyon yolcu ve %78.8 doluluk oranı hedefliyor.
- Şirket'in yeni uçak siparişleri ile birlikte kapasiteyi %115 artırarak 2020'ye kadar toplam 278 uçak alımı yapmayı planlamaktadır. Şirket en son Mayıs ayında 70 keskin 25 opsiyonlu 95 uçağın siparişini Boeing'e vermiştir.
- Şirket'in destinasyon sayısını artırarak uçuş ağını genişletmesi olumludur. 2013 yılında uçak müsaitliğine bağlı olarak 50 farklı noktaya uçuş hedeflenmekte olup, yıl içerisinde Lüksemburg, Letonya, Estonya ve Malta'ya da uçuş noktalarına ekleyerek Avrupa'nın tümüne uçmayı planlamaktadır.
- Şirket, Skytrax'ın yaptığı değerlendirmede, 2013 yılında 3. kez Avrupa'nın en iyi havayolu seçildi.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	6.123	1.027	1.134
2009	7.036	1.229	559
2010	8.423	921	286
2011	11.813	1.171	19
2012	14.909	2.078	1.133
3A 12	2.847	8	-29
3A 13	3.629	208	-22
2013(T)	17.897	2.699	1.199

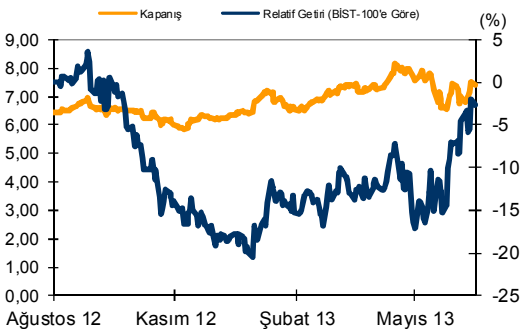
Türk Telekom

Potansiyel:% 3 ÖNERİ: TUT

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	7,42
Hedef Fiyat (TL)	7,61
Hisse Sayısı (bin adet)	3.500.000
Piyasa Değeri (mn TL)	25.970
Halka Açıklık Oranı(%)	13
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	27.834.225

Piyasa	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	6,95	2,38	3,57	1,43
2009	8,58	2,94	4,77	1,81
2010	9,28	3,68	5,83	2,37
2011	11,88	4,26	5,83	2,42
2012	9,18	3,75	5,93	2,31
2013(T)	10,22	2,74	5,96	2,34



- Türk Telekom, 1Ç13 döneminde, 1Ç12 dönemine göre %6,2 artışla 3.1 milyar TL ciro elde etmiştir. Ancak Şirket, gönüllü emeklilik teşvik programı nedeniyle yapılan tek seferlik ödemelerden dolayı FAVÖK 1Ç13 döneminde 1Ç12 dönemine göre %5,2 düşerek 1.13 milyar TL'ye gerilemiştir.
- Özelleştirme İdaresi Türk Telekom'un özelleştirilmesinde, Şirketin %25 hissesinin devlet bünyesinde kalacağını açıklamıştı. Buna göre kalan %6.68' gibi küçük oranda hissenin ikincil halka arzda satılması planlanıyor. Hisse özelleştirme haberleri etkisiyle, son 1 ayda %4 düşmüştür. Bu baskının geçici olacağını düşünüyoruz.
- GSM segmentinde AVEA'nın abone sayısını artırarak ölçek ekonomiden faydalanması stratejisi önümüzdeki dönemlerde marjlar açısından olumlu olacaktır.
- Şirket'in PC alanında agresif büyüme stratejisi ve internet dağıtım kalitesini geliştirici yatırımlarının, önümüzdeki dönemde ADSL gelirlerinin artışına katalizör olacağını düşünmekteyiz.
- Fiber internet servisinde fiyat ve marjların ADSL'e göre daha yüksek olması da orta vadede büyüme ve karlılığı destekleyecek faktörlerdendir.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	10.195	4.085	1.752
2009	10.568	4.017	1.860
2010	10.852	4.412	2.451
2011	11.941	4.961	2.069
2012	12.706	4.938	2.637
3A 12	2.960	1.194	772
3A 13	3.143	1.132	526
2013(T)	13.294	5.213	2.542

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BIST-30 DIŞI, PORTFÖY ÖNERİLERİ

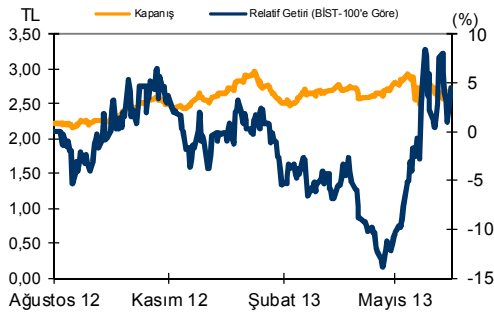
Anadolu Cam

Potansiyel:% 23 ÖNERİ: AL

Özet Veriler

Son Fiyat(TL)	2,71
Hedef Fiyat(TL)	3,33
Hisse Sayısı (bin adet)	415.000
Piyasa Değeri (mn TL)	584
Halka Açıklık Oranı(%)	20
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	1.334.347

Piyasa	F/K	PD/DD	FVAÖK	FD /
Çarpanları				FD/Satışlar
2008	36,54	0,64	3,72	0,98
2009	41,84	1,02	6,22	1,26
2010	11,19	1,45	5,88	1,37
2011	6,81	0,99	5,37	1,30
2012	15,57	1,09	6,67	1,32
2013(T)	10,09	0,85	5,56	1,22



- Şirket, 1Ç13 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %12 artışla 327 milyon TL ciro elde etmiştir. Net kâr ise 1Ç13 döneminde, 1Ç12'ye göre %204 artış göstermiş ve 32 milyon TL net kâr açıklamıştır. Bu artışta, 45.5 milyon TL'lik ertelenmiş vergi gelirinin önemli katkısı olmuştur.
- Ürettiği ürün açısından ekonomideki dalgalanmalara karşı diğer cam kollarna göre daha az hassas olan Şirket, %90 pazar payı ile yurtiçinde lider kuruluş konumundadır.
- Şirket Topkapı fabrikasını, Eskişehir'de yeniden faaliyete almıştır. Yeni ve güncel teknolojiye sahip tesislerde üretim maliyetlerinde düşüş sağlamanın yanında, elektrik ve doğalgazı Eskişehir OSB'de daha düşük tarifieden satın alacak ve bu anlamda ciddi maliyet tasarrufu sağlayacaktır.
- Şirket Eskişehir fabrikasında 2015 yılı sonuna kadar kapasiteyi 180 bin ton'dan 420 bin ton'a yükseltmeyi planlanmaktadır.
- Anadolu Cam, Rusya operasyonlarında stoklarını azaltma, maliyetini düşürme ve verimliliğini artırmak amacıyla, OAO Ruscam Pokrovsky fabrikasındaki üretimini yılsonuna kadar durdurma kararı aldı. Buna göre Şirket Rusya'da cam ambalajı üretimine 11 yerine 9 finn ile devam edecek ve üretim kapasitesi %9 daralacak.
- 2013 yılı içinde doğalgaz zammının söz konusu olmaması, marjlar üzerinde olumlu etki yapacaktır.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	1.054	277	11
2009	915	186	16
2010	1.132	263	102
2011	1.285	312	134
2012	1.475	290	72
3A 12	291	47	11
3A 13	327	50	32
2013(T)	1.615	355	112

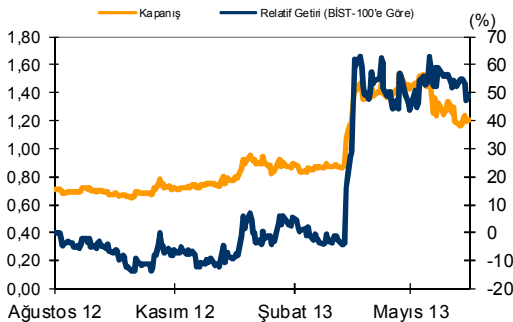
GSD Holding

Potansiyel:% 49 ÖNERİ: TUT

Özet Veriler

Son Fiyat(TL)	1,21
Hedef Fiyat(TL)	1,80
Hisse Sayısı (bin adet)	250.000
Piyasa Değeri (mn TL)	303
Halka Açıklık Oranı(%)	66
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	9.541.274

Piyasa	F/K	PD/DD	FVAÖK	FD /
Çarpanları				FD/Satışlar
2008	4,75	0,21	-20,64	-1,52
2009	8,67	0,49	-4,61	-0,63
2010	12,34	0,52	-8,44	-1,33
2011	5,24	0,25	-16,58	-1,96
2012	6,01	0,32	-12,76	-1,46



- GSD Holding'in konsolide ettiği bağlı ortaklıkları Tekstil Bankası A.Ş.(%76,52), GSD Yatırım Bankası A.Ş. (%100), GSD Dış Ticaret A.Ş. (%100), GSD Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%54,45), Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (%76,50) ve Tekstil Factoring Hizmetleri A.Ş.(%89,09) dir. 30 Eylül 2012 tarihi itibarıyla, konsolidasyona tabi bağlı ortaklıklardan Tekstil Bankası A.Ş.'nin %23,46 (31 Aralık 2011: %23,46) ve GSD Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %45,54 (31 Aralık 2011: %45,54) oranındaki hisseleri halka açmıştır.
- Ağustos 2011'de Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.'nin faaliyet konusu gemi yatırımları ve işletmeciliği ve gayrimenkul yatırımları alanları olarak ve şirket unvanı "GSD Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş." olarak değiştirilmiştir. Haziran 2012'de GSD Dış Ticaret A.Ş.'nin aracılı ihracat faaliyetlerine son verilmesi ve yeni faaliyet alanlarının değerlendirilmesi için çalışma yapılması kararlaştırılmıştır.
- Şirket'in 27.03.2013 tarihli Yönetim Kurulu Toplantısında, ana hissedarı bulunduğu Tekstil Bankası A.Ş. ile ilgili olarak bankacılık sektöründeki muhtemel ortaklık, işbirliği ve/veya hisse satışı gibi stratejik opsiyonların tespiti ve değerlendirilmesi amacıyla gerektiğinde danışman firmalardan görüş ve destek almak da dahil olmak üzere çalışmalara başlanmasına karar verilmiştir.
- GSD Holding'in mevcut (31.03.2013) özsermayesi 602 mn TL olup, Şirket 350 mn TL'lik piyasa değeri ile defter değerinin %58'i oranında bir fiyatla işlem görmektedir. Tekstilbank'ın potansiyel satışı ile ilgili bizim tahminimiz hisse başına 1,79 - 1,96 TL olabileceği şeklindedir. Buna göre GSD Holding'e tahminimize göre 575 - 630 mn TL aralığında bir nakit girişi mümkün görünmektedir.
- Mevcut fiyat ve PD/DD çarpanları itibarıyla GSD Holding'in ucuz olduğunu düşünüyor ve potansiyel bir Tekstilbank satışı senaryosunda GSD Holding için Tekstilbank'tan gelecek ilave defter değerlerini 2,30 - 2,51 TL/hisse olarak hesaplıyoruz. 2008 yılına göre mevcut ortamın daha olumlu olduğunu düşünüyor ve Tekstilbank'ın satış olasılığını o tarihe göre daha yüksek buluyoruz. GSD Holding hisselerinin Tekstilbank'a çok daha düşük fiyatta yatırım yapma fırsatı sunması açısından da cazip buluyor ve portföy önerilerimizde tutmaya devam ediyoruz.

	Esas Faaliyet Gelirleri (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	525	39	20
2009	313	43	27
2010	235	37	22
2011	326	39	26
2012	419	48	32
3A 12	106	19	13
3A 13	92	10	7

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BIST-30 DIŞI, PORTFÖY ÖNERİLERİ

İŐ Finansal Kiralama

Potansiyel:% 27 ÖNERİ: AL

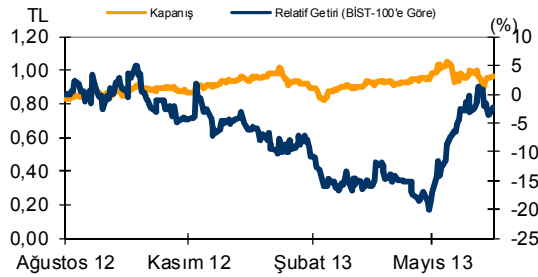
Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	0,96
Hedef Fiyat(TL)	1,22
Hisse Sayısı (bin adet)	424.365
Piyasa Değeri (mn TL)	407
Halka Açıklık Oranı(%)	30
Günlük Ort. İŞl. Hac. (TL)	1.590.509

Piyasa

Çarpanları	F/K	PD/DD
2008	1,26	0,34
2009	2,47	0,66
2010	6,44	0,88
2011	7,43	0,77
2012	9,72	0,72
2013(T)	7,41	0,65

- Şirket'in 1Ç13 dönemindeki net dönem kârı 14.1 milyon TL olurken(1Ç12: 4,3 milyon TL), özkaynakları ise yılbaşına göre %10 artışla 597.9 mn TL'ye ulaşmıştır.
- Şirket, 1Ç13 döneminde 68 milyon dolar işlem hacmiyle 2012 yılının aynı dönemine göre %79 artışla sektörün üzerinde bir büyüme gerçekleştirmiştir. Şirketin ilk üç aylık dönemdeki işlem hacmi sonucunda pazar payı ise %4,91 olmuştur.
- İŐ Bankası ile yaratılan sinerji vastasıyla, İŐ Finansal Kiralama Bankası'nın geniş müşteri ağında yer alan şirketlerle uzun yıllara dayanan güven ilişkisi geliştirebilme imkanına sahip olması ayrıca hizmet sunduğu sektör sayısını artırarak hedef kitlelerini sürekli olarak genişletmesiyle sektörde olumlu ayrılmaktadır.
- Finansal Kiralama Şirketlerine ilişkin olarak yapılan yeni düzenlemeler ile hayata geçen yeni ürünlerin, işlem hacmi ve müşteri tabanı konusunda olumlu katkılan olmasını bekliyoruz.
- Şirket'i cari 8.06x F/K ve 0.71x PD/DD çarpan seviyeleri itibarıyla iskontolu işlem gördüğünü düşünmüyoruz.
- Şirket, International Finance Corporation(IFC) arasında, enerji verimliliği ve yenilenebilir enerji finansmanlarında kullanmak amacıyla 40 milyon dolar tutarında sözleşme imzalamıştır.



	Net Esas Faaliyet Gelirleri (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	105,6	106,0	76,3
2009	96,7	97,0	105,4
2010	81,8	82,2	63,7
2011	113,5	114,0	52,5
2012	133,7	134,2	40,8
3A 12	29,5	29,6	4,3
3A 13	35,5	35,7	14,1
2013(T)			55

Tekfen Holding

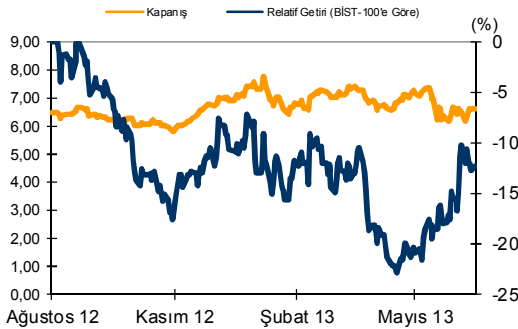
Potansiyel:% 25 ÖNERİ: AL

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	6,60
Hedef Fiyat(TL)	8,28
Hisse Sayısı (bin adet)	370.000
Piyasa Değeri (mn TL)	2.442
Halka Açıklık Oranı(%)	35
Günlük Ort. İŞl. Hac. (TL)	9.157.380

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	9,52	0,65	3,97	0,39
2009	26,15	1,27	8,74	0,75
2010	13,38	1,44	7,06	0,93
2011	8,15	1,06	4,18	0,50
2012	8,95	1,29	7,18	0,50
2013(T)	11,85	1,00	5,50	0,42

- Tekfen 2013 ilk çeyrekte tarım segmentindeki faaliyet kar artışı sayesinde %84 gibi oldukça yüksek bir faaliyet kar artışı sağlamıştır.
- 2013 yılının taahhüt sektörü için 2012'ye göre daha iyi bir yıl olması beklenmekte olup, Tekfen'in de yıllık %25'in üzerinde (2012: -%26) FAVÖK artışı yakalamasını tahmin ediyoruz.
- Tekfen İnşaat yurtiçi ve yurtdışı hedef pazarları olan Azerbaycan, Katar ve Türkiye'de başta altyapı yatırımları olmak üzere, enerji sektörü de dahil önemli projelere katılma potansiyeline sahip bulunuyor. Bunlardan Azerbaycan'daki 640 milyon dolarlık stadyum ihalesine ilaveten yeni projeler de alması beklenmektedir.
- İlk çeyrekte çok yüksek kar marjı (%13,3) elde eden gübre iş kolu ortalama bir performans gösterecektir. Gübre segmentinde düşük sezon olan 2.çeyrekteki zayıflığa rağmen büyük olasılıkla 2013 yılı FAVÖK öngörüsü olan 99 milyon TL'ye ulaşılacaktır.
- 2013 tahminleri ile 11,8x F/K ve 5,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem gören hissede hedef fiyatımız 8.28 TL olup %25 yükseliş potansiyeli bulunmaktadır.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	2.518	247	91
2009	2.350	202	69
2010	2.262	299	179
2011	3.211	383	242
2012	4.076	283	299
3A 12	1.000	97	92
3A 13	1.059	114	147
2013(T)	4.166	320	206

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BIST-30 DIŞI, PORTFÖY ÖNERİLERİ

T.S.K.B.

Potansiyel: %26 ÖNERİ: AL

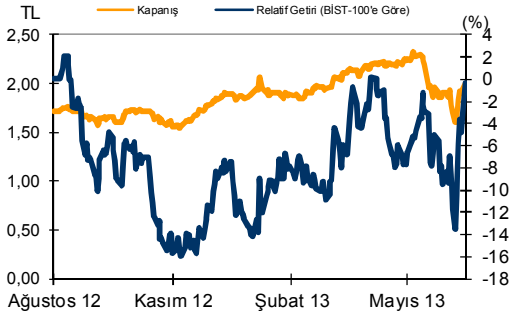
Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	1,99
Hedef Fiyat(TL)	2,51
Hisse Sayısı (bin adet)	1.300.000
Piyasa Değeri (mn TL)	2.587
Halka Açıklık Oranı(%)	39
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	4.765.599

Piyasa

Çarpanları	F/K	PD/DD
2008	3,87	0,57
2009	6,24	0,96
2010	8,63	1,31
2011	5,73	0,94
2012	8,20	1,31
2013(T)	8,01	1,24

- TSKB 2013 yılında %15 kredi büyümesi, %25 komisyon geliri büyümesi hedeflerken, net faiz marjında ise 30 baz puan civarında daralma beklemektedir.
- Banka'nın ilk çeyrek sonuçları piyasa beklentisinin hafif üzerinde gerçekleşmiştir. 2013 1Ç net kan %4 artışla 85 mn TL (beklenti: 81 mn TL) olarak gerçekleşirken, net faiz marjında 2012 aynı çeyreğine göre 31 baz puan daralma olmuştur. Net faiz gelirlerinde ise %7 artış görülmektedir.
- TSKB 2013 tahmini rakamları ile %19 civarındaki özsermaye karlılığı ile sektör ortalamasının (%15) üzerinde yer almakta ve bu anlamda en karlı bankalar arasında bulunmaktadır. Takipteki kredi oranı da %0.27 gibi oldukça düşük bir seviyede olup, zaten global benzerlerine göre düşük olan Türk Bankacılık sektör ortalamasının (%2.94) da çok altında bulunmaktadır. Bankanın kredilerinin toplam aktiflerinin %67'sini oluşturduğu göz önüne alındığında (Sektör: %59) takipteki alacaklar kaleminin bu derece düşük olması önemli bir başarı göstergesidir.
- Aktif ve finansman yapısı ile aktif kalitesi itibarıyla oldukça defansif olan TSKB hisseleri için 2.51 TL olan hedef fiyatımız yüzde 26 gibi cazip bir getiri potansiyeline işaret etmektedir.



	Krediler (Mn TL)	Net Faiz Gelirleri (Mn TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	3.668	244	119
2009	3.820	255	175
2010	4.773	298	212
2011	6.367	364	255
2012	6.886	431	307
3A 12	6.318	104	81
3A 13	7.087	111	85
2013(T)	7.900	470	321

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

Akçansa

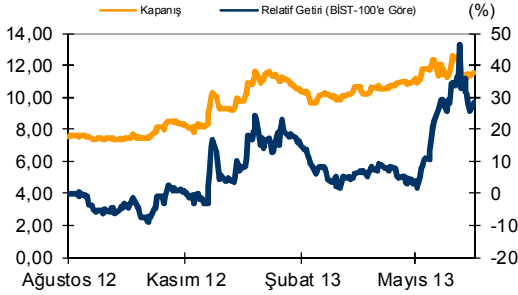
Hedefe Potansiyel:% 2

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	11,55
Hedef Fiyat(TL)	11,77
Hisse Sayısı (bin adet)	191.447
Piyasa Değeri (mn TL)	2.211
Halka Açıklık Oranı(%)	19
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	1.132.892

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	4,37	0,61	2,90	0,83
2009	16,97	1,57	8,49	2,00
2010	24,36	1,74	12,09	1,96
2011	13,10	1,52	7,49	1,43
2012	16,51	2,17	10,20	2,08
2013(T)	15,19	2,23	10,20	2,18
2014(T)	13,32	1,91	9,07	1,96

- Akçansa'nın 1Ç13 döneminde ihracat tarafında görülen daralmanın olumsuz etkisi ile birlikte satış gelirleri, %7 artışla 234 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yurtiçi satışlarda çimento segmentindeki %10 büyüme, satış gelirlerini desteklemiştir.
- Rekabetten kaynaklanan fiyatlama baskısı, marjlar üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Brüt kâr marjı 1Ç13 döneminde, 1Ç12'deki %15,9 seviyesinden, %13,3'e gerilerken, FAVÖK marjı %14,5 ile beklentilerin altında kaldı.
- Şirket Büyükçekmece fabrikasında 2013 yılı 2. Çeyreğinde devreye almayı planladığı separator ilavesi ile kapasitesini artırmayı planlamaktadır.
- Barış süreci ile birlikte Doğu ve Güneydoğu Anadolu ile Ortadoğu'ya yapılacak yeni yatırımların, çimento talebini artırıcı etki yapması beklenmektedir. Şirket bu noktada gerek yeni şirket alımı gerekse mevcut kapasite alımı yoluyla yatırımlarını Ortadoğu ve Balkanlar bölgesinde yoğunlaştırmayı planlamaktadır.
- Yurtiçi pazarda %10 pay sahibi olan Şirket, kentsel dönüşüm projelerinden olumlu etkilenebilir. Özellikle konut üretiminin arttığı 2. ve 3. çeyreklerde inşaat üretiminin hızlanması, Akçansa açısından olumlu olacaktır.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	804	233	104
2009	710	167	75
2010	817	133	59
2011	1.010	193	100
2012	1.056	215	120
3A 12	219	37	15
3A 13	234	34	22
2013(T)	1.146	245	146
2014(T)	1.274	275	166

Aksa Enerji

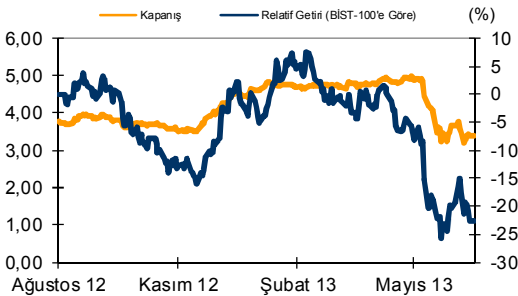
Hedefe Potansiyel:% 63

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	3,37
Hedef Fiyat(TL)	5,48
Hisse Sayısı (bin adet)	577.500
Piyasa Değeri (mn TL)	2.066
Halka Açıklık Oranı(%)	21
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	4.642.189

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	-	-	12,09	1,94
2009	-	-	4,35	1,12
2010	48,99	3,55	21,72	4,52
2011	-	2,31	10,67	2,38
2012	11,44	2,36	12,63	2,21
2013(T)	12,93	1,52	8,48	1,57
2014(T)	10,75	1,33	6,96	1,36

- Şirket, toplam 2.048 MW kurulu kapasitesi ile halka açık enerji şirketleri arasında en büyük şirket konumundadır.
- Serbest Tüketici Yönetmeliğinde yapılan değişiklik ile, Şirket ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla kontrata bağlanmış yıllık elektrik satış miktarı 4 mlr kWh'ten 7 mlr kWh seviyesine yükselmiştir.
- Ayrıca bağlı ortaklık Aksa Elektrik Toptan Satış, Irak'a elektrik ihraç yetkisi almıştır.
- Kurulu gücünün %80'i doğalgaz santralinden oluşan Aksa Enerji, doğalgaz fiyatlarındaki düşüşlerden olumlu etkilenecektir.
- Kazancı Holding, satmış olduğu Şirket hisselerinden elde ettiği gelirin 312 milyon TL'lik bölümünü Şirket'e olan borçların geri ödemesinde kullanmıştır. Aksa Enerji gelen bu parayla kısa vadeli borçlarını kapatacağını belirtmiştir.
- Bilançosundaki döviz pozisyonu nedeniyle kur riskine maruz kalan Şirket'in, kısa vadeli borçlarının azaltılmasının da etkisiyle kur farkı giderinin geçmiş dönemlere nazaran daha kısıtlı olacağını düşünüyoruz.
- Bağlı ortaklık vasıtasıyla Irak'a ihracat yapma fırsatı elde eden Şirket'in, Suriye'ye yaptığı satışın kesilmesiyle oluşan kaybı bu şekilde telafi edebileceğini düşünüyoruz.
- Kazancı Holding'in hisse satışının da etkisiyle son 3 ayda BİST-100'e relatif %17,9 kötü performans gösteren hissenin alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	422	68	5
2009	878	227	83
2010	911	190	60
2011	1.307	292	-124
2012	1.841	323	230
3A 12	527	120	146
3A 13	392	73	18
2013(T)	1.986	369	151
2014(T)	2.295	449	181

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

Alarko Holding

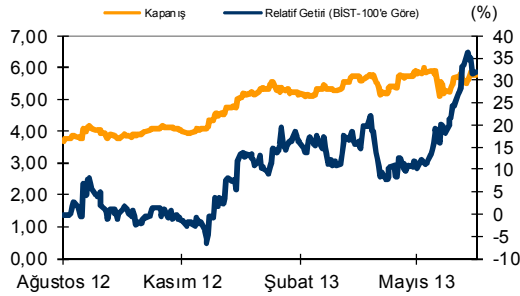
Hedefe Potansiyel:% 41

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	5,76
Hedef Fiyat(TL)	8,10
Hisse Sayısı (bin adet)	223.467
Piyasa Değeri (mn TL)	1.287
Halka Açıklık Oranı(%)	26
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	2.198.752

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	6,54	0,49	1,98	-0,10
2009	17,84	1,14	9,98	0,77
2010	19,20	1,01	27,04	0,57
2011	6,00	0,73	2,36	0,25
2012	15,02	1,14	11,25	0,48
2013(T)	10,14	1,12	4,92	0,41
2014(T)	10,46	1,02	4,21	0,35

- 2013 yılı için %15 büyüme hedefi bulunan Alarko Holding'in önümüzdeki dönemde büyüme hedefleri içerisinde enerji sektörü önemli bir yer almaktadır. Şirket'in önemli yatırımı ve ciddi katma değer sağlaması beklenen 1320MW'lık Karabiga'daki ithal kömüre dayalı santralin 2016'da devreye alınması hedeflenmektedir.
- Şirket taahhüt sektöründe de yurtdışı (Kazakistan) ağırlıklı karlı projelerine devam etmektedir. Ayrıca, GYO sektöründeki iştiraki ALGYO'nun Maslak'taki 19 dönümlük arazisi önemli potansiyel taşımaktadır.
- Holding'in Taahhüt sektöründen gelirleri 2013 ilk çeyrekte 2012 ilk çeyreğine göre 5 kat artışla 18 mn TL'den 110 mn TL'ye yükselirken, enerji segmentindeki gelirleri sektördeki zayıflığın da etkisiyle %28 gerileyerek 28 mn TL olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde elektrik tüketiminin toparlanmasını beklemekle birlikte TL'deki ve spot fiyatlardaki zayıflığın elektrik şirketlerinin karlılığını bir miktar olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte elektrik sektörü için yılın ikinci yarısında daha pozitif bir görünüm beklentimiz bulunmaktadır.
- Net nakit pozisyonu 473.3 mn TL (özsemayesinin %42'si) olan Alarko'nun net aktif değerlemesinde toplam 2,587 mn TL değere (11.58TL/hisse) ulaşıyoruz. Holding değerlemesindeki genel eğilime paralel olarak %30 iskontolu bir fiyat hedeflemesi yaptığımızda Alarko için hisse başına 8.10 TL fiyata ulaşıyoruz. Hisse için önerimiz alım yönündedir.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	832	-41	55
2009	895	69	50
2010	1.206	25	43
2011	1.323	141	114
2012	1.619	67	76
3A 12	65	-4	11
3A 13	147	5	16
2013(T)	1.963	165	127
2014(T)	2.322	193	123

Aselsan

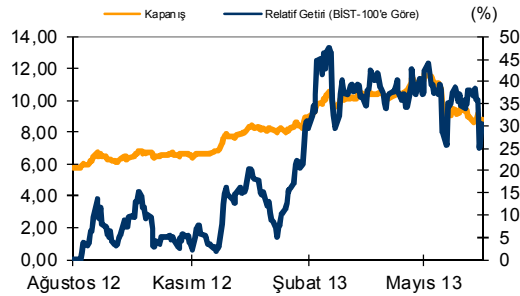
Hedefe Potansiyel:% 6

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	8,82
Hedef Fiyat(TL)	9,35
Hisse Sayısı (bin adet)	500.000
Piyasa Değeri (mn TL)	4.410
Halka Açıklık Oranı(%)	14
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	11.697.970

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	28,56	0,72	1,82	0,35
2009	7,42	2,08	4,90	1,10
2010	8,54	2,19	6,66	1,22
2011	12,00	1,89	6,51	1,26
2012	14,39	3,33	16,55	2,56
2013(T)	12,78	2,75	11,83	2,28
2014(T)	11,76	0,00	10,48	2,03

- Aselsan 1Ç13 döneminde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %11 artışla 431 milyon TL ciro elde etti. Satışlardaki büyüme daha çok ihracat tarafında gerçekleşti.
- FAVÖK, bir önceki yılın aynı dönemine göre %20 büyüyerek 78 milyon TL olarak açıklandı ve böylece FAVÖK marjı %18 olarak gerçekleşti.
- Operasyonel taraftaki kârlılığa Havelsan'dan gelen 10,5 milyon TL'lik temettü geliri ve 8,9 milyon TL'lik Ar-Ge teşvikleri kapsamında ertelenmiş vergi geliri olarak kaydedilen tutarların etkisiyle beklentilerin üzerinde 72 milyon TL net kâr elde etmiştir.
- Önümüzdeki dönemde Savunma Sanayi Müsteşarlığının satın alımlardaki rolünün artmasına ilişkin hazırlanan Kanun taslağının meclisten geçmesi, Şirket'in yeni protokol ile Eximbank kapsamına girerek daha ucuza borçlanabilme imkanının doğması hisse açısından olumlu olacaktır.
- Şirket, Milli Savunma Bakanlığı ile TSK'nın Seyyar Havan Tespit Radar Sistemi tedariki kapsamında 30.48 mn dolar tutarında sözleşme imzalamıştır. Ayrıca Türkiye'de üretilecek olan BlackHawk helikopterlerin kokpit aksamını üretecek olan Şirket, 5 yıllık süreçte 100 milyon dolarlık gelir beklemektedir.
- Aselsan için hedef fiyatımız 9,35 TL olup %6 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	706	137	12
2009	1.038	232	185
2010	1.212	222	227
2011	1.502	290	161
2012	1.633	252	293
3A 12	387	65	88
3A 13	431	78	72
2013(T)	2.020	390	345
2014(T)	2.267	440	375

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

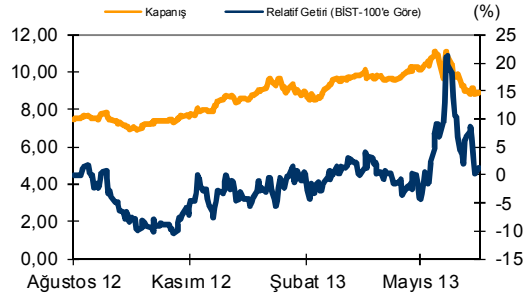
Aygaz

Hedefe Potansiyel:% 26

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	8,92
Hedef Fiyat(TL)	11,23
Hisse Sayısı (bin adet)	300.000
Piyasa Değeri (mn TL)	2.676
Halka Açıklık Oranı(%)	24
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	5.521.600

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	23,40	0,43	1,91	0,18
2009	5,39	0,99	4,41	0,46
2010	10,40	1,26	7,65	0,50
2011	6,98	1,23	10,27	0,44
2012	9,33	1,19	11,08	0,49
2013(T)	9,95	0,99	9,19	0,43
2014(T)	9,34	0,90	8,26	0,41



- Aygaz, Koç Grubu şirketler içerisinde doğalgaz, rafinaj ve elektrik üretimi alanlarındaki iştirak portföyü ile öne çıkmaktadır.
- Şirket otogazda ürün çeşitliliğini ve pazar penetrasyonunu artırarak, tüpgazda ise kırsal kesimdeki ve komşu ülkelerdeki olanakları değerlendirerek sahip olduğu en büyük LPG lojistik filosu sayesinde LPG pazarındaki %29'luk payı ile lider konumunu korumayı amaçlamaktadır.
- Aygaz, Türkiye'de doğalgaz dağıtımının önemli kısmını gerçekleştiren İGDAŞ'ın özelleştirmesiyle de yakından ilgilenmekte olup, uygun koşullarla sonuçlanacak bir alım Aygaz için önemli değer potansiyeli taşımaktadır.
- Elektrik sektöründeki iştiraki AES Entek Elektrik Üretimi A.Ş. doğalgaz, kömür ve hidroelektrik santrallerinden oluşan üretim tesisleri ile Aygaz için önemli bir varlığı oluşturmaktadır.
- Aygaz, Opet Petrolcülük ile ortaklık kurarak 90 mn TL sermaye ile Opet Aygaz Gayrimenkul ortak teşebbüsünü kurma kararı almışlardır. %23 pazar payı ile oto-LPG pazarında lider olan Aygaz'ın bu ortaklıkla, akaryakıt dağıtım pazarında yüklü kullanım hakkı ödemelerinden dolayı baskı altında kalan kârlılığını uzun vadede toparlayacağını düşünüyoruz.
- Süreklilik gösteren temettü verimliliği, güçlü finansal pozisyonu ve iş kolu itibarı ile defansif özellik taşıması Aygaz'ı yatırım tercihlerinde ön plana çıkarmaktadır.
- Aygaz için önerimiz 11,23 TL hedef fiyat ile alım yönündedir.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	3.579	338	26
2009	3.761	390	315
2010	4.658	306	239
2011	5.456	234	380
2012	5.586	245	303
3A 12	1.394	61	92
3A 13	1.377	56	40
2013(T)	5.930	275	269
2014(T)	6.182	306	287

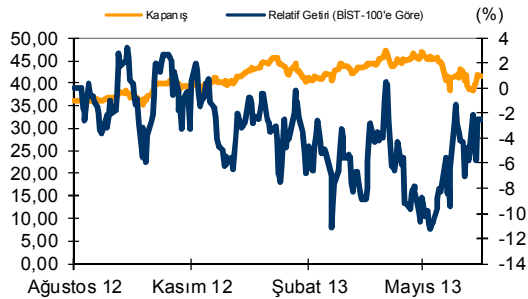
Bim Mağazalar

Hedefe Potansiyel:% 11

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	41,60
Hedef Fiyat(TL)	46,08
Hisse Sayısı (bin adet)	303.600
Piyasa Değeri (mn TL)	12.630
Halka Açıklık Oranı(%)	60
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	21.589.420

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	21,44	9,20	12,75	0,57
2009	24,77	13,59	16,26	0,96
2010	32,44	15,93	21,66	1,17
2011	26,66	12,93	17,76	0,93
2012	39,97	16,64	26,19	1,30
2013(T)	32,64	9,87	20,47	1,03
2014(T)	25,99	7,15	17,14	0,87



- Şirket, faaliyet göstergelerinin bir çoğu (Satış yoğunluğu, alan büyümesi, mağazaların haftalık bazda açık olma durumu, maliyet rasyoları ve fiyat rekabeti) açısından yurtiçi ve yurtdışı benzerlerinden daha iyi verilere sahiptir.
- İş modelini Mısır ve Fas operasyonlarına başarıyla yansıtabilen Şirket için, Mısır'daki siyasi sorunlar operasyonel risk yaratabilir.
- Piyasada gerçekleşen konsolidasyonların başarısızlıkla sonuçlanması Şirket açısından olumlu olabilir.
- Mart 2013 itibarıyla 3.735 mağazası olan Şirket, 2013 yılı sonunda mağaza sayısını 4.000'e ulaştırmayı hedeflemektedir. Yurtdışında ise Fas'ta 50, Mısır'da 30 mağaza açarak 120 olan yurtdışı mağaza sayısını 200'e çıkarmayı planlamaktadır. Ayrıca Şirket mevcut operasyonların büyütülmesi ve yeni mağaza açılışları için 270 milyon TL yatırım hedefi koymuştur.
- Bimcell'de 530.000 aboneye ulaşan Şirket, 2013 sonunda bu rakamı 1 milyona çıkararak sektörde söz sahibi olmayı hedeflemektedir. 2012 yılında Bimcell'e sınırlı teknoloji yatırımı yapan şirket, GSM segmentine yatırımı artırmak istiyor. GSM sektörüne yapılan yatırımlarla beraber oluşacak ek katma değer, hisse açısından olumlu olacaktır.

	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	4.242	189	114
2009	5.323	314	213
2010	6.574	356	246
2011	8.189	428	299
2012	9.906	491	331
3A 12	2.428	133	91
3A 13	2.795	143	97
2013(T)	11.727	592	387
2014(T)	13.864	707	486

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

Bizim Mağazaları

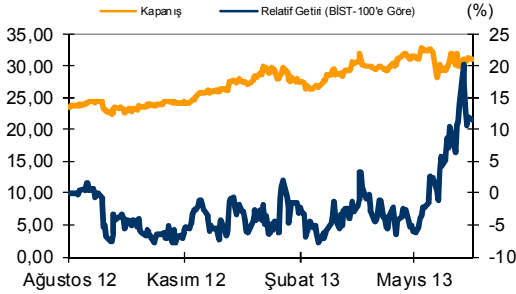
Hedefe Potansiyel:% 10

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	31,10
Hedef Fiyat (TL)	34,32
Hisse Sayısı (bin adet)	40.000
Piyasa Değeri (mn TL)	1,244
Halka Açıklık Oranı(%)	35
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	4.446.171

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	-	-	0,37	0,01
2009	-	-	-0,21	-0,01
2010	-	-	-0,61	-0,02
2011	25,18	7,57	11,68	0,42
2012	42,61	9,20	15,85	0,55
2013(T)	32,10	7,37	14,26	0,53
2014(T)	27,04	5,79	12,24	0,46

- Bizim Toptan, 1Ç13 döneminde mağaza sayısını 140'a (1Ç12:124) çıkarırken, toplam satış alanını ise 133.870 m2'ye (1Ç12: 114.632 m2) büyüttü.
- Şirket, toplam 13 adet Horeca (Hotel-Restaurant-Café) formatında mağazaya sahip. Yıl sonuna kadar yeni 15 mağaza açılması hedefleniyor. Yıl içine 5-7 mağazanın da Horeca formatına dönüştürülmesi bekleniyor.
- Mevcut mağaza büyümesi ve yeni mağazaların pozitif katkısı %17,1 büyüme sağlamıştır.
- Kâr marjları, Ocak ayındaki tütün zammının pozitif etkisiyle yükselmiştir. 1Ç13'te brüt kâr marjı %10 (1Ç12: %9), FAVÖK marjı %4,1 (1Ç12:%3,6), net kâr marjı %1,8 (1Ç12: %1,6) olarak gerçekleşmiştir.
- 31.03.2013 itibariyle 32.207.564 TL nakdi olup finansal borcu bulunmayan Şirket güçlü bir nakit pozisyonuna sahiptir.
- Şirket iş modeli olarak düşük maliyet - düşük fiyat modelini benimsemekte olup, bu yöntemle önemli bir nakit akışı yaratmaktadır.
- Türkiye'de en hızlı büyüyen toptan müşteri segmenti olan Horeca'da büyüme hedefi ve Horeca formatı mağazalar için yapılan yatırımlar hisse açısından olumludur.
- Mağaza büyümeleri ve gelirlerin beklentinin altında gerçekleşmesi ve Türkiye'nin ekonomik yapısında oluşacak bozulmalar, Şirket'i olumsuz etkileyebilecek risklerdir.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	1.264	34	4
2009	1.237	44	19
2010	1.452	55	28
2011	1.733	63	30
2012	1.974	69	26
3A 12	429	15	7
3A 13	503	21	9
2013(T)	2.288	85	39
2014(T)	2.611	99	46

Çimsa

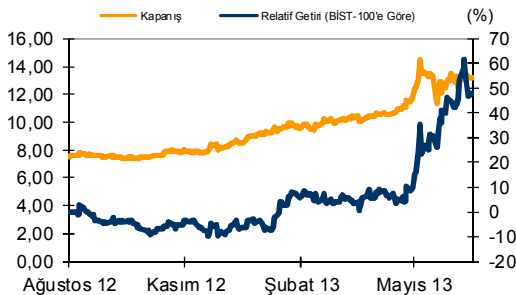
Hedefe Potansiyel:% 6

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	13,20
Hedef Fiyat (TL)	14,00
Hisse Sayısı (bin adet)	135.084
Piyasa Değeri (mn TL)	1,783
Halka Açıklık Oranı(%)	25
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	2.287.341

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	5,40	0,54	3,50	1,01
2009	9,43	1,09	6,14	1,76
2010	13,03	1,54	8,15	2,05
2011	8,26	1,19	6,18	1,55
2012	10,70	1,25	7,53	1,85
2013(T)	13,61	1,67	9,24	2,33
2014(T)	12,38	1,47	8,52	2,09

- Çimsa, 1Ç13 döneminde, 1Ç12'ye göre, özellikle yurtiçi satışlarda Afyon Çimento konsolidasyonunun olumlu etkisiyle %44 artışla 190 milyon TL ciro elde etti.
- Şirket'in FAVÖK'ü, kârlılığı düşük olan hazır beton satışlarının yüksek seyri ve hafif yükseliş gösteren enerji maliyetlerinin etkisiyle 1Ç13'te 1Ç12'ye göre %43 artışla 34 milyon TL olarak gerçekleşti.
- İlk çeyrekte elde edilen 10,5 milyon TL tutarında iştirak kârları (Büyük bölümü Exsa Export'un Sabancı Holding'teki pay satışından kaynaklanmaktadır) net kâr 1Ç12'ye göre %240 artırarak 25 milyon TL'ye ulaştırmıştır.
- Rusya'da düzenlenecek Kış Olimpiyatları ve 2014 Dünya Kupası'nın, ihracatı destekleyici etki yapmasını bekliyoruz.
- Ayrıca Şirket, Balkanlar, Kuzey Afrika ve Ortadoğu bölgesinde yatırım ve satın almalar ile mevcut kapasitesini iki katına çıkarmayı amaçlamaktadır. Bu bölgelerde yapılacak yatırımlar, ihracat tarafında satış gelirlerini olumlu etkileyecektir.
- 199\$ olan Firma Değeri(\$)/Klinker Kapasitesi çarpanıyla 197\$ olan sektör ortalamasına göre primli işlem gören Şirket, 2013 tahminleriyle 13,6x F/K ve 9,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	610	176	77
2009	615	176	108
2010	708	178	104
2011	801	201	123
2012	857	210	115
3A 12	132	24	7
3A 13	190	34	25
2013(T)	914	231	131
2014(T)	1.022	251	144

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

DO-CO Restaurants

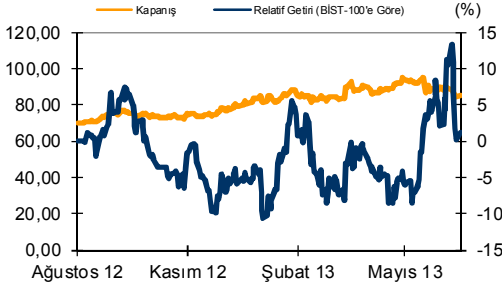
Hedef Potansiyel: % 17

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	85,00
Hedef Fiyat (TL)	99,34
Hisse Sayısı (bin adet)	46.116
Piyasa Değeri (mn TL)	828
Halka Açıklık Oranı (%)	18
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	819.895

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	-	-	-0,18	-0,04
2009	-	-	-0,30	-0,08
2010	20,29	2,21	1,50	0,46
2011	14,66	1,95	1,39	0,43
2012	16,68	2,29	1,99	0,56
2013(T)	59,24	8,73	4,81	0,49
2014(T)	67,91	7,73	4,96	0,48

- Şirket, 2012 yılında Polonyalı LOT Catering'i iştirakleri arasına eklemiştir. Ayrıca, havayolları müşterilerinin maliyet azaltıcı tedbirlerine önem olarak Austrian Railways ile anlaşmıştır.
- Do&Co'nun 4Ç12 cirosu, 4Ç11'e göre %28 artarak 134 milyon Euro olarak gerçekleşti. Böylece 2012 yılı bütününde ciro 466 milyon Euro'ya ulaştı (2011:426 milyon Euro)
- Satıştaki büyüme; British Airways ile JFK Havalimanı için yapılan anlaşma, LOT'un konsolidasyonu ve Austrian Railways'in yolcu ve restoran gelirlerine pozitif katkısından kaynaklanmaktadır.
- Austrian Railways'in, personel eğitimleri vs. harcamalarındaki artış nedeniyle pozitif FAVÖK yaratamaması marjın baskı altına almış ve segmentler bazında kârlılıklar düşüş göstermiştir.
- Türkiye'deki havayolu sektörünün güçlü büyümesi ve New York'ta yapılacak British Airways ihalesi önümüzdeki dönemde hisse açısından katalizör olacaktır.
- Ancak ikinci büyük müşteri konumundaki Austrian Airlines'in maliyet azaltıcı tedbirleri ciro üzerinde baskı oluşturmaya devam edebilir.
- 2014-2015 yıllarında, İstanbul'daki oteline yatırım yapmayı planlayan Şirket'in yatırımlarının tamamlanması ile birlikte marjlar üzerindeki baskının kalkacağını ve iyileşme eğilimine gireceğini düşünüyoruz.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	770	184	4
2009	752	198	21
2010	856	261	31
2011	1.106	339	46
2012	1.328	374	53
4Ç 11	245	85	10
4Ç 12	316	84	53
2013(T)	1.418	145	66
2014(T)	1.450	140	58

Emlak Konut GMYO

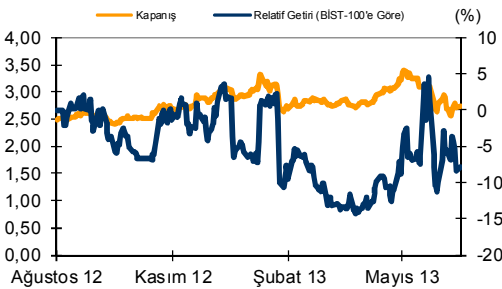
Hedef Potansiyel: % 25

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	2,73
Hedef Fiyat (TL)	3,42
Hisse Sayısı (bin adet)	2.500.000
Piyasa Değeri (mn TL)	6.825
Halka Açıklık Oranı (%)	25
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	47.235.643

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	-	-	1,38	0,84
2009	-	-	1,74	0,94
2010	8,93	1,32	6,73	2,93
2011	21,35	1,28	26,21	6,46
2012	14,90	1,85	18,71	7,39
2013(T)	9,47	1,31	7,94	3,40
2014(T)	8,17	1,13	6,98	2,94

- Şirket, yapacağı ikincil halka arzı, siyasi gelişmelerden olumsuz etkilenen piyasalardan dolayı, konjonktürün daha uygun olduğu ileri bir tarihe ertelenmişti. Ertelenin ardından 10 Haziran 2013'te 3,07 TL fiyata yeniden işleme açılan hisse, bu tarihten itibaren %9 civarında düştü.
- Şirket'in Kamu İhale Kanunu sisteminden, Anahtar Teslim Götürü Bedel Proje modeline geçmeyi planlamaktadır. Bu model KİK'e benzer bir model olup, böylece hem ihalelerde hem yüklenici şirket seçimi sırasında Şirket'e esneklik sağlanması açısından olumludur.
- Şirket'in arsa alımından itibaren projelerinden elde ettiği gelir 3-5 yıl arası bir süre içerisinde finansal sonuçlara yansımakta olup, bu noktada sektörden daha hızlı bir nakit dönüşüm hızına sahiptir.
- Şirket, 2013 yılı ilk 5 ayında toplam 6499 adet konut satmış ve toplam 3.2 milyar TL gelir elde etmiştir. Bu sonuçlarla birlikte miktar bazında 2012 yılının %71'ini daha şimdiden yakalamış olup satış geliri olarak 2012 yılında elde edilen toplam 3.4 milyar TL gelire şimdiden ulaşmıştır. Konut satışları bakımından 2012'den daha iyi bir yıl geçirdiği görülmektedir.
- GYO'lar için yapılan KDV düzenlemesinin Şirket'i olumsuz etkilemesini düşünmüyoruz. Projelerinin %90'ı eski düzenleme olan %1 KDV'ye tabi olan Emlak Konut'un yeni projeleri ise %8-18'e tabi olacak. Bu nedenle KDV düzenlemesinin kısa vadede hisseyi negatif etkilemesini beklemiyoruz.
- 2010 yılında ihale edilen 1.6 milyon m2 arsının finansallara yansımaları 2012-2015 finansallarına kademeli olarak yansımaktadır. 2012 yılı finansallarına 1 milyar TL ciro yansımaları gerçekleşmiş olup, önümüzdeki yıllarda ihalelerden elde edilen gelirlerin, Şirket finansallarına pozitif katkısından bahsedebiliriz.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	1.045	637	527
2009	865	469	446
2010	1.498	653	554
2011	717	177	228
2012	1.005	397	523
3A 12	26	-4	51
3A 13	375	260	271
2013(T)	1.634	700	721
2014(T)	1.892	797	836

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

Kardemir (D)

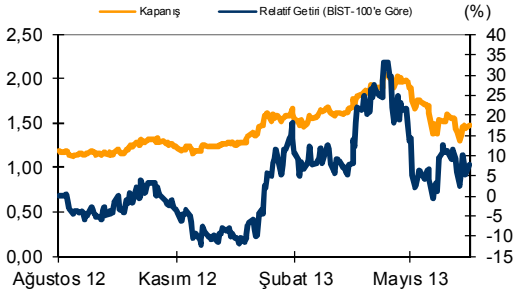
Hedefe Potansiyel:% 37

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	1,47
Hedef Fiyat (TL)	2,01
Hisse Sayısı (bin adet)	601.428
Piyasa Değeri (mn TL)	884
Halka Açıklık Oranı(%)	89
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	24.858.640

Piyasa	Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008		1,07	0,32	1,11	0,39
2009		-	0,71	-52,41	0,92
2010		31,68	0,82	12,50	0,93
2011		3,61	0,67	2,86	0,60
2012		5,70	0,97	4,96	0,91
2013(T)		5,82	0,91	4,54	0,84
2014(T)		4,84	0,77	3,91	0,72

- İnşaat, madencilik, ulaştırma ve sanayi sektörlerine temel girdi sağlayan Kardemir hem sektörden kaynaklanan hem de planladığı yatırımları sayesinde orta-uzun vadede ciddi büyüme potansiyeli vaadeden şirketler arasında yer almaktadır.
- TCDD 2023 yılına kadar 10.000 km'si hızlı tren olmak üzere toplam 14.503 km yeni demiryolu inşa ederek, toplam 25.511 km demiryolu ağına ulaşmayı hedeflemektedir. Ayrıca, özel sektörün de altyapı ya da tren işletmecisi olarak sektöre girişine imkan tanıyan son düzenlemeler sektöre önemli dinamizm kazandıracaktır.
- Yurtiçi ve yurtdışı demiryolu projeleri için ray üretiminin yanında, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla yük vagonu ve demiryolu tekeri üretimini de programına alan Kardemir 2011 yılında 1.8 milyon ton seviyesine yükselttiği sıvı ham demir kapasitesini, önümüzdeki 1-2 yıllık dönemde yaklaşık %100 artırarak 3.5 milyon tona yükseltecek.
- Kardemir'in inşaat sektöründeki pozitif görünümünden de olumlu etkilenmesini bekliyoruz.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	740	258	176
2009	543	-10	-49
2010	690	52	14
2011	1.089	227	127
2012	1.154	212	133
3A 12	284	59	51
3A 13	254	45	33
2013(T)	1.428	263	152
2014(T)	1.661	306	183

Park Elek. Madencilik

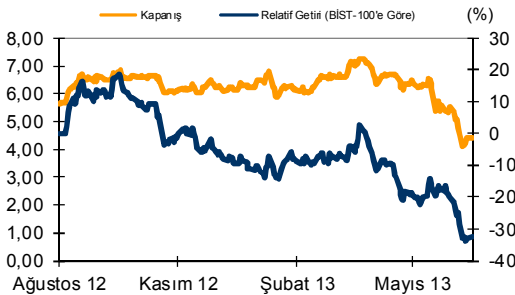
Hedefe Potansiyel:% 78

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	4,43
Hedef Fiyat (TL)	7,90
Hisse Sayısı (bin adet)	148.867
Piyasa Değeri (mn TL)	659
Halka Açıklık Oranı(%)	31
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	4.492.500

Piyasa	Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008		2,16	0,73	3,01	1,69
2009		21,76	1,40	17,33	5,37
2010		15,74	1,71	12,71	6,72
2011		5,12	1,16	4,65	2,71
2012		8,52	2,03	4,46	2,68
2013(T)		6,11	1,15	2,22	1,42
2014(T)		3,28	0,85	1,76	1,06

- Şirket'in cirosu 1Ç13 döneminde, 1Ç12 dönemine göre %19 azalışla 54,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bakır üretimi artmasına rağmen Silopi Santralindeki arıza nedeniyle asfaltit üretiminde azalışlar görülmüştür. Global emtia fiyatları baskısı da satış gelirlerinde erozyona yol açmıştır.
- Şirket'in satışları TL cinsinden yapılmasına rağmen, ürün fiyatlarındaki gelişmelerin Londra Metal Borsası bazlı belirlendiğinden, dış gelişmelere karşı hassasiyet göstermektedir.
- 1Ç13 döneminde kâr marjları, bakır fiyatlarındaki gerilemeler, kapalı fırından açık fırına geçiş nedeniyle oluşan ek maliyetlerden ve stoklardaki tenör düşüklüğünden kaynaklanmıştır. Kârlılığı daha yüksek olan bakır segmentinin marjları, bakır fiyatlarındaki düşüşlerden olumsuz etkilenebilir.
- Şirket'in Siirt'te 50.5 MW/s kurulu güce sahip HES ile Ceyhan'da 423 MW kurulu gücünde doğal gaz çevrim santrali kurma projeleri bulunmaktadır. Edime'de yapılması planlanan 439 MW gücündeki doğal gaz çevrim santrali projesi için EPDK'ya başvurulmuş olup onayı beklenmektedir. Yatırımların tamamlanması hisse açısından olumlu olacaktır.
- Şirket 2013 yılında 105.000 wmt bakır üretimi hedeflediğini açıklamıştır. Şirket ilk çeyrekte gerçekleştirdiği 23.287 wmt üretim ile yıllık hedefinin %22'sini gerçekleştirmiş durumdadır. Şirket 1Ç12 döneminde miktar bazında üretiminin %63'ünü satışlara çevirirken, bu oranı 1Ç13 döneminde %85'e çıkarmıştır.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	111	62	75
2009	79	24	19
2010	84	44	37
2011	173	100	101
2012	265	159	107
3A 12	67	51	22
3A 13	54	21	14
2013(T)	311	199	108
2014(T)	416	251	201

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

Sinpaş GMYO

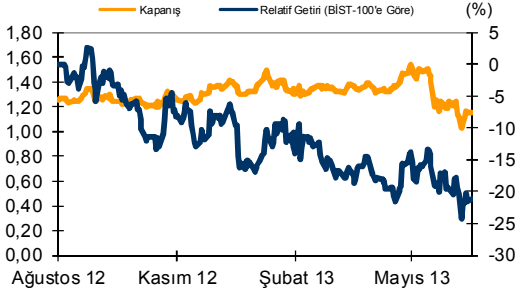
Hedefe Potansiyel:% 57

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	1,15
Hedef Fiyat (TL)	1,80
Hisse Sayısı (bin adet)	600.000
Piyasa Değeri (milyon TL)	690
Halka Açıklık Oranı (%)	37
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	7.311.317

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	12,15	0,26	-35,22	2,14
2009	-	1,07	-30,72	5,06
2010	17,05	1,11	18,21	2,87
2011	4,24	0,57	5,86	1,27
2012	11,16	0,79	26,15	2,00
2013(T)	6,39	0,58	10,73	1,75
2014(T)	5,35	0,53	9,41	1,64

- Sinpaş GYO 2013 ilk çeyreğinde 4milyon TL net zarar açıkladı. Bu rakam 2012 ilk çeyreğindeki 22 milyon TL net kar ile karşılaştırıldığında oldukça düşük görünmekle birlikte, konut teslimatlarına bağlı bir durum olup, dönemsel karşılaştırma çok anlamlı olmayabilmektedir. Şirket 2012 ilk çeyreğinde 398 adet konut teslimatı yapmışken, 2013'de bu rakam 178'e gerilemiştir.
- Sinpaş GYO'nun satış gelirleri 2013 ilk çeyreğinde %41 gerileme ile 75milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yıllık konut teslim hedefi 1501 ve ciro artış hedefi %18'dir.
- Sinpaş GYO'nun teslim ettiği konutların brüt kar marjı 4Ç12'deki%7 seviyesinden 1Ç13'de %18 seviyesine yükselmiştir. Şirket'in önceki çeyreklerde ortalama brüt kar marjı %25 seviyesindedir.
- Sinpaş GYO'nun toplam faaliyet giderleri düşük teslimler nedeniyle 1Ç13'de yıllık bazda %20 oranında düşerek 19milyon TL olmuştur. Şirket 1Ç13'de 13milyon TL brüt kar, 5milyon TL faaliyet zararı açıklamıştır. 1Ç13'de Şirket 0.1milyon TL net finansal gelir yazmıştır.
- Şirketin net borç pozisyonu 2012 sonundaki 359milyon TL seviyesinden 1Ç13 sonunda 420milyon TL seviyesine çıkmıştır.
- Sinpaş hisselerinin son düşüşte GMYO sektörü ortalamasına göre %5.4 daha fazla düşmüş olup, hedef fiyatımız olan 1.80 TL'ye göre %57 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.
- Faiz oranlarındaki artışın ve EKGYO'nun ikinci halka arzının ertelenmesinin önemli ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz.



	Net Satışlar (milyon TL)	FVAÖK (milyon TL)	Net Kâr (milyon TL)
2008	72	-4	20
2009	171	-28	-18
2010	353	56	61
2011	655	142	140
2012	604	46	76
3A 12	126	11	22
3A 13	75	-4	-4
2013(T)	636	104	108
2014(T)	677	118	129

TAV Havalimanları

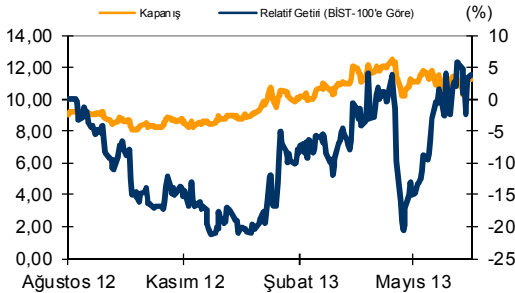
Hedefe Potansiyel:% 13

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	11,30
Hedef Fiyat (TL)	12,81
Hisse Sayısı (bin adet)	363.281
Piyasa Değeri (milyon TL)	4.105
Halka Açıklık Oranı (%)	40
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	16.133.170

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	105,06	1,29	6,18	2,07
2009	15,85	2,14	7,98	2,40
2010	27,45	3,03	9,64	3,45
2011	23,88	2,52	13,13	2,81
2012	11,59	2,79	11,00	2,39
2013(T)	11,28	2,56	7,32	2,25
2014(T)	9,55	2,02	6,61	2,06

- 3. havalimanı ihalesini alamayan Şirket'in Atatürk Havalimanının kapanması dolayısıyla oluşacak kaybının Ulaştırma Bakanlığı'nca tazmin edilmesi planlanmaktadır.
- Bununla birlikte, özellikle Orta Doğu bölgesinde projeler geliştirmektedir. Halihazırda Tunus'ta iki Suudi Arabistan'da 1 adet havalimanı işleten Şirket, iştiraki vasıtasıyla Doha, Muskat, Cidde ve Abu Dabi'deki havalimanlarının inşaatını da üstlenmiş durumda. Medine'de bulunan Havalimanı için 1.2 milyar dolar bütçe ayrılmıştır.
- Öte yandan Şirket, ortağı Aéroports de Paris ile, Avrupa ve Denizaşırı havalimanlarına da girmeyi planlamaktadır. Bu noktada New York'ta bulunan 18 milyon yolcu kapasiteli LaGuardia havalimanının işletme hakkı için başvuruda bulunacaktır. Avrupa'da da Zagreb Havalimanının işletme hakkı için niyet mektubunu imzalamıştır.
- Şirket, Alman iştiraki Unifree vasıtasıyla 3. havalimanının dutyfree işlerini almak istemektedir. Mevcut işin alınması Şirket'in satış gelirlerine katkı yapacaktır.
- Özetle, Ortadoğu ve Doğu Avrupa'da faaliyetlerine hız veren Şirket'in, yurtiçi tarafta yeni projeler geliştirip geliştirmedeği yakından izlenecektir.



	Net Satışlar (milyon TL)	FVAÖK (milyon TL)	Net Kâr (milyon TL)
2008	1.472	480	8
2009	1.844	554	109
2010	1.501	538	99
2011	2.038	437	123
2012	2.566	576	286
3A 12	349	59	29
3A 13	515	66	37
2013(T)	2.951	908	364
2014(T)	3.229	1.006	430

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

BEĞENDİĞİMİZ DİĞER HİSSELER

Turkcell

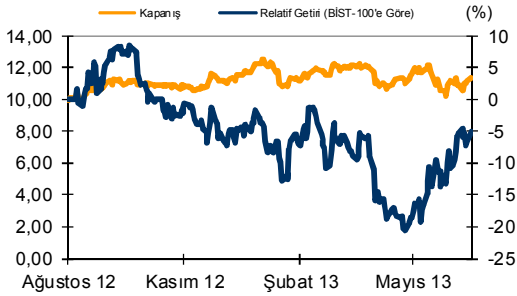
Hedefe Potansiyel:% 19

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	11,35
Hedef Fiyat (TL)	13,50
Hisse Sayısı (bin adet)	2.200.000
Piyasa Değeri (mn TL)	24.970
Halka Açıklık Oranı(%)	25
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	88.477.650

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	8,32	2,38	4,77	1,75
2009	13,58	2,66	7,14	2,33
2010	13,10	2,41	7,10	2,33
2011	16,51	1,79	5,75	1,79
2012	12,20	1,97	6,61	2,04
2013(T)	11,40	1,60	6,13	1,88
2014(T)	10,52	1,39	5,67	1,75

- Turkcell 0.7 beta değeriyle telekomünikasyon sektörünün defansif hissesidir.
- 1Ç13 döneminde 3.6 milyar TL net nakit pozisyonu ile güçlü bir bilançoya sahip olan Şirket'in, TL'deki değer kayıplarına karşın, kârını sürdürebileceğini düşünüyoruz.
- Sektörün rekabetçi yapısının marjlar üzerinde yarattığı baskının, kısa vadede FAVÖK'ü olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz.
- Çukurova ve Altimo arasındaki sorunun çözülmesiyle birlikte Şirket'in temettü dağıtılabilir konuma geçeceğini ve bu durumun hisseyi olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.
- BTK, mobil operatörler için çağrı sonlandırma ücretini %20 oranında düşürürken, Turkcell'in şebeke içi taban fiyat seviyesi dakika başına 3,31 kuruştan 4,28 kuruşa yükseltildi. Durum hisse açısından risk oluşturabilir ve kârlılık endişeleri ile birlikte operatörlerin agresif davranmasını engelleyebilir.
- Turkcell, 2013 tahmini verilerine göre 11,4x F/K ve 6,1x FD/FAVÖK çarpanları ile sektörde faaliyet gösteren diğer Şirketler'den iskontolu işlem görmektedir.



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	8.845	3.255	2.313
2009	8.936	2.920	1.717
2010	9.004	2.948	1.772
2011	9.370	2.913	1.183
2012	10.507	3.242	2.083
3A 12	2.382	703	516
3A 13	2.688	808	567
2013(T)	11.338	3.479	2.191
2014(T)	12.193	3.766	2.374

Turcas Petrol

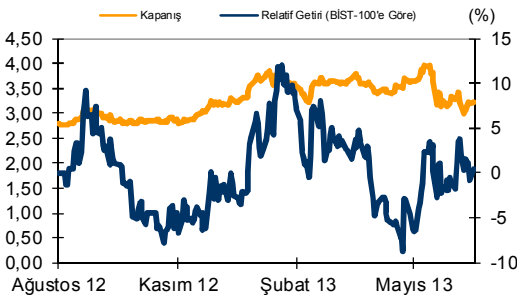
Hedefe Potansiyel:% 39

Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	3,22
Hedef Fiyat (TL)	4,47
Hisse Sayısı (bin adet)	225.000
Piyasa Değeri (mn TL)	725
Halka Açıklık Oranı(%)	23
Günlük Ort. İşl. Hac. (TL)	3.853.982

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD / FVAÖK	FD/Satışlar
2008	7,74	0,69	-17,94	4,12
2009	23,70	1,30	-79,45	13,17
2010	15,40	1,59	-93,04	15,73
2011	5,10	0,79	-65,48	54,03
2012	10,35	1,06	-83,71	39,49
2013(T)	11,18	0,93	-	-
2014(T)	6,95	0,82	-	-

- Turcas % 100 bağlı ortaklığı Turcas Elektrik Üretim ile Avrupa'nın en önde gelen enerji şirketlerinden RWE'nin ortak olarak Denizli'de inşa ettiği 775 MW kurulu güçteki doğalgaz kombine çevrim elektrik santralini 2013 ilk yarısı bitmeden ticari işletmeye geçirecek.
- Bu santralin yılda 70 milyon euro FAVÖK yaratması bekleniyor.
- Socar Grubu ile ortak yapılmakta olan 10 milyon ton kapasiteli Rafineri Projesi'nin şirkete ciddi katma değer katması beklenirken, bunun finansman anlaşmasının da önümüzdeki en geç Ağustos ortasına kadar imzalanacak olması söz konusu projenin fiyatlanmaya başlanmasını sağlayacaktır diye düşünüyoruz



	Net Satışlar (mn.TL)	FVAÖK (mn.TL)	Net Kâr (mn.TL)
2008	57	-13	45
2009	45	-7	28
2010	52	-9	56
2011	11	-9	98
2012	23	-11	71
3A 12	3	-3	16
3A 13	10	-3	17
2013(T)	24	-1	65
2014(T)	27	6	104

* Fiyat ve çarpan verileri 1 Temmuz 2013 1. seans kapanışları ile hesaplanmıştır.

MAKRO GÖRÜNÜM

Bütçe

Bütçe Mayıs ayında, 4.6 milyar TL fazla verirken, faiz dışı fazla aynı dönemde 8.1 milyar TL oldu. Bununla birlikte 12 aylık bütçe açığı 24.1 milyar TL ile geçtiğimiz yıla paralel gerçekleşti. 12 aylık faiz dışı fazla ise 21.7 milyar TL'ye yükselmiştir.

Mayıs ayında yıllık bazda %14 artışla 30.2 milyar TL vergi geliri kaydedilmiştir. İlk 5 aylık dönemde ise vergi gelirleri %19 yükselişle 131.7 milyar TL'ye yükselmiştir. Vergi gelirlerindeki büyümenin etkisiyle, Mayıs ayında bütçe gelirleri yıllık bazda %13 artış göstererek 34.9 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, Ocak-Mayıs döneminde 2012 yılının eş dönemine yıllık %16 artışla 159.5 milyar TL bütçe geliri kaydedilmiştir.

Bütçe giderlerinde ise faiz hariç giderler Mayıs ayında yıllık bazda %12 artış göstererek 26.8 milyar TL'ye ulaşırken, faiz giderleri %47 artarak 3.1 milyar TL'ye yükselmiştir. Böylece

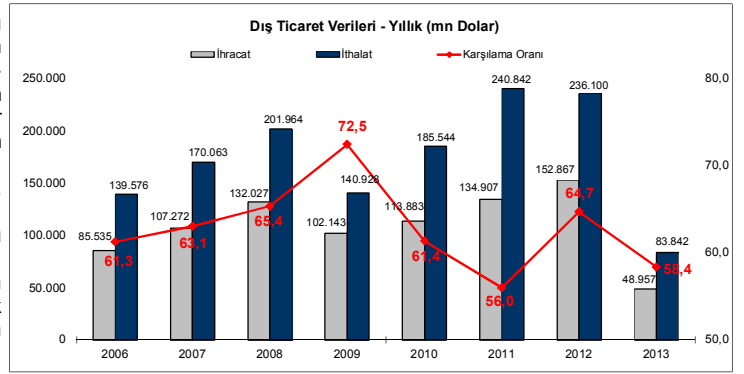
Mayıs ayında bütçe giderleri yıllık bazda %16 artışla 30.4 milyar TL'ye yükselmiştir. İlk 5 aylık dönemde ise faiz giderleri yıllık bazda %11 azalışla 21.8 milyar TL'ye gerilemiş, faiz dışı giderler ise %18 artışla 133.5 milyar TL'ye yükselmiş böylece bütçe giderleri yıllık %13 artışla 155.3 milyar TL'ye yükselmiştir. Haziran ayında bütçede bir nebze bozulma görülebilir.

MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE GERÇEKLEŞMELERİ			
Ocak - Mayıs			
Milyon TL	2012	2013	Değişim Oranı(%)
Bütçe Giderleri	137.807	155.267	12,7
Faiz Hariç Giderler	113.429	133.501	17,7
Faiz Giderleri	24.378	21.767	-10,7
Bütçe Gelirleri	137.375	159.530	16,1
Vergi Gelirleri	110.906	131.651	18,7
Bütçe Dengesi	-432	4.262	1086,2
Faiz Dışı Denge	23.946	26.029	8,7

Kaynak: Maliye Bakanlığı, BUMKO

Dış Ticaret

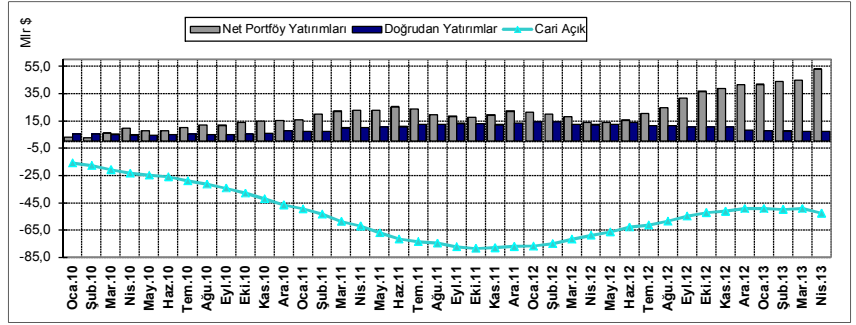
Dış ticaret açığı, 2013 yılı Mayıs ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre %15 artışla 9.9 milyar dolara yükselmiş olmasına rağmen 10.5 milyar dolarlık piyasa beklentisinin altında gerçekleşmiştir. İthalat Mayıs ayında yıllık bazda %6.7 artışla 23.2 milyar dolara yükselirken (Piyasa Beklentisi: 23.5 milyar dolar) ihracat ise yıllık bazda %1.4 artışla 13.3 milyar dolara yükselmiştir. (Piyasa Beklentisi: 13.1 milyar dolar) İthalattaki artış, iç talepteki güçlenmeden kaynaklanmaktadır. Ayrıca net altın ticareti açığının da 0.4 milyar dolardan 1.8 milyar dolara yükselmesi (Altın ihracatı bir önceki yılın aynı döneminde 1.4 milyar dolar iken, 0.4 milyar dolara geriledi) dış ticaret açığını artıran bir etmen oldu. Ancak buna rağmen ithalattaki yükselişi ve dış ticaret açığı performansını gerek ekonomik aktivitedeki hızlanmaya işaret etmesi ve iç talebin güçlendiğine işaret etmesi, gerek beklentilerden iyi olması nedeniyle olumlu buluyoruz.



Cari Açık

Cari işlemler açığı, Nisan ayında dış ticaret açığındaki yükselişin de etkisiyle 8.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Böylece 12 aylık birikimli cari açık %7.5 artışla 51.3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. (Mart 2013: 47,7 milyar \$) Cari açığın yüksek seviyede gerçekleşmesinde, dış ticaretin yanı sıra, 384 milyon dolar düşüş gösteren (201 milyon dolarlık kısmı taşımacılık gelirlerinden kaynaklanıyor.) hizmet gelirleri de etkili olmuştur. Dış ticaret açığındaki artış ise net altın ithalatının artmasından kaynaklandı. Böylece 2012 yılındaki net altın ihracatçısı pozisyonundan net altın ithalatçısı pozisyonuna dönüş oldu.

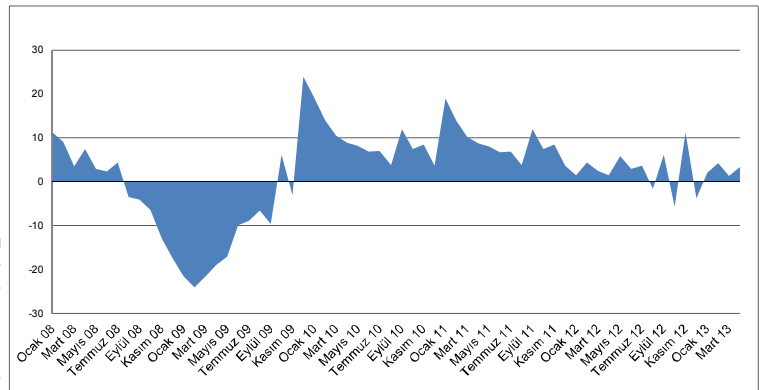
Ocak-Nisan dönemine bakıldığında ise cari açık 24.4 milyar \$ düzeyinde gerçekleşirken, 29.9 milyar \$'lık finansman sağladı. Finansman tarafında DİBS girişleri halen ağırlığını koruyor. Ayrıca DİBS portföyü ortalama vadesinin son 1 yılda 1200 güne uzadı görülmüyor. Vadelerin uzamış olması ve bankaların tahvil ihracılarıyla uzun vadeli fon kaynağı sağlaması, cari açık üzerinde olumlu etki yapmaktadır.



Not: Yıllıklandırılmış rakamlar kullanılmıştır.
Kaynak: TCMB

Sanayi Üretimi

TÜİK'in açıkladığı verilere göre, Nisan ayında sanayi üretimi yıllık bazda, takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre %3.4, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre %1.3 artış göstermiştir. Nisan ayı sanayi üretimine en önemli katkı; ara malları grubu (%2.44) ile dayanıksız tüketim malları grubu (%0.98) yaptı. Bir diğer önemli nokta ise Kasım 2012'den bu yana büyümeyi olumsuz etkileyen enerji sektörünün katkısının ilk defa pozitif dönmesi oldu. İç talebe duyarlı bir sektör olan gıda ürünleri imalat endeksi %1.16 katkı yaptı. Genelde olumlu performans sergileyen tekstil ve giyim grupları üretiminin -%0,12 ve -%0,10 puanlık negatif katkıları da dikkat çekti. Bu gerçekleşmeler sonrası Şubat ayında %5.1 olarak gerçekleşen endekse negatif katkı yapan sektörlerin toplam içerisindeki payı %24.4'e yükseldi. Nisan ayında, ilk çeyreğe göre daha iyi performans sergileyen Sanayi üretimindeki toparlanmanın güçlenmesi, düşen PMI verileri ve kredilerdeki büyümenin henüz yansımamış olması nedeniyle zaman alabilir.



TEMMUZ 2013-AJANDA

KAZANIM	KISA	KARŞIYAMA	KAYNAK	ERNEK
1 Türkiye İmalat Sanayi PMI AB İstihdam Oranı Almanya, AB İmalat PMI ABD ISM Fiyat Endeksi, PMI	2 AB ÜFE	3 Türkiye ÜFE, TÜFE Almanya AB Bileşik PMI AB Perakende Satışlar ABD ADP İstihdam Raporu, ISM Hizmet Satış End.	4 AB GSYH (1Q) Türkiye Fiyat Gelişmeleri Raporu Türkiye Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi AB İlgilere Merkez Bankası İstisna Kararı	5 ABD Hafiflik İstihdam Bayyurulan ABD İstihdam ve Tarım Dışı İstihdam Türkiye Hazine Nakit Bütçe Gerekliklerini
8 Almanya Sanayi Üretimi Türkiye Sanayi Üretimi Çin ÜFE ve TÜFE	9 İngiltere Sanayi Üretimi	10 ABD FED Toplantı Tutanaqları	11 Japonya Merkez Bankası Fais Kararı ABD Hafiflik İstihdam Bayyurulan Türkiye Cari Açık	12 AB Sanayi Üretimi ABD ÜFE ABD Michigan Tüketici Güven Endeksi (Önce)
15 ABD Perakende Satışlar Türkiye Tahvil İhracatı, İstihdam Verileri Türkiye Merkezli Yabancı Bütçe Gery.	16 Almanya ZEW Tüketici Güven Endeksi ABD TÜFE, Sanayi Üretimi Türkiye Tahvil İhracatı	17 ABD Konut Başlangıçları ABD Ben Bezanlık Konusması Türkiye İç Borç Ödemesi	18 ABD Hafiflik İstihdam Bayyurulan ABD Philadelphia FED Aylık Türkiye Uluslararası Yat. Poz.	19 İlgilere Kamu Sektörü Net Borçlanması
22 ABD İkinci El Konut Satışları Türkiye Merkezli Yabancı Borç İstatistikleri	23 Türkiye Turizm İstatistikleri Türkiye TCMB Fais Kararı	24 Almanya AB PMI (Önce) ABD Yeni Konut Satışları	25 ABD Hafiflik İstihdam Bayyurulan ABD Dayanıklı Mal Satışları Türkiye Kap. Kullanım Oranı, Reel Kes. Güv. End.	26 ABD Michigan Tüketici Güven End. (Final)
29 Türkiye Tüketici Güven Endeksi	30 AB Ekonomik Görünüm Raporu Türkiye TCMB Toplantı Özeti	31 ABD GSYH (3Ç-İlk Tahmin) ABD FED Fais Kararı ABD ADP İstihdam Raporu AB TÜFE Türkiye Dış Ticaret İstatistikleri		

Gedik Yatırım-Araştırma

Tel: +90 216 453 0000 arag@gedik.com

Fax: +90 216 453 0101

Onur MUTLU [Arastirma Muduru](mailto:Arastirma.Muduru@gedik.com) omutlu@gedik.com

Ozan SAYIN [Arastirma Uzman Yrd.](mailto:Arastirma.Uzman.Yrd.@gedik.com) osavin@gedik.com

8

Burada 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 görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Genel Müdürlük : Cumhuriyet Mah. E-5 Yanyol No: 29 34876 Yakacık-Kartal/İSTANBUL