

Müzik durana kadar...

2012 yılı Türk hisse senedi piyasası için mutlu bir yıl olarak geride kaldı. 2013 yılının ilk haftalarında ise İMKB-100 endeksi %9 oranında değer kazandı. Kısa vadede risk algısının tersine dönmesini beklemiyoruz.

Değerlemeler hala pahalı seviyelerden uzakta. Piyasa 10.6x 2013T F/K ve tahmini %14 hisse başına kazanç büyümesi değerlemesine sahip olup, gelişmekte olan piyasalar endeksi ise 11.4 F/K ve %9 hisse başına kazanç büyümesi değerlemesine sahiptir. Yıllık endeks tahminimiz dahilinde ileriye dönük olarak 11.8x F/K çarpanı hesapladık ki bu bile pahalı bir seviye değildir.

Hisse değerlemelerinden yola çıkarak hesapladığımız 12 aylık endeks hedefimiz 92,750 olup, %9 yükseliş potansiyeli içermektedir. Destekleyici makro ekonomik çerçeve, ikinci bir not artışı olasılığı (muhtemelen 1Y13 sonlarına doğru) ve sağlam likidite ortamı önemli yatırım noktaları olarak ön plana çıkmaktadır.

Sınırlı piyasa getirisinden dolayı iyi hikayesi olan şirketler ön plana çıkacaktır. Spesifik sektör tercihimiz bulunmuyor, bunun yerine hisse bazlı güçlü hikayelerimiz var. Makro çerçeve bizi geçen yılın iyi sektörlerinden tercih yapma konusunda cesaretlendiriyor olmakla birlikte biz ayrıca geride kalmış bazı hisseleri de beğeniyoruz.

Müziğin durmasına hala zaman var ama biz daha az heyecanlı bir performansa hazırız. Cari işlem açığı, Merkez Bankası'nın ihtiyatlı politikaları ve komşu ülkelerle ilişkiler bizim makro ve hisse senedi stratejilerimiz için başlıca riskler konumundadır.

Değerleme çarpanları (2013T)*

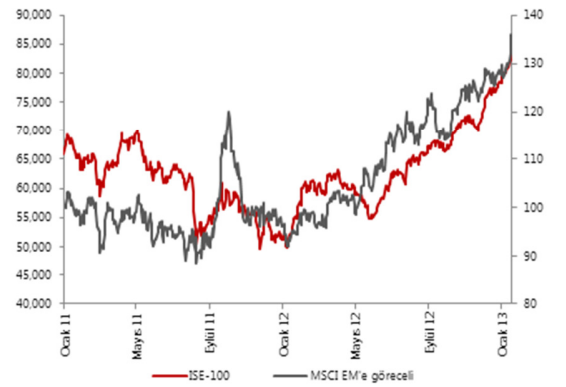
	Net kar büyümesi	F/K	FD/FAVÖK	F/DD
Sanayiler	14%	10.9	7.0	2.1
Bankalar	10%	10.8	n.m.	1.8
Holdingleler	31%	10.6	n.m.	1.4

* Sadece araştırma kapsamındaki şirketler

En beğendiğimiz hisseler

AKENR	TAVHL
ANACM	TOASO
HALKB	YKBNK
PRKME	

ISE-100 performans grafiği



Analistler

Bertan İlbak

Sektörler: Medya & Maden & Perakende
bertani@global.com.tr

Hasan Bayhan

Sektörler: Kimya & Telekom & Holdingler & Havaçılık
hasanb@global.com.tr

İlknur Unsal

Sektörler: Otomotiv & Beyaz eşya & Cam & Petrol
ilknur@global.com.tr

Sercan Uzun

Sektörler: Enerji & Demir- Çelik & Holdingler
sercanu@global.com.tr

Sevgi Onur

Sektörler: Bankalar
sevgio@global.com.tr

2013 Hisse Stratejisi

Hisse değerlemelerinden yola çıkarak hesapladığımız 12 aylık endeks hedefimiz 92,750 olup, %9 yükseliş potansiyeli içermektedir. IMKB-100 10.6x 2013T F/K ve tahmini %14 hisse başına kazanç büyümesi değerlemesine sahip olup (Araştırma kapsamımızdaki hisseler için 2013 tahminlerimizden yola çıkarak hesapladık), gelişmekte olan piyasalar endeksi ise 11.4 F/K ve %9 hisse başına kazanç büyümesi değerlemesine sahiptir. Yıllık endeks tahminimiz dahilinde ileriye dönük olarak 11.8x F/K çarpanı hesapladık ki gelişmekte olan ülkelerin mevcut çarpanlarıyla karşılaştığımızda bu bile pahalı bir seviye değildir.

Türk bankaları içerisinde, Yapı Kredi Bank (YKBNK, AL, Hedef fiyat: TL6.90, Potansiyel getiri: %18) ve Halkbank (HALKB, AL, Hedef fiyat: TL22.90, Potansiyel getiri: %16) en beğendiğimiz bankalar olarak ön plana çıkıyor. Yapı Kredi Bank'ın cezbedici perakende işini, faaliyet kaldıracını, etkin maliyet yönetimini ve fonlamadaki çeşitlemesini beğeniyoruz. Üstelik, olası sigorta iştiraki satışı kısa vadeli katalist olabilir. 3Ç12 itibarıyla karlı kredi kartı segmenti, bankanın toplam kredileri içerisinde %16'lık paya sahip olup, bu oran takip ettiğimiz bankalar içerisinde en yüksek orandır. 2013 yılının ilk yarısında kredi kart borçlanma faiz oranının sabit kalacağını ve bu durumun kredi getirilerindeki zayıflamayı dengelemesini bekliyoruz. 2012 yılında sermaye benzeri ihraçlarla bankanın sermaye tavanını güçlendirme çabalarını takiben, bankanın orta vadeli büyüme planları konusunda oldukça iyimseriz. Hedef fiyatımızı TL5.90'dan TL6.90 seviyesine yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %20 potansiyel getiri sunmaktadır.

Halka arz baskısının kalkmasının ardından Halkbank'ı da beğeniyoruz. 2013 yılı büyük ölçüde, güçlü toplam aktif büyümesiyle şekillenecek. Üstelik, yönetimin perakendecilik sektörüne odaklanmasının marjları ve komisyon geliri gelişimini desteklemesi bekleniyor. Banka için hedef fiyatımızı TL21.50'den TL22.90 seviyesine çıkardık. Yeni hedef fiyatımız %16 potansiyel getiri sunmaktadır. Orta-uzun vadede ÖİB'ye ait kalan %51 oranındaki hissenin olası bir blok satışı hisse üzerinde negatif bir algı yaratabilir. Bununla beraber resmi yetkililer bu satışın şimdilik hükümetin gündeminde olmadığı açıklamasında bulundular.

Bankalar dışında ise **Ak Enerji (AKENR, AL, Hedef fiyat: TL2.30, Potansiyel getiri: %24), Anadolu Cam (ANACM, AL, Hedef fiyat: TL3.84, Potansiyel getiri: %25), Park Maden (PRKME, AL, Hedef fiyat: TL10.40, Potansiyel getiri: %60), TAV (TAVHL, AL, Hedef fiyat: TL12.50, Potansiyel getiri: %25) ve Tofaş (TOASO, AL, Hedef fiyat: TL13.05, Potansiyel getiri: %19)** en beğendiğimiz hisseler konumundadır.

Tablo 1: En beğendiğimiz hisseler listesi

Hisse	Hedef fiyat (TL)	% Potansiyel	F/K	FD/FAVÖK 2013T(x)	Yatırım Şeması
		Getiri	2013T(x)	(Finansal sektör için F/DD)	
AKENR	2.30	24%	20.7	18.4	* Daha verimli üretim varlıkları * Neredeyse iki katına çıkan FAVÖK marjı * Daha sağlıklı bir bilanço
ANACM	3.84	25%	9.4	4.6	* Kapasite artışı ve maliyet baskısı azalması, kar artışı * Cazip değerlendirme, rakiplere göre yüksek sermaye * Yükselen serbest nakit akışı, azalan borçluluk
HALKB	22.90	16%	8.9	1.89	*Yüksek aktif kalitesi *Etkin maliyet yönetimi *İskontolu değerlendirme çarpanları
PRKME	10.40	60%	6.8	4.5	* Bakır üretimi miktarındaki artışla %45 ciro artış beklentisi * 2. yarıyılıda açık ocağa geçilmesiyle maliyetlerin biraz daha azalması * Enerji üretim santralleri ile ilgili yatırım planlarının açıklanması
TAVHL	12.50	25%	10.3	6.7	* 3. Havalimanı için en güçlü aday * ADP ile daha küresel bir oyuncu olma ihtimali * Hem organik hem inorganik büyüme bekleniyor
TOASO	13.05	19%	12.2	7.1	*İç talepteki artışla ciro ve karlılık artışı *Zayıf ihracata rağmen, al-ya da-öde sisteminin kara etkisi *Rakiplerin ürün gamındaki zayıflamadan pazar payı avantajı
YKBNK	6.90	18%	11.4	21.73	* Kredi kartlarındaki güçlü konum * Sermaye yeterlilik rasyosunda artışlar * Olası sigorta işbirliği satışı

Kaynak: Global Menkul Değerler tahminleri

Temettüleri ilgi odağı konumunda

2013 yılının ilk yarısında, düşük getirili bir ortamda, temettü beklentileri önemli olacak. İMKB şirketlerinin Nisan ayının ilk haftasından başlamak üzere temettü dağıtmaya başlayacaklarını öngörüyoruz. Araştırma kapsamımız içerisinde olan şirketlerin geçen yıla göre %45 artışla brüt 11.8 milyar TL temettü dağıtacağını hesapladık. Bu artışın %80'lik kısmı Telekom şirketlerinden gelmektedir (London Privy Council'in nihai kararından sonra Turkcell'in birikmiş temettü dağıtımı ve Türk Telekom'un 2012T %28 oranında artan karlılığının temettüye yansması). Ayrıca, göreceli olan yüksek kar payı dağıtım oranı temettü ödemelerini tetikleyebilir (Kar payı dağıtım oranı: %34 vs. Geçen yıl: %31)

Araştırma kapsamımızdaki bankacılık hisseleri için, %20 temettü büyümesiyle karşılaştırdığımızda, 2012 yılında %15 karlılık büyümesi bekliyoruz. Halkbank'ın %20 oranındaki kar payı dağıtım oranı yüksek temettüleri tetikleyebilir (Geçen yıl: %15). 2012 yılında Halkbank'ın net karlılığının %22 oranında artmasını bekliyoruz. Bankanın Basel II sermaye yeterlilik rasyosu %14,6 ile iyi bir seviyede olup bu durum kar payı dağıtım oranının bu yıl daha yüksek olmasını sağlayacaktır. Halkbank'ı dahil etmezsek bankalar için yatay bir temettü performansı bekliyoruz (%12 kar büyümesi, %11 temettü büyümesine öncülük edebilir).

Holding hisseleri için 2012 yılında %86 karlılık büyümesinin %27 temettü büyümesine öncülük etmesini bekliyoruz. 2011 yılını net zararla kapatan Doğan Grup şirketlerinin 2012 yılında net kara geçmesi yüksek karlılık büyümesini de beraberinde getirebilir. Bununla birlikte Doğan Grup şirketlerinin temettü dağıtması beklenmiyor, çünkü iştirakler yüksek net borçla uğraşırken ana şirket Doğan Holding büyük çapta enerji yatırımlarına odaklanmaktadır. Doğan Grup şirketlerini çıkardığımızda 2012 yılı için tek seferlik karların eksikliğinden dolayı holdinglerin karının %9 oranında daralmasını bekliyoruz. Ama yüksek kar payı dağıtım oranından dolayı %27 temettü büyümesi hesaplıyoruz: Sabancı Holding için %15 kar payı dağıtım oranı (son 3 yılın ortalamasına yakın) ve Koç Holding için ise %20 kar payı dağıtım oranı varsayıyoruz. Detaylar için Tablo 3'ü inceleyiniz.

Araştırma kapsamımızdaki sanayi hisseleri için 2012 yılında %45 karlılık büyümesiyle birlikte %54 temettü büyümesi bekliyoruz. Temettü ödemelerindeki artış temel olarak daha yüksek kar payı dağıtım oranlarından kaynaklanmaktadır. Hatırlanacağı üzere, karlılık büyümesinin büyük kısmı 1 milyar TL'lik katkıyla birlikte Türk Hava Yolları'ndan, düşük finansal harcamalardan dolayı telekom şirketlerinden ve göz alıcı performansından dolayı altın madeni şirketlerinden gelmektedir. Olağanüstü performans gösteren bu şirket ve sektörleri çıkardığımızda %16 karlılık büyümesi %24 temettü getirisine öncülük etmektedir. Bu yöndeki temettü getirisi üzerinde ise i) Tüpraş'ın geçen yıl %80 olan kar payı dağıtım oranının, vergi bazlı bilançoyla UFRS bazlı bilanço arasındaki farkın azalmasından dolayı bu yıl %92 seviyesinde bekleniyor olması ve ii) Tofaş'ın geçen yıl %53 olan kar payı dağıtım oranının, şirketin nakit yaratma yeteneğinden dolayı bu yıl %83 seviyesinde olması faktörleri etkilidir. Detaylar için Tablo 3'ü inceleyiniz.

Küçük ölçekli hisseler arasında ise Ayen Enerji %83 oranındaki kar payı dağıtım oranı dahilinde %9'un üzerinde temettü getirisiyle ön plana çıkmaktadır. Biz şirketin yüksek temettü performansının devam etmesini bekliyoruz.

Araştırma kapsamımızdaki 54 şirketten 31 tanesinin temettü dağıtmasını ve bunlar arasından tablodaki 12 tanesinin önümüzdeki 4 aylık dönemdeki %2 faiz getirisinin iki katı ve daha fazlasını temettü olarak getirmesini bekliyoruz. **Ayen Enerji, Türk Telekom ve Türk Traktör ortalama %9,3 temettü getiri oranıyla listenin en tepesinde yer alıyorlar.** Aşağıdaki tabloda yer alan diğer hisseler de temettü tarihlerine kadar iyi performans sergileyebilirler.

Tablo 2: Araştırma kapsamındaki %4 üzeri 2013T temettü getirisi olan şirketler

Hisse	Hedef fiyat	Tavsiye	2013T temettü getirisi	2013T temettü (TL mn)	Tahmini Dağıtım tarihi	2013T F/K	2013T FD/FAVÖK*
AYEN	2.78	BUY	%9.52	35	Mayıs son hafta	7.2	9.9
TTKOM	8.60	BUY	%9.35	2,440	Mayıs son hafta	9.7	5.7
TTRAK	57.50	M.P.	%9.03	242	Nisan son hafta	9.6	7.3
TCELL	14.50	BUY	%8.66	2,333	Nisan son hafta	12.2	6.9
TUPRS	59.50	BUY	%8.64	1,130	Mayıs son hafta	10.1	8.2
DOAS	9.85	M.P.	%7.99	167	Nisan 2. hafta	7.8	7.5
FROTO **	21.75	SELL	%6.83	520	Nisan- Ekim	11.1	10.7
TOASO	13.05	BUY	%6.56	359	Nisan son hafta	12.2	7.1
OTKAR	47.20	M.P.	%5.52	59	Nisan 3. hafta	14.8	11.3
VESBE	3.35	BUY	%5.24	27	Mayıs son hafta	9.4	4.0
BAGFS	65.00	M.P.	%5.08	27	Mayıs son hafta	11.3	9.6
ARCLK	14.55	BUY	%4.10	349	Nisan son hafta	12.7	8.4

Kaynak: Global Menkul Değerler Tahminleri

* Bankalar ve holdingler için PD/DD

**FROTO yıllık ödemesini iki taksitte dağıtıyor

Global Araştırma kapsamı genel görünüm I

Hisse	2012'de öne çıkan olaylar	2013 Beklentileri	Katalistler ve Riskler	2012 relatif getiri	Tavsiye	Hedef fiyat
OTOMOTİV						
DOAS	* Pazar payı artması * Düşük €/TL'ye bağlı güçlü FAVÖK (Yıllık+27%) * İştirak karıyla(Yıllık +94%) net kar artışı	*Yüksek €/TL ile pazar payının sabitlenmesi * Yüksek €/TL'den dolayı hafif de olsa FAVÖK'de gerileme (Yıllık -%10)	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (+)€ 'ya karşı Güçlü / (-) zayıf TL (-) VW'nun fiyat desteklemesinin kalkması	+%111	E.P.	TL 9.85 (+%4 Potansiyel)
FROTO	* Yaşlanan araçlardan dolayı pazar payı kaybı * Agresif rekabetten dolayı zayıf marjlar * Yeni yatırımlar için borç artışı	* Model yenilemelerinden dolayı zayıf pazar payı * Üretimdeki iniş çıkışlar ve agresif rekabetle birlikte zayıf marjlar	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (-) Üretim planlarındaki belirsizlikten dolayı düşük kapasite kullanım oranı	+%1	SAT	TL 21.75 (%0 Potansiyel)
KARSN	* Düşük satış hacmi & marjlar, TL15mn net zarar (son 5 yıldaki kümüle net zarar: TL143 mn) *450 adet otobüs teslimatıyla ilgili ihalenin kazanılması	*Otobüs siparişlerinin teslimatından gelen TL300 mn ile %58 ciro büyümesi, FAVÖK'ün 3 katına çıkması *Hyundai projesinin 2014 yılında başlaması	(-) 77% oranındaki bedelsiz sermaye arttırımı 1Y13'de tamamlanacak	-%27	E.P.	TL 1.45 (+%17 Potansiyel)
OTKAR	* Yüksek marjlı araç ve otobüslerin teslimatıyla marj büyümesi * 30% net kar artışı	* İhalede alınan siparişlerin teslimatının operasyonel marjları desteklemesi	(+) Yeni savunma ihaleleri (+) Yeni otobüs ihaleleri (+)Ulusal Tank projesi hakk. haber akışı	+%20	E.P.	TL 47.20 (+%7 Potansiyel)
TOASO	* Düşük hacim (-18Y/Y); Ama al-yada-öde sisteminden nakit girişi, sağlam FAVÖK (+2Y/Y) *Çeyrekse karlarda pozitif sürprizler	* Daha iyi yurtiçi satış hacmi * Al-ya da öde sisteminden ödemeler *Yüksek temettü getirisi	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (+) ABD'ye ihracat anlaşmasının tamamlanması (+) Yerli araba projesiyle ilgili gelişmeler	+%24	AL	TL 13.05 (+%19 Potansiyel)
TTRAK	* Daha düşük yurtiçi satış hacmi vs. güçlü ihracat operasyonel marjları zayıflattı *Yeni kapasite arttırım kararları	* Daha iyi yurtiçi satış hacmine karşı yatay ihracat *Operasyonel marjlarda iyileşme	(+) Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (+) Uzak ihtimal de olsa hurda teşviki	+%26	E.P.	TL 57.50 (+%15 Potansiyel)
HAVACILIK						
CLEBI	* Hindistan'daki havacılık sektörü sorunlarından düşük operasyonel karlılık * Mumbai kargo ihaleleri için teklif verildi	* Operasyonel performansta iyileşme * Uluslararası büyüme fırsatları * 3% temettü getirisi	(+) Mumbai kargo ihalesi sonuçları (-) Pegasus'un kendi yer hizmetleri firmasının kurulması	-%30	E.P.	TL 24.00 (+%17 Potansiyel)
DOCO	* Polonyalı LOT catering alındı * 25% büyüme beklentisi * Güçlü nakit yaratımı devam etti	* Net nakit pozisyonu sayesinde organik ve inorganik büyümenin devamı * Demiryolu faaliyetlerinde iyileşmeler	(+) Global satın almaların devamı	-%17	AL	TL 103 (+%26 Potansiyel)
TAVHL	* Organik ve inorganik büyümenin katkısıyla yıllık %36 büyüme 71,5 ml yolcu * ADP'nin 38% hisseyi TL11.3'ten devralması	* ADP ortaklığı sayesinde olası global büyümeler * İstanbul'a 3. Havalimanı ihalesi	(=)İstanbul'a 3. Havalimanı ihalesinin sonuç ve fiyatı hem risk hem de katalist	-%24	AL	TL 12.50 (+%25 Potansiyel)
THYAO	* Güçlü operasyonel performans * 78% doluluk oranı ile 39 ml yolcu * 2012 için 1 milyar TL net kar beklentisi	* Güçlü operasyonel performansın devamı (79% doluluk oranıyla 46 ml yolcu) * Filo genişletilmesiyle ilgili yeni anlaşmalar	(-) Trafik sonuçlarında yavaşlama (+) Lufthansa ortaklığı	+%94	AL	TL 7.80 (+%15 Potansiyel)

Global Araştırma kapsamı genel görünüm II

Hisse	2012 Özet	2013 Beklentileri	Önemli katalistler / riskler	2012 rel. perf.	12A Tavsiye	12A HF (TL)
BANKALAR						
AKBNK	* Güçlü aktif kalitesi * Citigroup hisse satışı * Yıllık bazda+25% kredi büyümesi	* Hafif net faiz marjı daralması * Güçlü kredi büyümesi (+%21) * +15% Net kar büyümesi	(+) TL Eurobond ihracı	-%3	E.P.	TL 10.40 (+%5 Potansiyel)
ALBRK	* Aktif kalitesindeki iyileşme * Zayıf sermaye yeterlilik rasyosu * Yıllık bazda+26% kredi büyümesi	* Sermaye yeterlilik rasyosunun iyileşmesi * +6% net kar büyümesi	(+) Sukuk ihracı	+%19	E.P.	TL 2.20 (+%7 Potansiyel)
ASYAB	* Yıllık bazda+18% kredi büyümesi * Zayıf sermaye yeterlilik rasyosu * Yıllık bazda 6% net kar daralması	* Sermaye yeterlilik rasyosunun iyileşmesi * Sigorta iştiraki satışı ihtimali * +7% net kar büyümesi	(+) Sukuk ihracı	-%9	E.P.	TL 2.70 (+%8 Potansiyel)
GARAN	* Yılbaşından bu yana sadece %6 kredi büyümesi * Güçlü aktif kalitesi, * 7.7x seviyesindeki düşük leverage	* 18% kredi büyümesi * Aktif yeniden yapılandırması * Hafif net faiz marjı daralması		+%6	E.P.	TL 10.30 (+%4 Potansiyel)
HALKB	* Güçlü majlar (2012E NIM:5.36%) * Yüksek likidite (Kredi-mevduat rasyosu 82%) * Güçlü aktif kalitesi	* Halka arz baskısının ortadan kalkması * Perakende sektörüne artan odaklanma	(+) Güçlü net aktif büyümesi	+%18	AL	TL 22.90 (+%16 Potansiyel)
ISCTR	* Yıllık bazda+15% kredi büyümesi * Yıllık bazda %18 komisyon geliri * Yıllık bazda +%30 net kar	* Hafif net faiz marjı daralması * +8% net kar büyümesi	(+) TL Eurobond ihracı	+%26	AL	TL 7.50 (+%8 Potansiyel)
TEBNK	* Yıllık bazda %6 aktif büyümesi * Yıllık bazda %13 kredi büyümesi * Yıllık bazda %29 mevduat büyümesi	* Hafif net faiz marjı daralması * Yıllık bazda +%17 güçlü karlılık		-%6	E.P.	TL 2.30 (+%6 Potansiyel)
VAKBN	* Yıllık bazda+17% kredi büyümesi * Komisyon gelirlerinde %32 daralma * Sermaye yeterlilik rasyosunun iyileşmesi (%13,7)	* Hafif net faiz marjı daralması * +6% net kar büyümesi	(-) İkincil halka arz baskısı	+%24	E.P.	TL 5.90 (+%3 Potansiyel)
YKBNK	* Sermaye yeterlilik rasyosunda artışlar * Güçlü perakende pazar payı * Olası sigorta iştiraki satışı	* Güçlü komisyon gelişimi * Yatay marj gelişimi	(+)Olası sigorta iştiraki satışı	+%27	AL	TL 6.90 (+%18 Potansiyel)
KİMYA						
AKSA	* Akso – Dow ortak girişiminin karbon fiber üretim planlaması * Dow’a hisse satışından dolayı yüksek kar	* Akso-Dow için yol haritası * Global akrilik liderliğinin devamı * Enerji maliyet verimliliği	(+) Akso – Dow ortak girişim grubunun toptan üretim için anlaşması	-%19	AL	TL 6.50 (+%21 Potansiyel)
BAGFS	* Zayıf gübre fiyatlarından dolayı zayıf operasyonel performans * CAN fabrikası yatırım şeması	* Operasyonel performans iyileşmesi * Yatırımlardan dolayı nakit çıkışı * Pankobirlik anlaşmasının hacminin düşmesi		-%27	E.P.	TL 65.00 (+%10 Potansiyel)

Global Araştırma kapsamı genel görünüm III

Hisse	2012 Özet	2013 Beklentileri	Önemli katalistler / riskler	2012 rel. perf.	12A Tavsiye	12A HF (TL)
KİMYA (Devamı)						
GUBRF	* Zayıf gübre fiyatlarından dolayı zayıf operasyonel performans * Razi'nin güçlü nakit yaratımı devam etti	* Operasyonel performansta iyileşme * Kuzey Afrika bölgesi gibi hammadde zengin bölgelerde olası satın almalar	(=) Negmar'ın feribot faaliyetleri (+) Olası satın almalar	-%18	AL	TL 19.50 (+%17 Potansiyel)
PETKM	* Zayıf performans * Düşük petrokimya fiyatları * Zayıf nakit akışından dolayı yatırım ertelemesi	* Operasyonel performansta iyileşme * SOCAR anlaşmalarından dolayı maliyet avant. * Irak'tan nafta tedariki	(+) SOCAR ile ilave anlaşmalar	-%5	SAT	TL 2.92 (-%8 Potansiyel)
SASA	* Çin polyesterine karşı anti-danpinge rağmen zayıf performans * Yabancı üreticilere karşı rekabet eksikliği	* Operasyonel performansta iyileşme * OlmukSA'da olduğu gibi SAHOL'un polyester işinden çıkması	(+) SAHOL'den global bir polyester üreticisine satışı	-%39	E.P.	TL 1.40 (+%9 Potansiyel)
HOLDİNGLER						
DOHOL	* Negatif FAVÖK yaratan şirketlerin elden çıkmasından sonra %3-4 FAVÖK iyileşmesi * Enerji üretimine yatırım	* Enerji şirketlerinden güçlü FAVÖK katkısı * Enerji işine daha fazla yatırımlar ve satın almalar	(+) Enerji işindeki birleşme haberleri (+) Vergi cezaları ve 28 Şubat olayları geride kaldı	+%14	AL	TL 1.42 (+%39 Potansiyel)
KCHOL	* Güçlü ciro büyümesi ve bir seferlik satışların eksikliğinden dolayı net karda daralma * Benzerlerine göre iskontolu NAD 'nin devamı	* Yurtiçi güçlü talepten yararlanma ama bu zaten fiyatlandı * NAD iskontosu devam edebilir.		+%14	SAT	TL 10.40 (+%6 Potansiyel)
SAHOL	* Verbund – E.ON anlaşmasının EnerjiSA'nın değerinin 4 milyar US\$'yi işaret etmesi * TeknoSA'nın halka arzı tamamlandı	* Halka arz ve potansiyel enerji işiyle NAD iskontosunun daralması * Enerji işinde satın almalar	(+) Enerji dağıtım ve üretim şirketlerinin satın almaları	-%45	E.P.	TL 12.30 (+%14 Potansiyel)
DAYANIKLI MALLAR						
ARCLK	* Pazar payı artışı & inorganik büyüme +22% ciro & +27% FAVÖK büyümesi * Yeni satın almalarla yeni nakit akışları	* 11% FAVÖK ve 2% Net kar büyümesi * Çalışma sermayesi yönetiminde iyileşme * 7% temettü getirisi	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (+) Yeni birleşme- satın alma haberleri	+%33	AL	TL 14.55 (+%15 Potansiyel)
VESBE	* Pazar payı artışı * Yüksek üretim maliyetleri & düşük fiyatlama * Zayıf FAVÖK & net marj	* Daha iyi fiyatlamayla marjlarda iyileşme * Düşük temettü ödemeleri vs. tarihsel ort.	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (+)Yeni birleşme- satın alma haberleri	+%3.2	AL	TL 3.35 (+%23 Potansiyel)
VESTL	* Zayıf elektronik segmenti * Yüksek üretim maliyetleri & düşük fiyatlama * Yeni iş ihaleleri	* Daha iyi fiyatlamayla marjlarda iyileşme * Elektronik faaliyetlerdeki zayıflığın devamı	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (+)Yeni birleşme- satın alma haberleri	-%31	E.P.	TL 2.45 (+%19 Potansiyel)

Global Araştırma kapsamı genel görünüm IV

Hisse	2012 Özet	2013 Beklentileri	Önemli katalistler / riskler	2012 rel. perf.	12A Tavsiye	12A HF (TL)
TAAHHÜT						
ALARK	* Konsolide marjlarda azalma * Amiral gemisi konumundaki taahhüt içinde zor dönemler * Yıl sonlarına doğru bekleyen iş ilavesi	* Taahhüt içinde marjlarda iyileşme * Enerji yatırımlarının tamamlanması * Diğer iş kollarından güçlü nakit akımı	(+) Özelleştirmeler en önemli katalistler	+%11	AL	TL 6.30 (+%17 Potansiyel)
ANELE	* Düşük satış hacimleri * Daha dengeli operasyonel marjlar * Yüklü miktarda bekleyen iş ilavesi	* Yüklü miktarda bekleyen iş ilaveleri * 2012 ilavelerinin finans. etkisi * Enerji içindeki iyi karlılık	(+) Güneş enerjisi işine yatırım hacimleri (+) Libya'daki bekleyen işlerin başlaması	-%27	AL	TL 2.96 (+%35 Potansiyel)
ENKAI	* Daha düşük operasyonel marjlar * Taahhüt için parlak bir yıl değildi * Kambiyo karı net karı olumlu etkiledi	* Daha dengeli bir yıl * Büyüyen operasyonel karlılık ve net kar		-%3	E.P	TL 6.30 (+%7 Potansiyel)
TEKFN	* Taahhütte bekleyen iş ilavesi * Zayıf gübre işi * Banka hisselerinin satışı	* Taahhüt içindeki umut verici görünüm * Gübre içindeki daha iyi görünüm * Banka satışında sonra yüksek temettülü yıl	(+)Libya'daki bekleyen işlerin başlaması	-%8	AL	TL 9.35 (+%22 Potansiyel)
CAM						
ANACM	*Teknik sorunlardan dolayı düşük Rusya marjları *Kapasite artışlarından dolayı yüksek faal. gidr. *Düşük net kar (Yıllık -21%)	*Rusya'daki karlılıkta toparlanma *Rusya ve TR'deki kapasite art. katkısı *Net karda %62 iyileşme	(+) Topkapı fabrika araziyle ilgili gelişmeler (+) Rusya faaliyetlerinde bir toparlanma (-) Rusya hükümetinin yeni alkol yasaları	-%28	AL	TL 7.08 (+%21 Potansiyel)
SISE	*İştiraklerin zayıf performansı, zayıf fiyatlama, enerji maliyetler. dolayı düşük FAVÖK (-19%) *Net karda daralma (Yıllık-44%)	*Daha iyi fiyatlama ve daha düşük zamlar FAVÖK (+33% Y/Y) ve Net kar büyümesi (+38% Y/Y) * Önümüzdeki 2 yılda artan yatırımlar (>US\$1bn)	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (-) Yatırım takviminde ertelemeler	-%45	G.G.	TL 7.08 (+%21 Potansiyel)
TRKCM	*Enerji zamları ve zayıf fiyatlama FAVÖK'te yıllık %36 daralma * Net karda daralma (Yıllık-54%)	* Daha iyi fiyatlama ve daha düşük zamlar FAVÖK (+33% Y/Y) ve Net kar büyüm. (+38% Y/Y) *Yeni kapasite yatırımlarıyla faal. harc. artması	(+)Güçlü / (-) zayıf yurt içi talep (-) Yatırım takviminde ertelemeler	-%45	G.G.	TL 7.08 (+%21 Potansiyel)
MEDYA						
DYHOL	* Negatif FAVÖK yaratan şirketlerin elden çıkmasından sonra %3-4 FAVÖK iyileşmesi * D-Smart üye sayısında ciddi artış	* 9A12'deki % 2 daralmadan sonra TV reklam piyasasında hızlı büyüme * D-Smart tarafından ilk defa FAVÖK'e katkı	(-) GSYH büyümesinin eksikliği (+) Yeniden yapılanmanın belki fazla katkısı	+%2	E.P	TL 1.03 (+%16 Potansiyel)
HURGZ	* Yazılı medya reklam cirosunda %4 daralma * Online rekl. gelr. bu daralmayı dengeledi * 155mn USD tutarında 2 arazinin satılması	* Gazete reklamlarında ilave daralma * Aktif satışlarından kaynaklanan nakit akışı * Yeniden yapılanmanın tamamlanması	(+) Düşük gazete kağıdı fiyatları (+) USD'nin TL'ye karşı değer kaybı	-%14	E.P	TL 1.20 (+%20 Potansiyel)

Global Araştırma kapsamı genel görünüm V

Hisse	2012 Özet	2013 Beklentileri	Önemli katalistler / riskler	2012 rel. perf.	12A Tavsiye	12A HF (TL)
MADEN						
IPEKE	* Petrol rezervi anonsu beklentileri hisse performansına çok olumlu yansıdı * 100% bedelli baskısından sonra toparlandı	* Batman'daki petr. rezervinin açıklanması * İMKB-100'e dahil olduktan sonra hisse performansında gevşeme	(-) Petrol rezervinin beklentilerin altında kalması	+%180	SAT	TL 5.36 (-%7 Potansiyel)
KOZAA	* Konak bakır madeni beklentileri hisse performansına çok olumlu yansıdı * 100% bedelli baskısından sonra toparlandı	* Performansı etkileyecek beklenti yok * Sınırlı oranda karlılık artışı * Kısa vadeli zayıf performans	(+) Bakır fiyatlarında artış (+) Rezerv ilaveleri (-) Konak bakır madeninde gecikmeler	+%125	E.P.	TL 6.50 (+%16 Potansiyel)
KOZAL	* Güçlü FAVÖK büyümesi (+36% YoY) * Himmetedede gibi yeni maden ilaveleri * Düşük nakit maliyetli üretimin korunması	* 5% FAVÖK ve17% Net kar büyümesi (Yıllık) * Mollakara altın rezervi/kaynağı açıklanması	(+) Kaynakların rezervlere dönüştürülmesi (=) Altın fiyatındaki değişimler çok önemli	+%14	E.P.	TL 45.50 (+%2 Potansiyel)
PRKME	* 55% ciro büyümesi * Büyüme planının açıklanması * TL 100mn sürpriz temettü dağıtımı	* 45% ilave ciro artışı * Açık ocağa geçilmesiyle nakit maliyetlerde azalma * Temettü dağıtımına dair soru işaretleri	(-) Kapasite artışlarında ertelenmeler * Enerji üretim santralleri ile ilgili yatırım planlarının açıklanması	+%32	AL	TL 10.40 (+%60 Potansiyel)
PETROL & ENERJİ						
AKENR	* 94% bedelli baskısı * Dağıtım aktiflerinin satışı * Yıllık bazda düşük FAVÖK marjı	* Sağlıklı bilanço * Daha verimli üretim portföyü * FAVÖK marjının neredeyse 2 katına çıkması	(-) Doğalgaz zammı (-) Düşük spot piyasa fiyatları (+) Hissedarlar tarafından hisse satışı	-%21	AL	TL 2.30 (+%24 Potansiyel)
AKSEN	* Doğalgaz zammından dolayı marjlarda azalma * Tahsisli satışla sermaye arttırılması * İhracat piyasasında mevsimsellik sorunu	* Satış hacmi ve fiyatlarında artış * Yatırımlar devam edecek * Özelleştirmeler için teklifler	(-)Doğalgaz zammı (-)Düşük spot piyasa fiyatları (+) Halka arz bir katalist olabilir	+%7	E.P	TL 5.22 (+%13 Potansiyel)
AYEN	* Enerji üretiminde en iyi kote firma * FAVÖK marjının artması * Yüksek temettü getirisi	* Yüksek temettü getirisi * Camlıca BOT'un devlete transferi * Satış fiyatlarında artışlar	(+) Beklentilerin üzerindeki satış fiyatları katalist olabilir	+%28	AL	TL 2.78 (+%29 Potansiyel)
TUPRS	* Düşük rafineri marjları ve ham petrol fiyatlarından dolayı zayıf FAVÖK (-%22) * İran ham petrol ithalatında azalma	* Yüksek asfalt satışları marjları destekleyebilir * İran ithalatındaki ilave düşüşler	(+) Global büyümeyle petrol fiyatının artması (-) İran ihracatının tamamen durması	-%7.5	AL	TL 59.50 (+%16 Potansiyel)
ZOREN	* Benzerlerinden düşük marjlar * 3 yıllık süreçte 2. Bedelli sermaye * Ana şirketle aktif değişimi	* Daha iyi operasyonel marj beklentisi * Finansallardaki daha az kaldıraç * Özelleştirmelere katılabilir.	(-)Doğalgaz zammı (-)Düşük spot piyasa fiyatları	-%40	SAT	TL 1.50 (+%3 Potansiyel)

Global Araştırma kapsamı genel görünüm VI

Hisse	2012 Özet	2013 Beklentileri	Önemli katalistler / riskler	2012 rel. perf.	12A Tavsiye	12A HF (TL)
PERAKENDE						
BIMAS	* LFL satış hacminde yavaşlama / hala hızlı büyüme * 33 baz puan FAVÖK marjı daralması * Negatif çalışma sermayesindeki kötüleşme	* UCZ ve A101 ile sıkı rekabet * 1Y13'de Mısır'da ilk mağaza açılması * Düşük ham gıda enflasyonu ciroyu (-) etkileyebilir	(+) Yurt içi talepteki artış (+) Uluslararası faaliyetlerden olumlu sinyaller	+%11	SAT	TL 84.00 (-%9 Potansiyel)
MGROS	* Küçük boyutlu mağaza genişlemesine odaklanma * 37 baz puan FAVÖK marjı daralması * Negatif çalışma sermayesindeki kötüleşme	* 2012'deki gibi 150 tane mağaza açılması * M&A hikayeleri devam edebilir, ama çoğu fiyatlandı * BİZİM ve BIMAS'a göre düşük ciro büyümesi	(+) EUR'nun TL'ye karşı değer kaybı (=) BC Partners'in çıkmasında olası ihale	+%11	E.P	TL 24.90 (+%10 Potansiyel)
ÇELİK						
EREGL	* Finansalardaki kötüleşme * Düşük satış fiyatları * Arcelor hisseleri 10% iskontoyla satıldı	* Yüksek satış fiyatları * Yeni ihraç piyasalarında satış hacminin artması * Iskenderun limanı projesinin kesinleşmesi	(+) Çin'deki talep artışı (=) Hammadde fiyat değişimi çok önemli	-%26	E.P	TL 3.01 (+%14 Potansiyel)
TELEKOM						
TCELL	* Mobil piyasada toparlanma sinyalleri * Hissedarlar arası sorunlar devam etti * Birikmiş temetü dağılamadı	* London Privy Council'in kararı * Marjlardaki iyileşme devam edebilir * Temettü dağıtımı ve hisse geri alımı	(=) London Privy Council'in kararı (+) Yurtdışından satın almalar	-%14	AL	TL 14.50 (+%18 Potansiyel)
TTKOM	* Hisse perf.da halka arz baskısı * Beklentilerden daha az ADSL büyümesi * Kambiyo karı sayesinde yüksek net kar	* Halka arz baskısının kalkması * 9% temettü Mayıs'ta dağıtılabilir. * Güçlü nakit yaratımı devam edebilir.	(=) 6.68% oranındaki hissenin halka arzı (+) Yurtdışından satın almalar	-%30	AL	TL 8.60 (+%15 Potansiyel)

TABLO 3 – 2013T araştırma kapsamındaki şirketler için temettü ödemeleri

Hisse	Hedef fiyat	Tavsiye	2013T temettü getirisi	2013T temettü (TL mn)	Tahmini Dağıtım tarihi	2013T F/K	2013T FD/FAVÖK*
AYEN	2.78	AL	%9.52	35	Mayıs son hafta	7.2	9.9
TTKOM	8.60	AL	%9.35	2,440	Mayıs son hafta	9.7	5.7
TTRAK	57.50	E.P.	%9.03	242	Nisan son hafta	9.6	7.3
TCELL	14.50	AL	%8.66	2,333	Nisan son hafta	12.2	6.9
TUPRS	59.50	AL	%8.64	1,130	Mayıs son hafta	10.1	8.2
DOAS	9.85	E.P.	%7.99	167	Mayıs son hafta	7.8	7.5
FROTO**	21.75	SAT	%6.83	520	Nisan- Ekim	11.1	10.7
TOASO	13.05	AL	%6.56	359	Nisan son hafta	12.2	7.1
OTKAR	47.20	E.P.	%5.52	59	Nisan 3. hafta	14.8	11.3
VESBE	3.35	AL	%5.24	27	Mayıs son hafta	9.4	4.0
BAGFS	65.00	E.P.	%5.08	27	Mayıs son hafta	11.3	9.6
ARCLK	14.55	AL	%4.10	349	Nisan son hafta	12.7	8.4
AKSA	6.50	AL	%3.43	34	Mayıs son hafta	8.8	6.6
CLEBI	24.00	E.P.	%3.39	17	Mayıs son hafta	9.4	6.0
TKFEN	9.35	AL	%2.99	85	Mayıs son hafta	13.3	5.6
TAVHL	12.50	AL	%2.62	95	Mayıs 3. hafta	10.1	6.9
EREGL	3.01	E.P.	%2.21	180	Mayıs son hafta	8.8	7.7
KOZAL	45.50	E.P.	%2.21	150	Mayıs 3. hafta	7.7	4.4
HALKB	22.90	AL	%2.02	499	Mayıs son hafta	8.9	2.2
PETKM	2.92	SAT	%1.93	61	Mayıs son hafta	15.9	14.0
ENKAI	6.30	E.P.	%1.82	300	Mayıs son hafta	15.1	9.0
ISCTR	7.50	E.P.	%1.82	570	Nisan ilk hafta	9.7	1.9
KCHOL	11.10	E.P.	%1.53	405	Nisan 3. hafta	9.6	1.6
GARAN	10.30	E.P.	%1.53	632	Mayıs son hafta	12.7	2.1
BIMAS	83.75	SAT	%1.50	211	Mayıs son hafta	32.4	21.6
ASYAB	2.70	E.P.	%1.46	33	Mayıs son hafta	10.6	0.9
AKBNK	10.40	E.P.	%1.31	517	Nisan ilk hafta	12.4	1.8
SAHOL	12.30	E.P.	%1.09	241	Mayıs ilk hafta	10.9	1.3
DOCO	103.00	AL	%0.93	7	Temmuz ilk hafta	14.0	3.4
ALARK	6.30	AL	%0.83	10	Mayıs son hafta	8.1	5.8
VAKBN	5.90	E.P.	%0.29	41	Mayıs son hafta	10.0	1.3

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletme amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.

© 2013 Global Menkul Değerler A.Ş.