



## Hürriyet - 1Y 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 1,399 Mn US\$

### Reklam Sektöründeki Büyümeye Paralel Olarak Karlılık Artışı Sürüyor

Hürriyet'in 1Y 2006 dönemi net karı bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %48 oranında artarak 47 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşti. Hürriyet'in karlılık artışının ardında yatan ana etkenin son birkaç yıllık dönemde ekonomik büyümenin hızlanmasına paralel olarak özellikle otomotiv, finans, turizm, inşaat ve perakende sektörlerinde artan reklam yatırımları olduğunu görüyoruz. Artan reklam yatırımları sonucunda Türkiye'deki toplam gazete reklamı gelirleri 1Y 2006'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,4 oranında artarak 439 milyon YTL seviyesine çıkmıştır.

Son verilere göre toplam gelirlerinin %58'i reklam gelirlerinden oluşan Hürriyet'in karlılığı reklam pazarındaki büyümeden olumlu olarak etkilenmiş ve şirketin reklam gelirleri 1Y 2006'da bir önceki yılın aynı dönemine göre YTL bazında %23 oranında artarak 186 milyon YTL seviyesine yükselmiştir. Hürriyet'in reklam gelirlerindeki artış ağırlıklı olarak reklam hacmindeki artıştan gelmiş, şirketin gazete reklamlarındaki pazar payı 1Y 2006'da %43,5'a toplam reklamlardaki pazar payı ise %14,5'e yükselmiştir. Gerek gazetenin, gerekse ilavelerinin son dönemde artan sayfa sayısı Hürriyet'in gazete reklamı gelirlerindeki artışta önemli olan bir diğer etkidir.

### Satış Gelirleri 1Y 2005'e Göre Dolar Bazında %14 Arttı

1Y 2006 döneminde Hürriyet'in satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %14'lük artışla 233 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Hürriyet'in bu başarısının ardında yatan en önemli etken gazetenin artmaya devam eden pazar payıdır. Hürriyet'in son dönemde giderek artan bir şekilde promosyon kampanyaları düzenlemesi, gazetenin satışlarını arttırmaya devam etmiştir. Promosyon kampanyasının olumlu etkileri sonucunda Hürriyet'in 1Y 2006 gazete sirkülasyonu 1Y 2005'e göre %6'lık artışla günlük ortalama 540 bin adet seviyesine yükselirken, Türkiye'deki toplam günlük gazete sirkülasyonu aynı dönemde sadece %3'lük artışla 5.1 milyon seviyesine yükselmiştir. Hürriyet'in gelirlerinin %18'ini oluşturan baskı gelirleri de benzer bir şekilde yükselmiş ve 1Y 2005 dönemine göre YTL bazında %9 artışla 58 milyon YTL seviyesine çıkmıştır.

	YTL	US\$
Fiyat	3.58	2.48
İMKB-100	38,180	26,477
US\$ (MB Alış):	1.442	
52 Hafta Yüksek:	5.66	4.32
52 Hafta Düşük:	2.68	1.64
İMKB Kodu:	HURGZ	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	416.7
Piyasa Değeri (YTL Mn):	1,491.9
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	1,034.6
Halka Açıklık Oranı (%):	40
Halka Açık PD (YTL Mn):	596.8
Halka Açık PD (US\$ Mn):	413.9

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	0.0	-30.8	4.1
US\$ Getiri (%):	2.6	-36.0	-4.3
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	0.0	7.7	0.2
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	7.29		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	5.12		

Beta	1.18
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.53
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
F/K	23.79	48.72	25.20	22.78	10.68
PD/DD	2.40	2.27	3.36	2.17	2.03
FD/VAFÖK	86.98	14.33	15.22	7.85	6.57
FD/Satışlar	2.96	2.76	3.62	2.40	1.74
Hisse Başına Kar (US\$)	0.15	0.05	0.16	0.15	0.23
Firma Değeri (US\$ Mn)	853	974	1,578	978	812
VAFÖK (US\$ Mn)	10	68	104	62	62

## Hürriyet

---

Şirketin diğer gelirlerini oluşturan Hürpa ve Orta Anadolu Otomotiv'in satışlarında ise geçen yılın aynı dönemine göre önemli bir değişiklik gerçekleşmezken döviz pozisyonu artıda olan şirket 1Y 2006'da 5.7 milyon YTL kur farkı geliri yazmış ve bu da karlılığı arttıran bir etken olmuştur.

### Hammadde ve Promosyon Maliyetlerindeki Artışın Marjlar Üzerinde Yarattığı Baskı Sürüyor

Hürriyet'in hammadde maliyetleri kağıt fiyatlarında gerçekleşen artıştan dolayı 1Y 2006'da 1Y 2005'e göre dolar bazında %27'lik bir artışla 62 milyon YTL seviyesine yükselmiş ve bu durumun baskı maliyetlerini arttırması sonucu gazetenin SMM de aynı dönemde dolar bazında %10 artarak 147 milyon dolara çıkmıştır. Bunun yanı sıra şirketin promosyon ve reklam giderlerindeki yüksek artışlar faaliyet giderlerini ciddi şekilde yukarıya çekerek marjlar üzerinde baskı yaratmayı sürdürmüş ve Hürriyet'in faaliyet giderleri 1Y 2006 döneminde 1Y 2005'e göre dolar bazında %36 oranında artarak 48 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu etkenlerin sonucunda Hürriyet'in 1Y 2005'te %34.2 seviyesinde bulunan brüt kar marjı kısıtlı bir artışla 1Y 2006 döneminde %36,7 seviyesine yükselirken, VAFÖK marjı aynı dönemde %30.5'ten %26.6 seviyesine gerilemiştir.

### Beklentiler

Önümüzdeki 1 yıllık dönemde Hürriyet'in İK portalı yenibiris.com'da uyguladığı yeniden yapılandırma projesinin yanısıra Nisan 2006'da faaliyete geçirdiği hürriyetemlak.com portalı ve yine 2006 yılı içerisinde faaliyete geçirmeyi planladığı Emlak TV projelerinin şirketin reklam gelirleri üzerinde olumlu etkide bulunacağı görüşündeyiz. Öte yandan Hürriyet araba satış ilanları için yeni bir portal oluşturma projesini de bu yıl içinde hayata geçirmeyi planlamaktadır.

Bu yılın Mayıs ayı içerisinde Hürpa'yı Doğan Holding'e devreden buna karşılık Doğan Yayın Holding'ten Doğan Ofset ve Turkish Daily News hisselerini alan Hürriyet'in bu işlemlerin gerçekleşmesinden sonra baskı gelirlerinde gerçekleşen artışın süreceğini ve bu durumun da net satış gelirlerine sağladığı olumlu katkının devam edeceğini düşünüyoruz. Uzun vadede bakıldığında ise Hürriyet'in reklam ve satış gelirlerindeki artışın önümüzdeki on yıllık dönemde de yüksek seviyesini sürdüreceği görüşündeyiz. AB'ye tam üyelik sürecinde olan Türkiye'de bu süreç içinde ortalama eğitim seviyesinin artmasının önümüzdeki 10 yıllık dönemde toplam gazete tirajlarını ciddi ölçüde arttıracığını öngörüyoruz. Bunun yanında kişi başına internet bağlantısının artması gibi diğer etkenler de yazılı medyada olduğu gibi online medyada da lider konumunda olan Hürriyet'in reklam gelirlerini gerek kısa gerek ise uzun vadede arttıracaktır görüşündeyiz.

### Değerleme

Gerek toplam piyasa değeri, gerek karlılığı gerek ise özsermaye büyüklüğü açısından İMKB'de işlem gören diğer basın yayın sektörü şirketlerinden büyük ve farklı yapıda olan Hürriyet'i piyasa çarpanları açısından değerlemenin anlamlı sonuçlar vermeyeceği düşüncesiyle Hürriyet için hedef piyasa değerimizi tümüyle İNA modelimize dayandırmayı sürdürüyoruz. Yukarıda sıralamış olduğumuz hem sektörel hem de şirket bazındaki olumlu beklentilerimiz ışığında Hürriyet için oluşturduğumuz İNA modelimizin bize verdiği hedef piyasa değeri 1,399 milyon US\$ seviyesindedir. Olumlu beklentilerimizin sürdüğü ve AL görüşümüzü koruduğumuz Hürriyet'in 5 Eylül 2006 kapanış verilerine göre piyasa değeri 1,034 milyon US\$ seviyesinde olup şirket hedef piyasa değerimize göre %26 iskontolu durumdadır.

## Hürriyet

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	121	131	141	152	165	178	192	207	223	241	
Vergi	19	21	22	24	25	27	29	31	34	37	
Sabit Sermaye Yatırımları	36	40	42	45	47	51	55	59	63	68	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	20	22	23	25	27	29	31	33	36	40	
Serbest Nakit Akımları	45	48	54	60	65	71	77	84	90	96	96
İskonto Faktörü	1.15	1.33	1.53	1.77	2.04	2.36	2.72	3.13	3.61	4.17	0.09
İNA	39	36	35	34	32	30	29	27	25	23	1,090

Net Finansal Borçlar	(68)
Özsermaye	501
Borç %	(0.16)
Özsermaye %	1.16

Rf	0.09
Beta	1.18
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.15
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.15
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.06

İNA (2006-2015)	309
Terminal İNA değeri	1,090

<b>Toplam</b>	<b>1,399</b>
---------------	--------------

<b>BİLANÇO (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/06</b>	<b>%Değ</b>
Maddi Duran Varlıklar	286	345	344	347	296	(15)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8	9	9	9	8	(17)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	31	56	25	38	19	(51)
Ticari Alacaklar	73	89	110	102	101	(1)
Hazır Değerler	65	54	114	57	62	8
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	51	71	96	94	74	(21)
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>515</b>	<b>624</b>	<b>697</b>	<b>648</b>	<b>559</b>	<b>(14)</b>
Uzun Vadeli Borçlar	25	46	23	24	24	1
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	42	59	55	49	44	(11)
Kısa Vadeli Borçlar	44	39	88	72	51	(29)
Ticari Yükümlülükler	30	35	29	34	26	(24)
Toplam Yükümlülükler	140	178	195	179	145	(19)
Toplam Özsermaye	375	447	501	468	415	(11)
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>515</b>	<b>624</b>	<b>697</b>	<b>648</b>	<b>559</b>	<b>(14)</b>

<b>GELİR TABLOSU (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/06</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	288	353	436	204	233	14
SMM	198	229	280	134	147	10
Faaliyet Giderleri	57	70	79	35	48	36
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	33	54	77	34	38	9
Finansman Gelirleri (Giderleri)	22	15	(5)	(2)	(11)	369
Diğer Gelirler (Giderler)	(25)	(21)	19	10	20	94
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>30</b>	<b>48</b>	<b>91</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>11</b>
Vergi Giderleri	(8)	29	26	11	0	(98)
Azınlık Payı	1	(1)	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>65</b>	<b>32</b>	<b>47</b>	<b>48</b>

<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/06</b>	<b>2006/06</b>
Özsermaye Karlılığı	13.9%	4.9%	13.8%	13.1%	20.6%
Aktif Karlılığı	9.5%	3.5%	9.9%	9.5%	15.0%
Brüt Kar Marjı	31.2%	35.1%	35.8%	34.2%	36.7%
Net Kar Marjı	12.8%	5.7%	15.0%	15.6%	20.3%
VAFÖK Marjı	3.4%	19.3%	23.8%	30.5%	26.6%
U.V. Borçlar/Özsermaye	6.6%	10.2%	4.5%	5.1%	5.8%
Satışlar/Toplam Aktifler	56.0%	56.5%	62.6%	63.0%	83.2%

Araştırma Müdürü: Mutlu Köseahmetoğlu

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: [arqe@alanyatirim.com.tr](mailto:arqe@alanyatirim.com.tr)

---

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.