



MRZ Arastırma

Özgür Yurtdasseven (Direktör)

ozguryurtdasseven@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 – 131

Yesim Aygün (Uzman)

yesimaygun@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 – 150

Fatih Demirtop (Uzman)

fatihdemirtop@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 – 139

arastirma@merkezmenkul.com.tr

*Bu Rapor Yalnızca Bilgi Vermek Amacıyla
Merkez Menkul Değerler AS Arastırma
Departmanı Tarafından Hazırlanmış Olup
Kurumu Bağlayıcı Değildir.*

Dogan Yayin Holding

Türk medyasının önde gelen kurumlarından Dogan Yayin Holding , gazete, dergi ve kitap yayinciligi, televizyon ve radyo yayinciligi, basim alanlarında faaliyet göstermektedir. Gazete yayinciligi, geleneksel olarak holdingin ana faaliyet alanidir. Dogan Yayin Holding, basili medya faaliyetinin belkemiğini oluşturan Hürriyet, Milliyet, Radikal, Posta, Fanatik, Referans ve Gözcü dahil günlük sekiz gazete yayınlamaktadır; geçen yıllarda Türkiye'nin önde gelen İngilizce gazetesi Turkish Daily News'i bünyesine katmıştır. Ayrıca istiraki Dogan Burda'nin dağıtımını yaptığı 23 dergi ile sektörde önemli bir pay sahibidir.

Görsel basında ise Kanal D ve Star TV'yi bünyesinde bulunduran holdingin , tematik kanallar segmentinde ise AOL Time Warner'in ortak girişimiyle yayın yapan haber kanalı CNN Türk, müzik kanalı Dream TV, spor kanalları BJK TV ve Fenerbahçe TV faaliyetlerini sürdürmektedir. Holding gerek yazılı gerekse görsel medyada lider konumdadır.

Dogan Yayin Holding'in 2006/03 dönem performansı incelendiğinde geçtiğimiz yılın aynı döneminde 11.8 milyon YTL'lik zarara karşılık 391 bin YTL kar açıkladığı görülmektedir. Ancak 2005 yıl sonu 8.7 milyon YTL'lik kara nazaran ilk çeyrek karının düşük kaldığını düşünürüz.

Son dönemde piyasalarda yaşananların ardından kurlarda oluşan yükselişin Dogan Yayin Holding adına iki riski ön plana çıkarttığını düşünürüz. İlki holdingin yüklü döviz açık pozisyonu , diğeri ise istiraklerin yarattığı risktir.

Holdingin özsermayesini asan finansal borç yükü ve 834 milyon YTL'lik net döviz açık pozisyonu kur farkı giderleri üzerinde önümüzdeki dönemde ciddi bir yük yaratabilir. Bunun yanında kısa vadeli finansal borçların %72'si , uzun vadeli kredilerin %99'u döviz bazındadır.

İstiraklerin yarattığı risk ise , bu şirketlerin maliyetlerinin döviz bazında , gelirlerinin ise YTL bazında olmasından kaynaklanmaktadır. Baskı maliyetlerinin yükselmesi gelirlerinin büyük bir çoğunluğunu yazılı basında yer alan istiraklerinden elde eden Dogan Yayin adına olumsuz bir gelişmedir. Ayrıca ekonomide yaşanan dalgalanmanın olumsuz bir sonucu olarak reklam pazarındaki olası daralmada bir başka risk faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır.

Operasyonel anlamda ise Dogan Yayin Holding'in sahibi olduğu Dogan Ofset Yayıncılık ve Dogan Daily News'e ait hisseleri Hürriyet Gazetecilik'e satması 2006/06 döneminde mali performansı olumsuz etkileyebilir. İlgili satışlar sonrası 6,7 milyon YTL tutarında "İstirak satış zararı" olduğu şirket tarafından açıklanmıştır. Bu olumsuz gelişmenin 2006/06 dönemi mali tablolarına yansımalarını bekliyoruz.

YTL'deki değer kaybının holding üzerindeki olumsuz etkisi ve son dönemde oluşan istirak satış zararı paralelinde karlılığın önümüzdeki dönemde olumsuz bir trend yakalaması riski artmıştır. Dogan Yayin Holding için öngördüğümüz 2,350 milyon USD'lik hedef piyasa değerine karşılık , 2,539 milyon USD'lik piyasa değeri işlem görmesi nedeniyle beklentimiz "Endeks Altı Getiri"....

Batiçim

Fiili faaliyet konusu, çimento, hazır beton, micir, klinker üretimi ve pazarlaması olan Sirket Bati Söke Çimento' nun %74,62'sine sahiptir.

Sirket açıkladığı 2006 ilk çeyrek bilançosunda karlılığını bir önceki yılın aynı dönemine göre %156 oranında artırmıştır(2005-03 5,8 milyon YTL/2006-03 14,9 milyon YTL).Net satışlarda görülen %16'lık artışa karşılık maliyetlerde görülen %1'lik düşüşle birlikte şirketin kar marjı 0,25'ten 0,36'ya yükselmiştir.Geçtiğimiz yıl Rekabet Kurulu'nun verdiği 3,5 milyon YTL'lik zarar nedeniyle 11 milyon YTL olan Faaliyet giderlerinde bu yıl %30 oranında düşüş gerçekleşmiştir.

Döviz pozisyonu 4,2 milyon YTL fazla olan Sirketin defter değeri 4,58 YTL 'dir. Hisse yıl sonu için yapmış olduğumuz kar tahmini doğrultusunda 8 F/K değerinden işlem görmektedir. Sirketin açıklanan başarılı bilançoya paralel olarak %7 prim potansiyeli olduğunu düşünmekteyiz.



Bilanço Notu

29.05.2006

MERKEZ MENKUL DEĞERLER

Ege Endüstri

Bayraktar grubuna bağlı olan Ege Endüstri'nin faaliyet konusu, kara taşıt araçlarında kullanılan parça ve komponentlerin imali, yurtiçi satışı, ihracat ve ithalatını yapmaktır.

Sirket 2006/3 aylık dönemde satışlarının %62'sini yurtdışına gerçekleştirmiştir. Toplam net satışlar bu dönem itibarıyla geçen yıl es dönemine göre %34 artarak 23 milyon YTL 'ye çıkmıştır. Satışlardaki artışa paralel olarak brüt kar marjı da 2005 ilk çeyrekte %10,1 seviyesinden %21,2'e yükselmiştir. 2005 yıl sonu ise brüt kar marjı %14,3 seviyesindedir.

Sirketin brüt kar marjı, önümüzdeki dönemde satışların ağırlıklı yurtdışına olması nedeniyle son dönem kurlardaki artıştan olumlu etkilenecektir. Ayrıca 2005 yıl sonunda 2,9 milyon YTL seviyesinde bulunan net döviz fazla pozisyonunun bu dönemde 4,9 milyon YTL'ye çıkması şirketin diğer faaliyet gelirlerinde artışa neden olabilecektir.

Son 3 yıllık dönemde satışlarının ortalama %20'sini ilk çeyrekte gerçekleştiren şirketin yıl sonu 109 milyon YTL net satış yapma potansiyeli bulunmaktadır. Şirket için yıl sonu 10,6 milyon YTL net kar tahmini yapıyoruz. 9,88 YTL Defter Değeri bulunan şirket bu kar projeksiyonuyla mevcut fiyatla 3,45 F/K değerine ulaşmaktadır. Endeks üzeri performans beklediğimiz şirket için kısa vadede %22 getiri öngörüyoruz.

NOT: Ege Endüstri'nin, Egebank'a olan 1.100.000 USD tutarındaki kredi borcunun Sevket Demirel Holding'e borcun devredilmesi ile ilgili olarak TMSF tarafından açılan dava devam etmektedir.

Pinar Entegre Et Ve Un

Yasar Grubuna ait şirketlerden olan Pinar Entegre Et Ve Un'un faaliyet konusu, büyük bas, küçük bas, kanatlı hayvanların, balıkların et ve yan ürünlerinin üretilmesiyle birlikte dondurulmuş hamur ürünleri ve hazır yemek üretimi gerçekleştirmektedir.

2005 yılını 218,9 milyon YTL net satışla tamamlayan şirket 2006 ilk çeyrekte net satışlarını 2005 ilk çeyreğe göre %11 artırıarak 50,8 milyon YTL seviyesine çıkarmıştır. Şirketin geçen yıl es dönemine göre finansman giderleri 1,4 milyon YTL artsa da diğer faaliyet gelirlerindeki net 2,3 milyon YTL'lik artış bu olumsuzluğu telafi etmiştir. 2005 yıl sonunda 23 milyon YTL olan net döviz açık pozisyon ise 2006 ilk çeyrekte 11,5 milyon YTL seviyesine gerilemiştir.

Şirketin karlılığındaki en önemli etken ise özellikle 2005'in ikinci yarısıyla birlikte artmaya başlayan brüt kar marjındaki yükselidir. Şirketin 2005/6 aylık dönemde %17,4 olan brüt kar marjı, 2005/9'da %18,6, 2005/12'de %19,2 olarak gerçekleşmiş ve 2006/3 aylık dönemde %21,3 (2005/3 aylık %17,05) seviyesine yükselmiştir.

Bu doğrultuda Pinar Et ve Un'un 2005 ilk çeyrekte 2,8 milyon, 2005 yılı bütününde 16,3 milyon YTL olan net karı 2006 ilk çeyrekte geçen yıl es dönemine göre %115 artarak 6,1 milyon YTL seviyesine ulaşmıştır.

Geçtiğimiz iki yılda net satışlarının %21'ini ilk çeyrekte gerçekleştiren şirket için 2006 yılı sonu için 242 milyon net satış ve %21 brüt kar marjı ile 24 milyon net kar tahmin ediyoruz. Açıkladığı son kar ile 4 YTL Defter Değerine ulaşan şirket, mevcut fiyat ve yıl sonu kar tahminimizle 4,9 F/K seviyesindedir. Defter Değerine göre %48 iskontolu bulunan şirket için kısa vadede %20 getiri bekliyoruz.

Goldas Kuyumculuk

Sektöründe IMKB'ye kote tek halka açık şirket olan Goldas'ın Amerikan depo sertifikaları Frankfurt Borsası ve ABD OTC piyasasında; C tipi hisseleri ise IMKB'nin yanında Frankfurt ve Berlin-Bremen Borsaları'nda da işlem görmektedir. Ayrıca subat ayında şirketin Tokyo Altın Borsasına üyeliği onaylanmıştır.

Dünya Altın Konseyi'nin birinci çeyrek raporuna göre, bir önceki yıla oranla, altın arzı %15 düşmüş , toplam talep ise %16 azalma göstermiştir. Kuyumculuk sektöründeki altın talebi ise ülkelere göre bakıldığında, Hindistan'da %38, Ortadoğu'da %25 ve Türkiye'de %43 azaldı. Talep artışı sadece Çin'de %2 ile gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı talepte ise ton bazında ise %23 artış göstermiştir.

Dünyada altın fiyatlarında yaşanan yükseliş talebi olumsuz etkilemiş , bu gelişme Goldas'ın bilançolarında kısmen kendini göstermiştir. 2005/03 döneminde %2'lik brüt kar marjına sahip şirket maliyetlerdeki artış neticesinde 2006/03 döneminde brüt kar marjını %0.05'e düşürmüştür (2005/12 %0.06).

Şirket karlılığını geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %23 arttırmış olsa da esas faaliyet karını %46 düşürmüştür. Bu net dönem karındaki artışın diğer faaliyetler bölümünden olmasına işaret etmektedir. Gelir tablosunda detaya indigimizde stok değerlendirme kalemindeki artış karlılıktaki artışa büyük pay sahibi olmuştur. Kıymetli madenlerde son dönemde gözlenen düşüşe rağmen ortalama olarak ikinci çeyrekte artışın devam ediyor olması stoklardaki değerlemenin devam edeceğini göstermektedir.



Bilanço Notu

29.05.2006

MERKEZ MENKUL DEĞERLER

Sarkuysan

Sirketin faaliyet konusu; Elektrolitik bakir tel, bakir ve alasi mlari imalati ve ticaretidir. Elektrolitik bakir ve mamulleri kapsamında agirlikli olarak cesitli çap ve formlarda çiplak, kalayli ve nikel kapli bakir tül üretimi yapan firma, üretiminin yüzde 60'ini yurtçine pazarlamaktadır.

5 kitada 60 ÷lkeye ihracat yapan sirketin üretimini yaptigi mamuller elektronik, elektroteknik, motor, haberlesme, elektrik üretim ve dagitimi, güneş enerjisi, ev cihazlari, ölçü aletleri, harp, kimya, in sa at, isitma -havalandirma, sihi tesisat sanayilerinin standart hammaddesi olarak kullanılmaktadır.

Uzay Arastirma Merkezi NASA'nin oksijensiz bakir ihtiyacini 22 yildir karsilayan sirketin italya'da satis, Amerika'da ise dagitim sirketi bulunmaktadır.

2005 yili içerisinde Dünya ekonomisinde yasanan büyümeye paralel olarak artan taleple birlikte bakir fiyatlarında %39 artış kaydedilmiştir. In sa at ve elektronik sektöründe yogun olarak kullanılan bakirin fiyatlarının yükselisinde, Dünyanın en büyük iki bakir tüketicisi olan Çin ve ABD ekonomilerinde büyümenin süreceğine yönelik beklentilerin yanında, piyasadaki spekül atf alimlar da etkili olmaktadır. 2006'da dünya bakir tüketiminin yüzde 5.9, 2007'de yüzde 4.4 artması bekleniyor. Japonya, Batı Avrupa ve Güney Amerika'da büyümenin orta seviyede olacağı, Çin, Rusya, Tayland, Hindistan ve Endonezya'da yüzde 8 ila 13 arasında daha yüksek büyüme oranlarının yakalanacağı tahmin ediliyor.

Rakamlara baktığımızda 2005 yılında yakalanan ivmenin 2006 yılında da artarak devam ettiği görülmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğinde bakir fiyatlarındaki artış %20 iken son iki ayda görülen yukarı yönlü hareket oransal olarak %50'nin üzerinde bir artışı ifade etmektedir.

Dünya bakir fiyatlarında yasanan olumlu trendin Sarkuysan 'in performansı üzerinde yarattığı pozitif etki ile sirket 2005 yılının ilk çeyreğinde 1,4 milyon YTL olan karını 2006 yılının ilk çeyreğinde 6,6 milyon YTL'ye yükseltmiştir. Sirketin satışları 2005-03 aylık döneme göre %48 artarken maliyetlerinde aynı oranda artması sonucunda 2006'nin ilk çeyreğinde kar marjında degisiklik olmamıştır. Hazir değerlerinde 10 milyon YTL'si bulunan sirketin kısa vadeli ve %68'i ihracat kredilerinden olusan 174 milyon YTL finansal borcu bulunmaktadır. Satışlarının %56'sini yurt dışına ihraç eden Sirket , yabancı para pozisyonunda 85 milyon YTL açık pozisyondadır.

Defter değeri 3,72 YTL (26.05.2006 tarihli kapanış değeri 3,72 YTL'dir) olan Sirket son 2 ayda bakir fiyatlarında yasanan %50'nin üzerindeki artışında etkisiyle yıl sonu için yapmış olduğumuz kar tahmini doğrultusunda 7,5 F/K değerinden işlem görmektedir.

Defter değeri ve F/K oranına göre de oldukça uygun seviyelerden işlem gören sirketin için kısa vadede %13 orta vadede ise %35 prim potansiyeli tasidığını düşünmekteyiz.

Türk Hava Yolları

Sirket 2006 ilk çeyrek konsolide bilançosunda ,geçtiğimiz yılın aynı döneminde 4,4 milyon YTL olan zararını 162 milyon YTL'ye yükseltmiştir. Satışlarda görülen %4'lük artışa rağmen maliyetlerde görülen %26 oranında ki artış nedeniyle kar marjı ciddi oranda gerileyerek 0,18 'den 0,004'e düşmüştür. Faaliyet giderlerinde görülen %13'lük artışla beraber sirketin net esas faaliyet zararı 161 milyon YTL'ye ulaşmıştır.

Net satışların %94'ünü oluşturan tarifeli hizmetlerin %76'sini Avrupa, Orta Dogu, Kuzey Afrika, Kuzey Amerika ve Uzak Dogu 'ya gerçekleştirmektedir. Maliyetlerdeki artışta en yüksek payı ise %44 oranındaki akaryakıt giderlerindeki artış oluşturmaktadır.

Hazir değerlerinde bulunan 194 milyon YTL' sine karşılık 362 milyon YTL kısa vadeli finansal borcu bulunan, defter değeri 6,21 YTL olan sirketin 768 milyon YTL döviz açık pozisyonu bulunmaktadır.

T.C. Basbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın sahibi bulunduğu ve 16-18.05.2006 tarihleri arasında halka arz edilen, Sirket'in 175.000.000 YTL olan çıkarılmış sermayesinin %25'ine tekabül eden 43.750.000 YTL ile ek satışa konu olan ve halka arz tutarının %15'ine ve çıkarılmış sermayesinin %3,75'ine tekabül eden 6.562.500 YTL nominal değerli toplam 50.312.500 YTL tutarındaki (çkarılmış sermayenin %28,75'i) A grubu nama yazılı hisse senetlerinin 1 YTL nominal değerli beher hisse senedi için yatırımcı gruplarına satışı Toptan Satışlar Pazarı'nda 24.05.2006 tarihinde gerçekleşmiştir.

Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilen satışın ardından 25.05.2006 'da işlem sırası açılan hisse için olumsuz açıklanan bilanço verilerinin iskontolu halka arz fiyatı olan 6,00 YTL seviyesinden işlem gören hisse üzerinde baskı yaratacağını düşünmemekteyiz.



Bilanço Notu

29.05.2006

MERKEZ MENKUL DEĞERLER

Aygaz

Aygaz'ın esas faaliyet konusu LPG'nin yurtiçi rafinerilerinden ve dış piyasadan dökme olarak temin edilmesi ve tüketiciye ulaştırılmasıdır. 2001 yılında Gaz Aletleri AS ile yapılan birleşme sonucu LPG tüp, LPG tank, regülatör, LPG soba ve yardımcı malzemelerin üretilmesi faaliyetine başlanmıştır. Ayrıca şirket LPG gemilerine sahip olup, diğer LPG kuruluşları adına da tasima yapmaktadır.

Şirket 2005 yılının ilk çeyreğinde 86,4 milyon YTL olan net satışlarını %29 artırarak 111,4 milyon YTL'ye çıkarmıştır. Yine bu dönemler arasında brüt kar marjı ise %9,6'dan %10,4'e yükselmiştir. Bu artışlara paralel olarak şirketin brüt ve esas faaliyet kârı artsa da finansman giderleri ve diğer faaliyetler gider/zararlarındaki artışlar Aygaz'ın 2006 ilk çeyrekte zarar açıklamasına neden olmuştur.

Net diğer faaliyet kalemi 2005 ilk çeyreğe göre 15,7 milyon YTL artarken; finansman giderlerindeki artış 29,9 milyon YTL olmuştur.

Diğer faaliyet gider ve zararlarındaki en önemli kalemler ise Enerji Yatırımları AS'den kaynaklanan 14,7 milyon YTL'lik istisna zararlarıdır.

Enerji Yatırımları AS, Koç Holding'in Tüpras satın alması sonucu kurulmuş ve Aygaz, %20 hisse ile bu şirkete ortak olmuştur. Enerji Yatırımları AS'nin bedelli sermaye artırımına katılan Aygaz'ın bu operasyon ile finansal borçları önemli oranda artarak 212,7 milyon YTL'den 856,4 milyon YTL'ye yükselmiştir.

Şirketin 2005 yılı sonunda 191,9 milyon YTL olan net döviz açık pozisyonu ise 2006 ilk çeyrek itibarıyla 906,2 milyon YTL'ye yükselmiş ve bu nedenle son dönem kurlardaki artış eğilimi açık pozisyon riskini artırmıştır.

18 milyon YTL'lik kambiyo net zararı ve 23,4 milyon YTL'lik banka faiz giderleri ise finansman giderleri içinde en önemli artış nedenidir.

2005 ilk çeyrekte 14,6 milyon, 2005 yıl sonunda 90,2 milyon YTL olan net kar, 2006 ilk çeyrekte -8 milyon YTL zarar olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemde artan finansal borçlar ve yüksek döviz açık pozisyonunun karlılığa yapacağı olumsuz etki nedeni ile şirket için endeks altı performans öngörüyoruz.

Net Turizm

Net Grubu şirketlerinden Net Turizm, mağaza işletmeciliği (hali ve benzeri ürünler, giyim esyası, mücevherat ve hediyelik eşya üretimi ve ticareti), turizm işletmeciliği (konaklama, dinlenme, eğlence, gezi, yiyecek ve içecek yerleri açılması ve işletilmesi), turistik amaçlı ulaşım faaliyetleri ve seyahat acenteliği konularında faaliyet göstermektedir.

Şirket 2005/03 döneminde 3,6 milyon YTL zarar açıklarken, 2006/03 döneminde 37,4 milyon YTL kar açıklamıştır. Net dönem karındaki bu ciddi artış şirketin portföyündeki Net Holding hisse senetlerinin bilanço tarihinde borsada oluşan kapanış fiyatı üzerinden değerlendirilmesi sonucu oluşan değer artışından kaynaklanan bir artıştır.

Net Turizm'in yüksek döviz açık pozisyonu mevcut karlılık üzerindeki en önemli tehdit unsurudur. 88,7 milyon YTL'lik döviz açık pozisyonu kurlarda gözlenen artış neticesinde önümüzdeki dönemde mali performansı doğrudan etkileyebilecektir. Bu açıdan 2006 yılının ilk çeyreğinde oluşan kar artışı (Net Holding hisse performansında ciddi bir değişiklik yaşanmaması koşuluyla) daha makul seviyelerde dengelenebilir. Görüşümüz paralelinde Net Turizm'in mevcut piyasa değerinin mali performansı yansıtacağını düşünüyoruz.

Dyo Boya

Boya ve türev ürünlerinin ticaretini gerçekleştiren şirketin 2005 yıl sonunda -22,7 milyon YTL, 2005 ilk çeyrekte -4,6 milyon YTL olan net zararı 2006 ilk çeyrekte 656 bin YTL net kar olarak gerçekleşmiştir.

DYO Boya'nın 2005 ilk çeyrekte 40,5 milyon YTL olan net satışları 2006 ilk çeyrekte %39 artarak 56,4 milyon YTL'ye çıkmıştır. Yine bu dönemler arası brüt kar marjı %27,9 seviyesinden %38,5'e artarak karlılığa olumlu katkı yapmıştır.

Satışlarının %96'sini yurtiçiye gerçekleştiren DYO Boya, bu dönemde karlılıkta dikkat çekici bir performans göstermiştir. Bunun yanında şirketin 64,4 milyon YTL net döviz açık pozisyonu bulunmaktadır ve son dönemdeki kur artışlarından olumsuz etkilenebilecektir.