



**Analist** Ceren Bakçay  
**E-Posta** cbakcay@gedik.com **Tel:** 0212 356 16 52 (118)

**Dikkat Çeken Noktalar**

- Sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırıldığında dupont analizine göre 10 üzerinden 7.00 puan almıştır. Sektör içinde ortalamasının üzerinde ve ilk yüzde 40'lık dilim içinde yer almaktadır.
- Uzun vadede Borsa İstanbul'un üzerinde getiri sağlama potansiyeli vardır.
- Yaptığımız satış ve kar tahminlerine göre, hisse alım için uygun bir fiyatta bulunmaktadır.

Eğer son kapanış fiyatından (2.54 TL) alım yaparsanız ve hisse fiyatı hedef fiyatta ulaşmadan **“zarar stop”** seviyesine gelirse, -17.3% **zarar edeceksiniz**. Bu zararı göze alamayanlar aktif fiyattan alım yapmamalıdır. Hisse fiyatı tabloda belirttiğimiz alım aralığına geldiğinde alım deneyebilirsiniz.

Önerimiz			
Endeks Üzerinde Getiri	Endekse Paralel Getiri	Endeks Altında Getiri	Öneri Yok
HEDEF FİYAT 3.65 TL / Getiri Potansiyeli : %43.7			

Kategorik Puanlama	
Sektör içinde, üstlerde mi, altlarda mı?	7.00 ★★★★★
Son mali durumu inişte mi çıkışta mı?	6.00 ★★★★★
Uzun Vadeli Yatırım Yapılmalı mı?	7.64 ★★★★★
Değerleme puanı (Ucuz mu Pahalı mı?)	7.50 ★★★★★
Genel Puan	7.25 ★★★★★
Puanlama "10" üzerindendir.	

Öneri Tablosu							
3 Temmuz 2014	Son Fiyat (TL)	Uygun Alım Aralığı (TL)	Hedef Fiyat Aralığı (TL)	Beklen. Getiri	Zarar Stop	Olası zarar riski	En fazla lot
Endeks Üzerinde Getiri	2.54	2.40	3.55	43.70%	2.10	-17.3%	7,000
		2.60	3.75				

**Dikkat!** [www.paramineyapayim.com](http://www.paramineyapayim.com) sitesinde SMS ile gönderilen önerilerde vadeler farklı olduğu için, yukarıdaki tablolarda verilen öneriler ve fiyat aralıkları farklılıklar arz etmektedir. Yukarıda verilen fiyat hedefleri orta ve uzun vadeli (3 ay- 1 yıl) bir perspektifte uygun alım ve satış aralıklarını vermektedir.

Hisse senedinin değerlemesi yapılırken INA (İndirgenmiş nakit akımları - % 50) ve piyasa çarpanları dikkate alınmıştır. 2014/12(T) dönemi piyasa çarpanları için % 30, 2015/12(T) dönemi piyasa çarpanları için % 20 ağırlık verilerek yapılmıştır. Buna göre aşağıdaki tablo, en yüksek, en düşük ve normal fiyat aralıklarını vermektedir.

Son kapanış 2.54 TL	INA (TL)	2014/12(T) Piy. Çarp. (TL)	2015/12(T) Piy. Çarp. (TL)	Ortalamalar
pahalı	3.57	4.76	5.30	4.27
normal	3.43	3.75	4.02	3.64
ucuz	2.40	2.28	2.36	2.36
Ağırlıklar	% 50	% 30	% 20	Son kapanış : 2.54

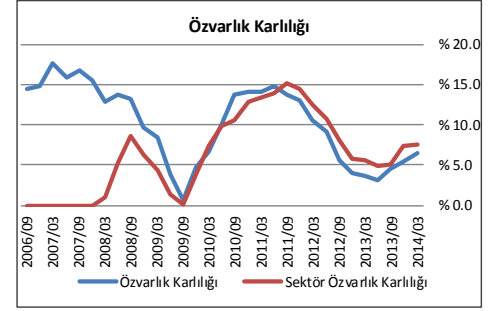
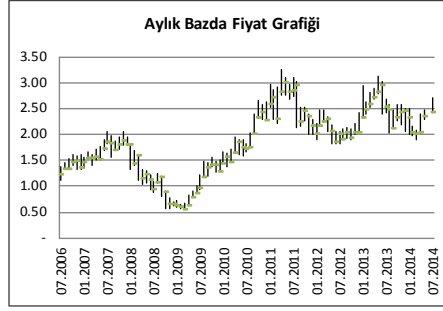
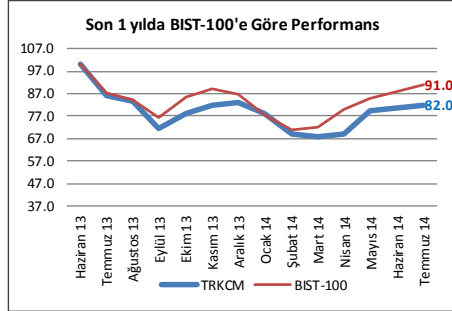


TRKCM'in fiyat grafiği yanda verilmiştir. Raporun ilerleyen sayfalarında temel yapısı ayrıntılı olarak açıklandığından burada sadece teknik görünümü yer almaktadır. Rapor tarihi itibarıyla, orta ve uzun vadede TRKCM hissesi ile ilgili yukarıda belirtilen uygun alım aralıklarından alım düşünülebilir. Mart ayı başından bu yana takas analizini incelediğimizde ise piyasada işlem gören payların yaklaşık %40'ının yabancı kurumların elinde olduğunu ve yabancıların satım yapmadığını, alım tarafında olduğunu görüyoruz.

TRKCM hissesinin betası 0.82 olup BIST-100 Endeksi ile korelasyonu yüksektir. Bu nedenle endekse satış geldiği dönemlerde hisse fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı artmaktadır. Öncelikli olarak 2.40 TL, daha sonrada 2.18 TL fiyat seviyeleri hisse için oldukça kritik destek seviyeleridir. İç ve dış piyasada volatilitenin arttığı dönemlerde hisse 2.18-2.40 fiyat aralığında dalgalanabilir. Dolayısıyla 2.18 TL seviyesi aşağı yönlü kırıldığında satışlar hız kazanacağından zararların büyümemesi adına 2.10 seviyesinde stop-loss yapmak önem arz etmektedir.



Hisse Kodu	Hisse	SPK Sınıflandırması	Pazar	Karar Tarihi	Karar	Önceki Karar	Önceki K. Tarihi	Analist
TRKCM	Trakya Cam	A	Ulusal	03.07.2014	Endeks Üzerinde Getiri	Endekse Paralel Getiri	10.03.2014	Ceren Bakçay
Son Bilançosu	2014/03K	Net K/Z Marjı (%)	8.53%	PD/DD (Son Değer)	0.81	Son bilançosu 2014/03K dönemine ait olup Net kar marjı yüzde 8.53 olan şirketin, Aktif karlılığı yüzde 3.55 düzeyindedir. Piyasa Değeri ise 1803.4 milyon TL seviyesindedir.		
Toplam Varlık	4,097,615,700	Aktif Devir Hızı	0.42	PD/DD Ort. (S.2 yıl)	0.77			
Toplam Borç	1,701,422,845	Aktif Karlılığı	3.55%	F/K	12.39			
Ana Ort. Özsermayesi (TL)	2,214,375,027	Borç Oranı (%)	41.52%	F/NS	1.06			
Sermayesi (TL)	710,000,000	Özvarlık Karlılığı (%)	6.07%	FD/FAVÖK	27.90			
Yıllık Satış Geliri (TL)	1,705,466,713	FAVÖK Marjı	18.86%	Volatilite Katsayısı	1.27			
Yıllık Net Kar/Zarar (TL)	145,542,432	Temettü Verimi	0.78%	Piy. Değ. (Mln TL)	1803.4			
Yıllık FAVÖK (TL)	267,055,304	Fiili Dol. Pay (%)	28.0%					



### "KISACA TRAKYA CAM

1978 yılında Lüleburgaz'da kurulan Trakya Cam Şişecam Grubu'ndaki en önemli şirket olup, ağırlıklı inşaat sektörü olmak üzere, otomotiv, beyaz eşya, enerji ile cam ev eşyası gibi sektörler için düzcamlar, buzlucamlar, aynalı camlar, lamine camlar, kaplamalı camlar, enerji camları, otocamlar, enkapsüle otomotiv camları üretmektedir. 31. Mart itibarıyla ödenmiş sermayesinin %69.3'ü Şişecam'a ait olan şirketin, nihai ana ortağı T.İ.Ş. Bankası olup, halka açıklık oranı %30'dur. Şirket payları, 1990 yılından bu yana Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

**2014/Mayıs itibarıyla 7'si Türkiye'de 4'ü yurtdışında olmak üzere toplam 11 düzcamlar (float) hattı ile üretim kapasitesi 2.470 bin ton/yıl'a (1.830 bin yurtiçi + 640 bin yurtdışı) ulaşan Trakya Cam, otomotiv segmentindeki 6 üretim tesisi ve diğer faaliyetleri ile birlikte halen 9 ülkede faaliyet göstermektedir.** 2013 yılında 1.5 milyon ton düzcamlar üretimi gerçekleştiren şirket, kapasite paylarına göre Türkiye'de %70, Avrupa'da %18 ve Dünya'da %4'lük pazar payına sahip olup, küresel derecelendirmede Dünya'da 6., Avrupa'da 4. en büyük düzcamlar üreticisidir.

2013 yılı hem Türkiye'de hem de küresel pazarlarda büyüme stratejisi ile yeni yatırım ve girişimlerin gerçekleştirildiği ve büyümede organik ve inorganik anlamda güçlü adımların atıldığı bir yıl olmuştur. Bu kapsamda gerçekleştirilen yatırımların detayları aşağıda verildiği gibi olup, **2013 yıl sonu itibarıyla toplam 9 üretim hattında 1.950 bin ton/yıl (1.540 bin ton yurtiçi + 410 bin ton yurtdışı) olan yıllık kapasite, 2014 yılı sonunda 12 hatta 2.710 bin ton/yıl'a (1.830 bin ton yurtiçi + 880 bin ton yurtdışı) ulaşmış olacaktır.**

**Güçlü büyüme hamleleri üretim kapasitesini mevcutta %26 oranında artırmış bulunuyor. 2014 yıl-sonu itibarıyla kapasite artışı %40'a ulaşmış olacak. Yeni kapasitelerin satışları 2015'ten itibaren hızlandırması bekleniyor.**

- **Polatlı'da ilk düzcamlar hattı:** Yurtiçi pazarlardaki talebi karşılamaya yönelik "yeni bir üretim lokasyonu" olarak Ankara Polatlı Organize Sanayi Bölgesi'nde Türkiye'deki yedinci float hattını kuran Trakya Cam, 290 bin ton/yıl kapasiteli bu yeni düzcamlar hattını Mart ayında ateşlenmiş olup, Nisan ayında ticari üretime başlamıştır. Böylelikle yurtiçi düzcamlar üretim kapasitesi 1.830 bin ton/yıl'a ulaşmıştır. **2014 yılı ikinci çeyrek finansal sonuçlarında az da olsa yeni**

**kapasitenin katkısı görülecektir.**

- **Rusya'da ilk düzcamlar hattı:** Rusya pazarındaki konumunu güçlendirmeyi hedefleyen şirket, Tataristan'ın Kazan Bölgesi'nde %70 Trakya Cam-%30 Saint Gobain ortaklığı ile kurulan 230 bin ton/yıl kapasiteli düzcamlar fırını 2014 Mayıs ayı içerisinde ateşlenmiş olup, ticari üretime Haziran ayı içerisinde başlamıştır. Geçtiğimiz yıl Rusya'da ekonomik büyümenin beklentilerin altında kalması düzcamlar pazarına da yansımış ve pazarda durgunluk hâkim olmuştur. Ancak Rusya, enerji kaynakları ve coğrafi konumu ile sektörün en büyük pazarlarından biri olup, **2014'ün üçüncü çeyreğinde tam faaliyette geçmesi beklenen bu tesisten gerek bulunduğu bölgenin yüksek talep potansiyeli gerekse yapımı devam eden otocamlar ünitesine hammadde sağlayacak olması nedeniyle güçlü faaliyet karlılığı beklenmektedir.**

- **Fritz ve HNG'nin satın alınması:** Mayıs 2013'te gerçekleştirilen yatırımla, enkapsüle camlar alanında Avrupa'da faaliyet gösteren ve otomotiv firmalarının önemli tedarikçilerinden olan Fritz Holding GmbH'nin % 100 hissesi satın alınmıştır.

Otomobil camları konusunda ihtisas sahibi olan **Fritz Holding**, Audi, Lamborghini, Porsche, Mercedes, BMW, Opel, Saab, Maserati,



Citroen ve Land Rover gibi dünyanın sayılı otomobil markalarının tedarikçisi konumundadır.

Düzcamlar sektörünün potansiyel sergileyen pazarlarında büyüme hedefi doğrultusunda, Haziran 2013'te düzcamlar sektörünün en hızlı büyüyen pazarlarından olan Hindistan'da da HNG Float Glass Limited firmasına % 50 oranında ortak olmuştur. Trakya Cam bu ortaklık ile farklı bir kıtada daha konumlanmıştır. Söz konusu satın almalar ile Trakya Cam, rekabet gücünü pekiştirmiş olup hızlı büyüme stratejisini ortaya koymuştur.

-Bulgaristan'da 2. Cam Ev Eşyası fırın yatırımı: Yapımına 2012 yılında başlanan, Trakya Glass Bulgaria EAD bünyesinde sürdürülen 8-10 milyon m'2 üretim kapasiteli kaplamalı cam hattı ve 1 milyon m'2 kapasiteli lamine hattı, 2013 yılı son çeyreğinde devreye alınmıştır. Yeni kaplamalı cam hattında enerji tasarrufu sağlayan ürünler üretilmektedir. Bulgaristan bu yeni segmentler ile önemli bir üretim üssü haline gelmiştir.

#### DEVAM EDEN YATIRIMLAR

**Bulgaristan ikinci düzcamlar hattı:** 240 ton/yıl kapasiteli üretim hattının 2014 yılı 3. çeyreğinde devreye alınması planlanmaktadır.

**Rusya'da 1. otocamlar tesisi:** Güçlü bir otomotiv camları tedarikçisi olma yönündeki hedefi paralelinde, şirketin %100 oranında pay sahibi olduğu Rusya'daki bağlı ortaklığı Automotive Glass Alliance Rus Zao bünyesindeki 800.000 araç-set/yıl üretim kapasitesine sahip otocamlar tesisinde montaj işlemleri tamamlanmış olup deneme üretimleri başlanmıştır.

**Glasscorp. Romanya'nın modernizasyonu:** 2012 yılında satın alınan tesisin modernizasyonu ile ilgili yatırımları devam etmekte olup 2015 ilk çeyrek itibarı ile yatırımın tamamlanması beklenmektedir.

#### SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ:

**Yurtdışı pazarlarda görünüm durgun olmasına rağmen, Türkiye düzcamlar pazarındaki güçlü talebin devam etmesini ve karlılığı desteklemesini bekliyoruz.**

Düzcamlar sektörel büyüklüğünün yanı sıra, özellikle inşaat ve konut sektörüne girdi sağladığı için ekonomik büyümeye oldukça duyarlı bir yapıda olup, sektörün gelişimi ekonomik büyüme ile güçlü korelasyon içindedir. Bu anlamda, Türkiye hariç, 8 ülkede düzcamlar ve otocamlar üretimi yapmakta olan Trakya Cam için başta en büyük ihracat pazarı olan Avrupa Bölgesi olmak üzere, küresel ekonomilerdeki genel görünüm piyasa koşulları açısından önem arz etmektedir. Trakya Cam toplam cirosunun yaklaşık %15'ni ihracattan elde etmekte olup, Türkiye'nin ihracatı ve yurtdışı üretimden gerçekleştiren satışlar konsolide cironun yaklaşık %55'ni oluşturmaktadır. Bu oranın, yıl sonuna kadar devreye girecek ve tam kapasiteye ulaşacak yeni float hatları ile önümüzdeki yıllarda daha da artması beklenmelidir.

**Avrupa ekonomilerinde toparlanmadan bahsetmek zor, gelişmekte olan ülkelerde kırılma ve belirsizlik artmış durumda**

2014'te "krizden çıkma ve ılımlı toparlanma" işaretlerinin netleşmesini bekleyen Avrupa'da henüz arzu edilen noktaya gelinememiştir. Bankacılık ve finans alanındaki görece iyileşmeler reel sektöre istenilen ölçüde yansımadağı gibi düşük enflasyon ve yüksek işsizlik farklılık gösteren bölge ekonomilerini olumsuz etkilemektedir. Avrupa Merkez Bankası'nın ekonomik aktiviteyi canlandırmak için parasal genişleme politikasını devam ettirmesi beklenmektedir. **Bu çerçevede Batı ve Orta Avrupa'nın cam talebi**

**düşüş eğilimi korurken, alt yapı yatırımları Avrupa Birliği fonları ile desteklenen Doğu Avrupa'nın talebi umut vericidir.**

Sıcak sermaye girişlerinden sıkça etkilenen ve içlerinde Türkiye'nin de bulunduğu kırılma beşlide yer alan Hindistan ve Rusya'da gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme politikalarının hız kesmesi ve artan siyasi riskler nedeniyle belirsizlik ve kırılma artmıştır. **Düzcamlar sektörünün en büyük pazarlarından biri olan Rusya'nın, zengin enerji kaynakları, güçlü ekonomisi ve coğrafi konumu nedeniyle, önümüzdeki dönemde bölgenin en önemli inşaat merkezlerinden biri olması beklenmekteyse de, ekonomik büyüme beklentilerin çok altında kalmıştır.** Böyle olmakla birlikte, Trakya Cam'ın üretim yapacağı Kazan Bölgesi'nin yapılaşma ve gelişme potansiyelinin diğer bölgelere göre yüksek olması, ayrıca burada üretilen temel camların Agar'da yapımı devam eden ve Kazan'a oldukça yakın bir mesafede bulunan otocamlar tesisine hammadde sağlayacak olması şirketin gelecek dönemlerdeki faaliyet karlılığı açısından olumlu değerlendirilmelidir. Sektörde Ortadoğu ve Kuzey Afrika'da devam eden siyasi olumsuzluklar ise birçok pazarda ve inşaat sektöründe büyümeyi tehdit eder durumdadır.

**Türkiye ekonomisi 2014 1. çeyrekte %4.3 büyürken, , inşaat sektörü üretim ise yıllık bazda %6.1 arttı**

IMF Türkiye'nin 2014 yılında %2.3, OECD % 2.8 ve Dünya Bankası %3.5 oranında (2.4%'den %3.5'e revize edilmiştir) büyüyeceğini tahmin etmekle birlikte, son gelen makro verilerinin beklentilerin üzerinde olması 2014'te, beklentilerin üzerinde %3.5 -%4 civarında bir büyümeye işaret etmektedir. **Türkiye'nin inşaatla dayalı bir büyüme göstermesi satışlarının %75'ni inşaat sektörüne gerçekleştiren Trakya Cam'ın iç piyasa talebini destekleyen en önemli faktördür ve iç pazardaki büyüme potansiyelini ortaya koymaktadır.**

Inşaat sektörü, kış boyunca olumlu geçen hava koşulları ve kentsel dönüşüm projelerinin katkılarıyla ilk çeyrekte yıllık bazda %6.1 büyüme göstermiş ki bu büyüme hem geçen yılın ilk çeyreğinin hem de önceki çeyreğin üzerinde bulunmaktadır. Mayıs ayında %79.2 olan inşaat sektörü güven endeksi, Haziran ayında 0.7 puan artarak %79.8'e yükselmiş, ancak, güven endeksi alınan kayıtlı siparişlerdeki azalmanın beklentileri olumsuz etkilemesi nedeniyle geçen yılın Haziran ayına göre gerilemiştir. Konut satışları, Şubat ayından buyana geçen yılın aynı dönemindeki seviyelerinin altında seyretmekte olup, TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerini devam ettirmesi ve faiz koridorunu aşağı çekmesi durumunda, ilk çeyrek yüksek faiz ortamından olumsuz etkilenen konut satışlarını artması ve inşaat sektörünü desteklemesi beklenebilir. **Trakya Cam için, bu çerçevede, iç piyasa talebinin önümüzdeki çeyrek dönemlerde de güçlü duruşunu sürdürmesini ve konsolide satış ve karlılığı desteklemesini beklemekteyiz.**

İlk çeyrekte ekonomik ve siyasi konjonktürdeki olumsuzluklar nedeniyle yeni projelerini erteleyen inşaat firmalarının, önümüzdeki dönem öncelikle 2013 yılında ilan edilen 800 projenin tamamlanmasına ağırlık vereceği beklenmektedir.

**Otocamlar segmenti yurtiçinde ağırlıklı otomotiv ihracatçılarına tedarik sağlıyor, 2013 yılı Mayıs ayında satın alınan Fritz'den önemli katkı beklenmektedir**

OSD (Otomotiv Sanayi Derneği) verilerine göre Türkiye'nin Ocak-Mayıs dönemi toplam üretimi otomobilde %18 artarken, ticari araçlar grubundaki %25'lik daralma toplam üretimi %2 azaltmış bulunmaktadır.



Aynı dönemde gerçekleştirilen ihracata baktığımızda, otomobil ihracatının %19 arttığı, ticari araçlar grubunda %24'lük daralma olduğu ve toplam ihracatın yıllık bazda %5 oranında artış gösterdiği görülmektedir.

Türkiye ve Avrupa pazarında başlayan yeni araç projelerinden artan payı ile 2013 yılında toplam otocam satışlarını 2012 yılına oranla % 12 arttıran Trakya Cam, Toyota, Hyundai ve Ford firmalarının Türkiye ve İspanya'daki yeni projelerine başlamış, 2014 yılında da bu alanda yeni projelere başlamak üzere altyapı hazırlıklarını tamamlamıştır. Trakya Cam Fritz Holding GmbH firması ile yaratılan sinerjiye ek olarak önümüzdeki dönemde Romanya ve Rusya'da devreye alacağı yeni fabrikaları ile otomotiv camlarındaki büyümesini sürdürmeyi planlamaktadır.

#### YENİ ÜRÜNLER

2013 yılında pazara 7 yeni ürün sunan Trakya Cam, **katma değeri yüksek ürünlere odaklanma stratejisi** doğrultusunda portföyünü hızla genişletmeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda, enerji tasarrufu sağlayan kaplamalı camların Ar-Ge faaliyetlerine hız vermiş, 3'ü konutlara yönelik ve 3'ü de ticari binalar için ısıtım işlemi uygulanabilen kaplamalı cam olmak üzere toplam 6 yeni ürün mimari camlar pazarına sunulmuştur. Şirket, otomotiv camları ve beyaz eşya camlarına yönelik geliştirme çalışmalarına devam etmektedir.

Ağırlıklı olarak Çin ve Uzakdoğu'da üretimi yapılan güneş enerjisi camları için Avrupa Birliği'nin Çin'den ithal edilen camlara anti-damping vergisi uygulamasının da desteği ile Trakya Cam önümüzdeki dönemde enerji camları satışlarını arttırmayı hedeflemektedir.

#### ETKİN MALİYET YÖNTEMİ

Trakya Cam 2013 yılında, etkin toplam maliyet yöntemi kapsamındaki faaliyetlerini yoğunlaştırmış ve önemli ölçüde tasarruf sağlamıştır. Şirket tüm üretim proseslerinde enerji tüketiminin azaltılmasına odaklanmakta ve alternatif enerji kaynakları üzerinde çalışmalar yürütmektedir. Bu kapsamda, mevcut fabrikalarında iyileştirme, yeni tesislerde ise enerji kullanımını en aza indirecek uygulamalar gerçekleştirilmiştir. Şirket, Yenisehir ve Mersin fabrikasında atık ısıdan enerji üreterek **yılda ortalama 2-2.5 milyon USD'lik enerji tasarrufu** sağlamakta ve bu uygulamayı tüm fabrikalarında kullanmayı hedeflemektedir.

#### AŞAĞI YÖNLÜ RİSKLER

Bunun yanı sıra üretim maliyetlerinin yaklaşık %30'unu oluşturan **enerji maliyetleri (doğalgaz ve elektrik)** ile ilgili olarak, yerel seçimleri takiben artması beklenen doğalgaz fiyatları hakkında ilgili bakanlık yetkililerinin Temmuz ayında fiyat artışının gündeme gelmeyeceğini bildirmeleri üzerine, kısa vadede enerji maliyetlerinin karlılığı tehdit etmeyeceğini düşünmekteyiz.

Ancak Cumhurbaşkanlığı seçimleri sonrasında gündeme gelebilecek olası doğalgaz zammı şirketin maliyetlerini arttıracak olup, büyük bir risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. 2012 yılında enerji maliyetlerinin yükselmesi sonucu şirket satış gelirleri, esas faaliyet karı ve net karı önemli ölçüde etkilenmiştir. Tahminlerimize göre,

tüm diğer değişkenler sabitken yaptığımız maliyet analize göre; doğalgaz fiyatlarındaki %10'luk bir artışın, Favök marjını %2 azaltmasını öngörmekteyiz. Bundan dolayı, enerjiye veya doğal gazla zam olması durumunda, artış oranlarına bağlı olarak, raporumuz yeniden güncellenecektir.

Ek olarak, Trakya Cam'ın faaliyette bulunduğu ülkelerin ekonomik koşullarındaki değişimler ile Türkiye ekonomisinin gidişatı, talep üzerindeki etkisi nedeniyle, yakından takip edilmesi gereken diğer risk faktörleridir.

#### Son Gelişmeler

Kristal-İş Sendikası ile yürütülmekte olan Cam Grup Toplu İş Sözleşmesi sürecinde, 28 Mayıs 2014 tarihinde grev kararı almış olup, uygulama tarihini 20 Haziran 2014 olarak bildirilmiştir. Grev, Trakya Fabrikası, Mersin Fabrikası, Otocam Fabrikası ve bağlı ortaklıklarından Trakya Yenisehir Cam Sanayii A.Ş. Yenisehir Fabrikası'nı kapsamaktadır. Şirket yönetimi tarafından 20 Haziran 2014 tarihinde yapılan açıklamada bu sürecin tüm hissedarlar için uzun vadede doğurabileceği sonuçları da göz önüne alarak yapıcı bir yol izleneceği açıklanmış olup, gerekli olması durumunda, taleplerin yurtdışı üretim tesisleri üzerinden karşılanmaya devam edeceği ifade edilmiştir. Bu gelişmeler akabinde, Bakanlar Kurulu 20 Haziran 2014 tarihinden itibaren uygulanmakta olan grevin, genel sağlığı ve milli güvenliği bozucu nitelikte görülmesi nedeniyle, 25 Haziran 2014 tarihli kararıyla 60 gün süreyle ertelenmesine karar vermiştir. Şirket bu sürecin minimum zarar ile atlatılmasına yönelik olarak, bir takım önlemler almıştır. Üretim birimlerinde düşük kapasite ile üretimler devam etmekte olup üretime ara verilmemiştir. Bu aşamada, grev erteleme süreci bittikten sonra yaşanacak gelişmeler ve şirket yönetiminden yapılacak açıklamalar önem arz etmekte olup yakından takip edilecektir.

#### SONUÇ

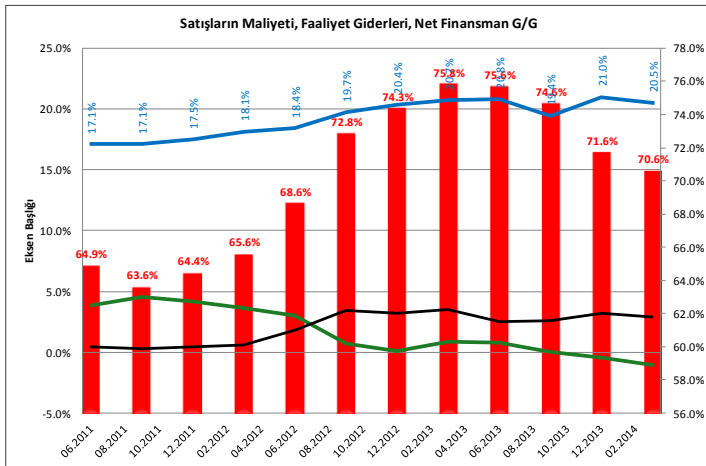
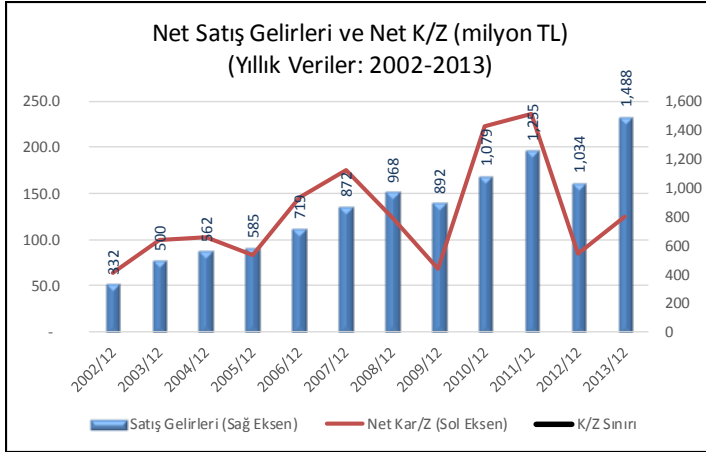
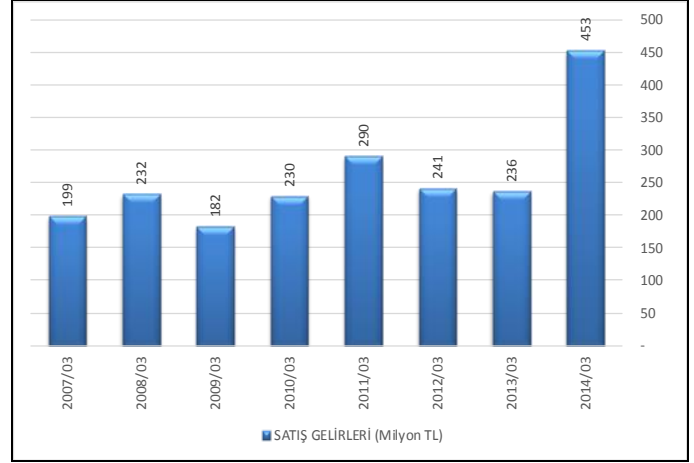
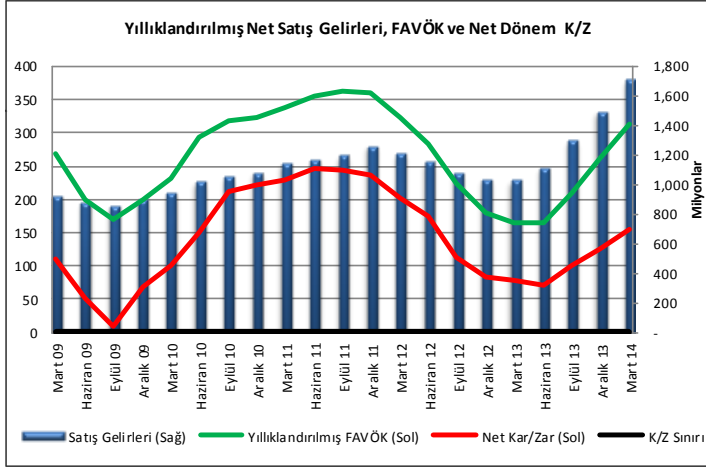
Düzcamlar sektöründe küresel bir oyuncu olmayı hedefleyen Trakya Cam, yurtiçindeki büyümesine ek olarak, yurtdışında gerçekleştirdiği satın alma ve ortaklıklar ile devreye aldığı yeni kapasitelerle 2014 yılı sonuna kadar 12 float hattı, otomotiv segmentinde 8 üretim tesisi ve diğer faaliyetleri ile 9 ülkede faaliyet gösterecektir. Bu güçlü büyüme hamlelerinin satışlar üzerindeki etkisi özellikle 2015 yılından itibaren görülmesi beklenmekte olup, karlılıkta görülen artışın önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini ve şirketin özvarlıklarını artırma gücünün artmasını beklemekteyiz.

Şirketin güçlü ortaklık yapısı, faaliyette bulunduğu pazarlarda ve iş kollarındaki deneyimi, enerji odaklı maliyet düşürme çalışmaları, katma değerli ürünlere doğru hızla gelişen ürün yelpazesi gibi faktörler uzun vadeli yatırım değerliliğini destekleyen diğer unsurlardır.

Rapor tarihi itibarıyla; 12.35 F/K ve 0.81 PD/DD piyasa çarpanları ile işlem gören Trakya Cam'ın iskontolu fiyatlardan işlem gördüğünü söyleyebiliriz. Yılbaşından buyana endeks altında getiri sağlayan şirket ile ilgili önümüzdeki 12 ay için kararımız **"Endeks Üzerinde Getiri"** şeklindedir.



## Satışlar – FAVÖK – Esas Faaliyet Karı ve Net Kar



2014/03 dönemine ait finansal tablolarında dönemsel satışlar 453.4 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Geçen yılın aynı dönemine baktığımızda ise satışların 236.05 milyon TL seviyesinde olduğunu görüyoruz. 2013/03 dönemine göre satışlar yüzde 92.1 oranında artış göstermiştir. Yurtiçi pazarlardaki fiyat artışlarının etkisi ve **Fritz Holding Gmbh'in konsolidasyonu** satış gelirlerinin artışına destek olmuştur. Geçmiş verilere bakıldığında satışların Mart döneminden Mart dönemlerine ortalama olarak yüzde 9.3 artış gösterdiğini görüyoruz. Geçmiş 7 yıllık verilerin ortalamasına göre satışların büyümesi pozitif olmuştur ve artan bir trend sergilemektedir. Fakat satış büyüme performansı normalin üzerinde dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu nedenle satış tahminlerinde hata payımız yüzde 5-10 civarında olabilir.

Esas Faaliyet kârlılığına baktığımızda ise geçen yılın aynı döneminde 5.3 milyon TL olan Esas faaliyet kârının bu dönemde 53.4 milyon TL olduğu görülüyor. FAVÖK (Faiz, amortisman ve vergi öncesi kar) rakamındaki değişimleri değerlendirdiğimizde ise geçen yılın aynı döneminde 30.8 milyon TL olan FAVÖK bu dönemde 83.9 milyon TL'ye, FAVÖK marjı ise %13'den %18.5'e yükselmiştir.

Ağırlıklı kambiyo zararları nedeniyle artan finansman giderleri ve vergi gideri artışı sonrası şirket dönem sonunda 32.6 milyon TL net kar elde etmiştir (2013/03: 4.2 milyon TL). Güçlü gelir büyümesi, operasyonel giderlerdeki görülen iyileşme ve yurtiçi pazarlardaki fiyat artışları bu dönemde FAVÖK ve net karı destekleyen kalemler olmuştur.

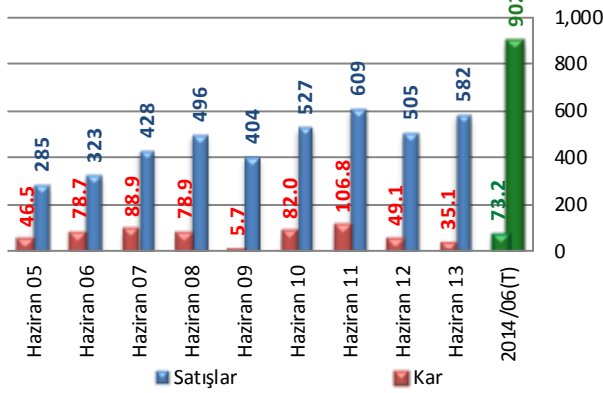
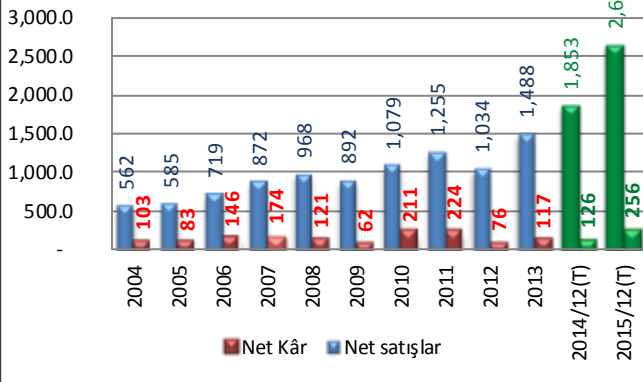
En alttaki grafikte satışların maliyetinin net satışlara oranı (kırmızı bar) sağ ekseninde gösterilirken, sol ekseninde faaliyet giderlerinin net satışlara oranı, net finansman gelir veya giderinin net satışlara oranı ve diğer faaliyetlerden gelir ve giderlerin net satışlara oranı gösterilmiştir. Satışların maliyetindeki iyileşme ise hammadde maliyeti, işçilik ve genel üretim giderlerinin düşüşünden kaynaklanmıştır.





## Gelecek Dönemlere İlişkin Satış ve Kâr Tahminlerimiz

Tahmin Tablosu	Dönemsel Tahminler		Yıllık Bazda Tahminler			
	2013/06	2014/06(T)	2012/12	2013/12	2014/12(T)	2015/12(T)
TRKCM	582	902	1,034	1,488	1,853	2,641
Satış Gelirleri	41	98	88	157	170	317
Esas Faal. Kârı	35	73	76	117	126	256
Net Kar	80	198	147	214	382	580
FAVÖK	1,959	2,221	1,906	2,148	2,273	2,529
ÖZVARLIK	1.04	0.81	0.81	0.80	0.79	0.71
PD/DD	33.03	11.61	20.34	14.70	14.36	7.05
F/K	1.83	0.87	1.49	1.01	0.97	0.68
F/NS	17.37	10.90	10.48	9.91	5.66	3.73
FD/FAVÖK	14.98	5.22	10.47	8.05	5.64	3.44
PD/FAVÖK	6.0	8.1	7.3	7.9	6.8	9.7
Net Kar Marjı(%)	15.82	21.99	14.22	14.38	20.60	21.96
Favök Marjı (%)						

Dönemsel Satış ve Kar - Mln TL-  
(Yeşil barlar tahmindir)Yıllar itibarıyla Net Satış ve Kâr (Mln TL)  
(Yeşil barlar tahmindir)

Haziran.2013 döneminde toplam 582.2 milyon TL satış yapan Trakya Cam'ın 2014/06(T) döneminde satışlarının geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 54.9% büyümesini ve satışların maliyetinin satışlara oranının %71.5 olmasını bekliyoruz. Diğer varsayımlarımız ise bilanço dipnotlarının ayrıntılı olarak incelenmesiyle belirlendi. Tablodaki faaliyet giderleri, faaliyet dışı gelir-gider, net finansman gelir veya gideri geçmiş dönemlerdeki trendler ve finansal dipnot incelemesi sonucu analist tarafından belirlenmiştir. Bu bağlamda 2014/06(T) döneminde toplam satışların 901.6 mln TL ve net dönem kar/zarar kaleminin de 73.2 mln TL olmasını bekliyoruz. 2013/06 döneminde toplam cirosu 582.2 mln TL seviyesinde iken net dönem K/Z rakamı ise 35.1 mln TL olmuştur.

2014/12(T) dönemi için satışlarında yıllık bazda 24.5% artış bekliyoruz. Satışların son üç bilanço döneminde nasıl değişim gösterdiğine baktığımızda ise; 2014/03 döneminde bir yıl öncesine göre % 92.09 görüyoruz. Satışlardaki değişim, 2013/12 ve 2013/09 dönemlerinde bir yıl öncesinin aynı dönemlerine göre, sırasıyla % 43.90 ve % 35.25 olmuştur.

Satışların maliyetinin 2014/12(T) döneminde 73.0% olması beklenmektedir. Yapmış olduğumuz tahminler, 2014 yılı sonunda Trakya Cam'ın 1853 mln TL satış ve 126 mln TL de net kar elde edeceğini göstermektedir. Geçen yıla baktığımızda ise toplam 1488 mln TL ciroya karşılık 117 mln TL kâr elde etmişti. Vergiden önceki kar, 153 mln TL seviyesindeydi.



## Uzun Vadeli Yatırıma Uygunluk Analizi ve Puanlama

Uzun Vadeli Yatırım Yapılmalı mı?

7.64



Önemli karlılık oranları ve satış performansı istikrarlı mı?	Son beş yıllık ort. (%)	Son beş yıl Std. Sapma (%)	Sharp Oranı
Özvalık kârlılığı?	9.31	5.75	1.62
Net Kâr Marjı?	15.34	5.59	2.75
Satışların Büyüme Hızı?	9.57	18.5	0.52
Esas Faaliyet Kârı?	14.95	5.82	2.57
FAVÖK?	25.01	6.61	3.78
Bu kategoride aldığı puan (10 üzerinden)	7.7		

## Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı

Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	51
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	0
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 100
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 55.4
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	15
Kaç bilançoda kâr dağıttı	9
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 60.0
Bu kategoride aldığı puan (10 üzerinden)	7.83

	Ekim 00	Temmuz 14	% Değişim
BİST-100 performans	11350	79290	% 598.6
TRKCM	0.23 TL	2.44 TL	% 953.5
	BİST-100	TRKCM	Katsayı
10,000 TL Ne oldu?	69,857 TL	105,352 TL	1.51
Yaklaşık Süre?	13.7 YIL		
Yıllık Getiri	% 15.3	% 18.8	

Uzun vadeli yatırım için, kârlılıktaki istikrar, şeffaflık, kurumsal yönetim ilkelerine uyum, yatırımcı ile kar paylaşımı ve şu ana kadar uzun sayılabilecek vadede nasıl bir getiri sağladığı ve bu getirinin endeks getirisi ile karşılaştırması önemli faktörlerdir.

Trakya Cam yukarıda sayılan faktörlerin tümü birlikte değerlendirildiğinde uzun vadeli yatırım açısından "10" üzerinden "7.64" puan almıştır.

İlk tabloda kârlılık oranları ve satışların büyüme hızındaki istikrara bakılmıştır. Sharp rasyoları ne kadar yüksek olursa, geçmişteki istikrarın o kadar yüksek olduğunu anlıyoruz. Satışları son üç yılda ortalama olarak yıllık bazda yüzde 9.57 büyümüş ve satışlardaki değişimin standart sapması yüzde 18.5 olmuştur. Bu bağlamda Trakya Cam'in özvarlık karlılığı ile net kâr marjının istikrarı istatistiksel modellerle incelendiğinde "10" üzerinden 7.7 puan almıştır.

İkinci tabloda kar açıklama ve kâr dağıtım performansı verilmiştir. Şirket son 15 yılda 9 defa kâr dağıtmış ve yıllık kârının ortalama olarak % 55.4 oranındaki kısmını brüt kâr payı (temettü) olarak dağıtmıştır. Bu tablodaki puanı 7.83 olmuştur.

Son tabloda BİST ile karşılaştırmalı olarak getiriler verilmiştir. Ele alınan getiri dönemi, uzun vadede BİST ile göreceli performansını ölçmek için, datanın elverdiği ölçüde uzun tutulmaya çalışılmıştır.

TRKCM hissesi, Ekim 2000 döneminde aylık ortalama 0.23 TL fiyatından Temmuz 2014 döneminde aylık ortalama 2.44 TL seviyesine yükselmiştir. Bu dönemde Trakya Cam % 953.5 prim yaparken, BİST100 endeksi % 598.6 prim yapmıştır. Son 13.7 yıllık dönem için yıllık bazda getirileri hesapladığımızda, BİST'in getirisi % 15.3 olurken, TRKCM'in yıllık getirisi % 18.8 olmuştur.



## Son Finansal Tablolardaki Mali Durumu ve Önceki Üç yıl

Son mali durumu inişte mi çıkışta mı?

6.00



Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%12.02	0.44	%5.59	%28.37	%7.95
Std. Sapma	%5.01	0.07	%3.01	%8.63	%3.82
SonBilanço	%8.53	0.42	%3.55	%41.52	%6.57
Son üç yıllık ortalamalara göre aldığı puan					6.00

Dupont oranlarının son üç yıllık ortalamaları ve bu ortalamaların standart sapmaları (dalga boyları da) göz önünde bulundurularak puan verilmiştir. Trakya Cam “10” üzerinden 6.00 puan almıştır. Sonuç olarak, geçmiş üç yıldaki performansı ile şu anki mali durumu arasında büyük farklılıklar yoktur.. Bunun nedenlerine yönelik ayrıntılı açıklamalara raporun ilgili bölümlerinde yer verilmiştir.

## Piyasa Çarpanlarına Göre Değerleme

Piyasa Çarpanları	Ortalamalar	Son değer	2014/12(T)	2015/12(T)
PD/DD (EY)	1.46	0.81	0.79	0.71
PD/DD (ORT)	0.92			
PD/DD (ED)	0.63			
F/K (EY)	30.06	12.39	14.36	7.05
F/K (ORT)	12.03			
F/K (ED)	6.53			
F/NS (EY)	2.06	1.06	0.97	0.68
F/NS (ORT)	1.43			
F/NS (ED)	0.81			
FD/FAVÖK (EY)	18.84	7.88	5.66	3.73
FD/FAVÖK (ORT)	8.72			
FD/FAVÖK (ED)	3.66			
PD/FAVÖK (EY)	16.45	6.57	5.64	3.44
PD/FAVÖK (ORT)	7.02			
PD/FAVÖK (ED)	4.13			

Değerler, son üç yıldaki en yüksek, en düşük ve ortalama verileri göstermektedir. Burada; EY: En yüksek; ED:En düşük; ORT:Ortalama

Piyasa çarpanları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Birinci kolonda piyasa çarpanları yer almaktadır.

Tabloda Piyasa Değer/Defter Değeri (PD/DD), fiyat/kazanç oranı (F/K), Fiyat/Net Satış (F/NS), Firma değeri/Faiz ve vergiden Önceki Kâr (FD/FAVÖK) ve son olarak Piyasa Değeri/FAVÖK (PD/FAVÖK) oranlarının son üç yıldaki, en yüksek, en düşük ve ortalama değerleri verilmiştir.

“Son Değer” kolonundaki rakamlar, bu raporun hazırlandığı günkü fiyata göre, piyasa çarpanlarının hangi değerleri aldığını göstermektedir.

Tahmin ettiğimiz, özvarlık, net kar, net satış ve FAVÖK değerlerine göre hisse fiyatı şu anki seviyesinde kalırsa, piyasa çarpanlarının ne olacağı **son kolonda** verilmiştir.

Örneğin, şu an TRKCM’in son kapanış fiyatına göre F/K değeri “son değer” kolonunda verilmiş olup, 12.39 seviyesindedir. Eğer 2014/12(T) dönemi için tahmin ettiğimiz Kar doğru çıkarsa, F/K 14.36’ye yükselmiş olacaktır. Diğer oranlar için de benzer yorum yapabilirsiniz.

Birim: Mln TL	2014/12(T)	2015/12(T)
PD/DD (EY)	3,314	3,687
PD/DD (ORT)	2,101	2,338
PD/DD (ED)	1,421	1,581
F/K (EY)	-	-
F/K (ORT)	1,511	3,078
F/K (ED)	-	-
F/NS (EY)	-	-
F/NS (ORT)	2,647	3,773
F/NS (ED)	1,504	2,144
PD/FAVÖK (EY)	-	-
PD/FAVÖK (ORT)	2,678	4,070
PD/FAVÖK (ED)	1,576	2,395
Ağırlıklı Piyasa Değeri	2,663	2,854
Hisse Fiyatı(TL)	3.75	4.02

Bu tabloda değişik piyasa çarpanlarına göre farklı senaryolar verilmiştir. Örneğin PD/DD(EY) satırında 2014/12(T) dönemi için 3,314 (milyon TL) rakamı görülmektedir. Bunun anlamı; eğer hisse senedi geçmiş üç yılda gördüğü en yüksek PD/DD oranına ulaşırsa (ki bu değer 1.46’dır) ve aynı zamanda 2014/12(T) dönemi için tahmin ettiğimiz özvarlık değeri doğru çıkarsa, hissenin piyasa değerinin 3,314 mln TL olacağı tahmin edilmiştir.

Şu an TRKCM’in piyasa değeri 1,803 mln TL’dir. Ama unutulmamalıdır ki, bir şirketin gelecek dönemlerde kârının, kar marjlarının artması beklenmiyorsa PD/DD oranının artması da beklenmez. Bu yüzden, tablonun alt kısmında “Ağırlıklı Piyasa Değeri”, bu tablodaki değerlere farklı ağırlıklar verilerek hesaplanmış ve buna tekbül eden hisse fiyatı da verilmiştir.

Tablonun bazı hücreleri boştur. Bazı piyasa çarpanlarının geçmiş değerleri çok yüksek veya düşüğe ve anlamsız derecede düşük veya yüksek piyasa değerleri söz konusu oluyorsa, ilgili hücreler boş bırakılmıştır.

TRKCM için 2014/12(T)’de 126 mln TL ve 2015/12(T)’de 256 Mln TL Net kar beklerken aynı dönemde FAVÖK beklentimiz sırasıyla 382 ve 580 Mln TL’dir.





## Sektör Görünümü

	Net Kar Marjı	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı	Borç Oranı	Özvarlık Karlılığı	PUAN
ORTALAMA	7.23%	0.51	3.68%	44.39%	7.64%	
ANACM	4.75%	0.51	2.42%	55.9%	5.80%	6.15
DENCM	-0.04%	0.94	-0.04%	57.7%	-0.09%	5.55
SISE	7.55%	0.54	4.06%	42.3%	8.52%	6.95
TRKCM	8.53%	0.42	3.55%	41.5%	6.57%	6.65

**Dikkat! Bu tabloda eğer bir şirketin borçları, toplam varlıklarının %80'i veya daha fazlasıyla otomatik olarak 2 puan almaktadır.**

## Kurumsal Yönetime İlişkin İzlenimlerimiz

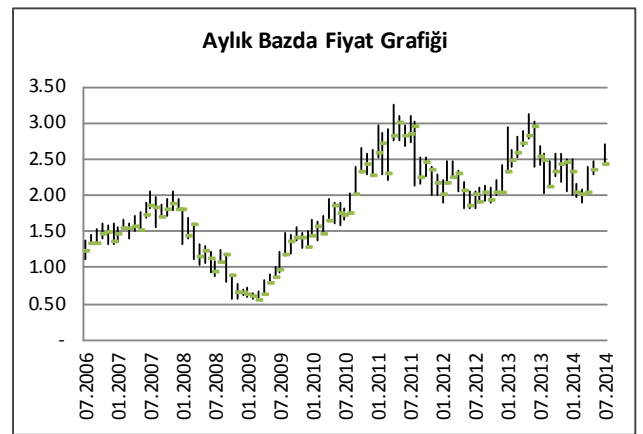
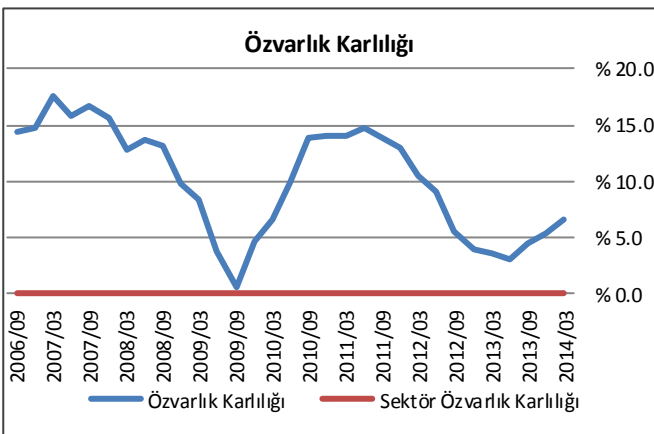
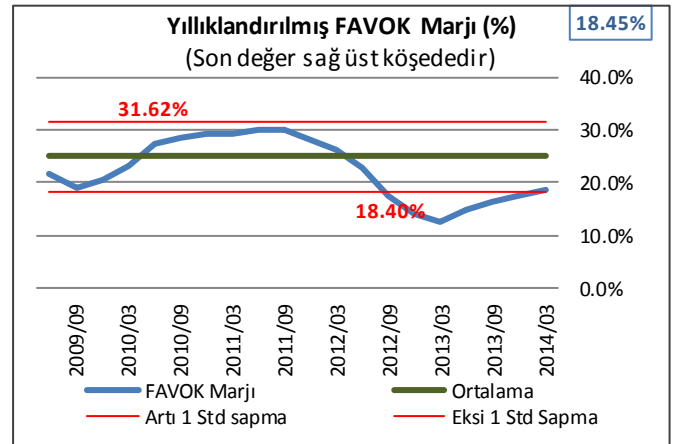
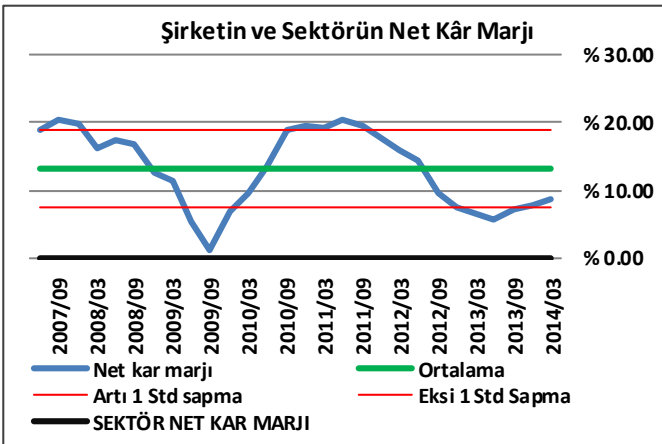
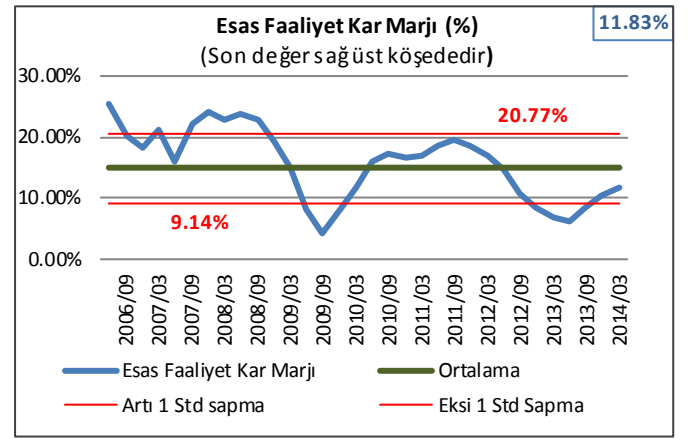
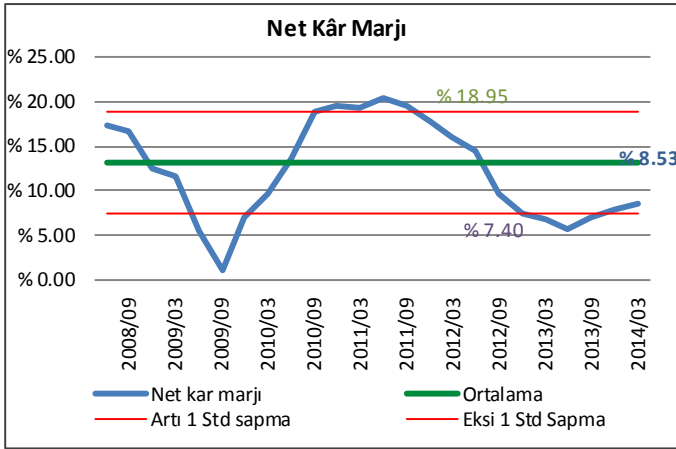
Faaliyet Raporu kalitesi, şeffaflık, hesap verilebilirlik, ortaklara karşı sorumluluk	Açıklamalar ve görüşler	PUAN	Ağırlıklar
Kurumsal Yönetim puanı var mı?	Yok		
Faaliyet raporunun kalitesi	Çok Doyurucu	90.21	
- Sektöre ilişkin bilgi verilmiş mi?	Çok Doyurucu	90.00	3%
- Firmanın sektör içindeki yeri?	Çok Doyurucu	95.00	3%
- İşletme üretim birimlerinin nitelikleri?	Çok Doyurucu	95.00	1%
- Satışlar reel olarak (miktar) verilmiş mi?	Çok Doyurucu	90.00	4%
- Ürünlerin ayrımı ve fiyat gelişmeleri?	Yeterli	90.00	4%
- Firmanın satış koşulları açıklanmış mı?	Yeterli	95.00	6%
- Satışların performansının nedenleri?	Çok Doyurucu	80.00	10%
- Verimlilik oranları verilmiş mi?	Çok Az Bilgi Var	70.00	6%
- Yukarıdaki gelişmelerin nedenleri?	Çok Doyurucu	90.00	7%
Yatırımlardaki gelişmeler ve firmaya katkısı?	Çok Doyurucu	90.00	8%
Olası Risk ve Belirsizlikler anlatılmış mı?	Çok Doyurucu	80.00	11%
Finansal tablo dipnotları yeterli mi?	Çok Doyurucu	95.00	4%
Web sitesindeki bilgi kalitesi	Çok Doyurucu	95.00	6%
1 yıldaki yatırımcı faaliyetleri	Çok Doyurucu	95.00	4%
Firma yetkilileri randevu verdi mi?	Çok Doyurucu	100.00	11%
Sorularımıza tatmin edici cevaplar aldık mı?	Çok Doyurucu	100.00	11%

Yukarıda verilen kurumsal yönetime ilişkin puanlar sadece faaliyet raporu, finansal tablo dipnotları ve yatırımcı sunumu dikkate alınarak verilmemiştir. Trakya Cam, yatırımcı ilişkileri birimi her türlü sorumuzu yanıtlamış olup raporumuza önemli ölçüde katkı sağlamışlardır. Bu nedenle puanlama yapılırken, şirket ile yaptığımız görüşmeler de dikkate alınmıştır.



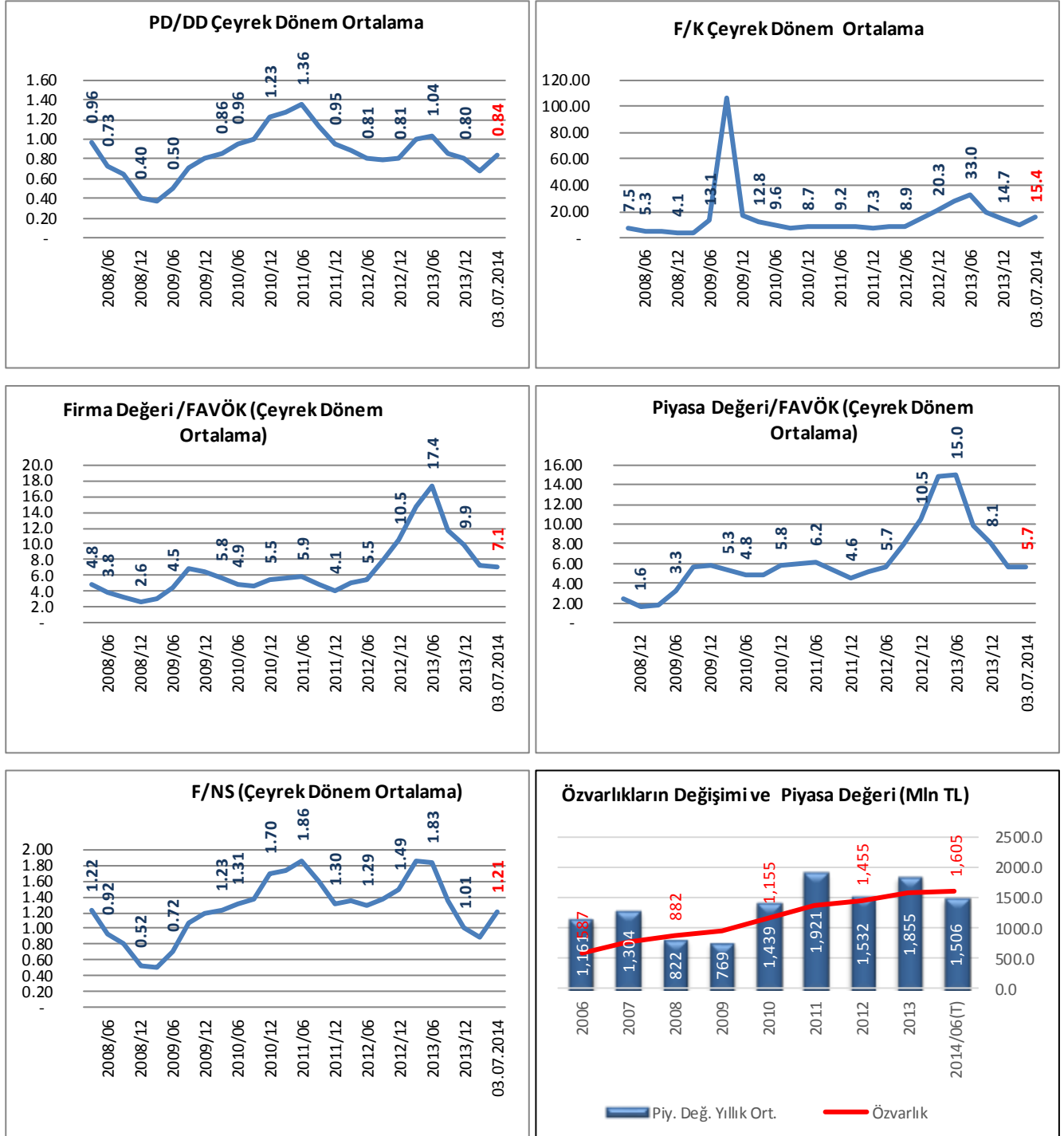
## Grafiklerle Trakya Cam

## Kâr Marjları





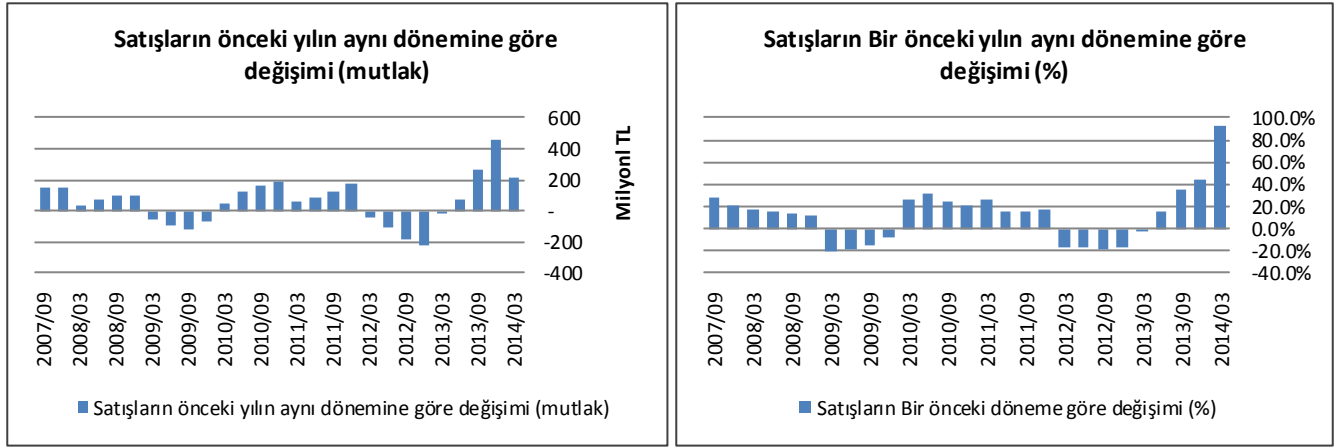
## Piyasa Çarpanları



Sağdaki grafik özvarlık artışı ile piyasa değeri artışı arasındaki ilişkiyi veriyor. Burada özvarlıklar, bedelli artırım ve temettü dağıtımlarından arındırılmıştır. Diğer bir deyişle, eğer hiç bedelli artırım ve temettü dağıtımı olmasaydı, şu an özvarlıklar ne olurdu? Sorusuna cevap aranmıştır.



## Satışlardaki Değişim



**Kullanılan Kaynaklar**

1. Matriks veri dağıtım hizmetleri A.Ş.
2. Finnet Veri Yayıncılık ve Dağıtım Hizmetleri A.Ş.
3. Finnet FAST WEB MALİ ANALİZ Programı. <http://www.borfin.com.tr>
4. [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)
5. [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)
6. Şirket yatırımcı sunumu

**EKLER:****Ek-1 : Öneriler ve Anlamları**

Öneriler dört kategoriye ayrılmıştır. Bunlar;

**“Endeks Üzerinde Getiri” , “Endekse Paralel Getiri” , “Endeks Altında Getiri” , “Öneri Yok”**

şeklinde dir. Hangi öneri verilirse verilsin, “Öneri Yok” kararı hariç, tablolarda mutlaka VADE de belirtilmiştir.

Kullandığımız Öneriler ve Diğer Aracı Kurumların Kullandığı İfadeler			
Raporlarımızda Kullandığımız Öneriler	Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler		
<b>Endeks Üzerinde Getiri</b>	AL	Ağırlık artır	Biriktir
<b>Endekse Paralel Getiri</b>	TUT	Nötr	Nötr
<b>Endeks Altında Getiri</b>	SAT	Ağırlık azalt	Azalt
<b>Öneri yok</b>	-	-	-

**Öneriler ve Anlamları**

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri	Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler
<b>Endeks Üzeri Getiri</b>	Al, Ağırlığını Artır, Biriktir

**Açıklama**

Eğer hisse için bu karar verilmişse, Bu karar, orta ve uzun vadede endekse göre daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Eğer hisse hakkında “Endeks Üzeri Getiri” kararı verilmişse, kararın altında teknik ya da temel olarak bir baz senaryomuz vardır. Bu kararlar hissenin yükseleceğini garanti etmez. Raporun hangi tarih ve saatte hazırlandığı raporun ön sayfasında yer almaktadır. Bu tarih ve saatten sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir. Bu gibi beklenmedik gelişmeler, şirket hakkında oluşturulan baz senaryoyu değiştirecek boyutta olursa, “Endeks Üzeri Getiri” kararı değiştirilebilir ve “Endeks Altı Getiri” kararı dahi verilebilir. Bu gibi durumlarda yatırımcılar SMS yoluyla bilgilendirilecekler ve gerekçeye ilişkin özet analiz web sayfasında yayımlanacaktır.

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri	Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler
<b>Endekse Paralel Getiri</b>	Tut, Nötr

**Açıklama**

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Bunlar; 1) Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Yani şirket faaliyetlerinin var olan patikada devam edeceğini düşünüyorsak “endekse paralel getiri” bekliyoruz olabiliriz. 2) Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir. Bu tür bir durum olduğunda “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmiş hisseye ilişkin olarak, yatırımcılara SMS mesajı ile bilgilendirme yapılır.

**Öneriler ve Anlamları**

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri	Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler
------------------------------------	---





## Endeks Altı Getiri

Sat, Ağırlığını Azalt, Azalt

## Açıklama

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede “Endeks Altı Getiri” beklendiğini gösterir “Endeks Altı Getiri” kararı verilmesinin sebepleri şunlar olabilir;

- Kriter 1)** Hisse senedinin fiyatı, yapmış olduğumuz ileriye dönük satış ve kâr tahminlerini baz aldığımızda dahi yüksek piyasa çarpanlarına veya İndirgenmiş Nakit Akımlarına (İNA) göre daha düşük bir değere işaret ediyor olabilir. Diğer bir deyişle mali durumu, sektör içindeki durumu çok iyi olsa bile, piyasa fiyatı olması gereken fiyatın en az yüzde 10-20 üzerine çıkmış olabilir.
- Kriter 2)** Gelecekte, makro ekonomideki veya bulunduğu sektördeki durum nedeniyle şirketin faaliyetlerinin zayıflayacağı ve beklentilerden daha düşük performans göstereceği tahmin edilmişse ve henüz fiyatlanmadığı düşünülüyorsa.
- Kriter 3)** Gelen bir haber üzerine, şirketin geleceğe dönük performansında radikal olumsuz değişim olacağı düşünülüyorsa.
- Kriter 4)** Hisse fiyatlarının aşırı dalgalanma yapmaya başlaması ve bu dalgalanmanın tarihsel verilerle karşılaştırıldığında çok yüksek olması veya olağan dışı miktar ve fiyat hareketleri karakteri sergilemesi, karakterler taşımaya başlaması söz konusu olduğunda “Endeks Altı Getiri” kararı verilebilir.
- Kriter 5)** Şirket yönetimi değişiyor veya şirket el değiştiriyor olabilir ve bu durum geleceğe dönük belirsizlikler yaratmışsa ve geleceğe ilişkin tahmin yapmak zor hale gelmişse
- Kriter 6)** Şirketin faaliyet Raporunda, SPK’nın ilgili yönetmeliği çerçevesinde yeterli açıklayıcı ve yatırımcıyı bilgilendirici yeterli bilgi verilmemişse, şirketin yatırımcı ilişkileri birimiyle iletişime geçilmesine rağmen, şirket hakkında geleceğe dönük tahminler yapılabilecek yeterli düzeyde bilgilere ulaşamamışsa bu karar verilebilir.

“Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da, önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

**“Öneri Yok” Kararı Kriterlerimiz**

- Kriter 1)** Bu karar verildiğinde hisse için alım veya satım önerisi verilmemiştir. Vade belirtilmemiştir. Aşağıdaki kriterlerden biri veya daha fazlasının söz konusu olması durumunda bu karar verilebilir;
- Kriter 2)** SPK’nın yapmış olduğu sınıflandırmaya göre, hisse C grubundaysa veya A veya B grubunda olsa bile C grubuna alınma riski ortaya çıkmışsa;
- Kriter 3)** Özvarlıkları negatifse ve yakın gelecekte, ilgili şirket faaliyetlerinin performansının, özvarlıklarını artı bölgeye çıkarması için yeterli görülüyorsa ve zararın büyüme beklentileri söz konusuysa;
- Kriter 4)** Mali yapısının incelenmesi sonrasında İflas riski olduğu düşünülüyorsa;
- Kriter 5)** Hisse senedinin fiyat geçmişi elverdiği ölçüde, uzun vadede (son üç-beş-on yılda) yatırımcısına getiri sağlamamışsa, genel olarak finansal tablolarının en az yüzde 50’sinde zarar açıklamışsa, hisse fiyatı BIST-100 endeksi ile karşılaştırıldığında uzun vadede BIST-100’ün performansının en az yüzde 30 altındaysa;
- Kriter 6)** Hisse fiyatları temel verilerden çok bağımsız hareket ediyorsa, temel değerlendirme modellerinde ortaya çıkan olması gereken fiyat ile alakasız fiyat oluşumları gerçekleşiyorsa ve Borsa İstanbul tarafından olağanüstü fiyat ve miktar hareketlerine ilişkin birden fazla açıklama istenmişse;
- Kriter 7)** Şirket gözüaltı pazarında işlem görüyorsa ya da gözüaltı pazarına alınma olasılığı yükselmişse;
- Kriter 8)** Gün içi veya haftalık bazda hisse fiyatlarının volatilitesi son 2 yılda haftalık bazda İMKB volatilitesinin 2-3 katını aşıyorsa ve diğer kriterlerden en az bir tanesi ortaya çıkıyorsa;
- Kriter 9)** Şirketin faaliyet raporlarının incelenmesi sonrasında, şirketin faaliyetlerine ilişkin verilen bilgi seviyesinin adeta yok denecek kadar az olması, şirketle iletişime geçilmesine rağmen, yatırımcı ilişkileri biriminden yeterli bilgi alınamaması ve bu nedenle de şirkete ilişkin bir değerlendirme yapmanın imkansız olduğu durumlarda;
- Hisse yeni halka arz edilmiş; bundan dolayı da elde sağlıklı bir değerlendirme yapılmasını sağlayacak yeterli veri bulunmuyor olabilir.
  - Şirket ile ilgili, mevcut faaliyetlerini, mali yapısını ve ortaklık yapısını etkileyebilecek boyutta olan devam eden bir davanın sonucu bekleniyor olabilir.
  - Şirketin temel faaliyet alanından kaynaklı olarak, şirket ile görüşülmeden verilecek bir kararın ya da yapılacak değerlemenin sağlıklı olacağı düşünülüyor olabilir.
  - Makro ekonomideki veya bulunduğu sektördeki durum nedeniyle ya da şirket yönetiminin değişiyor/şirketin el değiştiriyor olması gibi nedenlerle geleceğe yönelik belirsizlikler artmış ve geleceğe ilişkin tahmin yapmak zor hale gelmiş olabilir.
  - Hisse fiyat grafiğinde görülebilecek aşırı oynaklık ya da yeni halka arz olmasından kaynaklı olarak analiz yapılması için yeterli ölçüde veri olmadığı durumlarda hissenin getiri potansiyeli hakkında karar verilmeyebilir. “Öneri Yok” kararı verilebilir.

Fakat, bu karar verilmiş olsa dahi, hissenin fiyatının kesin olarak düşeceği anlamı çıkmamalıdır. İlgili hisse çok yüksek artışlar yapabilir ve kısa vadede yüksek getiri sağlayabilir, ama buna rağmen yatırımcılar para kaybedebilirler. Şöyleki; bilimsel çalışmalar, küçük yatırımcının bu tür yüksek volatiliteli hareketlerde bile kazanamadığını göstermektedir. “Öneri Yok” kararı verilen hisse grafiklerinin önemli bir kısmında zaman zaman sert fiyat yükselişleri oluşmuştur. Fakat, yatırımcı psikolojisi konusunda yapılan bilimsel çalışmalar, sürekli olarak fiyatları izleyen ve bu hareketlerden kar elde etmeye çalışan yatırımcıların, hisse hakkında çıkan dedikodu ve fiyat hedeflerine odaklandığını, alım yapmakta çok geç kaldığını, genellikle işlem hacmi artışıyla günlük bazda çok sert yükselişlerde alıma geçtiğini, bunun sonrasında satmayı düşünmediğini ama çok sert gerilemeler başladığında ise, bir süre sonra dayanamayıp, daha fazla düşecek korkusuyla dip seviyelere yakın yerlerden sattığını göstermektedir. Yukarıdaki kriterlerin ortadan kalkması veya sehven yanlış girilmiş bilgi tespit edilmiş olması, şirket yönetiminin, “Öneri Yok” kararına itirazı ve gerekçesinin yerinde bulunması durumunda bu karar, gerekçesi yazılarak değiştirilebilir, ilgili hisse “Öneri Yok” listesinden çıkarılabilir. Bu dokümanda verilen kararlar, ilgili şirket için hazırlanan rapor veya hazırlanmakta olan raporun bir özeti şeklinde olup; ayrıntılı analizler, kaynakça ve diğer öne çıkan konular şirket raporunda yer almaktadır. Hazırlanan bu doküman, müşterilerimizin ve müşteri temsilcilerimizin hızlı bir şekilde bakabilecekleri bir kaynak niteliğindedir.

**Genel Müdürlük**

Cumhuriyet Mah.E-5 Yanyol No:29 34876  
Yakacık/Kartal/İSTANBUL  
Tel: (216) 453 00 00 E-Posta: [bilgi@gedik.com](mailto:bilgi@gedik.com)

**İstanbul****Altıyol**

Hacı Mehmet Sok. 24 E Dalyan Konut Sitesi D:6 34726  
Fenerbahçe/Kadıköy  
Tel: (216) 360 59 60 E-Posta: [altiyol@gedik.com](mailto:altiyol@gedik.com)

**Bakırköy**

Cevizlik Mah. Muhasebeci Sok. Neşe Han No:1 Kat:3 Bakırköy  
Tel: (212) 660 85 25 E-Posta: [bakirkoy@gedik.com](mailto:bakirkoy@gedik.com)

**Caddebostan**

Bağdat Cad. Murat Apt. K: 2 Daire:10 Erenköy/Kadıköy  
Tel: (216) 411 62 53 E-Posta: [ykadikoy@gedik.com](mailto:ykadikoy@gedik.com)

**Etiler**

Ayılar Cad. Metro İşhanı No: 10, D:7, K: 3 Levent / Beşiktaş  
Tel: (212) 270 41 00 E-Posta: [etiler@gedik.com](mailto:etiler@gedik.com)

**Gaziosmanpaşa**

Merkez Mah. Cami Karşısı No:88 Kat:3 Gaziosmanpaşa  
Tel: (212) 497 10 10 E-Posta: [gop@gedik.com](mailto:gop@gedik.com)

**Kapalıçarşı**

Kürkçüler Sk. No:25 Eminönü / Kapalıçarşı  
Tel: (212) 513 40 01 E-Posta: [kcarsi@gedik.com](mailto:kcarsi@gedik.com)

**Maltepe**

Gedik İş Hanı Bağdat Cad. No: 162 K: 2 Maltepe  
Tel: (216) 399 00 42 E-Posta: [maltepe@gedik.com](mailto:maltepe@gedik.com)

**Perpa**

Gülbahar Mah. Avni Dilligil Sk. Çelik İş Merkezi B Blok No 9/11  
Mecidiyeköy  
Tel: (212) 356 16 52 E-Posta: [perpa@gedik.com](mailto:perpa@gedik.com)

**Şaşkınbakkal**

Bağdat Cd. No: 377/5 Esen Ap. Şaşkınbakkal  
Tel: (216) 411 13 67 E-Posta: [sbakkal@gedik.com](mailto:sbakkal@gedik.com)

**Tophane**

Necatibey Cad. Alipasa Degirmen Sok. No:24 80040  
Tophane/Karaköy  
Tel: (212) 251 60 06 E-Posta: [tophane@gedik.com](mailto:tophane@gedik.com)

**Ümraniye**

Afatürk Mah. Alemdağ Cad. No: 122/2 Ümraniye  
Tel: (216) 461 33 90 E-Posta: [umraniye@gedik.com](mailto:umraniye@gedik.com)

**Ankara****Çankaya**

Simon Bolivar Cad. No: 8/6 Çankaya  
Tel: (312) 438 27 00 E-Posta: [cankaya@gedik.com](mailto:cankaya@gedik.com)

**Kızılay**

Sümer Birinci Sok. No:13/3 Demirtepe  
Tel: (312) 232 09 49 E-Posta: [ankara@gedik.com](mailto:ankara@gedik.com)

**Ulus**

Ulus Şehir Çarşısı No: 170 Ulus  
Tel: (312) 311 49 59 E-Posta: [ulus@gedik.com](mailto:ulus@gedik.com)

**Antalya**

Tahıl Pazarı Mah.404 Sok.Hafız Ahmet Bedesten No:5/29-30  
Tel: (242) 248 35 20 E-Posta: [antalya@gedik.com](mailto:antalya@gedik.com)

**Bursa**

Şehreküstü Mah. Aydı Plaza İş Merkezi No: 17 Fomara  
Tel: (224) 220 51 50 E-Posta: [bursa@gedik.com](mailto:bursa@gedik.com)

**Denizli**

Saraylar Mah.İkinci Ticari Yol Sk.No: 56 Kat:4  
Tel: (258) 263 80 15 E-Posta: [denizli@gedik.com](mailto:denizli@gedik.com)

**Düzce**

Şerefiye Mah. Cengiz Topel Sk. Taşhan Apt. No : 58-59  
Tel: (380) 524 08 00 E-Posta: [duzce@gedik.com](mailto:duzce@gedik.com)

**Elazığ**

Yeni Mah. Gazi Cd. No : 28/3 Tel: (424) 233 28 01/237 09 98 E-Posta: [elazig@gedik.com](mailto:elazig@gedik.com)

**Eskişehir**

Köprübaşı Şen Sok. Onur İşhanı No:1 Kat:4  
Tel: (222) 230 09 08 E-Posta: [eskisehir@gedik.com](mailto:eskisehir@gedik.com)

**Kocaeli**

Hacı Halil Mah. Hükümet Cad. No: 95 Gebze  
Tel: (262) 642 34 00 E-Posta: [gebze@gedik.com](mailto:gebze@gedik.com)

**İzmir**

Cumhuriyet Bulvarı No:131 Cevher Apt. Kat:2 D:3/4 Alsancak  
Tel: (232) 465 10 20 E-Posta: [izmir@gedik.com](mailto:izmir@gedik.com)

**Konya**

Nalçacı Cad. Acentacılar Sitesi No:81 Selçuklu  
Tel: (332) 238 59 60 E-Posta: [konya@gedik.com](mailto:konya@gedik.com)

**Manisa**

Anafartalar Mah. Mustafa Kemal Paşa Cad. Kamil Menteş Apt. No:34/1  
Tel: (236) 239 42 98 E-Posta: [manisa@gedik.com](mailto:manisa@gedik.com)

**Uşak**

İsmetpaşa Cad. No: 63 K:2 Mavi Plaza  
Tel: (276) 227 27 44 E-Posta: [usak@gedik.com](mailto:usak@gedik.com)