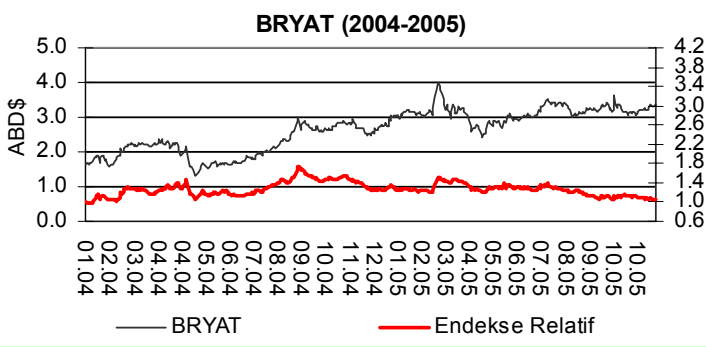


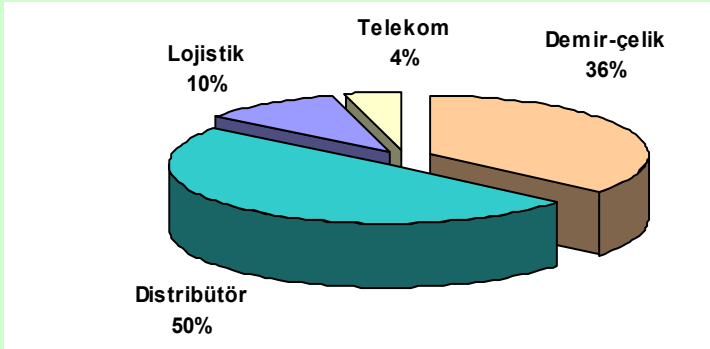
## (Borusan Yat. Paz. BRYAT.IS) (4.58YTL / 3.39 ABD\$)



### HİSSE SENEDİ VERİLERİ (24 Kasım 2005)

Relatif Performans	
1 ayl	3 ayl
-4%	-11%
12 ayl	
-26.4%	
52 Hafta Aralığı (ABD\$):	2.43-4
Piyasa Değeri (ABD\$mn):	95
Ort. Günlük Hacim (ABD\$mn) 3 ayl:	0.87
YBB ABD\$ Getiri (%):	23
Ödenmiş sermaye (YTL):	28
Halka Açıklık Oranı:	%33

### Borusan Yatırım NAD Dağılımı



- ◆ Borusan Yatırım, Borusan Grubu'nun demir-çelik, distribütörlük, lojistik ve teknoloji sektörlerinde faaliyet göstermekte olan şirketlerine iştirak etmektedir.
- ◆ Borusan Yatırım'ın NAD'inin %86'sını Borusan Grubu'nun ana faaliyet konusu olan demir-çelik ve distribütörlük gruplarından gelmektedir.
- ◆ Henüz şirkete fazla bir değer katamamış, fakat buna rağmen önümüzdeki yıllarda hızlı büyümesini beklediğimiz lojistik ve telekom gruplarının Borusan Yatırım'ın şu anki değerlemesine katkıları sınırlı kalmıştır.
- ◆ Borusan Yatırım, 169 mn \$ hedef net aktif değerine göre, oldukça cazip, %44 oranında iskonto ile işlem görmektedir.
- ◆ Borusan Yatırım'ın İMKB'de işlem gören tek şirketi olan Borusan Boru, şirketin NAD'ne de sınırlı bir katkı sağlamaktadır. Bu yüzden İMKB yatırımcıları Grubu çok tanımamaktadır.
- ◆ Borusan Grubu önümüzdeki dönemlerde bazı grup şirketlerini halka açmayı planlamaktadır. Bu gelişmelere bağlı olarak, Borusan Yatırım'ın şeffaflığının artmasını ve NAD'inin olumlu etkilenmesini beklemekteyiz.

### VERİLER & TAHMİNLER

	Satışlar (ABD\$mn)	FVAÖK (ABD\$mn)	Net Kar (ABD\$mn)	FVAÖK Mrj. (%)	F/K (ABD\$,x)	FD/ Satışlar	FD/ FVAÖK
2003	4.1	3.4	2.5	83%	37.7	22.1	26.8
2004	6.1	5.4	5.6	82%	17.1	13.7	16.8
2005E	7.5	6.0	7.0	80%	13.6	11.5	14.4

## Değerleme

Borusan Yatırım için hedef piyasa değeri hesaplariken şirketin Net Aktif Değer (NAD) modelini baz aldık. Borusan Yatırım'ın her faaliyet grubundaki iştiraklerini, kendi dinamiklerini gözönünde bulundurularak, değerlendirdik, bu şirketlerden Borusan Yatırım'ın iştirak oranında elde edeceği değeri hesapladık. Bu yöntem ile şirketin yatırım portföyünde bulunan iştiraklerinin değerinin toplamı ile hedef değerimiz olan 169 mn ABD\$'a ulaştık.

	Borusan Yatırım'ın Payı	Hedef Değeri (mn \$)	Borusan Yatırım'a Katkısı (mn \$)
<b>Demir-Çelik Grubu</b>			<b>57.25</b>
Borusan Mannesmann Boru Yatırım Holding	12.36%	211.51	26.14
Borçelik	13.25%	224.38	29.73
Kerim Çelik	10.00%	13.73	1.37
<b>Distribütörlük Grubu</b>			<b>79.45</b>
Borusan Makina Servis	19.50%	148.80	29.02
Borusan Otomotiv	26.00%	119.41	31.05
Borusan Oto Servis	20.00%	91.27	18.25
Supsan Motor Subapları	10.02%	11.28	1.13
<b>Lojistik Grubu</b>			<b>16.77</b>
Borusan Lojistik Dağıtım	18.07%	92.82	16.77
<b>Telekom Grubu</b>			<b>6.83</b>
Borusan Teknolojik Yatırımlar Holding	46.18%	14.74	6.81
Otomax	19.00%	0.11	0.02
<b>Toplam</b>			<b>160.29</b>
Net Nakit (30 Haziran 2005)			9.20
<b>Toplam NAD</b>			<b>169.49</b>
Piyasa Değeri			95.2
<b>(İskonto) / Prim</b>			<b>-44%</b>

Borusan Grubu'nun esas faaliyet alanlarını oluşturan demir-çelik ve distribütörlük grupları, Borusan Yatırım'ın NAD'nin %86'sını oluşturmaktadır. Yeni iş sahaları olan, lojistik ve teknoloji sektörlerinin önümüzdeki yıllarda hızlı büyümesini bekliyoruz. Fakat bu sektörlerin, şu an için, Borusan Yatırım'ın NAD'ne katkısı sınırlı kalmıştır.

Borusan Yatırım'ın NAD'ine %50 oranında pay ile en büyük katkıyı distribütörlük grubu sağlamaktadır. Distribütörlük grubunun tahmini değerini hesaplamak için İMKB sanayi endeksinin 2005 tahmini FD/Satışlar, FD/AVFÖK ve F/K çarpanlarını kullandık.

Borusan Yatırım'ın NAD'nin %36'sını oluşturan demir-çelik grubu şirketlerinin değerini hesaplamak için yurtiçindeki ve yurtdışındaki benzerlerinin 2005 tahmini FD/Satışlar, FD/AVFÖK ve F/K çarpanlarını kullandık.

**Borusan Yatırım hesapladığımız 169mn ABD\$'ı NAD'ine göre %44 oranında iskonto ile işlem görmektedir. Fakat Şirket'in geçmiş verilerini incelediğimizde Borusan Yatırım'ın sürekli olarak NAD'ine göre yüksek oranda iskontoya sahip olduğunu görmekteyiz.**

**Borusan Yatırım, Borusan Grubu'nun demir-çelik, distribütörlük, lojistik ve telekom sektörlerinde faaliyet göstermekte olan şirketlerine iştirak etmektedir.** Borusan Yatırım büyüme potansiyeline sahip veya sektörlerinde lider Grup şirketlerden oluşan bir portföy oluşturmuştur. %33'ü halka açık olan Borusan Yatırım'ın hisselerinin geri kalanı Borusan Grubuna aittir.

Borusan Grubu'nun konsolide satış gelirlerinin %95'i grubun esas faaliyet alanı olan yassı çelik, çelik boru, otomotiv (BMW, Land Rover, Mini) ve ağır iş makinaları (CAT) distribütörlük alanlarından gelmektedir. Borusan Grubu'nun 2004 yılı konsolide satış gelirleri 2003 yılındaki 1 milyar ABD\$'ına göre, özellikle distribütörlük ve demir-çelik sektörlerindeki büyümeye paralel olarak, %56 oranında artarak 1.6 milyar ABD\$'ına ulaşmıştır. 2004 yılında dünya çelik fiyatlarında ve satışlarında görülen artış, Holding'in çelik segmentinin performansını olumlu etkilemiştir. Türkiye'de binek otomotiv satışlarındaki hızlı artış, 2004 yılında Borusan'ın distribütörlük segmentindeki satışların belirgin oranda büyümesini sağlamıştır. 2005 yılında ise şirketin satışlarındaki büyümenin devam etmesini ve konsolide satış gelirlerinin 2 milyar ABD\$'ına ulaşmasını bekliyoruz.

### **Distribütörlük Grubu**

Borusan Otomotiv BMW, Mini ve Land Rover markalarının Türkiye'deki tek yetkili distribütörüdür. Borusan Oto ise bu markaların satış ve satış sonrası hizmetlerini vermektedir. Borusan Makina, Türkiye'de CAT'in ağır iş makinalarının, Kazakistan, Kırgızistan, Azerbaycan ve Gürcistan'da ise hem ağır iş makinalarının hem de güç sistemlerinin tek yetkili distribütörüdür.

- ◆ **Borusan Otomotiv - Borusan Oto:** Lüks otomobil segmentinde BMW %30 oranındaki pazar payı ile lider konumdadır. Land Rover ise 4x4 pazarında ilk üç marka arasında yer almaktadır. Borusan Otomotiv ana faaliyet alanı olan birinci el araç satışına ek olarak kullanılmış araç satışı ve filo kiralama alanlarında da faaliyetlerini artırmaktadır.

2004 yılında 6.812 adetlik otomobil satışına ulaşan Borusan Otomotiv'in 2005 yılında 7.100 adet 2006 yılında ise 8.000 adetlik satışa ulaşması beklenmektedir. Satışlardaki bu artış BMW'nin 1 ve 3 serisindeki yeni modeller ile destekleneceğini düşünüyoruz. Özellikle Ekim 2005'ten itibaren satışına başlanmış olan yeni 3 serisine ait 3.16 modelinin düşük hacimli motorundan kaynaklanan vergi avantajı nedeniyle satışlara olumlu bir katkı yapması beklenmektedir. Borusan'ın BMW markalı motorsiklet satışları da 2004 yılında 509 adet olarak gerçekleşmiş ve 2005 yılında 630 adete yükselmesi bekleniyor.

Borusan Otomotiv'in satış gelirlerinin 2005 yılında %9 oranında artarak 335 mn ABD\$'ına yükselmesini ve satış sonrası servis hizmeti sağlayan Borusan Oto'nun 2005 yılı satış gelirlerinin %22 oranında artarak 220 mn ABD\$'ına ulaşmasını beklemekteyiz. Buna ek olarak Borusan Otomotiv Türkiye'de edindiği tecrübesini Doğu Avrupa ülkelerinde distribütörlük olarak değerlendirmeyi ve iş hacmini büyütmeyi hedeflemektedir.

- ◆ **Borusan Makina:** Borusan Makina hem yurtiçi hem de yurtdışı pazarlarında gösterdiği yüksek büyüme ile Borusan Grubu'nun yükselen yıldızı olmuştur. 2005 ve 2006 yıllarında ise büyümede yakaladığı ivmeyi korumasını bekliyoruz. Türkiye'de, inşaat sektöründeki canlanmaya bağlı olarak yurtiçi ağır iş makineleri pazarı 2004 yılında 2 katı oranda büyüyerek 3.800 adete ulaşmıştır. Buna paralel olarak Borusan Makina'nın 2003 yılında 367 adet olan satışları 2004 yılında 733 adete yükselmiştir.

2005 yılında ise inşaat sektöründeki yüksek talebin devam etmesi ile birlikte toplam pazarın 6.300, Borusan Makina'nın ise 1.100 adetlik satış rakamına ulaşacağını tahmin ediyoruz. Yurtiçi satış gelirlerinin ise 2005 yılında %33 oranında artarak 220mn ABD\$'ına ulaşmasını bekliyoruz.

Borusan Makina'nın Orta Asya (Kazakistan, Azerbeycan, Gürcistan ve Kırgızistan) satışlarının 2005 yılında 2 katı oranında büyüyerek 310 adete ve satış gelirlerinin ise 120 mn ABD\$'ına ulaşmasını bekliyoruz. Buna ek olarak Borusan Makina 2005 yılı içerisinde CAT ürünlerinin İran'daki distribütörlük haklarını İranlı bir şirket, Ballı Grubu ile %50-50 olarak almıştır. Petrol, doğalgaz ve diğer madenler açısından zengin kaynaklara sahip olan İran'ın ağır iş makineleri açısından oldukça önemli bir büyüme potansiyeli vardır. İlk etapda ikinci el, yedek parça satışlarında ve servis hizmetlerinde bir büyüme potansiyeli olmasını bekliyorlar. Bu nedenle 2006 yılından itibaren bu ortaklığın Borusan Makina'ya oldukça önemli bir katkı yapacağını söyleyebiliriz.

## Demir-Çelik Grubu

Borusan Mannesmann Boru (BMB) Türkiye'nin en büyük, Avrupa'nın ise 5. büyük çelik boru üreticisidir. Borçelik ise Türkiye'nin Ereğli Demir Çelik'ten sonra ikinci en büyük yassı çelik üreticisidir. Türkiye'nin ilk çelik servis şirketi olan Kerim Çelik orta ölçekli sanayi işletmelerine hizmet vermektedir.

- ◆ **Borusan Mannesmann Boru:** 2004 yılı itibarıyla; Borusan Boru'nun Mannesman Boru'yu devralması ile birlikte BMB 750,000 ton üretim kapasitesi ile Avrupa'nın en büyük ilk 5 çelik boru üreticisinden biri konumuna gelmiştir. BMB, Borusan Yatırım'ın portföyünde bulunan İMKB'de işlem gören tek şirkettir. Türkiye'de pazar payında lider olan BMB'nin 2004 yılı yurtiçi satışları 390.000 ton, yurtdışı satışları 152.000 ton ve satış gelirleri de 370 mn ABD\$'ı olarak gerçekleşmiştir.

Satış miktarı olarak baktığımızda su-doğalgaz boruları, BMB'nin satışlarında ilk sırayı alırken bunu sırasıyla basınç, spiral kaynaklı borular, özel ve inşaat boruları takip etmektedir. İnşaat sektöründeki büyümeyi, doğalgaz kullanımının yaygınlaşması için yapılan doğalgaz dağıtım ihalelerini dikkate aldığımızda Türkiye pazarının oldukça yüksek büyüme potansiyeli olduğunu söyleyebiliriz.

Spiral borularda ise hem Türkiye'de hem de Orta Doğu ve Kuzey Afrika başta olmak üzere çevre ülkelerde devam eden ve planlanan projeler talebi canlı tutacaktır. Yakın zamanda ihalesi gerçekleşecek projelerin 1.1 mn ton spiral boru talebi yaratması beklenmektedir. Uzun vadede ise bu talep 4 mn tona yükselecektir. 2005 yılında BMB'nin satışlarının 620.000 tona ulaşmasını ve satış gelirlerinin ise 420 mn ABD\$'ını aşmasını bekliyoruz. BMB'nin Doğu ve Orta Avrupa'da şirket satın almaları ile büyüme hedefi bulunmaktadır.

- ◆ **Borçelik:** Ereğli Demir Çelik'ten sonra ikinci en büyük yassı çelik üreticisi olan Borçelik, 2004 yılında gerçekleştirdiği yatırım ile üretim kapasitesini 900.000 tona yükseltmiştir. Bu kapasitenin devreye girmesi ile 2004 yılında satışlarını %45 oranında artırarak 755.000 tona yükseltmiştir. 2005 yılında ise satışlarının %10 oranında büyümesini ve 830.000 tona yükselmesini beklemekteyiz.

Satış hacmindeki artışa ve 2004 yılında çelik fiyatlarında yaşanan hızlı yükselişe bağlı olarak Borçelik'in satış gelirleri 2004 yılında %102 oranında artarak 462mn ABD\$'ına ulaşmıştır. 2005 yılında ise Borçelik'in 560mn ABD\$'ı satış geliri elde etmesini bekliyoruz. Borçelik 2005 yılının ikinci yarısında gerileyen çelik fiyatlarından olumsuz etkilenmiştir. Yüksek fiyat ile stok bulunduran Borçelik'in satış fiyatlarındaki gerileme dolayısıyla kar marjlarında daralma yaşanmıştır. Bunun neticesinde 2004 yılında %13 FAVÖK marjı olan Borçelik'in 2005 yılı marjının %6-7 seviyesinde olması beklenmektedir.

Borçelik'in uzun zamandır planlanan halka arzının ise FAVÖK marjının tekrar %13-14 seviyesine yükseleceği ve satışlarının 900.000 tonun üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz 2006 yılı sonunda gündeme gelmesini bekliyoruz.

## Yeni İş Alanları

Borusan Yatırım, Borusan Grubunun önümüzdeki yıllarda hızlı büyümesini beklediği lojistik ve telekom alanlarında faaliyet gösteren şirketlerine iştirak etmiştir. Lojistik ve Telekom Gruplarının şu anda Borusan Grubu'nun konsolide rakamlarına katkıları limitli olsa da önümüzdeki yıllarda bu katkının hızla artmasını bekliyoruz.

- ◆ **Borusan Lojistik:** Borusan Lojistik, liman işletmeciliğinin yanısıra gümrükleme, depolama, kara ve deniz nakliyatlarını kapsayan 3. parti lojistik (3PL) hizmetlerini sağlamaktadır. Borusan Grubu şirketlerine sunduğu hizmetler yanında, Borusan Lojistik'in esas büyüme beklediği alan grup dışı müşterilere sunduğu 3PL hizmetleridir.

Kurulduğu dönemde ağırlıklı olarak Borusan Grubu şirketlerine hizmet veren Borusan Lojistik, zaman içerisinde grup dışı müşterilerden elde ettiği gelirlerin toplam gelirleri içerisindeki payını düzenli olarak artırmıştır. 2003 yılında %48 olan grup dışı gelirler 2004 yılında %57'ye yükselmiştir. Şirket 2005 ve 2007 yıllarında grup dışı gelirlerinin sırasıyla %63 ve %75 seviyesine yükselmesini beklemektedir.

Özellikle hızlı tüketim malları, otomotiv gibi Türkiye'nin hızla gelişen sektörlerine sunduğu 3PL hizmetlerinde yakaladığı hızlı büyüme ile Borusan Lojistik 2004 yılında satış gelirlerini %60 oranında artırarak 84mn ABD\$'ına yükseltmiştir. Türkiye'nin artan ticaret hacminden olumlu etkilenen şirketin 2005 yılında satış gelirlerini %37 oranında artırarak 115mn ABD\$'ına ulaşmasını bekliyoruz.

Müşterilerinin yurtiçindeki ihtiyaçlarına çözüm sağlayan Borusan Lojistik, yurtdışındaki ihtiyaçlarını karşılamak için de altyapısını oluşturmaktadır. Bu kapsamda Ukrayna'da depolama, Irak'ta kara, deniz nakliyatı ve depolama, İsrail'de ise kara nakliyatı hizmetleri vermektedir.

- ◆ **Borusan Telekom:** Kurumsal internet pazarında %26 oranında pazar payı ile lider olan Borusan Telekom, uzun mesafeli konuşma hizmeti vermek için A-Sınıfı lisansı almıştır. Kurumsal iletişim alanında uzun vadede %20 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir. Satış gelirlerini her yıl yüksek oranda artırarak 2007 yılında 100mn ABD\$'ı satış gelirine ulaşmayı hedeflemektedir.

Borusan Telekom'un 2004 yılında satış geliri 15mn ABD\$'yken 2005 yılında 25mn ABD\$'ına ulaşmasını beklemekteyiz. Yatırımlarına devam eden şirketin FAVÖK'ü 2005 yılında başa baş noktasına ulaşacaktır. Şirketin hedefi %20 oranında FAVÖK marjını yakalamaktır.

<b>Bilanço, (mnABD\$)</b>	<b>2Ç04</b>	<b>3Ç04</b>	<b>4Ç04</b>	<b>1Ç05</b>	<b>2Ç05</b>	<b>2Ç05/ 2Ç04</b>	<b>6A04</b>	<b>6A05</b>	<b>Yıllık % Değ.</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>6.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>9.1</b>	<b>10.7</b>	68%	<b>6.4</b>	<b>10.6</b>	67%
Hazır Değ. ve Menkul Kıy.	6.1	6.0	5.2	8.6	9.2	51%	6.1	9.1	50%
Ticari Alacaklar	-	-	-	-	-	a.d.	-	-	a.d.
Stoklar	-	-	-	-	-	a.d.	-	-	a.d.
Diğer Dönen Varlıklar	0.3	0.2	0.3	0.5	1.5	461%	0.3	1.5	457%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>60.0</b>	<b>60.7</b>	<b>56.4</b>	<b>51.7</b>	<b>50.5</b>	-16%	<b>60.0</b>	<b>50.1</b>	-17%
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>66.4</b>	<b>66.9</b>	<b>61.9</b>	<b>60.7</b>	<b>61.1</b>	-8%	<b>66.4</b>	<b>60.7</b>	-9%
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	-71%	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	-71%
Finansal Borçlar	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-93%	0.1	0.0	-93%
Ticari Borçlar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-41%	0.0	0.0	-42%
Diğer KV Borçlar	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	44%	0.0	0.0	43%
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	37%	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	36%
Finansal Borçlar	-	-	-	-	-	a.d.	-	-	a.d.
Diğer UV Borçlar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	37%	0.0	0.0	36%
<b>Öz Sermaye</b>	<b>66.3</b>	<b>66.9</b>	<b>61.6</b>	<b>60.4</b>	<b>61.1</b>	-8%	<b>66.3</b>	<b>60.7</b>	-8%
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>66.4</b>	<b>66.9</b>	<b>61.9</b>	<b>60.7</b>	<b>61.1</b>	-8%	<b>66.4</b>	<b>60.7</b>	-9%
Net İşletme Sermayesi	0.2	0.2	(0.0)	0.2	1.4	497%	0.2	1.4	493%
Net Borç Durumu	(6.0)	(6.0)	(5.2)	(8.6)	(9.2)	53%	(6.0)	(9.1)	52%
<b>Gelir Tablosu, (mnABD\$)</b>	<b>2Ç04</b>	<b>3Ç04</b>	<b>4Ç04</b>	<b>1Ç05</b>	<b>2Ç05</b>	<b>2Ç05/ 2Ç04</b>	<b>6A04</b>	<b>6A05</b>	<b>Yıllık % Değ.</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>3.5</b>	<b>0.7</b>	<b>2.1</b>	-	-	a.d.	<b>3.8</b>	-	a.d.
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-	a.d.	-	-	a.d.
<b>Brüt Kar/ (Zarar)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(0.1)</b>	<b>4.1</b>	a.d.	<b>-</b>	<b>4.0</b>	a.d.
Faaliyet Giderleri	0.2	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	a.d.	(0.6)	(0.5)	-7%
<b>Faaliyet Karı/ (Zararı)</b>	<b>3.1</b>	<b>0.4</b>	<b>1.7</b>	<b>(0.4)</b>	<b>3.8</b>	22%	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	8%
<b>FVAÖK</b>	<b>3.1</b>	<b>0.4</b>	<b>1.7</b>	<b>(0.4)</b>	<b>3.8</b>	22%	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	8%
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	(0.3)	(0.1)	0.1	0.1	(0.2)	-24%	(0.2)	(0.1)	-39%
Finansman (Giderleri)/Gelirleri	0.2	0.2	0.1	(0.0)	0.3	10%	0.3	0.3	12%
Vergi	-	-	-	-	-	a.d.	-	-	a.d.
Net Parasal Pozisyon Karı/	(0.1)	-	(0.2)	(0.0)	(0.1)	33%	-	(0.1)	a.d.
Ana Ortaklık Dışı Pay	-	-	-	-	-	a.d.	-	-	a.d.
<b>Net Kar/ (Zarar)</b>	<b>2.6</b>	<b>0.5</b>	<b>2.2</b>	<b>(0.3)</b>	<b>3.8</b>	47%	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	25%
<b>Rasyolar (%)</b>	<b>2Ç04</b>	<b>3Q04</b>	<b>4Q04</b>	<b>1Q05</b>	<b>2Q05</b>	<b>2Ç05/ 2Ç04</b>	<b>6M04</b>	<b>6M05</b>	
Brüt Kar Marjı	0%	0%	0%	-	-	a.d.	0%	-	
Faaliyet Kar Marjı	90%	63%	81%	-	-	a.d.	85%	-	
FVAÖK Marjı	90%	64%	81%	-	-	a.d.	85%	-	
Net Kar Marjı	74%	79%	104%	-	-	a.d.	76%	-	
Net Borç/Özsermaye	-9%	-9%	-8%	-14%	-15%	66%	-9%	-15%	

**Bu rapordaki veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.**

**Garanti Yatırım**

Garanti Binası Nispetiye Mah. Aytar Cad. No.2/8  
Levent İstanbul

Telefon: (212) 318 28 38

Fax: (212) 217 84 70

E-mail: [arastirma@garanti.com.tr](mailto:arastirma@garanti.com.tr)

**Araştırma**

**Genel Müd. Yrd. Mahmut Kaya (212) 318 27 30**

**Hisse Senedi:**

Aylin Çorman (212) 318 27 36

Tolga Kudaloğlu (212) 318 27 34

Toygun Onaran (212) 318 27 43

Esra Ebru Altinel (212) 318 27 33

E. Alper Çelik (212) 318 27 39

M. Kemal Özmen (212) 318 27 32

B. Deniz Egemen (212) 318 27 45

**Ekonomi ve Piyasalar:**

Gizem Öztok (212) 318 27 40

Serdar Pazı (212) 318 27 18