

# STRATEJİ

## Hisse Senetleri Görünümü

29 Ocak 2013

Erkan Savran

erkan.savran@akyatirim.com.tr

### Değerleme: bardağın yarısı dolu mu boş mu?

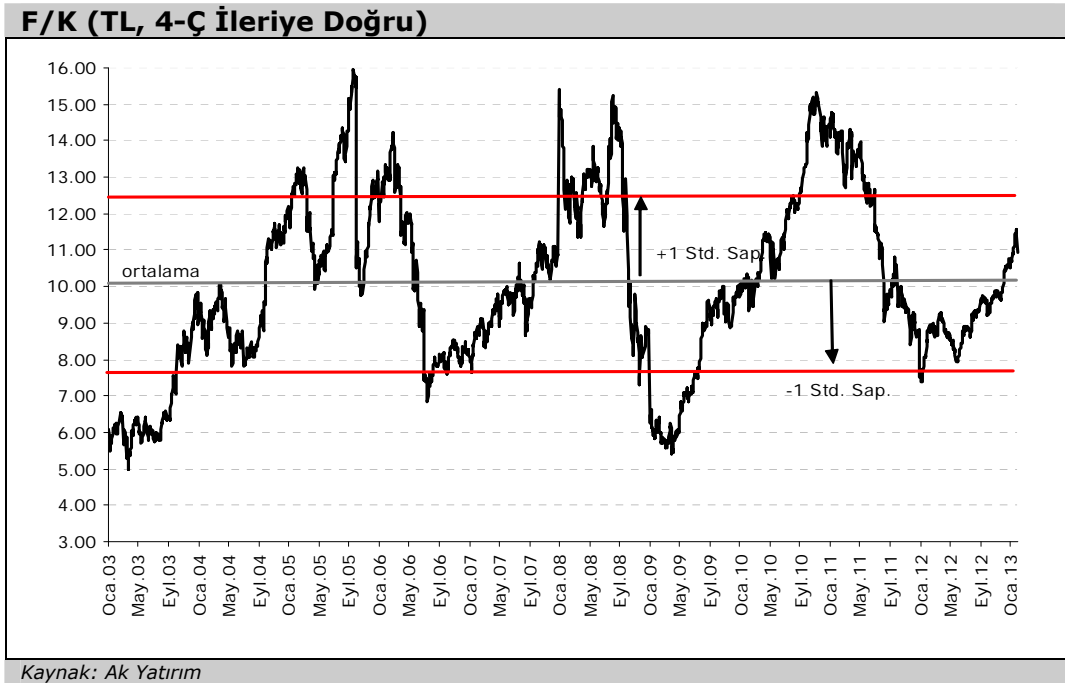
**Endeks hedef değerimizi 93.500 seviyesine yükseltirken, hisse senedi piyasası için önerimizi 'Ağırlığını Artır' olarak koruyoruz** – Bono bileşiklerinin tarihinin en düşüğü olan %6'nın altına gerilemesi, 2012'de %3 seviyesinde olan büyümenin, iç talepteki güçlenmeye bağlı olarak 2013'te muhtemelen %4-%5 bandına ulaşacak olması, cari açığın geçtiğimiz yıl GSYİH'nin %6,4 seviyesine gerilemesi ve 2013'te muhtemelen %6-%7 bandında kalacak olması ve ikinci bir kurluştan not artırım beklentisi Türk hisse senetleri piyasasını temel olarak desteklemektedir. Risksiz faiz oranını %6,25, piyasa risk primini de aynı oranda alarak Türk şirketleri için kullandığımız TL bazlı sermaye maliyetini (beta=1) %12,5 seviyesine (daha önce %13,5), dolar bazlı sermaye maliyetini %8,5'e (daha önce %9) indiriyoruz. Sermaye maliyetindeki düşüşün sonucu olarak, araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin tek tek 12 aylık hedef değerlerinden yola çıkarak hesapladığımız 12 aylık İMKB-100 endeks hedef değerimiz 85.000 seviyesinden 93.500 seviyesine yükselmiş durumda. Bu da yaklaşık %15 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

**Temel görünüm değişmedi, konsolidasyon dönemi alım fırsatı olarak değerlendirilmeli** – 86.787 zirvesinin test edilmesi sonrasında İMKB-100 endeksi, Moody's'in not değişikliğinin cari açığa bağlı olarak yakın vadede olmayacağı açıklamasının da etkisiyle sert bir satışla 80.000 seviyelerini test etti.

Moody's'in 2012 için %7,6 seviyesindeki cari açık/GSYİH tahmininin oldukça karamsar bir seviyede olduğunu düşünüyoruz. Aralık ayı açıklanmamış olmamakla birlikte Ocak-Kasım dönemi cari açık 45 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Cari açık/GSYİH oranının 2012'de %6,4 olmasını bekliyoruz. Merkez Bankası da bizim görüşümüzü destekler nitelikte ve Cari açık/GSYİH oranının 2012'de %6'ya yakın olacağına işaret etmektedir.

2013 için 62,5 milyar dolar cari açık beklentimiz GSYİH'nin %7'sine karşılık geliyor. TÜİK'in turizm gelirlerini tahmin yöntemine ilişkin metodoloji değişikliğini tamamlamasıyla daha düşük cari açık düzeyi görülebileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak geçtiğimiz yıl cari açığın belirgin bir düşüş (2011'deki %10'dan, 2012T %6,4'e) yaşaması sonrasında 2013'te endişe verici bir ölçüde tekrar tersine dönmesini fazlaca mümkün görmüyoruz. Bu nedenle Türk varlıklarının değerlendirilmesi için önemli bir çapa olarak görülen bir not artırımına %50'nin üzerinde ihtimal vermekle birlikte, gerçekleşme dönemini 2013'ün 2. yarısında daha mümkün görüyoruz.

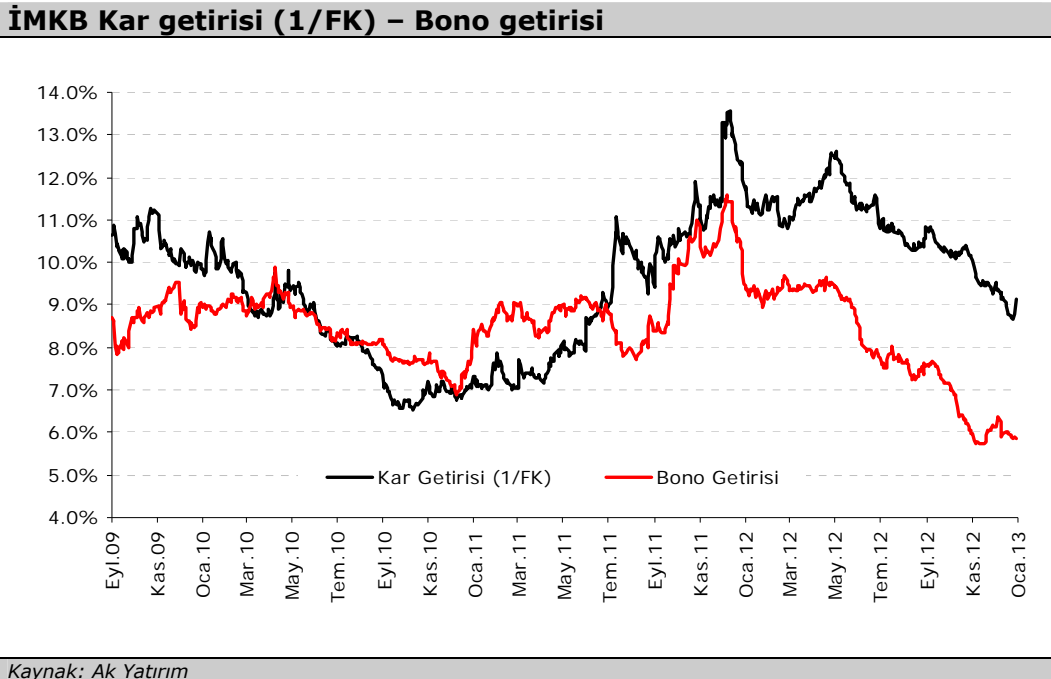
**Yeniden değerlendirme ve tarihsel olarak bakıldığında 2013T 11,0x F/K pahalı değil** – Piyasa 2013T 11,0x F/K çarpanıyla, tarihsel ortalaması olan 4Ç-İleri doğru 10,1x F/K çarpanının üzerinde işlem görüyor olsa da halen 1 standart sapma olan 12,5x seviyesinin altında bulunuyor. Bu nedenle tarihsel olarak bakıldığında piyasanın pahalı olduğunu iddia etmek oldukça zor. Daha önemlisi, Türk sermaye piyasası için ileriye doğru çarpanların yukarı yönde bir değişim yaşaması muhtemel gözüküyor. İkinci bir kredi derecelendirme kuruluşundan gelebilecek bir not artırımı gündemde kaldığı sürece yeniden değerlemenin yaşanması beklenebilir. Moody's'in not artışı yakın gündem içinde yer almasa da, Türkiye için olumlu görünümü koruyor olması ufukta böyle bir ihtimal olduğuna işaret ediyor.



**Çarpanlarda ne kadarlık bir yeniden değerlemeden bahsediyoruz?** - Türkiye'nin kredi notunun Fitch tarafından yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesiyle faizlerin tarihi dip seviyelere gelmesi reel faizin negatife dönmesini sağladı. Geçtiğimiz 5-6 aylık dönemde risksiz faiz oranındaki sert gerilemeyle birlikte yatırım kuruluşlarının değerlemelerde kullandıkları sermaye maliyetinin aşağı revizyonu 200-300 baz puan seviyesinde oldu. Tüm diğer şartlar aynı kaldığında hedef değerlerde %20-%30 yukarı revizyon getiren bu değişikliğin ileriye doğru çarpanlara da yansması beklenebilir.

**İMKB kar getirisi ve bono getirisi karşılaştırması hisse senetlerini işaret ediyor:** 2013T 11,0x F/K ile, piyasanın kar getirisi %9,1 seviyesinde bulunurken, bono getirisi %5,9 seviyesinde bulunuyor. Bono ve hisse kar getirisi farkı %3,3 seviyesiyle, Eylül 2009'dan bu yana ortalama ortalama olan %1 seviyesinin oldukça üzerinde. Getiri karşılaştırması yapmanın çok anlamlı olmadığı önceki dönemlerde Türkiye'de reel faiz 2008 global krizine kadar %7 seviyesinin altına inmedi. Global krizle birlikte Merkez Bankası, 4Ç08'den 4Ç09'a kadar diğer Merkez Bankaları gibi genişleme yönünde politika izlerken, Türkiye'de reel faizler %0-%2 arasında seyretti.

Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere hisse senetleri bonolardan daha cazip gözüküyor. Alternatif olarak, bono yada hisse piyasasının yanlış fiyatlama içerisinde olduğu da belirtilebilir. Bono getirisi yön, sermaye girişinin yanı sıra enflasyon görünümü ile belirlenmektedir. Sermaye girişi tarafında, fon akışının gelişmekte olan piyasalardan gelişmiş piyasalara sapma yaşamadığı sürece, Türkiye, güçlü makro görünümle birlikte sağlam büyüme, borç/GSYİH oranındaki düşüş, güçlü sermaye ve oldukça güvenilir düzenlemelere sahip bankacılık sistemiyle yatırımcıları cezbetmeye devam edecektir. Enflasyon tarafında ise ana risk 2013 için gıda enflasyonu tarafında yer alıyor. Gıda enflasyonu 10 yıllık ortalamada %9,5 olurken, 2012'de %3,7 gerçekleşme gösterdi. 2013 yıl sonu TÜFE enflasyon tahminimiz %7,5 seviyesinde bulunurken, Merkez Bankası anketine göre piyasa beklentisi %6,3 seviyesinde bulunuyor. Gıda enflasyonun geçtiğimiz yıl olduğu gibi enflasyonu desteklemesi durumunda yıl sonunda enflasyonun tahminimiz altında kalması beklenebilir. TÜFE enflasyonu %6 seviyesinin altına gelmediği sürece, bono faizlerinin 2013'te genel olarak %5,5-%6,5 bandında hareket etmesi beklenebilir.



**Sektör Bazında Beğendiklerimiz** – 2013 için müteahhitlik, gayri menkul yatırım ortaklığı, çimento, maden, otomotiv, dayanıklı tüketim, hava yolları, cam ve ilaç sektörleri beğendiğimiz sektörler arasında yer alırken elektrik ve demir çelik sektörlerini yatırım açısından önermiyoruz.

**Şirket Bazında Beğendiklerimiz** – Bankalar arasında **Halkbank, İş Bankası ve TSKB** en sevdiğimiz hisseler arasında yer alıyor (Yapı Kredi'yi 'Endeksin Üzerinde Getiri' çekmek için izliyoruz). Büyük piyasa değerli sanayi şirketlerinden **Akfen Holding, Alarko Holding, Çimsa, Emlak GYO, Koza Anadolu, Sinpaş GYO, Tekfen Holding ve Türk Telekom'u** beğeniyoruz. Küçük piyasa değerli sanayi şirketlerinden ise **İndeks Bilgisayar ve Teknosa'yı** tercih ediyoruz.

Şirket	Kod	Eski 12A Hedef (TL)	Yeni 12A Hedef (TL)	Potansiyel	Öneri	Temettü Beklentisi (TL)
Adana Cim. (A)	ADANA	4.32	4.54	14%	Endekse Paralel	0.40
Anadolu Efes	AEFES	24.50	26.80	1%	Endeksin Altında	0.49
Akcansa	AKCNS	11.50	12.80	8%	Endekse Paralel	0.50
Akfen Holding	AKFEN	15.35	16.70	65%	Endeksin Üzerinde	0.00
Aksa	AKSA	5.97	6.57	26%	Endeksin Üzerinde	0.29
Aksa Enerji	AKSEN	5.00	5.35	13%	Endekse Paralel	0.00
Alarko Holding	ALARK	6.30	6.75	26%	Endeksin Üzerinde	0.02
Anadolu Cam	ANACM	3.60	4.16	40%	Endeksin Üzerinde	0.00
Anel Elektrik	ANELE	3.03	3.22	42%	Endeksin Üzerinde	0.00
Arcelik	ARCLK	11.60	13.50	12%	Endekse Paralel	0.43
Aselsan	ASELS	9.04	9.74	20%	Endeksin Üzerinde	0.17
Asya Bank	ASYAB	2.60	2.80	21%	Endekse Paralel	0.00
Banvit	BANVT	4.24	4.58	14%	Endekse Paralel	0.00
Coca Cola İc.	CCOLA	38.20	43.60	3%	Endekse Paralel	0.71
Cimsa	CIMSA	11.10	12.60	26%	Endeksin Üzerinde	0.70
Emlak REIT	EKGYO	3.58	3.70	15%	Endeksin Üzerinde	0.06
Eregli	EREGL	2.15	2.40	-5%	Endekse Paralel	0.05
Ford Otosan	FROTO	21.0	22.51	5%	Endekse Paralel	1.57
Garanti Bank	GARAN	10.00	10.40	13%	Endekse Paralel	0.15
Halkbank	HALKB	21.00	22.40	24%	Endeksin Üzerinde	0.31
Hurriyet	HURGZ	1.07	1.18	21%	Endekse Paralel	0.00
İs Bank	ISCTR	7.20	8.30	25%	Endeksin Üzerinde	0.14
İs REIT	ISGYO	2.08	2.16	33%	Endeksin Üzerinde	0.04
Koc Holding	KCHOL	9.32	9.74	0%	Endekse Paralel	0.14
Koza Anadolu	KOZAA	8.10	8.47	62%	Endeksin Üzerinde	0.00
Koza Altın	KOZAL	49.5	49.5	14%	Endekse Paralel	0.85
Kardemir (D)	KRDMD	1.59	1.77	15%	Endekse Paralel	0.07
Migros	MGROS	23.00	25.30	19%	Endeksin Üzerinde	0.00
Reysas REIT	RYGYO	1.20	1.12	60%	Endeksin Üzerinde	0.00
Sabancı Hol.	SAHOL	11.46	12.54	26%	Öneri Yok	0.14
Sasa	SASA	1.32	1.46	17%	Endekse Paralel	0.00
Selcuk Ecza	SELEC	2.68	2.96	38%	Endeksin Üzerinde	0.06
Sise Cam Hol.	SISE	3.05	3.51	4%	Endekse Paralel	0.02
Sekerbank	SKBNK	1.90	2.10	9%	Endekse Paralel	0.00
Sinpas REIT	SNGYO	1.80	1.88	33%	Endeksin Üzerinde	0.03
TAV	TAVHL	11.9	13.70	39%	Endekse Paralel	0.15
Turkcell	TCELL	12.55	13.73	17%	Endekse Paralel	1.36
TEB	TEBNK	2.20	2.30	11%	Endekse Paralel	0.00
Tekfen Hol.	TKFEN	9.40	10.05	39%	Endeksin Üzerinde	0.30
Teknosa	TKNSA	11.10	12.21	45%	Endeksin Üzerinde	0.00
Tofas	TOASO	13.0	14.35	29%	Endeksin Üzerinde	0.77
Trakya Cam	TRKCM	3.18	3.55	25%	Endeksin Üzerinde	0.00
T.S.K.B.	TSKB	2.60	2.80	22%	Endeksin Üzerinde	0.06
Türk Telekom	TTKOM	8.83	9.67	25%	Endeksin Üzerinde	0.71
Türk Traktor	TTRAK	52.70	57.00	18%	Endeksin Üzerinde	4.20
Tupras	TUPRS	52.40	56.50	11%	Endekse Paralel	4.15
Ulker	ULKER	8.76	10.20	5%	Endekse Paralel	0.32
Vakıfbank	VAKBN	5.20	6.10	16%	Endekse Paralel	0.03
Yapı Kredi	YKBNK	5.80	6.20	18%	Endekse Paralel	0.00

Kaynak: İMKB, Ak Yatırım

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2013