

Riskler henüz bitmedi

Partinin sonu

Açıkça söylemek gerekirse, Türkiye ekonomisi 2011 yılında gereğinden fazla güçlü bir seyir izledi. Sonuç olarak 2009 yılında %2,3 olan cari açığın GSYİH'ye oranı 2011 yılı sonu itibarıyla %10'a yükseldi. Bu da Türkiye ekonomisinin düşük tasarruf oranları ile çok yüksek bir büyüme kaydettiğini gösteriyor. Doğal olarak bu tablonun ortaya çıkardığı temel soru ise Türkiye ekonomisinin bu büyüme oranlarını sürdürüp sürdüremeyeceği.

137 milyar dolarlık problem

Son iki yıldaki güçlü büyüme dış borçlanmanın mümkün olması ile arttı ve Türkiye'nin dış borcu -özellikle kısa vadeli dış borcu- hızlı bir şekilde artış kaydetti. Bu borcun artması ile birlikte, Türkiye şu anda önümüzdeki 12 ayda 136,6 milyar dolarlık borcunu amortize etmekle karşı karşıya. Türkiye'nin dış borçlanma ihtiyacındaki bu artışın dünya finansal sisteminde bilanço küçültme baskılarının derinleştiği bir ortamda gerçekleşmesinden rahatsızız. Bu nedenle, dış finansmanın üzerindeki baskı ve bu yılın güçlü büyüme performansından kaynaklanan baz etkisini hesaba katarak Türkiye ekonomisindeki büyümenin 2012 yılında sert bir şekilde yavaşlamasını bekliyoruz.

Düşük büyüme, daralan cari açık

Özetlemek gerekirse, 2012 yılı için GSYİH büyüme beklentimiz %1,0; yıl sonu enflasyon beklentimiz %6,1. Ayrıca TL'nin zayıflamasını bekliyoruz (Daha önce TL'nin dolar karşısında 1,8260 olmasını tahmin ediyorduk şu anda yıl sonu itibarıyla tahminimiz 1,960TL). Cari açığın 45 milyar dolar olmasını öngörüyoruz (GSYİH'nin %6,1'; 2011 ile kıyaslandığında %9,8). Para politikasının %5,75'te değişmeden kalmasını ve bankalararası faiz oranlarının 2012 sonu itibarıyla %8 ile şu anda %11,25 olan seviyesinin altına inmesini fakat %7,1 olan 2011 yılı ortalamalarının üzerinde kalmasını bekliyoruz.

2012'de İMKB100: 2012 yılında satışlarda yıllık bazda %7, FAVÖK'de %6 büyüme bekliyoruz

Yeni makro tahminlerimiz ve %13,50'den %14,50'e yükselen yeni TL bazlı özsermaye maliyeti varsayımlarımız altında (betası 1 olan şirketler için), yeni değerlendirme ve tahminler üzerinde çalıştık. Buna göre, bankaların hedef fiyatlarını %8,5 düşürdük. Banka dışı hisselerin hedef fiyatlarında ise düşüş ortalama %3 oldu. Böylelikle İMKB 100 için takibimizde bulunan hisseler için ortalama hedef fiyatlarımızı %5 düşürmüştük. Yeni makroekonomik tahminlerimiz çerçevesinde, bankaların karının ortalama %3 aşağı çektik; bu bağlamda bankalar için kar artışı tahminimiz, yıllık bazda %5 artacağı yönünde. Sanayi şirketleri içinse, daha yavaş olan ekonomik aktivite, yüksek sepet kuru ve bulanık olan arz/talep koşulları göz önüne alındığında 2012 net kar tahminini %8 kestik: Sanayi şirketlerinin 2012 yılında karlarının yıllık bazda %25 büyümesini bekliyoruz. FAVÖK için büyüme beklentimiz ise %6. Ancak, tek seferlik gelirleri ve para birimindeki volatilitenin etkisini çıkardığımızda düzeltilmiş yıllık büyüme 2012 yılı için yaklaşık %10 oluyor. Enflasyon ve para biriminin sağladığı katkı satış rakamlarından çıkarılırsa, takibimizdeki hisselerin toplam satış rakamlarında, aslında reel daralma öngörüyoruz.

Piyasa çarpanları kısa vadede baskı altında

Özsermaye maliyetinin yükselmesi ve tahminlerimizi revize etmememizin ardından İMKB 100 için 12 aylık endeks tahminimiz 68.000. Bu seviye bir yandan, TL bazında %31'lik 12 aylık yükseliş potansiyeli sunuyor (dolar bazında yaklaşık %25). Aynı zamanda, yeni tahminlerimiz bazında, piyasa şu anda 2012 tahminlerine göre 8,4 F/K çarpanı ile işlem görmektedir. Benzer şekilde, MSCI endeksinde dahil ülkeler ise ortalama 9,1 F/K'dan işlem görmektedir. Bu Türkiye'yi hem çarpan seviyeleri açısından, hem de rölatif değerlemeler açısından, bizce "pahalı olmayan" ülkeler arasında saymamıza yardımcı olmaktadır. Bu anlamda, yılın tamamına bakınca, 2012 yılını yükseliş potansiyeli gördüğümüz bir yıl olarak değerlendiriyoruz. Ancak diğer yandan, Haziran ayından sonra GSYİH'de pozitif rakamların açıklanmaya başlaması, para biriminin yatay seyre geçmesi ve enflasyonun düşmeye başlayacağı yılın ikinci yarısına kadar, endekste yılın ilk yarısında zayıf seyrin sürebileceğini de göz ardı etmiyoruz.

Tahminlerimizdeki değişiklikler

	2012T	
	ESKİ	YENİ
GSYİH büyüme (%)	3.1	1.0
TÜFE (yıl sonu, %)	5.8	6.1
Politika Faizi (yıl sonu, %)	5.00	5.75
Mer. Yön.Büt. Den. (% GSYİH)	-2.0	-2.0
Cari denge (milyar dolar)	-59.8	-45.3
Cari denge (% GSYİH)	-7.8	-6.1
USD/TL (yıl sonu)	1.8261	1.963
EUR/TL (yıl sonu)	2.3739	2.552

	2011T	2012T
Piyasa		
F/K	9.6	8.4
FD/Satışlar	1.2	1.1
FD/FAVÖK	7.9	7.5
F/DD	1.4	1.2

F/K		
Bankalar ve leasingler	6.8	6.5
Sigortalar	12.9	10.5
Holdingleler	9.9	9.2
Sanayi Şirketleri	13.2	10.5
GYO'lar	16.6	8.3
Banka dışılar	12.6	10.2

	2012T		
	Eski	Yeni	Değ.
Takipteki hisselerin yükseliş pot.	40%	33%	-7pps
Net Satışlar	228,236	225,745	-1%
FAVÖK	33,825	32,890	-3%
Net Kar	34,202	31,775	-7%
Net Kar			
Bankalar	16,235	15,293	-6%
Banka dışılar	164	160	-3%
Holdingleler	3,033	2,733	-10%
Sanayi şirketleri	13,927	12,868	-8%
GYO'lar	843	722	-14%
Banka dışılar	17,967	16,482	-8%

Kaynak: Finans Invest

FinansInvest Araştırma

Artır Önerisi Taşıyan Hisseler

ENKAI (Enka İnşaat)

Endeksin Üzerinde Getiri

Fiyat: 4,44 TL

12 aylık hedef fiyat: 6,39 TL

Enka İnşaat'ı Model Portföyümüzdeki Artır önerisi taşıyan hisseler listesine güçlü net varlık yapısı ve aşağı yönlü risklerin sınırlı olması nedeniyle ekliyoruz. (i) Enka İnşaat döviz kurundaki dalgalanmalara karşı daha güvenli: Enka İnşaat 2011 yılının ilk dokuz ayında 1,5 milyar dolar net nakit pozisyonuna (hedef net aktif değerinin %18'i) sahipti. Bu net nakit pozisyonu ağırlıklı olarak euro ve dolar şeklindedir. (ii) Şirketin net aktif değerinin %30'una sahip olan enerji üretim faaliyetleri, devletle yaptığı al ya da öde garantili anlaşmaları ve devletin doğalgaz ve elektrik toptan satışı yapan kurumlarıyla garantili anlaşmaların imzalanması sayesinde oldukça güçlü. Doğalgaz şirket için bir geçiş kalemi ve Enka'nın enerji üretim segmenti 2019 yılına kadar yaklaşık 260 milyon dolar FAVÖK üretecek. (iii) Dahası, sorunlu olan Transilvanya otoyolu projesinin gider yazılması da şirketin inşaat portföyünü de güçlendirdi; çünkü bu projeden güçlü bir gelir katkısı beklenmiyordu. Umman'daki Blue City projesinde de gelir kaydedilmesini beklemiyoruz. Enka 2012 tahminlerine göre 13,7 F/K ve 8,2 FD/FAVÖK çarpanı ile 12 aylık ortalama çarpanlarına göre %7 iskontolu işlem görmektedir. Bu seviyelerin hisseye giriş için iyi yerler olduğuna inanıyoruz.

Önemli şirket göstergeleri

	2010	2011T	2012T
Satışlar	7,065	8,550	9,373
FAVÖK	1,135	1,322	1,204
Net kar	819	906	810
FD/Satışlar	1.6x	1.2x	1.1x
FD/FAVÖK	10.1x	7.5x	8.2x
F/K	15.4x	12.3x	13.7x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

THYAO (Türk Hava Yolları)

Endeksin Üzerinde Getiri

Fiyat: 2,29 TL

12 aylık hedef fiyat: 3,62 TL

THY'yi şu nedenlerle beğenmeye devam ediyoruz: (i) Dış hat- dış hat transit yolcu trafiğinin de sayesinde Sürdürülebilir yolcu büyümesinin yakalandığı ve (ii) Faaliyet kârlılığının yükselişe geçtiğini düşünüyoruz. Giderek artan yolcu getirileri, artan doluluk oranı ve yakıt fiyatlarındaki görünümün yatay olması sayesinde 2012-2015 yılları arasında faaliyet performansının iyileşeceğine inanıyoruz. Şirketin VAFKÖK (Vergi Amortisman Faiz ve Kira Öncesi Kâr) marjının bir önceki yıla göre 2012 yılında yıllık bazda yatay kalmasını ve 2013 yılında da yıllık bazda 1,0 puanlık artış kaydetmesini bekliyoruz. THY'nin 12 aylık hedef fiyatı %64 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. THY 2012 ve 2013 FD/VAFKÖK tahminlerine göre sırasıyla 5,2 ve 4,4 çarpanları ile işlem görmektedir ve bu da gelişmekte olan ülkelerdeki benzer şirketlere göre %25 ve %26 iskontoya işaret etmektedir. Hisse yılbaşından bu yana İMKB'nin %38 altında performans gösterdi.

Önemli şirket göstergeleri

	2010	2011T	2012T
Satışlar	8,423	11,683	14,157
FAVÖK	919	1,018	1,238
Net kar	286	-250	45
FD/Satışlar	0.9x	0.6x	0.5x
FD/FAVÖK	8.6x	7.1x	5.8x
F/K	16.7x	-10.7x	59.3x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

TTKOM (Türk Telekom)

Fiyat: 7,20 TL

Endekse Yakın Getiri

12 Aylık hedef fiyat: 8,45 TL

Türk Telekom'u Model Portföyümüz içindeki "Artır" önerisi taşıyan hisselerimiz içine dahil etmemizin nedenlerini şöyle sıralayabiliriz: (1) Şirket güçlü ve defansif bir faaliyet yapısına sahip, (2) 2012 yılında yaklaşık %7,6 ve 2013'te %9,8 olan güçlü temettü verimi, (3) 2011 yılının düşük baz etkisi nedeniyle 2012 yılında %29 kar büyümesi bekliyoruz (2011 yılında zayıf TL karı olumsuz etkilemişti). Yavaş olan GSYİH büyüme tahminimizi ve makroekonomik belirsizlikleri göz önünde bulundurduğumuzda, yatırımcıların öngörülebilir finansal görünümüne sahip güçlü şirketleri tercih edeceğini düşünüyoruz. Türk Telekom'un buna uygun bir şirket olduğunu düşünüyoruz. Hisse 9,3 F/K çarpanı ile uluslararası benzer şirketlere göre %22 iskontolu işlem görmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	10,82	11,963	12,621
FAVÖK	4,370	5,020	5,318
Net kar	2,451	2,074	2,669
FD/Satışlar	2.2x	2.4x	2.3x
FD/FAVÖK	5.5x	5.8x	5.5x
F/K	8.1x	12.0x	9.3x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

ASELSAN (Aselsan)

Fiyat: 8,20 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 Aylık hedef fiyat: 11,50 TL

Aselsan'ı beğenme nedenlerimiz: (1) Türkiye'nin artan askeri harcamaları: Aselsan'ın şu anki portföyü 4,4 milyar dolar civarındadır ve 3 yıllık ortalama büyümesinin %10 olmasını bekliyoruz, (2) 2008 yılında uygulamaya konulan Ar-Ge teşvikleri sayesinde, Aselsan 2024 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecek, (3) Aselsan'ın satış gelirlerinin %80'i döviz bazında (özellikle dolar) iken; maliyetlerinin %60'ı döviz bazındadır. Bu nedenle zayıf TL hem satış gelirlerini hem de marjlarını desteklemektedir. (4) %24,1 olan 5 yıllık FAVÖK marjı, %11,5 olan benzer şirket ortalamasına göre daha güçlüdür ve şirketin marjlarında ilerleyen dönemlerde önemli bir değişiklik olmasını beklemiyoruz ve uzun vadeli sürdürülebilir FAVÖK marjının %20 olmasını tahmin ediyoruz. 2012 tahminlerine göre hisse %33 iskontolu olacak şekilde 6,3 F/K çarpanı ile işlem görmektedir. Aselsan'ın vergi avantajını, güçlü bilanço yapısını ve büyüme potansiyelini göz önüne aldığımızda hissenin daha yüksek çarpanlardan işlem görmesini gerektiğini düşünüyoruz. Hedef fiyatımız %39 yükseliş potansiyeli taşıyacak şekilde 11,50 TL'dir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	1,190	1,480	1,664
FAVÖK	286	326	358
Net kar	241	222	307
FD/Satışlar	0.9x	1.3x	1.1x
FD/FAVÖK	3.8x	1.7x	5.2x
F/K	6.5x	8.7x	6.3x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

GARAN (Garanti Bankası)

Fiyat: 6,12 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyat: 7,83 TL

Garanti'nin, 2012 için beklediğimiz makro ve sektör görünümüne uyum sağlayabilecek bankalar arasında olduğuna inanıyoruz çünkü:

- 1) GARAN'ın TL bazlı menkul değerlerinin yaklaşık %33'ünün TÜFE'ye endeksli borçlanma senetlerinden oluşması mertebesinde, 4Ç11 ve 1Ç12'de bankanın TÜFE'deki artıştan gerek sermaye artışı gerekse faiz geliri biçiminde fayda sağlayabileceğine inanıyoruz.
- 2) Bankanın faiz geliri, kısa vadeli fonlama maliyetlerindeki oynaklığa, diğer büyük bankalara göre (YKBNK, VAKBN HALKB) daha az hassas,
- 3) Bankanın ücret/komisyon gelirleri, bankanın faaliyet giderlerinin %70'i gibi çok yüksek bir kısmını karşılamaktadır. Bu yüksek karşılama oranının, faizlerde oynaklık beklediğimiz 2012'ye girerken, bankanın gelirleri üzerinde doğal bir hedge oluşturduğuna inanıyoruz. GARAN, 2012 tahminlerine göre 7,9 F/K ve 1,2 F/DD ile işlem görüyor.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Defter Değeri	16,432	18,130	20,788
Net Kar	3,145	3,144	3,158
Toplam Aktifler	153,933	147,715	160,922
Özsermaye karlılığı	21.1%	18.2%	16.2%
F/K	9.9x	7.9x	7.9x
F/DD	1.9x	1.4x	1.2x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

ISCTR (İş Bankası C)

Fiyat: 3,45 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyat: 4,83 TL

ISCTR için pozitif görüşe sahip olmamızın nedenleri: 1) Piyasadaki güçlü varlığı, 2) Benzerleri ile karşılaştırıldığında yaklaşık %88 olan düşük kredi/mevduat oranı. Düşük mevduat maliyeti tabanı ve göreceli olarak rahat olan fonlama pozisyonunun, yavaşlamanın görüleceği 2012 yılında bankaya avantaj sağlayabileceğini düşünüyoruz. Hisse 2012 çarpanlarına göre 5,1 F/K ve 0,7 F/DD ile işlem görmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Defter Değeri	17,014	18,756	21,723
Net Kar	2,982	2,610	2,962
Toplam Aktifler	131,417	159,825	174,802
Özsermaye karlılığı	19.6%	14.6%	14.6%
F/K	8.0x	5.8x	5.1x
F/DD	1.4x	0.8x	0.7x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Aktiflerin dengeli dağılımı ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin önemli payı ile birlikte HALKB'yi 2012 yılı için iyi konumlanmış olarak buluyoruz. Mevduat maliyetleri ve kredi getirileri artarken Halk Bankası'nın 2012 yılında TL marjlarını ve buna ek olarak bono – repo fonlaması arasındaki spread değişiminden fayda sağlayarak da net faiz marjını 2012 yılında artıracığını düşünüyoruz. Önümüzdeki yıl kredi maliyetlerinde artış beklememize rağmen, HALKB'nin provizyon giderlerini 100 baz puanının altında tutacağını inanıyoruz. Kredi riskinde beklentilerin üzerinde bir artış olması kar tahminimiz için risk oluşturabilir. Kredi riskindeki her 100 baz puanlık artış özsermaye maliyetini yaklaşık 450 baz puan azaltmaktadır. F/K ve F/DD oranları tarihi düşük seviyelerine yakın olan banka, sırasıyla 6,5 ve 1,2 çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Defter Değeri	7,445	8,719	10,715
Net Kar	2,010	1,952	1,937
Toplam Aktifler	73,352	91,786	101,265
Özsermaye karlılığı	30.5%	24.1%	19.9%
F/K	7.5x	6.4x	6.1x
F/DD	2.0x	1.4x	1.2x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Azalt Önerisi Taşıyan Hisseler

KCHOL (Koç Holding)

Fiyat: 5,96 TL

Endeksin Altında Getiri

12 aylık hedef fiyat: 6,51 TL

KCHOL'ün oto, bankacılık ve tüketim malları faaliyetlerindeki tüm bağlı varlıkları için döngüsel bir yapıya sahip olmaları nedeniyle endişeliyiz. Bu segmentler son iki yılda güçlü ekonomik iyileşme sayesinde iyi sonuçlar açıkladı. Hisse yılbaşından bu yana piyasa ile uyumlu hareket etti ve 2012 yılında tüketim segmentinde görülebilecek bir yavaşlamayı fiyatlamadı. Koç şu anki net aktif değeri üzerinden sadece %4 iskontolu işlem görmektedir (şirketin tarihi ortalaması %15).

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	48,822	72,038	77,865
FAVÖK	5,233	5,825	6,102
Net kar	1,734	1,569	1,852
FD/Satışlar	n.m.	0.7x	0.7x
FD/FAVÖK	n.m.	8.8x	8.4x
F/K	8.1x	8.9x	7.5x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

SISE (Şişe Cam)

Fiyat: 2,93 TL

Endeksin Altında Getiri

12 aylık hedef fiyat: 3,22 TL

Şişe geçtiğimiz yıl inşaat, otomotiv ve dayanıklı tüketim segmentlerindeki iyileşmenin etkisiyle İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin %115 üzerinde performans göstermiştir. Hisse şu anda net aktif değerine göre sadece %9 iskontolu işlem görmektedir. Şirketin son beş ve son iki yıldaki ortalama iskontosu sırasıyla %16 ve %14'tür. Temel analiz perspektifinden baktığımızda hissenin şu anki fiyatına ilişkin önemli bir risk olarak, maliyetlerin üçte birini oluşturan enerji maliyetini yükseltecek şekilde doğalgaz fiyatlarında 2012 yılında zam beklenmesi olabilir. 2012 yılı için %10'luk bir doğalgaz zammını değerlememiz içine kattık, varsayımımız yükseliş potansiyeli de taşımaktadır. Hatırlatmak gerekirse, (i) Eğer zam oranı tahminimizin 5 yüzde puan üzerinde gerçekleşirse, 2012 yılı için net kar tahminimiz %8 düşmektedir. (ii) 2012 yılına girerken otomotiv ve dayanıklı tüketim malları piyasasındaki büyüme momentumu da 2012 tahminlerimize ilişkin ilerleyen dönemler de aşağı yönlü risk yaratabilir. (iii) Rusya bira pazarına büyük ölçüde bağlı olan cam ambalaj faaliyetlerinde satış büyümesi tahminlerimizi azaltabiliriz. (iv) Eti Soda'nın trona-madenlerine dayalı soda külü üretmesi nedeniyle kimyasal segmentte rekabet artabilir ve bu da tahminlerimize yönelik risk oluşturabilir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	4,206	4,929	5,326
FAVÖK	983	1,297	1,198
Net kar	412	518	426
FD/Satışlar	0.7x	0.9x	0.8x
FD/FAVÖK	3.1x	3.4x	3.7x
F/K	5.8x	7.2x	8.8x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

EREGL (Ereğli Demir Çelik)

Fiyat: 3,26 TL

Endeksin Altında Getiri

12 aylık hedef fiyat: 3,52 TL

Ereğli'yi ilişkin görüşümüz 2012 yılında yassı çelik kapasitesinin 2012 yılında daha da artması, bölgesel ve yerel çelik talebinde yavaşlama olması ve ürün fiyatlarının ılımlılaşması yönündeki beklentimizle uyumlu olarak aşağı yönlüdür. Yüksek demir cevheri ve kok fiyatları nedeniyle Ereğli'nin FAVÖK'ünün %10 düşüşle 1,3 milyar TL olmasını bekliyoruz. Eğer emtia fiyatlarında bariz bir artış söz konusu olursa Yurtiçi talebin ılımlılaşmasına ilişkin aşağı yönlü riskler de oluşabilir. Ereğli 3Ç11 itibarıyla 2 milyar dolar net nakit pozisyonuna sahipti; 2012 yılında bu rakamın 738 milyon dolara gerilemesini bekliyoruz. Arcelor Mittal'ın Ereğli'deki %25,76 hissesini satması ihtimalinde de hisse üzerindeki baskı artabilir. Ereğli için hedef fiyatımız %11 yükseliş potansiyeli taşıyacak şekilde 3,52 TL'dir. Hisse 2012 tahminlerine göre benzer şirketlere sırasıyla %24 ve %18 primli olacak şekilde 9,5 F/K ve 7,7 FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Tahminimize ilişkin riskler: (i) 2012 yılında çelik fiyatlarının beklentilerin üzerinde olması (ii) Devlet tarafından önemli ölçüde teşvik sağlanması (iii)Yurtiçi piyasadaki talebin beklentilerin üzerinde olması.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	6,633	8,79	9,292
FAVÖK	1,428	1,480	1,327
Net kar	766	638	723
FD/Satışlar	1.6x	1.2x	1.1x
FD/FAVÖK	7.4x	6.9x	7.7x
F/K	9.7x	10.7x	9.5x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

CCOLA (Coca Cola İçecek)

Fiyat: 22,75 TL

Endekse Yakın Getiri

12 aylık hedef fiyat: 21,80 TL

Coca Cola İçecek "Azalt" önerisi taşıyan hisselerimiz içinde. Coca Cola İçecek'in özellikle uluslararası faaliyetlerindeki güçlü büyüme görünümü ile birlikte defansif faaliyet yapısını beğenmemize rağmen, bu özelliklerin fiyatlandığını düşünüyoruz. Hisse için "Azalt" önerisi vermemizin ardında yatan nedenler: 1) Pahalı olan çarpanlar: Hisse 2012 tahminlerine göre diğer Coca Cola şişeleme şirketlerine göre %40 ve %88 primli olacak şekilde 11,7 FD/FAVÖK ve 26,4 F/K çarpanları ile işlem görmektedir. 2) Son 12 ayda hisse endeksin %44 üzerinde performans gösterdi. 3) Şirketin 12 aylık yükseliş potansiyeli %3 şeklindedir. Kısa vadeli tavsiyemize ilişkin risk ise yatırımcıların risk iştahının ilerleyen dönemlerde daha da artmasıdır, zira Coca Cola'nın faaliyetleri göreceli olarak ekonomik krizlerden daha az etkilenmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	2,753	3,367	4,079
FAVÖK	429	467	598
Net kar	198	132	220
FD/Satışlar	1.7x	2.1x	1.7x
FD/FAVÖK	10.8x	15.0x	11.7x
F/K	20.1x	44.0x	26.4x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

EKGYO'yu 2012 yılında konut talebinin şu nedenlerle gevşeyecek olmasını beklediğimiz için hala beğenmiyoruz: (ii) Yüksek mortgage oranları (yıl başından bu yana büyük bankaların mortgage faizi oranları yaklaşık 40 baz puan artış kaydetti; 2012 yılında da düşmesini beklemiyoruz) ve (i) Ekonomik aktivitedeki düşük büyüme (2011 yılında %8,3 olarak gerçekleşmesini beklediğimiz büyümeye karşın 2012 yılına ilişkin büyüme tahminimiz %1). Emlak GYO'nun en az 4 projesinin satışına 2012 yılında başlaması bekleniyor. Bu nedenle şirket bu projelerde yüksek kredi faiz oranları nedeniyle görülebilecek düşük talebi bertaraf edebilmek için kendi içinde finanslama opsiyonları geliştirebilir fakat bu opsiyonların da 2012 yılında konut satışlarının üzerindeki aşağı yönlü baskıyı azaltmaya ilişkin etkili olabileceği konusunda endişeliyiz.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	1,498	603	1,136
FAVÖK	653	115	531
Net kar	469	121	517
FD/Satışlar	n.a.	8.3x	4.4x
FD/FAVÖK	n.a.	43.4x	9.4x
F/K	n.a.	41.1x	9.6x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

AKBNK'ın 2012 yılında TÜFE'de beklenen artışa bağlı olarak, portföyünde bulunan enflasyona endeksli bonoların ağırlığı sebebiyle faiz gelirlerini artıracığını belirtmiş ve ayrıca geçici olarak artacak olan mevduat maliyetlerinin bankanın gelirlerinde sınırlı bir baskı oluşturacağını daha önce de belirtmiştik. Ancak, AKBNK'ta görülen son fiyat hareketlerine baktığımızda tüm bu olumlu beklentilerin büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz ve kısa vadede ISCTR, GARAN, HALKB gibi benzer banka hisselerinin, AKBNK hisselerine göre yakın vadede daha fazla değer yaratabileceğine inanıyoruz. AKBNK hissesi %37 yükseliş potansiyeli taşıırken, ISCTR, GARAN ve HALKB hisseleri için hesapladığımız yükseliş potansiyelleri sırasıyla %74, %42 ve %54'tür.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Defter Değeri	17,948	18,857	21,487
Net Kar	3,010	2,863	3,018
Toplam Aktifler	117,241	139,377	153,317
Özsermaye karlılığı	18.6%	15.6%	15.0%
F/K	10.4x	8.6x	8.1x
F/DD	1.8x	1.3x	1.1x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Kısa vadede, özellikle TCMB'nin faiz koridorunu genişletmesini ve repo kullanılabilirliğini daraltmasının ardından şunları söyleyebiliriz: 1) TCMB yerel para biriminin volatilitesini ve değerini öncelikli olarak ele alması borçlanma maliyetlerini artıracaktır. 2) Haftalık repo oranı ile gecelik repo oranı arasındaki fark ilerleyen dönemlerde daha da artabilir ve bu da yakın vadede yatay olması beklenen politika faizine rağmen fonlama maliyetlerini artırabilir. TÜFE'de beklenen yükseliş trendine ek olarak, YKBNK'nin kısa vadedeki senaryoya uyum sağlamsını beklemiyoruz.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Defter Değeri	10,318	11,786	13,994
Net Kar	2,060	1,909	2,153
Toplam Aktifler	77,947	107,674	119,228
Özsermaye karlılığı	22.2%	17.3%	16.7%
F/K	9.2x	6.2x	5.5x
F/DD	1.8x	1.0x	0.8x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Küçük Ölçekli Hisseler Listemiz

AKFEN (Akfen Holding)

Fiyat: 7,94 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyat: 14,80 TL

Akfen Holding için 14,8 TL'lik hedef fiyatımızla birlikte güçlü olan görüşümüzü koruyoruz. Akfen holding yatırım stratejisini çok açık bir şekilde tanımlayıp ve stratejisine odaklanırken varlık portföyünü de akıllı bir şekilde yönetiyor. Şirket varlık portföyünü iki gruba ayırıyor: (i) Temel faaliyet alanı (havaalanı inşası/işletmesi, atık su, liman ve deniz yolu taşımacılığı) ve (ii) Portföy yatırımları. Hisse için kısa vadeli katalizör 2012 yılının ilk çeyreğinde yapılması beklenen 3 – 4 milyar dolarlık değer sahip otoyolu özelleştirmeleri ve aynı zamanda Ocak ayında yapılması planlanan Başkent Doğalgaz ihalesidir. Akfen yıl başından bu yana bağlı varlığı TAV'ın %40 altında performans gösterdi. Dahası Akfen bugün itibarıyla 115 MW'lik kapasitesinin faaliyette olduğu ırmak tipi hidroelektrik üretim santrali portföyünü 224 MW'ye çıkarmayı hedeflemektedir. Toplam portföyün faaliyete geçmesi için şirket yönetiminin 2012 yılına kadar beklemesi beklenebilir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	994	1,085	1,255
FAVÖK	139	229	299
Net kar	72	-30	158
FD/Satışlar	n.m.	3.7x	3.2x
FD/FAVÖK	n.m.	17.8x	13.6x
F/K	20.2x	-37.5x	7.1x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

AKSEN (Aksa Enerji)

Fiyat: TRY2.93

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyat: TRY4.62

2,0 GW'lik kurulu kapasiteye sahip olan Akse Enerji Türkiye'nin ikinci en büyük enerji üreten şirketi konumundadır. Devam eden ve gerçekleşmesi muhtemel olan projelerin tamamlanması ile birlikte 2014 itibarıyla şirketin kurulu kapasitesi 4,2 GW'a yükselecek. Bu da önümüzdeki dönemde %28'lik yıllık bileşik büyüme oranına işaret ediyor. Ek olarak, şirketin 13,3 milyon terawatt saat toplam yıllık satış hacmi olan 4 elektrik bölgesinin işletim haklarını elinde bulunduran kardeş şirketi Aksa Elektrik Dağıtım aracılığıyla müşteri portföyünden fayda sağlayacağına inanıyoruz. Kazancı Holding tarafından Goldman Sachs'a yapılan hisse satışı ve nakit enjekte edilmesi önemli olumlu noktalar arasında. Şu noktalara da dikkat çekiyoruz: (1) Üretimin ağırlıklı olarak doğalgaz tabanlı olması nedeniyle doğalgaz fiyatlarındaki artışa maruz kalabilir ve (2) PŞirketin büyüme planlarını gerçekleştirmesine ilişkin risk. Diğer yandan: (i) 2012 yılında iki taraflı anlaşmaların artması şirketin kapasite kullanım oranlarını ve operasyonel karlılığını olumlu etkileyebilir. (ii) Devletin elektrik üretim varlıklarına ilişkin ihalelerinin yapılması da şirket için olumlu olabilir. (iii) Şirketin kurulu kapasitesini artırmaya yönelik güçlü gelişmeler de şirketin uzun vadeli planları ile uyumlu olacak şekilde şirket için katalizör görevi görmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	911	1,182	1,430
FAVÖK	190	248	313
Net kar	60	-127	136
FD/Satışlar	3.9x	2.0x	1.7x
FD/FAVÖK	18.6x	9.7x	7.7x
F/K	47.2x	-12.7x	12.0x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

KRDMD (Kardemir D))

Fiyat: 0,77 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyatı: 1,00 TL

Beklenen kapasite artırımları ve Türkiye'de ve Orta Doğu Bölgesi'ndeki ülkelerde demiryolu ağı yenileme projeleri önümüzdeki dönemde Kardemir için olumlu olabilir. Şirket yönetiminin, ray çeliği ve profil üretim kapasitesini 1 milyon tona çıkarması yönündeki hedefi, değerlememize dahil değil. Büyük çoğunluğa sahip hissedarın olmaması, kurumsal yönetimdeki iyileşmeye ilişkin geniş bir alanın olması ve 2012 yılı FAVÖK'ünde zayıflama olması Kardemir' yapılabilecek yatırımların kötüleşmesine zemin hazırlayabilecek noktalar. KRDMD 2012 tahminlerine göre 4,1 FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Hedef fiyatımız %30 yükseliş potansiyeli taşıyacak şekilde 1,00 TL'dir. Çelik yolu yatırımlarına ilişkin somut bir gelişmenin olması karlılığı artıracığı için katalizör görevi görebilir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	690	1,024	1,182
FAVÖK	52	216	156
Net kar	14	153	93
FD/Satışlar	0.8x	0.6x	0.5x
FD/FAVÖK	11.0x	2.7x	3.8x
F/K	27.0x	3.0x	5.0x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

NTHOL (Net Holding)

Fiyat: 1,60 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyatı: 1,93 TL

Antalya Havalimanı'ndaki duty free faaliyetlerinin %45 hissesinin satışı ile birlikte, şirketin yaklaşık 200 – 220 milyon TL kar kaydetmesi bekleniyor. Böylelikle şirket, büyük gelişme potansiyeli gördüğü Kuzey Kıbrıs'taki faaliyetlerini büyütmeyi hedefliyor. Net Holding'in İMKB'ye kote olan şirketler arasında iyi bir turizm hissesi olması nedeniyle ilerleyen dönemlerde de endeksin üzerinde performans göstereceğini düşünüyoruz. IC İçtaş ile birlikte Ercan Havalimanı ihalesine teklif vermek amacıyla ön anlaşma sağlanması, Net Holding'in Kuzey Kıbrıs bölgesine olan ilgisini teyit ediyor ve ilerleyen dönemler için büyüme potansiyeli sunuyor.

Holding, dünyanın önde gelen talih oyunları sistemleri sağlayıcısı ve operatörü Scientific Games ile Milli Piyango ihalesine girmek için bir anlaşma imzalandığını açıklamıştı. Konsorsiyumun başarılı olması durumunda, bu ihale Net Holding için önemli bir katalizör olabilir. Net Holding'in İMKB'ye kote olan şirketler arasında iyi bir turizm hissesi olması nedeniyle ilerleyen dönemlerde de endeksin üzerinde performans göstereceğini düşünüyoruz.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	99	n.a.	n.a.
FAVÖK	2	n.a.	n.a.
Net kar	35	n.a.	n.a.
FD/Satışlar	4.2x	n.a.	n.a.
FD/FAVÖK	n.m.	n.a.	n.a.
F/K	8.1x	n.a.	n.a.

Kaynak: Finans Invest, İMKB

PETUN (Pinar Entegre Et ve Un)

Fiyat: 5,74 TL

Endeksin üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyat: 8,50 TL

Pinar Et'in sektörel ve operasyonel özellikleri açısından defansif bir seçim olduğuna inanıyoruz. Gıda sektöründe yer alması şirkete güçlü talep ortamı sunmaktadır. Diğer yandan, şirketin borç yükünün düşük olması da şirketin döviz kurundaki volatiliteye karşı dirençli olmasını sağlamaktadır. Şirket düzenli ve yüksek miktarda temettü ödemektedir. 2005 yılından bu yana ortalama temettü verimi %10,1'dir. Ana ortağın yüksek borç pozisyonu nedeniyle şirketin bu politikasını sürdüreceğine inanıyoruz. Hisseye yapılacak yatırıma ilişkin önemli riskler; karkas fiyatlarında görülebilecek sert artış, daha rekabetçi bir pazar ortamının olması ve ana ortağın yüksek borçluluğu. Karkas fiyatlarında Nisan ayında görülen düşük seviyelerin ardından bir miktar yükseliş görüyoruz. Ancak karkas fiyatlarında sert ve sürekli bir artış beklemiyoruz. Bu nedenle, karkas fiyatlarına bağlı olarak marjlar üzerinde görülebilecek potansiyel baskının sınırlı olabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, grup ekonomik kriz boyunca mali bütünlüğünü korumayı başardı ve bu da Yaşar Grubu'na ve İMKB'de işlem gören grup şirketlerine ilişkin güveni artırdı. PETUN 2012 tahminlerine göre 5,6 F/K ve 3,9 FD/FAVÖK çarpanı ile benzer şirketlere göre %41 ve %28 iskontolu işlem görmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	353	376	396
FAVÖK	38	32	46
Net kar	40	32	44
FD/Satışlar	0.7x	0.6x	0.6x
FD/FAVÖK	4,5x	5,6x	3,9x
F/K	6.4x	7.6x	5.6x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

TRCAS (Turcas petrol)

Fiyat: 2,14 TL

Endeksin Üzerinde Getiri

12 aylık hedef fiyat: 3,77 TL

Şirketin global şirketlerle yaptığı ortaklıkların değerinin ve yatırımların kısa vadeli engellerin ötesinde ortaya çıkacağını düşünüyoruz. Turcas'ın genellikle enerji odaklı faaliyetlerde %30'luk azınlık hisseye sahip olarak, SOCAR, Shell ve RWE gibi global şirketlerle olan ortaklıkları ile olan değerlemesinden fayda sağlayan ortaklık stratejilerini olumlu karşılıyoruz. Önemli olumlu noktalar: (1)Faaliyetlerin enerji odaklı olması ile birlikte çeşitlendirilmiş olması ileriki dönemlerde oluşabilecek potansiyel sinerji, (2)Kazancı düşük gibi görünen hisseler, fakat yapısı gereği defansif olan akaryakıt dağıtım faaliyeti, (3)Yılda 10 milyon varil işleme kapasitesine sahip başlı başına değerli olan Rafineri'nin faaliyete geçmesine ilişkin beklenti,(4)775 MWe doğalgaz santrali RWE'deki %30'luk ortaklığı ile büyüyen elektrik üretim faaliyetlerinde genişlemesi. Akaryakıt dağıtım faaliyetlerine ilişkin yasal müdahale olasılığı ve yatırımlardaki potansiyel gecikmeler önemli riskler arasında. Finansmanın kapanması ve Socar – Turcas rafinerisi ile 2012 yılının ilk yarısında bir anlaşmanın imzalanmasını en önemli katalizör olarak değerlendiriyoruz.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Satışlar	52	10	12
FAVÖK	-9	-8	-7
Net kar	56	19	21
FD/Satışlar	4.2x	n.m.	n.m.
FD/FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
F/K	13.4x	24.3x	22.0x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Düşük KDV uygulamasının kaldırıldığı 2008 yılından itibaren ISFIN'in yeni iş hacmi yıllık %43 büyüme gösterdi; bunun teşvikler olmadan da sektörün büyülebileceğinin bir kanıtı olduğuna inanıyoruz. Trendin devam etmesini ve 2012 yılında leasing portföyünün %26 büyümesini bekliyoruz. Mevcut kiralama portföyünün ortalama spread'i %2,5-3,0 seviyesinde, ancak yeni yaratılan işlerde spread'in %1,5-2 seviyesinde gerçekleştiğini görüyoruz. Rekabetin azalması ve başarılı bir yeniden fiyatlama ile spread'lerin 2011'de dip noktasını görmüş olduğuna ve 2012'de toparlanacağına inanıyoruz. Buna ek olarak, Finansal kiralamaya konu olan makine ve ekipmanlarda yapılan KDV indirimi ilerleyen dönemlerde hacmi olumlu etkileyebilir. Hisse 2012 çarpanlarına göre 0,6 F/DD ve 5,6 F/K ile işlem görmektedir.

Önemli şirket göstergeleri	2010	2011T	2012T
Defter Değeri	476	528	596
Net Kar	64	60	67
Toplam Aktifler	2,093	2,145	2,664
Özsermaye karlılığı	14.5%	11.9%	11.9%
F/K	5.3x	6.3x	5.6x
F/DD	0.7x	0.7x	0.6x

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Takibimizdeki hisselerin eski/yeni tahminleri

Tahminlerimizde yaptığımız değişikliklerin toplam bazında özeti

Kod	Bankalar ve leasing	Sigorta	Holdingleler	Sanayi şirketleri	GYO'lar	Finansal olmayanlar	Banka-dışılar	TAKİBİMİZ
# Kod	11	3	10	44	3	57	60	71
Piyasa Değeri	98,657	1,680	42,104	135,808	5,957	183,869	185,549	284,206
Eski Hedef Piyasa Değeri	147,753	2,255	59,982	174,185	9,771	243,937	246,192	393,944
Yeni Hedef Piyasa Değeri	135,303	2,164	58,700	168,467	8,629	235,796	237,961	373,264
Hedef fiyattaki düşüş	-8%	-4%	-2%	-3%	-12%	-3%	-3%	-5%
Eski yükseliş potansiyeli	45%	-14%	33%	24%	52%	27%	27%	33%
Yeni yükseliş potansiyeli	33%	-14%	30%	20%	34%	23%	23%	26%
Eski halka açıklık ağırlığı ile yükseliş pot.	49%	32%	45%	30%	68%	34%	34%	40%
Yeni halka açıklık ağırlığı ile yükseliş pot.	37%	26%	42%	26%	48%	30%	30%	33%
2011T								
Eski 2011 yılı satışları			34,412	173,771	1,330	209,513	209,513	209,513
Yeni 2011 yılı satışları			34,431	175,020	1,332	210,783	210,783	210,783
2011 yılı satışlarındaki düşüş			0%	1%	0%	1%	1%	1%
Eski 2011 yılı FAVÖK			6,391	24,357	489	31,237	31,237	31,237
Yeni 2011 yılı FAVÖK			6,172	24,363	361	30,896	30,896	30,896
2011 yılı FAVÖK'ündeki düşüş			-3%	0%	-26%	-1%	-1%	-1%
Eski 2011 net karı	14,973	123	2,591	10,258	505	13,354	13,476	28,449
Yeni 2011 yılı net karı	14,529	130	2,542	10,313	358	13,212	13,342	27,871
2011 yılı net karındaki düşüş	-3%	6%	-2%	1%	-29%	-1%	-1%	-2%
2012T								
Eski 2012 yılı satışları			37,065	189,164	2,007	228,236	228,236	228,236
Yeni 2012 yılı satışları			35,484	188,484	1,778	225,745	225,745	225,745
2012 yılı net satışlarındaki düşüş			-4%	0%	-11%	-1%	-1%	-1%
Eski 2012 yılı FAVÖK'ü			6,956	26,081	789	33,825	33,825	33,825
Yeni 2012 yılı FAVÖK'ü			6,432	25,720	738	32,890	32,890	32,890
2012 yılı FAVÖK'ündeki düşüş			-8%	-1%	-6%	-3%	-3%	-3%
Eski 2012 yılı net karı	16,235	164	3,033	13,927	843	17,803	17,967	34,202
Yeni 2012 yılı net karı	15,293	160	2,733	12,868	722	16,323	16,482	31,775
2012 yılı net karındaki düşüş	-6%	-3%	-10%	-8%	-14%	-8%	-8%	-7%

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Hedef Değerlememizin Özeti - 1

Hisse Kodu	Fiyat	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye	Hedef Fiyat		%	Yükseliş potansiyeli %	
				Eski	Yeni			
AKBNK	6.06	E.Ü.	E.Y.	8.30	7.96	-4.1	31	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
ALBRK	1.60	E.A.	E.A.	1.87	1.91	2.0	19	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
ASYAB	1.60	E.Ü.	E.Ü.	2.67	2.30	-13.9	44	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
GARAN	5.86	E.Ü.	E.Ü.	8.30	7.83	-5.7	34	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
HALKB	9.76	E.Y.	E.Ü.	15.00	14.37	-4.2	47	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
ISCTR	3.31	E.Ü.	E.Ü.	5.75	4.83	-16.0	46	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
SKBNK	0.89	E.A.	E.A.	0.95	0.94	-1.1	6	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
TSKB	1.81	E.Ü.	E.Ü.	2.55	2.54	-0.4	40	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
VAKBN	2.42	E.Y.	E.Y.	3.80	3.26	-14.3	35	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
YKBNK	2.68	E.Y.	E.A.	4.30	3.72	-13.5	39	Özsermaye maliyeti, yakın vadedeki yüksek fonlama maliyeti ile karlarda düşüş, aktif büyümesinde revizyonlar
ISFIN	1.09	E.Ü.	E.Ü.	1.40	1.40	0.0	28	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
Bankalar ve leasing							37.1	
AKGRT	1.66	E.A.	E.A.	1.60	1.55	-3.1	-7	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
ANHYT	2.74	E.Ü.	E.Ü.	4.05	3.90	-3.7	42	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
ANSGR	0.70	E.A.	E.A.	1.10	1.04	-5.5	49	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
Sigorta							28.8	
AKFEN	7.78	E.Ü.	E.Ü.	17.90	14.80	-17.3	90	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
ECZYT	4.09	E.Y.	E.Y.	6.16	6.16	0.0	51	Şu anki faaliyetlerindeki devam eden sağlamlık pozitif fakat ekonomideki yavaşlamadan hafif etkilenebilir. Grup şirketleri orta vadede sürdürülebilir büyüme potansiyeline sahip.
ENKAI	4.32	E.Ü.	E.Ü.	6.31	6.39	1.3	48	İnşaat segmentindeki değişikliklerden çok özsermaye maliyeti ve makro tahminlerle 2012 yılı ciro tahmini yükseltildi.
IPEKE	2.26	E.Y.	E.Y.	4.85	3.70	-23.7	64	Bedelli sermaye artırımı ihtimali işe hedef net aktif değerine göre oldukça iskontolu işlem görüyor olması hedef fiyatımızda düşüşe neden oldu.
KCHOL	5.62	E.A.	E.A.	6.85	6.51	-5.0	16	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
KOZAA	2.95	E.Ü.	E.Ü.	6.72	5.20	-22.6	76	Koza Altın'dan sağlanan katkıyı bedelli sermaye artırımı ihtimali sildi, hedef net aktif değerine göre oldukça iskontolu işlem görüyor.
NTHOL	1.58	E.Ü.	E.Ü.	1.99	1.93	-3.1	22	Standart özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi ile birlikte Güney Kıbrıs piyasasının umut vaat etmesi
SAHOL	5.50	E.Ü.	E.Ü.	8.08	8.41	4.1	53	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
TKFEN	5.66	E.Ü.	E.Ü.	8.26	8.28	0.2	46	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlere ilişkin güncellemelerle birlikte, 2011 yılında gübre fiyatlarının beklentilerin üzerinde kalması nedeniyle 2012 yılına ilişkin gübre fiyatı ve hacim tahminlerimizi güncelledik.
YAZIC	9.70	E.Y.	E.Y.	15.15	12.50	-17.5	29	Yeni Anadolu Efes tahminlerimize bağlı olarak net aktif değerimizi güncelledik
Holdingle							39.4	

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Hedef Değerlememizin Özeti - 2

Hisse Kodu	Fiyat	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye	Hedef Fiyat		%	Yükseliş potansiyeli %	
				Eski	Yeni			
ADANA	3.36	E.Y.	E.Y.	5.07	4.31	-14.9	28	Elektrik tarifelerindeki artış nedeniyle faaliyet marjlarında bozulma beklenebilir, talep tarafında kısa vadeli katalizörlerin olmaması, satılan malın maliyetinin enerji fiyatlarına olan zayıflığı.
AEFES	23.00	E.Ü.	E.Ü.	27.60	25.70	-6.9	12	Yüksek girdi maliyetleri ile özsermaye maliyeti ve makro tahminler güncellendi. Ciro tarafında bir değişiklik yok.
AKCNS	6.88	E.Y.	E.Y.	6.76	8.00	18.4	16	Konut projelerinin faiz oranlarına karşı hassas olmasına rağmen yeni atık ısı birimi marjları iyileştiriyor. Kentsel dönüşüm de katalizör olabilir.
AKENR	1.94	E.Ü.	E.Ü.	3.62	3.13	-13.5	61	Üretim hacminde ve FAVÖK tarafında düşük GSYİH tahmini ve zayıf olan TL/dolar varsayımı ile aşağı yönlü revizyon yapıldı. Şirketin 686 milyon dolar olan dolar bazlı net borç pozisyonu 2012 karını olumsuz etkileyebilir.
AKSEN	2.91	E.Ü.	E.Ü.	5.14	4.62	-10.2	59	Zayıf TL/dolar tahmini 2012 yılı karını olumsuz etkileyebilir, düşük olan GSYİH tahmini nedeniyle üretim hacmi ve FAVÖK'te aşağı yönlü revizyonlar yaptık.
ANACM	2.76	E.Y.	E.Y.	4.00	3.50	-12.5	27	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
ARCLK	5.70	E.Y.	E.Y.	8.10	7.04	-13.1	24	Özsermaye maliyeti, 2012 için düşük olan büyüme beklentileri ve yeni kur tahminleri
ASELS	7.84	E.Ü.	E.Ü.	11.50	11.50	0.0	47	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi. Önemli bir değişiklik yok.
AYEN	1.18	E.A.	E.Y.	1.98	1.61	-18.5	37	Şirketin yüksek kaldıraca sahip olması nedeniyle zayıf olan TL/dolar tahminleri kar tahminlerinde önemli bir düşüşe neden oldu.
AYGAZ	8.68	E.Y.	E.Y.	10.84	10.94	0.9	26	Gevşeyen TL ile LPG satış hacminin stabil olması Totalgaz'ın alımı ile desteklendi ve faaliyet giderindeki gerçekleştirmeler 2012 yılında yüksek operasyonel göstergelere yol açtı.
BAGFS	157.00	E.Y.	E.Y.	208.00	204.00	-1.9	30	Yurtiçi satış hacminin düşük olması 2012 yılı ciro ve FAVÖK rakamlarını baskılayabilir, diğer yandan şirketin uzun dolar pozisyonu sayesinde yüksek döviz kuru tahminimiz net karı destekleyebilir.
BIMAS	49.30	E.Ü.	E.Ü.	66.00	64.20	-2.7	30	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi; GSYİH büyümesini düşürmemiz nedeniyle düşük satış hacmini de hesaba katıyoruz.
BOYNR	2.45	E.Y.	E.Y.	3.40	2.80	-17.6	14	2012 yılının büyüme ortamı Boyner'in mağaza açılışlarını baskılayabilir. Özsermaye maliyeti ve makro tahminleri ile hedef fiyatımızı güncelledik.
CCOLA	23.55	E.Y.	E.Y.	23.45	21.80	-7.0	-7	Yüksek girdi maliyetleri ile özsermaye maliyeti ve makro tahminler güncellendi. Ciroda önemli bir değişiklik yok.
CIMSA	7.36	E.Ü.	E.Ü.	9.43	9.80	4.0	33	Yüksek karlı olan klinker üretimi ve büyük ölçekli inşaat projeleri ile ilgilenmesi rakipler üzerinde avantaj sağlayabilir ancak ilerleyen dönemlerde ihracattaki zayıflık ana tehdit olabilir.
DOAS	3.06	E.Y.	E.Y.	4.90	4.60	-6.1	50	Özsermaye maliyeti, 2012 yılında düşük olan GSYİH büyümesine ilişkin beklentinin düşük olması ve yeni kur tahminleri
ECILC	1.79	E.Y.	E.Y.	2.72	2.72	0.0	52	Yatırım Bankacılığı projesinin yakın zaman önce ertelenmiş olması olumsuz olabilir ancak nakitin enerji sektöründe kullanılacak olması büyümeye ilişkin yeni bir kaynak olabilir.
EREGL	3.11	E.A.	E.A.	3.80	3.52	-7.4	13	Düşük GSYİH büyümesi tahmini, yeni kapasite artışları çelik fiyatlarında düşüşe neden olabilir.
FROTO	14.40	E.Y.	E.Y.	16.90	15.70	-7.1	9	Özsermaye maliyeti, 2012 için düşük olan büyüme beklentileri ve yeni kur tahminleri
GUBRF	11.90	E.Ü.	E.Ü.	17.60	17.60	0.0	48	TL'deki zayıflığın varsayımı ile karda gevşeme beklenebilir. Diğer yandan şirketin İranlı iştirakinin tamamen konsolide edilecek olmasının katkısı ile zayıflayan Yurtiçi talebe rağmen FAVÖK ve ciro rakamı güçlü kalabilir.
HURGZ	0.70	E.Ü.	E.Ü.	1.57	1.12	-28.7	60	Standart olan özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
KILER	2.60	E.Y.	E.Y.	5.70	3.50	-38.6	35	3. çeyrekteki mağaza açılışlarını (1) dikkate alarak Kiler için büyüme tahminimizi revize ettik. 2012 satış tahminimizi %16 düşürdük. Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerimizi güncelleyerek yeni hedef fiyat belirledik.
KOZAL	25.00	E.Ü.	E.Ü.	30.74	34.16	11.1	37	Zayıf TL/dolar, yüksek altın fiyatı tahmini ve üretim hacmindeki hafif yukarı revizyon değerlendirilmedi ve operasyonel göstergelerde artışa yol açtı.
KRDMD	0.77	E.Ü.	E.Ü.	1.05	1.00	-4.7	30	Operasyonel metriklerdeki TL tahminlerinin etkisi şirketin dikey bütünleşmesi ve ray satışları ile ılımlılaşabilir.
MGROS	12.65	E.Ü.	E.Ü.	21.50	18.30	-14.9	45	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi: göreceli olarak düşük olan satış rakamlarındaki büyüme ve GSYİH büyümesindeki düşüşü de hesaba katıyoruz. Şirketin karı açısından belirleyici olan yeni EUR/TL paritesi tahminimizi de hesaba katıyoruz.

Kaynak: Finans Invest, İMKB

Hedef Değerlememizin Özeti - 3

Hisse Kodu	Fiyat	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye	Eski	Hedef Fiyat		%	Yükseliş potansiyeli %	
					Yeni				
NTTUR	0.64	E.Ü.	E.Ü.	1.67	1.19		-28.8	86	Bodrum/Milas projesinin Westmont Hospitality Group'a satılması gizli olan değeri açığa çıkarabilir, Güney Kıbrıs'taki umut veren turizm faaliyetleri büyük potansiyeli yaratabilir.
PETKM	1.91	E.Y.	E.Y.	2.65	2.56		-3.4	34	Petkim için yüksek olan özsermaye maliyetinin yansıtılması ve 2012 petrokimya piyasasına ilişkin görüşümüz.
PETUN	5.52	E.Ü.	E.Ü.	9.60	8.50		-11.5	54	Sektörün defansif sektörlerden biri olmasına rağmen şarküteri ürünlerinin satışı biraz zayıf kalabilir. Bu nedenle 2012 yılına ilişkin satış tahminimizi düşürdük. Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerde yaptığımız değişikliklerle birlikte hedef fiyatımızı düşürdük.
PNSUT	15.65	E.Y.	E.Y.	20.00	18.10		-9.5	16	PNSUT talep anlamında defansif birisi fakat ekonomideki yavaşlama ile satış hacmi biraz etkilenebilir.2012 yılı satış hacmimizi düşürdük. Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerimizdeki değişiklikleri dahil ettik.
PRKME	3.35	E.Ü.	E.Ü.	5.00	6.13		22.6	83	Değişmeyen hakim fiyatı tahminimizle TL/dolar paritesindeki zayıflık operasyonel göstergelerde hafif artış getirdi.
SELEC	1.38	E.Y.	E.Y.	2.16	1.90		-12.0	38	Son dönemdeki fiyat indirimlerindeki anlaşmazlığın çözülmesi ciro ve karlılığa olan güveni getirebilir ancak hükümetin ilaç tüketimini kesmeyi planlaması negatif olabilir.
SISE	2.83	E.A	E.A	3.21	3.22		0.3	14	Standard özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi.
SODA	3.19	E.A	E.A	3.00	2.90		-3.3	-9	Standard özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi
TATKS	1.89	E.Ü.	E.Ü.	4.00	2.62		-34.5	39	Talep bazında TATKS kısmen defansif olsa da, ekonomideki yavaşlamadan hafif etkilenebilir. Bu nedenle 2012 yılına ilişkin satış hacmi tahminimizi düşürüyoruz. Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi.
TAVHL	7.98	E.Ü.	E.Ü.	10.76	10.80		0.4	35	Standard özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi.
TCELL	8.80	E.Y.	E.Y.	9.98	10.30		3.2	17	Özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi: tahminlerimizde önemli bir değişiklik yok.
THYAO	2.19	E.Ü.	E.Ü.	3.75	3.62		-3.5	65	Standard özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi.
TOASO	5.72	E.Ü.	E.Ü.	9.10	8.70		-4.4	52	Özsermaye maliyeti, 2012 yılında düşük büyüme beklentisi ve yeni kur tahminleri
TRCAS	2.08	E.Ü.	E.Ü.	4.44	3.77		-15.2	81	STAS'tan kaynaklanan şekilde değerlememizi düşürüyoruz bu da hedef fiyatımızdaki revizyonun nedenini oluşturuyor.
TRKCM	2.51	E.Y.	E.Y.	3.52	3.35		-4.8	33	Standard özsermaye maliyeti ve makro tahminlerin güncellenmesi.
TTKOM	7.14	E.Y.	E.Y.	8.60	8.45		-1.7	18	Özsermaye maliyeti ve şirketin karında belirleyici olan özellikle kur tahminlerinin ve makro tahminlerin güncellenmesi
TTRAK	30.90	E.A	E.Y.	44.28	43.97		-0.7	42	Yurtiçi pazardaki güçlü talep büyük ihtimalle düşebilir, ancak çiftçilere yapılması beklenen teşvikler sayesinde daha fazla daralma beklemiyoruz. Karlılık 2012 yılında düşebilir.
TUPRS	37.10	E.Ü.	E.Ü.	49.80	49.00		-1.6	32	Hafif ve ağır olan petrol arasındaki farkın 2012 yılı için düşük olan rafinaj marjı tahminimizi düşürüyoruz; TL'deki zayıflama FAVÖK seviyesini olumlu etkileyebilir.
ZOREN	1.49	E.Y.	E.Y.	2.11	1.89		-10.4	27	Zayıf TL/dolar tahminimiz 2012 yılı karını olumsuz etkileyebilir. GSYİH büyüme tahminimizi düşürmemiz nedeniyle Yurtiçi hakim ve FAVÖK'te aşağı yönlü revizyon yapıyoruz. Rusya faaliyetleri de FAVÖK'deki iyileşmeyi destekleyebilir.
Sanayi şirketleri								24.0	
EKGYO	1.91	E.Y.	E.Y.	2.97	2.66		-10.4	39	2012 yılı için konut sektörüne ilişkin olumsuz görüşümüzü ve özsermaye maliyetindeki yükselişi yansıttık
ISGYO	1.02	E.Ü.	E.Ü.	1.96	1.90		-3.1	86	Yüksek döviz oranları ciroyu destekleyebilir, takibimizdeki diğer GYO'lar ile kıyaslandığında performansı iyi olabilir.
SNGYO	0.95	E.Y.	E.Y.	1.95	1.39		-28.7	46	Konut talebi için düşüş öngörümüzü ve şirketin 2012 yılındaki teslimat takvimini değerlememize yansıttık.
GYO'lar								44.9	
Finansal olmayanlar								28.2	
Bankacılar								32.4	
TAKİBİMİZ								31.3	

İngilizce rapor için [tıklayınız.](#)

Yukarıda yapılan hiçbir yorum ve bilginin bütünlüğü, doğruluğu ve değişmeyeceği garanti edilemez. İfade edilen görüşler hiçbir şekilde ve surette alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından dolayı doğabilecek zararlardan FINANSYATIRIM (FINANSINVEST) hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez. FINANSYATIRIM (FINANSINVEST) yorumda adı geçebilecek şirket veya şirketlerin menkul kıymetlerini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmetleri verebilir. Bu elektronik posta ve onunla iletilen bütün dosyalar sadece göndericisi tarafından alması amaçlanan yetkili gerçek ya da tüzel kişinin kullanımı içindir. Eğer söz konusu yetkili alıcı değilseniz bu elektronik postanın içeriğini açıklamamız, kopyalamamız, yönlendirmemiz ve kullanmanız kesinlikle yasaktır ve bu elektronik postayı derhal silmeniz gerekmektedir. FINANSYATIRIM (FINANSINVEST) bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu veya eksiksiz olduğu konusunda herhangi bir garanti vermemektedir. Bu nedenle bu bilgilerin ne şekilde olursa olsun içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından ve saklanmasından sorumlu değildir. Bu mesajdaki görüşler yalnızca gönderen kişiye aittir ve FINANSYATIRIM (FINANSINVEST)'in görüşlerini yansıtmayabilir. Bu e-posta bilinen bütün bilgisayar virüslerine karşı taranmıştır.