

Dalgalı piyasalarda güvenli bir rota

Hisse senetlerinin getirisi, bu yıl döviz kuruna oldukça bağlı

İçeride para politikası üzerindeki belirsizliklerin sürdüğü, dışarıda da puslu bir görünümün olduğu bu dönemde, daha önceki raporlarımızda da ifade ettiğimiz gibi gelir ve giderlerin kur kompozisyonu, bilançodaki borç ve alacakların para birimi ve şirketlerin finansal kaldıraçları; döviz ve faiz seviyelerinde gözlediğimiz volatilitenin artması mertebesinde kârlılığı belirleyen en önemli risk unsurları haline geldi. Döviz kuru tarafında, bizim yıl sonu tahminimiz 1.96 TL Dolar/TL ve sepet tahminimiz de 2,26 TL'dir. Bu da bizi tüm diğer belirsizlikleri bir tarafa bıraktığımızda, piyasanın 1,84 TL olan dolar tahminine (TCMB verisi) ve 2.11 olan TL sepet öngörüsüne göre (Bloomberg piyasa beklentisi) temkinli tarafta konumlandırıyor.

Eğer güçlü TL bekliyorsanız, THYAO, DOAS, AKSEN, AKFEN almalı

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, eğer piyasa beklentisi gerçekleşirse, sanayi şirketleri için yaptığımız kâr tahminlerinin oldukça üzerinde kârların açıklandığını görebiliriz. Bir taraftan, sepetin tarihi yüksek seviyelerini kısa vadede yeniden denemesi ihtimalini düşük buluyoruz, keza; 1) TCMB'nin daha fazla sıkılaştırma yönündeki en son hamleleri nedeni ile TL fonlama maliyetleri yükseliyor ve bu da TL'yi daha cazip hale getirmiş gibi duruyor, 2) Net sermaye akışı ve Merkez Bankası'nın döviz rezervleri / ihaleleri arasındaki denge sağlanmışa benziyor, 3) Yılın ilk çeyreğine girerken cari açığa beklenen trend TL'nin lehine geliyor, 4) Aralık ayından bu yana banka kredilerinde azalan momentum, TCMB'nin enflasyon, kur, büyüme arasındaki zor denkleme elini rahatlatıyor. Tüm bunlar, kurun şu anki seviyesinin kısa vadede bir dengeli ifade ettiğini gösterirken, sepetin yıl sonu için 2.26 TL olan tahminimizin altında kalabileceği ihtimalini de artırıyor. Bu çerçevede, kurun yıl boyunca bizim beklentimizin %10 altında kaldığı senaryo varsayımında, THYAO, MGROS, DOAS, AKSEN ve AKFEN ön plana çıkacak şirketler olabilir; bunu not etmek istiyoruz.

Ancak 2012 yılında, kârlılığı daha 'görünür' şirketlere de odaklanabiliriz

Diğer yandan, son zamanlarda TL'nin değerinde görülen volatilité ve ekonomistler arasında TL'nin geleceğine ilişkin görüş ayrılıklarına bakınca, bir diğer yatırım stratejisi de, "daha görünür" kârlılığa sahip şirketlere odaklanmaktır. Bu açıdan, hisselerle yatırım yaparken "dövizdeki hareketlere ilişkin senaryolar üzerine fikir yürütmek yerine", "kârları döviz kurundaki volatilitéye en az hassas", yani "piyasa riski en az" şirketleri belirlemenin ve onlara yatırım yapmanın makul ve güvenli bir yatırım stratejisi olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle yatırımcılarımıza hisselerini seçerken, döviz kuru seviyesini ya da yönünü değil, bunun yerine döviz kuru ve faiz oranlarındaki volatilitéye karşı en düşük düzeyde hassaslık gösteren şirketleri seçmelerini öneriyoruz. Bu açıdan, döviz kuru tahminlerimizi (buna bağlı olarak 2012 kâr tahminlerimizi) değiştirmeden bu sefer kârlar üzerindeki belirsizliği ölçmeye çalıştık ve belirsizliği en az şirketleri de, güvenli bir yatırımı tercih eden yatırımcılarımız için değerlendirdik. Burada bir hatırlatma; biz bu çalışmayı yaparken döviz kurunun ve faiz oranının takibimizdeki hisselerle olan direkt etkisini dikkate alırken, ilgili piyasa oynaklığının talep koşullarına olan 'dolaylı' etkilerini çalışmamız dışında bıraktık.

En görünür kâr tahminleri: BIMAS, ADANA, ASELS

Bu açıdan takibimizde bulunan banka dışı ve holding dışı 54 şirket için bir "görünürlük" endeksi çıkardık. 2012 yılı kâr tahminlerine göre döviz kuruna ya da faiz oranına karşı çok az korelasyon gösteren ya da hiç göstermeyen şirketlere daha yüksek puanlar verirken; kârları TL'deki volatilitéye karşı (negatif ya da pozitif) etkilenen şirketlere daha düşük puanlar verdik. Bunun yanında, yüksek puanlı şirketler arasında sadece kârları görünür olanları değil, bunun yanında; 1) 2012 de iyi bir kâr momentumuna sahip, 2) Eğer varsa iyi bir temettü verimine sahip şirketleri belirledik. Bu metodolojiye göre, ASELS, ADANA, BIMAS, PNSUT, EKGYO ve AKCNS, takip ettiğimiz hisseler arasında 1) Göreceli olarak daha görünür bir kâr profiline sahip olmaları (döviz ve faiz senaryolarına karşı düşük korelasyon gösterenler), 2) 2012 kâr momentumlarının daha iyi durması (Yıllık kâr artışı ortalamadan yüksek olanlar) ve 3) Temettü verimlerinin nispeten yüksek olması dikkate alındığında, daha iyi bir risk/getiri profili sunuyor ve "güvenli hisseler olarak" ön plana çıkıyorlar.

İngilizce rapor için [tıklayınız](#).

Makro Göstergeler ⁽¹⁾	2010	2011T	2012T
GSYİH büyümesi (%)	8.9	8.3	1.0
TÜFE (yıl sonu, %)	6.4	10.5	6.1
(ortalama, %)	8.6	6.5	8.9
Gösterge bono faizi (yıl sonu, %)	7.1	11.0	9.0
Politika faizi (yıl sonu, %)	6.5	5.8	5.8
Cari açık / GSYİH (%)	-6.6	-9.7	-6.1

TL	2010	2011T	2012T
TL/ \$ (ortalama)	1.5073	1.6823	1.8798
TL/ \$ (yıl sonu)	1.5460	1.8909	1.9630
TL/Eur (ortalama)	1.9985	2.3406	2.5009
TL/Eur (yıl sonu)	2.0491	2.4498	2.5520

Takiptekiler	2010	2011T	2012T
Satışlar (milyon TL)	226,918	292,984	314,807
FAVÖK (milyon TL)	34,123	37,677	39,486
Net Kar (milyon TL)	33,373	30,061	34,156
Kar büyümesi* (%)	24.4%	-7.2%	12.6%

(1): Rakamlar takibimizde bulunan bankalar ve holdingler de dahil olmak üzere 82 şirketi kapsamaktadır

(milyon TL) ⁽²⁾	Temel senaryo	Dolar - %10	EUR - %10	Sepet - %10
Satışlar	218,416	-%3.6	-%1.4	-%4.9
Nakit maliyeti	188,588	-%4.2	-%1.0	-%5.1
FAVÖK	29,828	%0.0	-%3.5	-%3.4
FAVÖK marjı	%13.7	51 baz	-30 baz	21 baz
NET KAR	15,283	%11.3	%8.9	%19.7
Kur farkı geliri/gideri	1,734	1,353	3,005	
Faaliyet etkisi	-%0.1	-%5.5	-%5.3	
Faaliyet dışı etki	%9.1	%7.1	%15.7	
Toplam etki	%9.0	%1.6	%10.4	

(2): Rakamlar bu raporda adı geçen 54 şirketi kapsamaktadır.

Bu çalışmaya dahil olan şirketlerin net döviz pozisyonları

Hisse Kodu	Hisse Adı	SEKTÖR	USD (milyon dolar) (-: KISA)	EUR (milyon euro) (-: KISA)	Diğer para birimi (milyon dolar) (-: KISA)
AKFEN	Akfen Holding	HOLDİNG	-314	-378	14
ALARK	Alarko Holding	ALTYAPI	2	53	4
DOHOL	Doğan Holding	HOLDİNG	-171	231	-22
DYHOL	Doğan Yayın Holding	MEDYA	-713	-89	-23
ENKAI	Enka İnşaat	ALTYAPI	-122	319	-119
IPEKE	İpek Doğal Enerji Kaynakları	ENERJİ	19	1	0
KOZAA	Koza Anadolu Metal	DİĞER	19	0	0
TKFEN	Tekfen Holding	HOLDİNGLER	-119	-38	-39
YAZIC	Yazıcılar Holding	HOLDİNGLER	6	-14	0
Holdingleler			-1,391	84	-184
ADANA	Adana Çimento (A)	ÇİMENTO	3	1	0
AEFES	Anadolu Efes Biraçılık	İÇECEK	-510	-95	18
AKCNS	Akçansa	ÇİMENTO	-14	1	0
AKENR	Ak Enerji	ENERJİ	-420	-80	0
AKSA	Aksa	ENDÜSTRİYEL TEKSTİL	-172	1	0
AKSEN	Aksa Enerji	ENERJİ	-664	-121	0
ANACM	Anadolu Cam	CAM	-2	-72	0
ARCLK	Arçelik	DAYANIKLI TÜKETİM	-16	-130	157
ASELS	Aselsan	İLETİŞİM SİSTEMLERİ	-145	-39	-4
AYEN	Ayen Enerji	ENERJİ	-23	-137	0
AYGAZ	Aygaz	PETROL VE GAZ	24	7	0
BAGFS	Bağfaş	TARIMSAL KİMYASALLAR	59	0	0
BIMAS	Bim Birleşik Mağazalar	PERAKENDE	0	0	0
BOYNR	Boyner Büyük Mağazacılık	PERAKENDE	2	-1	0
CCOLA	Coca Cola İçecek	İÇECEK	-339	-57	30
CIMSA	Çimsa	ÇİMENTO	-13	4	0
CLEBI	Çelebi	HAVAYOLLARI VE YER HİZMETLERİ	-5	-33	-14
DOAS	Doğu Otomotiv	OTOMOTİV	-23	18	0
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	SAĞLIK	126	93	0
EGGUB	Ege Gübre	TARIMSAL KİMYASALLAR	-35	0	0
EREGL	Ereğli Demir Çelik	DEMİR - ÇELİK	-1,430	-217	0
FROTO	Ford Otosan	OTOMOTİV	-7	36	-1
GUBRF	Gübre Fabrikaları	TARIMSAL KİMYASALLAR	-27	-102	-120
HURGZ	Hürriyet Gazetecilik	MEDYA	-259	-26	-24
KILER	Kiler	PERAKENDE	-84	-3	0
KOZAL	Koza Altın İşletmeleri	MADEN	24	0	0
KRDMD	Kardemir (D)	DEMİR ÇELİK	-70	-28	0
MGROS	Migros	PERAKENDE	7	-901	5
MRDIN	Mardin Çimento	ÇİMENTO	7	0	0
PETKM	Petkim	PETROL VE GAZ	15	14	0
PETUN	Pınar Entegre Et Ve Un	GIDA	0	-5	0
PNSUT	Pınar Süt	İÇECEK	0	-10	0
PRKME	Park Elek. Madencilik	ENERJİ	33	-1	0
SELEC	Selçuk Ecza Deposu	DİĞER	0	0	0
SISE	Şişe Cam	CAM	237	-86	12
SODA	Soda Sanayii	KİMYASAL ÜRÜNLER	90	16	1
TATKS	Tat Konserve	GIDA	-11	0	0
TAVHL	Tav Havalimanları	HAVAYOLLARI VE YER HİZMETLERİ	-44	-87	5
TCELL	Turkcell	İLETİŞİM	-616	-22	0
THYAO	Türk Hava Yolları	HAVAYOLLARI VE YER HİZMETLERİ	-1,301	-1,429	228
TOASO	Tofaş Otomobil Fab.	OTOMOTİV	-3	-548	0
TRCAS	Turcas Petrol	PETROL VE GAZ	1	-88	0
TRKCM	Trakya Cam	CAM	121	-2	3
TTKOM	Türk Telekom	İLETİŞİM	-1,008	-901	0
TTRAK	Türk Traktör	OTOMOTİV	-4	-6	0
TUPRS	Tüpraş	PETROL VE GAZ	-154	-28	0
ULKER	Ülker	GIDA	359	1	1
UNYEC	Ünye Çimento	ÇİMENTO	1	0	0
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	DAYANIKLI TÜKETİM	-131	36	4
VESTL	Vestel	DAYANIKLI TÜKETİM	-416	-121	47
ZOREN	Zorlu Enerji	ENERJİ	-694	-147	9
Sanayi Şirketleri			-7,600	-5,325	357
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	0	0	0
ISGYO	İş G.M.Y.O.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	7	-8	0
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	-102	0	0
Takiptekiler			-9,086	-5,249	173

Kaynak: Finans Invest, Şirket Finansalları

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, kopyalamanız, yönlendirmeniz 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.