

# STRATEJİ

## Hisse Senetleri Görünümü

27 Mart 2014

Gökhan Şen  
Hakan Aygun  
Hakan Aklar

[gokhan.sen@akyatirim.com.tr](mailto:gokhan.sen@akyatirim.com.tr)  
[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)  
[hakan.aklar@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aklar@akyatirim.com.tr)

## Gordion Düğümü

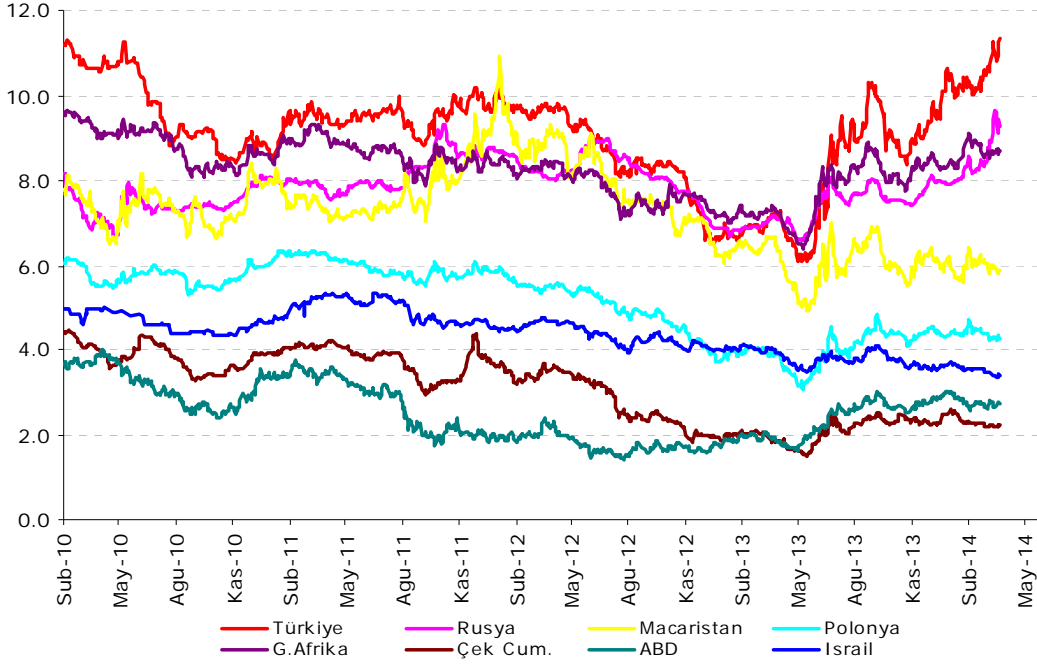
**Yerel seçim öncesinde 'nötr' durumumuzu koruyoruz** – Endeks hedefimizi %12 yukarı potansiyel vaat eden 75.000'de tutarken, Türk hisse senetlerinde sahip olduğumuz 'nötr' duruşu da devam ettiriyoruz. Makro tahminlerimizi ve %16'da bulunan sermaye maliyeti tahminimizi değiştirmiyoruz. 2014 ve 2015 yıl sonu tahmini EV/EBITDA oranlarımız 7,4 ve 6,4 seviyesinde oluşurken, aynı yıllara ait tahmini piyasa F/K oranlarımız ise sırasıyla 10,2 ve 8,6 çarpanlarında.

Gordion Düğümü ya da Türkçeleşmiş adıyla kör düğüm, bize zorlu koşullarda nasıl çözüme ulaşıldığını gösteren önemli bir efsane. Hikayenin anafikri hayli kısa ve öz; zorlu durumlar farklı ancak farklı bir bakışla çözülebilir. Bunun için, eğer Frigler'in düğümünü çözemiyorsan onu Büyük İskender gibi kesmelisin.

Bugünlerde Türkiye'deki yatırım iklimi tam da bu durumu karşılıyor ancak yine de büyük kararlar için daha fazla ipucu ve kesinliğe ihtiyaç var. Bu bağlamda, öngörülenebilirliği engelleyen faktör hemen yanıtımızdaki yerel seçim ve ardından neredeyse 1 yıl içinde yapılacak olan genel seçimler. Belirsizliği ortadan kaldırmak için ilerleyen sayfalarda politika senaryolarını analiz ettik ancak iş politikaya geldiği zaman düğümü çözmek ve ilerleyebilmek için daha fazla ipucuna ihtiyacımız var.

**Olgularla başlayalım:** Son strateji raporumuzda daha kolay tahmin edilebilir bir global görünüm olacağını tahmin ediyorduk. Aslında, tam da böyle oldu. Gelişmiş ülkelerin büyümesi trendin altında seyrediyor ve enflasyon oranları düşük. Bu da sabit getiriye yatırım yapanların daha düşük getirilere razı olması anlamına geliyor. Hatta Fed Başkanı Yellen'in bono alımları bittikten 6 ay sonra faiz artışı olabilir açıklaması dahi faizleri yukarı itmeye yetmedi. Gelişmeler 8 Ocak'ta tahmin ettiğimiz şekilde ilerliyor. O gün %3 olan ABD 10 yıllık tahvil faizi bugünlerde yaklaşık 28 baz puan aşağıda. Ayrıca, diğer bir beklentimiz de gelişen ülke faizlerinde faizlerin yavaş yavaş kendilerini düzeltmeleriydi. Birçok ülkede bunun ilk adımı yaşandı. Tahminlerimize göre devamı da güçlü ABD verileri sonrasında ve Mayıs ayı yaklaştıkça yaşanacak. Devamında ise getiri avcılığı ve değer arayışı ile beraber daha sakin bir periyodun geleceğini düşünüyoruz.

## ABD - Gelişmekte olan piyasalar 10 Yıllık Bono (%)



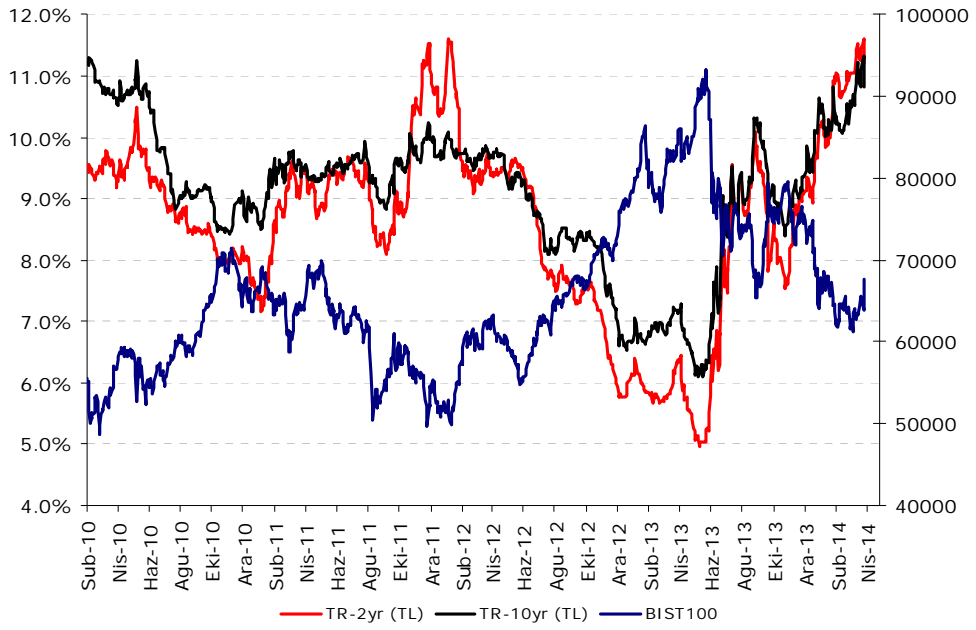
Kaynak: Bloomberg

**Global piyasalarda Çin kaynaklı endişeleri göz önünde bulundurarak iki ayrı görüşümüz var:** Birincisi riskten kaçınan bir strateji, diğeri ise risk iştahının yüksek olduğu ve Türkiye'nin hikayesine inananları destekleyen görüş. Çin'de yapılandırılmış piyasa enstrümanları ve şirket bonolarında olası bir temerrüt durumu, risk iştahını azaltabilir ve bu da gelişmekte olan piyasalar için risk primini artırır. Diğer taraftan Çin'in 5 yıllık CDS'leri herhangi bir endişeye işaret etmiyor. Risk iştahının yüksek olduğu ikinci görüşte ise daha olumlu bir senaryo görüyoruz. Çin'de büyüme ile alakalı daha fazla zayıf veri gördüğümüz sürece, Çin Merkez Bankası'ndan daha fazla parasal genişleme kararı görebiliriz. Buna ek olarak, daha yavaş büyüyen Çin'in emtia fiyatlarını rahatlatacağı, dolayısıyla bunun Türkiye'nin cari açığını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları'nın ise genişlemeci para politikalarının Haziran-Ağustos döneminden önce olmayacağını düşünüyoruz.

Amerikan ekonomisinde kötü hava koşullarına bağlı yavaşlama son bulmuş gibi görünüyor. Ayrıca Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) tahvil alım azaltımı planlandığı gibi devam ediyor. Bu gelişme kredi derecelendirme kuruluşları tarafından notu düşürülen ülkelerin bonoları dışındaki gelişmekte olan ülke bonolarında fiyatlandı. Diğer taraftan, çok olası görünmese de FED'in beklentilerden önce faiz artışına gitmesi riski gelişmekte olan piyasa bonolarında baskı oluşturabilir. Diğer belli başlı merkez bankalarından bu durumun etkilerini azaltacak herhangi bir hareket gelmez ise olası FED faiz artışı Çin'deki büyüme hızındaki azalma ile birlikte gelişmekte olan ülkeler için stres kaynağı olabilir. Tüm bu gelişmeleri göz önünde bulundurarak kısa vadede belirsizliklerin olduğunu ancak yılın kalanında daha sakin bir seyir olabileceğini düşünüyoruz.

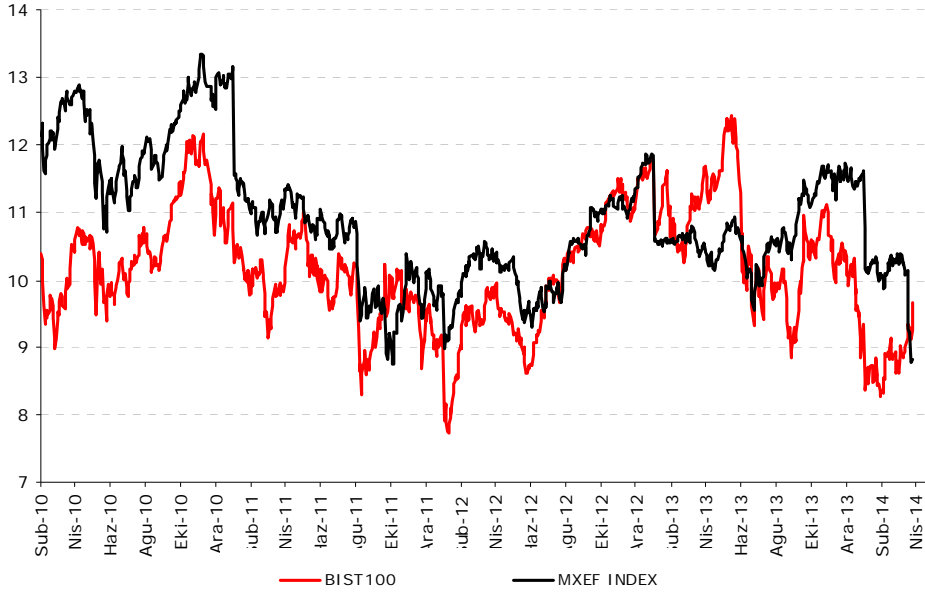
Yurtiçine dönecek olursak, FED'in tahvil alımını azaltması, yolsuzluk soruşturmaları, Merkez Bankası'nın faiz artışı piyasaları etkileyen temel konulardı. Biz seçimden sonra 150 baz puan faiz artışı bekliyorduk. Ancak, 17 Aralık soruşturması bütün her şeyi değiştirdi. Bu sebeple, Banka beklentilerin üstünde ve önden yüklemeli faiz artışı yaptı. Belirtmek gerekirse, faiz artışı bizim tahminlerimizde vardı, dolayısıyla makro tahminlerimizi değiştirmedik. Bu sebeple, 2014 yılı kur, faiz ve endeks seviyemizi bu raporda değiştirmedik.

**BIST100- 2Y TL Bono - 10Y TL Bono**



**Yatırımcılar gelişmekte olan piyasalarda yaşanan stresden etkilendiler.** Merkez Bankası, gelişmekte olan piyasalar korkusunu azaltmak ve kan kaybını durdurmak için faizleri artırdı. Kısa vadeli para piyasalarında gecelik faiz %12'ye çıktı ve dolayısıyla Türk Lirası stabil hale geldi. Kurda yaşanan bu olumlu ortama rağmen, şirket karlılıklarında aşağı yönlü revizyonlar devam etti. Biz de bankacılık sektöründe 2014 karlarını %13, banka dışı şirketlerin net karlarını %4 düşürdük. Her ne kadar karlılıklar aşağıya gelse de, ileriye dönük 1 yıllık F/K oranı çok aşağı gelmedi. Şu anda 9.7x olan F/K oranı son üç çeyrekte aynı yerde kalmaya devam ediyor. Bir çok zorluklardan geçerken, bu sonucun dikkatle yorumlanması gerektiğini düşünüyoruz.

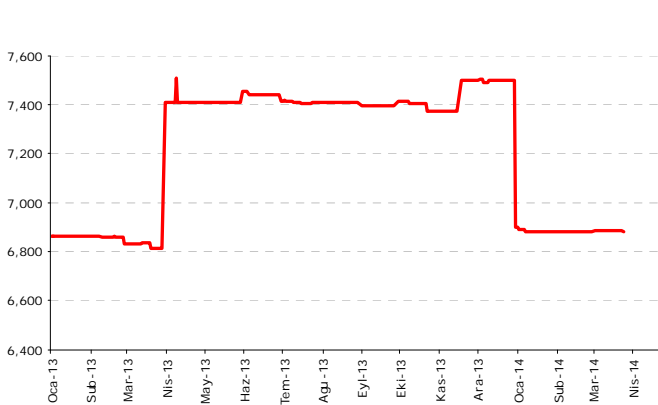
## BIST100- GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR F/K (1 Yıl ileri doğru)



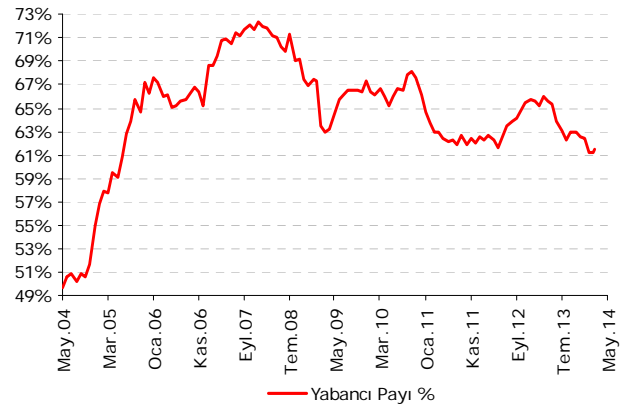
Kaynak: Bloomberg

Türk hisselerindeki yatırım pozisyonlarının düşük seviyelerde olması dikkat çekiyor. Yabancı payının tarihsel dip seviyelere yakın olması nedeniyle daha fazla yabancı satışının ancak olumsuz haberlerin devamı halinde geleceğini düşünüyoruz. İkinci olarak göreceli ucuz TL ve daha yüksek faiz oranları belli bir ölçüde yatırımcılara koruma sağlıyor. Ayrıca, AKP'ye olan halk desteği de, gördüğümüz kadarıyla, devam ediyor. Bu yatırımcılara, az da olsa, siyasi istikrarın devam edeceği işareti veriyor.

## BIST100 hisse başı kazanç (TL)



## BIST100 Yabancı Takası (%)



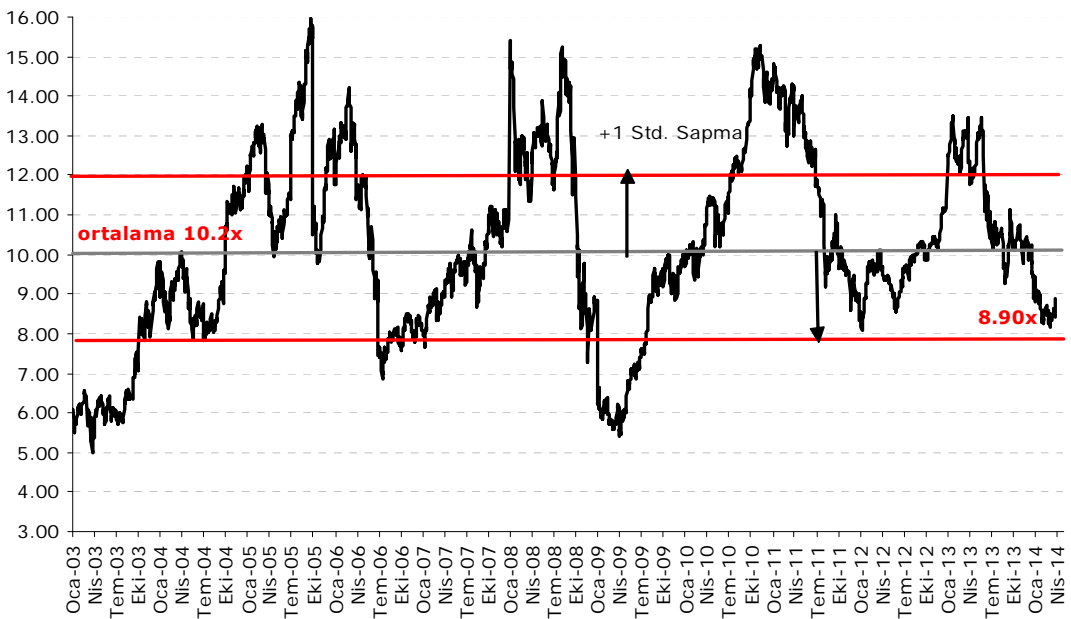
Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

**Özetle, kısa vadede olumsuz gelişmeler bekliyoruz.** Eğer yerel seçim sonuçlarının olumlu olduğu algısı oluşursa (%40+ oy desteği AKP'ye) Türkiye'nin diğer gelişmekte olan piyasalardan olumlu yönde ayrışma şansı var. Öte yandan, yatırımcıları üzecek gelişmeler de olabilir. Bu yine de özellikle Bankalar öncülüğünde bir seçim sonrası ralli, görmeyeceğimiz anlamına gelmiyor. Ancak endişeler ön plana çıkarsa ralli hızlı bir şekilde sona erebilir. Yılsonu endeks hedefimiz ancak %11 yukarı potansiyele işaret ediyor. Yani değerlemelerde fazla yer kaldığı söylenemez. Ancak 2015'de olumlu beklentilerle bu aşılabılır. Bu senaryo ise siyasi riskler taşıyor, bize göre. Erken genel seçim belirsizliklerin süresini azaltabileceği gibi, sonucuna bağlı olarak biraz kafa karışıklığı da yaratabilir. Ayrıca, Fitch 4 Nisan'da ve Moody's 11 Nisan'da Türkiye'nin olağan görünümünü gözden geçirecekler. Görünümlerin olumsuz'a inmesi söz konusu olabilir.

**Sonuç olarak, hisse senetlerinde seçimlere odaklı bir alım hareketi görmeyi bekliyoruz, ancak bu beklenti kısa sürebilir.** Kısa vadede global gelişmelerden kaynaklanacak riskler endeks üzerinde baskı yaratarak 50bin'li seviyelere doğru bir geri çekilmeye yol açabilir, ki bu seviyeler borsada tekrar uzun pozisyona girmek için oldukça uygun görünmektedir. Son olarak da, olumlu beklentilerimizin genel olarak 2015 yılı makro gerçekleştirmelerine odaklı olması nedeniyle politikadaki gelişmelere duyarlı olacağını hatırlatmak isteriz. Bu bağlamda halihazırda 2014'ü kayıp bir yıl olarak değerlendirmemiz mümkün. Sorulması gereken soru ise 2015 hikayesine yatırım yapabilir miyiz, yoksa pozisyonlarımızı satıp piyasaya yeniden giriş için sabırla beklemeli miyiz? Bu sorunun cevabı temelde enflasyonun seyri ve faiz oranlarına ilişkin beklentilerde yatacaktır – bu parametrelerin yönünün belirginleşmesi için en az iki çeyrek daha beklemek gerektiğini düşünüyoruz.

**Tahminlerimize göre, piyasa için 1 yıl ileri doğru 8.9 F/K hesaplıyoruz.** Bu da tarihsel ortalama olan 10.2 seviyesine göre %13 iskontoya işaret ediyor.

#### Piyasa F/K (4Ç - ileri doğru)



Kaynak: AK Yatırım

**Siyasi tansiyon yüksek kalmaya devam edecek.**

Türkiye’de politik görünüm çok hızlı değişiyor. Daha önce Başbakan Erdoğan’ın Cumhurbaşkanlığına aday olacağı, AKP’nin üç dönemden fazla Meclis’e seçilemeye kuralını değiştirmeyeceği ve 2014 yılında erken seçim yapılabileceği yönünde olan beklentilerin de değişmekte olduğu anlaşılıyor. Toplumdaki artan kutuplaşma ve Cumhurbaşkanlığı yetkilerinin mevcut siyasi koşullarda artırılmasının güçlüğü Başbakan Erdoğan’ın mevcut görevine devam etmesi ihtimalini artırmış görünüyor. AKP’nin yerel seçimlerde %40’ın üzerinde oy alması genel seçimlerin de zamanında yani Haziran 2015 tarihinde yapılması sonucunu getirebilir. 2009 yerel seçimlerinde AKP’nin oyların %38,4’ünü aldığı düşünüldüğünde, bu oranın altında bir oy AKP’yi erken genel seçime zorlayabilir. Dolayısıyla yerel seçimlerde AKP’nin alacağı oy oranı Cumhurbaşkanlığı ve genel seçim tarihi konusunda da fikir verecek.

AKP yöneticileri yerel seçimlerde oy oranının %45 civarında olabileceğini belirtiyorlar. Diğer yandan anketlerin güvenilirliği de sorgulanıyor. Önemli sayıda seçmenin ilk kez oy kullanacak olması (2014 yerel seçimlerinde 52,7 milyon seçmen oy kullanacak. 2009 yerel seçimlerinde seçmen sayısı 48 milyon kişiydi), kararsız seçmen sayısının fazlalığı gibi faktörler seçim sonuçlarını etkileyecek.

Erken seçimin yapılması belirsizliği azaltacak beklentisine rağmen, seçimlerden sonra da politik tansiyonun yüksek seyretme ihtimali olduğunu düşünüyoruz. Bu durum ekonominin 2014 performansı kadar 2015 ekonomisini de etkileyecektir.

**Ekonomiye ilişkin 2014 tahminlerimizi değiştirmiyoruz.**

Ocak ayında yayınladığımız strateji raporunda açıkladığımız makro ekonomik beklentilerimizi şu aşamada değiştirmiyoruz. 2014 yıl sonunda tüketici enflasyonunu %8,5 bekliyoruz. Bankacılık sektörü kredi büyümesi beklediğimiz gibi yavaşlıyor. GSYİH büyüme beklentimizi Ocak ayında %2,1’e düşürmüştük. Bu beklentimizi koruyoruz.

Yüksek enflasyon ve enflasyon beklentileri Merkez Bankası’nın faizleri uzun bir süre yüksek tutacağı beklentisini artırıyor. Merkez Bankası faizleri ve tahvil faizleri arasındaki ilişki de tahvil faizlerinin %11 civarında kalabileceğini gösteriyor.

Büyümenin hız kesmesi, TL’deki zayıflama, altın ithalatındaki azalma, AB ekonomisinde toparlanma belirtileri 2014 yılında dış ticaret açığının düşeceğini gösteriyor. 2014 yılında cari açığın milli gelirin %5,4’üne (42 milyar dolar) gerilemesini bekliyoruz. Söz konusu oran 2013 yılında milli gelirin %7,9’u (65 milyar dolar)gerçekleşmişti.

**Ekonomik Göstergeler**

	2010	2011	2012	2013T	2014T	2015T
<b>GSYİH Büyümesi (%)</b>	9.2	8.8	2.2	3.8	2.1	4.0
<b>GSYİH (US\$bn)</b>	731.6	774.0	785.7	819.4	774.0	860.4
<b>TÜFE (yıl sonu, %)</b>	6.4	10.5	6.2	7.4	8.5	6.5
<b>Gösterge Faiz Tahvil (ortalama, bileşik %)</b>	8.5	8.8	8.3	7.4	11.0	9.2
<b>TL/US\$ (ortalama)</b>	1.5	1.7	1.8	1.9	2.2	2.2
<b>TL/US\$ (yıl sonu)</b>	1.5	1.9	1.8	2.1	2.2	2.3
<b>İhracat (US\$ milyar)</b>	113.9	134.9	152.5	151.8	164.4	177.3
<b>İhracat Büyümesi (%)</b>	11.5	18.5	13.0	-0.4	8.3	7.9
<b>İthalat (US\$ milyar)</b>	185.5	240.8	236.5	251.7	244.7	270.2
<b>İthalat Büyümesi (%)</b>	31.7	29.8	-1.8	6.4	-2.8	10.4
<b>Dış Ticaret Dengesi (US\$ milyar)</b>	-71.7	-105.9	-84.1	-99.8	-80.3	-92.9
<b>Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'ya oranı)</b>	-9.8	-13.7	-10.7	-12.2	-10.4	-10.8
<b>Cari Açık (US\$ milyar)</b>	-45.5	-75.1	-48.5	-65.0	-41.7	-53.0
<b>Cari Açık (GSYİH'ya oran,%)</b>	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-5.4	-6.2
<b>Bütçe Açığı (GSYİH'ya oran, %)</b>	-3.6	-1.4	-2.1	-1.2	-1.9	-1.5
<b>Bütçe Faiz Dışı Denge(GSYİH'ya oran, %)</b>	0.7	1.9	1.3	2.0	1.1	1.2
<b>Merkezi Hükümet İç Borç Stoku (GSYİH'ya oran, %)</b>	32.1	28.4	27.3	25.9	24.7	23.4
<b>Merkezi Hükümet Dış Borç Stoku (GSYİH'ya oran, %)</b>	10.7	10.2	10.4	10.4	11.4	10.6
<b>Türkiye Dış Borç Stoku (GSYİH'ya oran, %)</b>	39.9	39.3	43.1	47.2	54.1	52.6

Sanayi sektörü için 2014 yılında yıllık bazda %14 kar büyümesi tahmin ediyoruz. Bu 8 Ocaktaki tahminimiz olan %20 seviyesinin biraz altında. Bankalardaki kar revizyonumuz sonrası bankacılık sektörü için 2014 yılında %22 kar daralması öngörüyoruz.

### Kar Büyümesi ve Değerleme (TL)

#### KAR BÜYÜMESİ

	<u>2014T</u>	<u>2015T</u>	<u>F/K (2014T)</u>	<u>F/K (2015T)</u>
<b>Banka</b>	-22,3%	34,6%	8,8	6,5
<b>Sanayi</b>	13,9%	9,5%	11,1	10,1
<b> Holding</b>	0,3%	15,8%	10,1	8,8
<b> PİYASA</b>	<b>-3,3%</b>	<b>18,8%</b>	<b>10,2</b>	<b>8,6</b>

Kaynak: Ak Yatırım Tahminleri

**Şirket Bazında Beğendiklerimiz** – Yukarı potansiyeli iyi olan, ihracata odaklı ve FX cirosu olan şirketleri tercih ediyoruz. En çok beğendiklerimiz **Aselsan, Ereğli, Halkbank, Kardemir D, Pegasus** ve **TSKB**. Ayrıca, **Türk Telekom, Sabancı Holding, Arçelik, Emlak GYO, Migros İş Bankası ve Vakıfbank'ın** takip edilmesini öneriyoruz.



# 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. 2014